



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2023年12月1日

港股市场一周回顾

01/12/2023

- 11月板块表现：电讯板块领涨 部分大型电商/互联网股创今年新低
- 人民银行每年第四季度都会大幅扩张资产负债表
- 10月份主要工业行业利润趋势亮点及关注点
- 经合组织预测中国 2024年和2025年经济增长分别放缓至4.7%和4.2%
- 下周展望

一、 11月板块表现：电讯板块领涨 部分大型电商/互联网股创今年新低

11月份和今年首11个月，恒生指数分别下跌约0.4%和14%。从主要行业分类指数表现来看，11月份，电讯业指数是表现最好的行业指数，上升约3%；必需性消费业指数是表现最差的行业指数，跌约4%。上周周报我们分析工信部统计数据显示，在数字经济新兴业务的推动下，9-10月中国电信服务业收入增速回升，基本面趋势利好电讯股。食品通缩压力打压了对投资消费必需品行业的投资情绪。前11个月，能源业指数和电讯业指数逆势上扬，分别上升约18%和15%，是表现最好的两个行业指数；地产建筑业和必需性消费业指数是表现最差的两个板块，分别下跌约33%和25%。整体投资者资产配置方向很大程度上受各行业基本面趋势驱动。

11月份，大部分大型电商/互联网公司公布了三季度业绩。虽然他们大部分季度利润超出市场预期，但利润改善是由支出大幅削减而非核心业务收入大幅增长推动的，市场反应是负面的，美团（3690 HK）、阿里巴巴（9988 HK）和哔哩哔哩（9626 HK）本周股价均创今年新低。我们观察到以下现象：投资者出售一些大型电商/互联网公司股票，但购买其高收益债券。电商/互联网公司盈利能力的提高是偿债能力提高的信号，这因素增加它们的债券吸引力。

香港IPO市场气氛显著改善。11月份，7只新股上市，合共筹集55.2亿港元，截至11月末全部高于发行价，涨幅1-118%，平均涨幅48%。10月份，5只新股上市，合共筹集68.0亿港元，到11月末为止，其中两家仍低于IPO价格。

中国11月PMI数据低于市场预期，也低于10月。制造业PMI从9月的49.5下降至10月的49.4，市场预期49.8；非制造业商务活动指数（非制造业PMI）从9月的50.6下降至10月的50.2，市场预期50.9。制造业新订单指数和非制造业新订单指数已分别连续2个月和连续7个月低于50，反映大部分受访企业表示订单持续下降。但制造业PMI中的生产指数已连续6个月超过50，反映生产持续扩张。生产指数趋势与新订单指数趋势显示相反方向，供给过剩风险上升，

生产商需降价促销。从7月至11月的制造业PMI生产指数和非制造业商务活动指数趋势来看，三季度至四季度经济产出持续扩张。从这角度来看，这些数字是有利提振GDP，但由于供应过剩风险损害了销售价格，制造商的盈利能力是关注点。

图表 1：11 月基准指数及产业分类指数表现

	沪深 300 指数	恒生综合指数	MSCI 全球	MSCI 新兴市场	MSCI 亚洲 新兴市场	MSCI 亚太区	MSCI 中国	MSCI 欧洲	标准普尔 500
基准指数	-2.1%	0.8%	9.2%	7.9%	7.5%	7.7%	2.3%	6.3%	8.9%
其中，									
能源指数	4.3%	1.0%	-0.2%	4.2%	5.0%	3.1%	2.7%	-2.0%	-1.6%
金融指数	-3.1%	0.3%	10.5%	6.2%	4.2%	4.2%	-1.3%	7.8%	10.7%
地产指数	-2.5%	-0.5%	11.5%	6.4%	5.0%	6.8%	1.9%	14.2%	12.3%
原材料指数	-4.5%	-1.3%	8.9%	7.9%	7.9%	9.8%	-2.8%	6.3%	8.1%
工业指数	-4.3%	2.1%	10.2%	9.5%	9.2%	8.7%	0.3%	10.9%	8.5%
可选消费指数	-1.4%	-1.1%	10.7%	4.2%	3.4%	5.6%	-0.3%	7.5%	10.8%
主要消费指数	-1.6%	-4.3%	4.1%	5.1%	2.2%	2.4%	-0.8%	2.0%	3.7%
医药卫生指数	0.2%	0.6%	5.6%	7.4%	4.9%	9.0%	0.5%	2.2%	5.2%
电信业务指数	-1.4%	3.0%	7.9%	10.9%	11.7%	9.1%	11.3%	6.2%	7.8%
信息技术指数	-0.7%	2.5%	13.6%	12.6%	12.6%	13.6%	5.0%	13.8%	12.7%
公用事业指数	-0.5%	1.3%	6.3%	6.9%	5.0%	4.7%	0.0%	7.1%	4.5%

来源：彭博、农银国际证券

图表 2：1-11 月基准指数及产业分类指数表现

	沪深 300 指数	恒生综合指数	MSCI 全球	MSCI 新兴市场	MSCI 亚洲 新兴市场	MSCI 亚太区	MSCI 中国	MSCI 欧洲	标准普尔 500
基准指数	-9.7%	-13.3%	16.2%	3.2%	2.4%	4.2%	-10.9%	8.8%	19.0%
其中，									
能源指数	12.6%	18.0%	-0.5%	12.7%	5.1%	3.4%	13.8%	5.8%	-4.6%
金融指数	-7.4%	-8.6%	6.8%	2.5%	0.1%	0.2%	-11.3%	12.0%	4.5%
地产指数	-33.9%	-32.5%	-1.3%	-11.6%	-20.9%	-10.8%	-28.8%	6.3%	0.3%
原材料指数	-12.3%	-4.4%	4.6%	-6.0%	-3.9%	3.6%	-16.6%	1.8%	5.6%
工业指数	-23.3%	-22.8%	12.8%	-3.0%	-4.9%	6.8%	-19.2%	16.3%	8.6%
可选消费指数	-10.2%	-15.5%	26.9%	-5.7%	-6.7%	4.5%	-15.2%	9.6%	33.0%
主要消费指数	-9.2%	-25.2%	-2.3%	-1.1%	-9.1%	-7.3%	-21.1%	-1.7%	-4.5%
医药卫生指数	-9.2%	-20.0%	-1.9%	-2.9%	-4.1%	-5.8%	-13.5%	3.3%	-3.7%
电信业务指数	8.0%	15.3%	37.6%	2.0%	3.6%	1.9%	3.6%	10.4%	47.3%
信息技术指数	2.7%	-13.3%	46.1%	21.8%	21.6%	22.3%	-6.3%	27.2%	50.7%
公用事业指数	5.3%	-16.5%	-5.2%	-9.1%	-18.6%	-9.7%	-19.2%	7.2%	-11.7%

来源：彭博、农银国际证券

二、 人民银行每年第四季度都会大幅扩张资产负债表

人民银行资产负债表的变化将影响金融市场的流动性供给。流动性供给的变化最终会影响利率市场和资本市场信贷的可获得性。过去 10 年，人民银行往往在下半年扩大资产负债表。特别是，其资产负债表在第四季度较同年其他三个季度有较大的扩张（请参考图表 1）。人民银行资产负债表扩张的乘数效应将显著扩大对实体经济的信贷供给（请参考图表 2）。而且，人民银行每年第四季度资产负债表扩张对实体经济的积极影响将延续到下一年的第一季度。

10 月末，人民银行资产规模较 9 月末增加近 5,905 亿元。2023 年上半年和 2023 年第三季度，其资产负债表资产分别扩大 1,279 亿元和人民币 9,292 亿元。从历史趋势来看和 10 月份统计数据显示，人民银行或会在 2023 年第四季度大幅扩张资产负债表。随着流动性供应的增加，这对于房地产行业 and 地方政府融资平台行业等一些陷入财务困境的企业来说是个好消息。当然，有多少新增信贷流动性流入这些部门存在不确定性。

图表 3： 人民银行资产规模变化（亿元人民币）

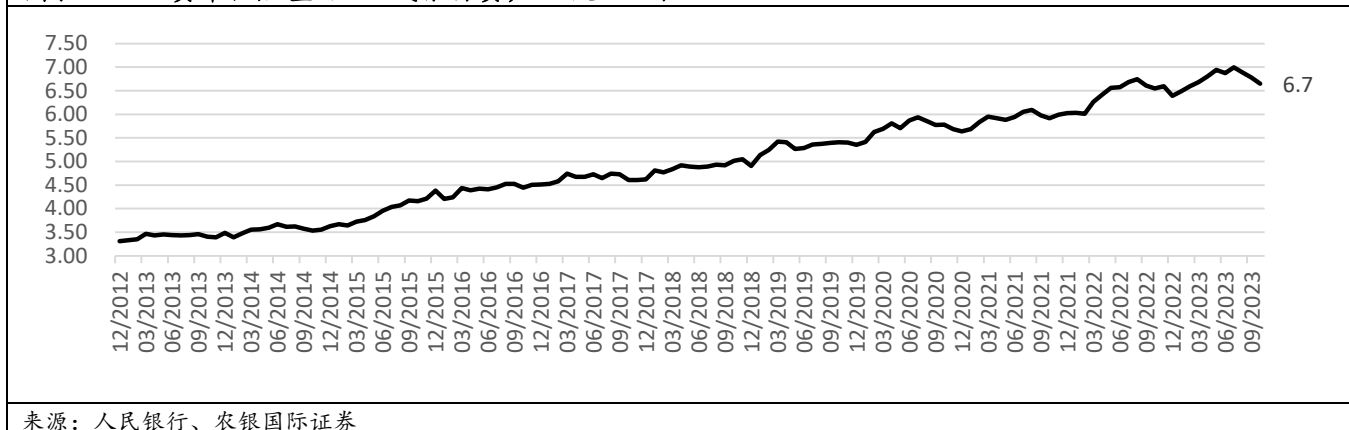
年度	1 季度	2 季度	上半年	3 季度	4 季度	下半年	全年
2013	9,369	6,563	15,932	3,051	1,987	5,039	20,970
2014	4,403	4,450	8,853	7,801	6,087	13,888	22,741
2015	3,977	(5,150)	(1,173)	(11,037)	(8,202)	(19,239)	(20,412)
2016	8,380	11,926	20,305	(3,192)	8,761	5,570	25,875
2017	(6,358)	7,672	1,314	4,971	12,935	17,906	19,220
2018	(3,323)	3,094	(229)	3,527	6,262	9,790	9,560
2019	(23,940)	15,043	(8,897)	(1,628)	9,164	7,535	(1,362)
2020	(5,756)	(1,444)	(7,199)	10,796	12,948	23,744	16,545
2021	(4,903)	7,125	2,222	2,076	3,729	5,805	8,027
2022	3,024	(6,171)	(3,148)	4,848	19,381	24,229	21,081
2023	4,224	(2,944)	1,279	9,292			

注：季度变化是指本季度末的资产额减去上季度末的资产额。

注：截至 2023 年 10 月末，人民银行资产规模约为 43.3 万亿元，较 2022 年末增加近 1.6 万亿元或近 4%。2020 年、2021 年和 2022 年，其资产规模分别增加约 4.5%、2.1% 和 5.3%。

来源：人民银行、农银国际证券

图表 4： M2 货币供应量 / 人民银行资产规模 比例



三、 10 月份主要工业行业利润趋势亮点及关注点

进入 2023 年最后一个月，市场焦点将逐渐从第三季度业绩转向第四季度业绩。由于大部分上市公司已公布第三季度或前九个月业绩，上市公司第四季度的盈利前景备受市场关注。

国家统计局公布前十个月工业企业财务状况。这将为工业企业第四季度的财务表现提供洞察。1-10 月份，全国规模以上工业企业营业收入小幅增长 0.3%。同期，实现利润总额同比下降 7.8%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点，也比上半年降幅收窄 9 个百分点。利润降幅收窄并非由收入增长推动，而是由成本及支出下降推动。

为了了解 10 月份的利润变化，我们将前 10 个月的利润增速与前 9 个月的利润增速进行了比较。

上游能源资源行业利润形势受价格疲软影响。前 10 个月煤炭开采和洗选业和石油和天然气开采业利润分别下降 26.6%和 8.9%。能源价格疲软损害了上游生产商的盈利能力，但有利于下游能源用户。

电力行业利润增长势头突出，燃气供应行业利润增速大幅提升。前 10 个月电力、热力生产和供应业利润增长 50.1%，增速比 1-9 月提高 0.1 个百分点。第四季度利润高增长势头有望持续。燃气生产和供应业利润增速由前 9 个月的 2.8%提升至前 10 个月的 8.0%，10 月份隐含利润增速超过 50%。

在一些资本市场投资者比较关注的制造业行业中，以下几点值得注意。

电气机械和器材制造业利润增速由前 9 个月的 24.9%放缓至前 10 个月的 20.8%，这意味着 10 月份利润下降约 16%，对于这行业并不是一个好消息，这行业包括太阳能发电产品、动力电池产品等。

前 10 个月汽车制造业利润增速增长 0.5%，增速比前 9 个月加快 0.4 个百分点。这意味着 10 月份行业利润增长约 4%。虽然增长动力不高，但至少表明行业形势有机会在四季度出现更好的增长势头。

计算机、通信和其他电子设备制造业利润前 10 个月下降 18.2%，降幅较前 9 个月收窄 0.4 个百分点，这意味着 10 月份利润下降约 14-15%。统计显示消费电子业利润第四季度可能仍将疲

软，但程度较第三季度有所减轻。

医药制造业利润前 10 个月下降 16.4%，降幅较前 9 个月收窄 1.1 个百分点，这意味着 10 月份利润下降约 6-7%。医药制造行业利润第四季度依然疲软，但程度较第三季度有所减轻。

必需消费品中，10 月份农副食品加工业和食品制造业利润降幅加深。农副食品加工业利润前 10 个月降 16.5%，降速比前 9 个月加快 1.4 个百分点，这意味着 10 月份行业利润降约 29%。食品制造业利润前 10 个月增 0.1%，增速比前 9 个月收窄 2.1 个百分点，这意味着 10 月份行业利润降约 18-19%。10 月份利润变化显示农副食品加工业和食品制造业第四季度利润情况不乐观。

不过，10 月份酒、饮料和精制茶制造业利润增速加快。酒、饮料和精制茶制造业利润前 10 个月增长 6.2%，增速比前 9 个月加快 0.6 个百分点，这意味着 10 月份行业利润增长约 11-12%。

四、 经合组织预测中国 2024 年和 2025 年经济增长分别放缓至 4.7%和 4.2%

进入今年最后一个月，经合组织（OECD）对中国经济未来两年的看法，其观点将影响全球投资者中短期内对未来两年中国经济的判断，进而影响全球投资者的资产配置。所以，我们有必要了解 OECD 对中国经济的看法。

OECD 观点。 OECD 预期中国 2023 年经济增长将反弹至 5.2%，然后在 2024 年和 2025 年分别放缓至 4.7%和 4.2%。由于预防性储蓄增加、创造就业前景黯淡以及不确定性加剧，消费增长可能仍将低迷。房地产行业的持续调整伴随着投资下降和持续的财务压力，但在抵押贷款成本下降的帮助下，以及一些需求方限制的放松预计将稳定房地产销售。地方融资平台负债过高，制约了城市基础设施项目的交付。在全球经济增长低迷的情况下，出口仍将疲软。尽管不太可能持续通货紧缩，但消费者价格通胀仍将保持在非常低的水平。房地产市场的深度调整是一个主要风险。贸易制裁可能会扰乱一些高科技制造商的生产。货币政策应保持支持性，并进一步降低利率和存款准备金率。与其他经济体的利差扩大导致资本外流和货币贬值。财政政策除了计划将支出结构转向基础设施和城中村重建外，还可以为地方融资平台的债务解决提供更多支持。对目标群体的税费减免将提供一定的支持。住房行业的预期稳定将带来地方预算收入的反弹。

OECD 对中国经济增长的预测基于以下预期。 房地产行业的持续调整将继续影响住宅投资和相关消费。随着绿色转型、城中村改造等环境和社会目标的高需求，地方融资平台的债务和融资问题得到解决，基础设施投资将会回升。鉴于信心疲弱以及缺乏加强社会保障网的改革，预计消费将继续低迷。旅游进口可能无法恢复到新冠疫情前的水平。通过向价值链高端迈进，中国将减少对进口零部件的依赖，因此，即使在外需疲软的情况下，经常项目顺差仍将保持在较高水平。

我们看到中央政府及监管机构已行动起来，但需时间缓解风险，问题是资本市场投资者是否有耐性等。中国经济增长受到外需疲软的限制、国内投资受到房地产疲软的拖累、部分地方政府高债务水平限制了基础设施投资能力、资本可能持续外流等风险，我们认为这些不是新风险。关键在于能否较快地妥善化解房地产市场和地方政府债务风险、是否有足够的金融资源持续推动经济结构改革，以及消费复苏的步伐能否加快。统计数据已显示社会消费品零售总额同比增速加快，从 7 月份的 2.5%，上升至 8 月的 4.6%，9 月的 5.5% 和 10 月的 7.6%。消费复苏趋势将带动经济产出增长。

经合组织预测亚洲三大人口国家未来两年将出现相对高速增长。 OECD 预测亚洲前三大人口

国家（中国、印度和印度尼西亚）预计将在 2024-25 年实现相对较高的经济增长。但是，OECD 预计除中国、韩国、墨西哥和俄罗斯外，大多数 G20 国家在 2025 年经济增长将好于 2024 年。我们认为 OECD 的 2025 年预期将显著影响长期投资者对中国经济的经济风险判断。全球投资者的资产配置，可能增配印度和印尼，降低中国资产配置。

通胀预期影响货币政策预期。 我们还需要关注的另一个重要信息是 OECD 对未来几年的通胀预期，它影响着市场对发达经济体央行货币政策的预期。OECD 假设没有食品和能源不利的供应冲击下，OECD 国家平均通胀率将从 2023 年的 7.0% 下降至 2024 年的 5.2% 和 2025 年的 3.8%。其实，在 10 月，OECD 的通胀率已经下降至 5.6%，主要是欧元区通胀率大幅下降导致。OECD 2024-25 年的通胀预期意味着成员国通胀率将在 2024-25 年仍保持在较高水平，尽管通胀率呈下降趋势。换句话说，经合组织暗示发达经济体利率或会下降，但速度会很慢，即高利率环境或持续较长时间。

经合组织的预测受到各种假设的影响，实际结果可能与当前的预期有所不同，但我们认为重点是它的预测在中短期内对金融及资本市场的预期产生影响。

图表 5：部分 G20 主要国家及地区实际 GDP 增长预测

国家、地区	2024 预测	2025 预测
印度	6.1	6.5
印度尼西亚	5.2	5.2
中国	4.7	4.2
沙特阿拉伯	3.0	4.7
土耳其	2.9	3.2
G20	2.8	3.0
墨西哥	2.5	2.0
韩国	2.3	2.1
巴西	1.8	2.0
美国	1.5	1.7
OECD	1.4	1.8
澳大利亚	1.4	2.1
俄罗斯	1.1	1.0
南非	1.0	1.2
日本	1.0	1.2
欧元区	0.9	1.5
加拿大	0.8	1.9
法国	0.8	1.2
英国	0.7	1.2
意大利	0.7	1.2
德国	0.6	1.2
阿根廷	-1.3	1.9

注：目前 OECD 有 38 个成员国，主要以西方发达国家为主。

在北亚，日本和韩国是经合组织的成员，中国不是经合组织成员国。在北亚，中国、日本和韩国是 G20 成员国。

来源：OECD (11/2023) 预测

五、 下周展望

中国宏观方面，下周中国海关将公布 11 月货物贸易情况，人民银行将公布 11 月外汇储备情况。受汇率扭曲影响，以美元计价的出口降幅将大于以人民币计价的出口降幅。以美元计价的进口增速将高于以人民币计价的进口增速。10 月份，以美元计价出口下降 6.4%，以人民币计价出口下降 3.1%；以美元计算的进口增长 3.0%，以人民币计算的进口增长 6.4%。10 月份，外汇储备为 31012 亿美元，已连续第三个月下降，以美元计价该数额受到近几个月非美元资产贬值的负面影响。

发达经济体和亚洲经济体 11 月 PMI 终值将公布。初步 PMI 数据显示，11 月份美国、欧元区和英国的经济活动环比有所改善。焦点是东盟 11 月 PMI，由于东盟是中国第一大贸易伙伴。东盟 PMI 在 9/2021 至 8/2023 连续 24 个月高于 50 后，在过去 9-10 月连续两个月低于 50。如果东盟经济活动继续放缓，中国与东盟贸易可能会受到影响。前 10 个月，以人民币计价，中国对东盟出口增长 0.6%，进口增长 1.3%，贸易顺差 7696 亿元人民币，占中国贸易顺差总额的 16%。

加拿大和澳大利亚央行将于下周举行议息会议，美国、欧元区和英国央行将于之后一周举行议息会议。市场预期这些央行在 12 月议息会议上维持利率不变。

权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2147 8863