

港股市场一周回顾

25/8/2023

恒生指数本周低开走高，扭转过去三周的下滑趋势。8月21日周一，LPR重新定价利率降幅不及市场预期，恒生指数本周首日跌破18000点水平，下跌2.3%。指数大跌引发逢低吸纳，指数之后连续三天反弹收复周一跌幅。周中，市场焦点从LPR利率转向企业中期业绩。个别恒指成分股如安踏体育（2020 HK）、百度（9988 HK）、美团（3690 HK）公布好于预期的业绩，帮助该指数在周一大幅调整后反弹。周中，欧美8月PMI初值显示经济继续疲软，市场解读美央行暂停加息，引发人民币反弹但油价下跌。8月22日，财政部、税务局、证监会在网上联合公布，将内地投资者通过港股通交易港股及ETF的免税期限延长至2027年末，反映监管机构鼓励内地投资者长期投资香港股市。本周，中国内地港股通投资者连续5天净买入港股近200亿港元。一周以来，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别变动0.03%、0.5%和1.3%。八月至今，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别下跌10.6%、10.5%和10.8%。

LPR 降幅不及预期，但事实上监管机构已经提前提醒市场。市场反应消极，恒生指数、恒生国企指数、沪深300指数、深证成指本周首日跌至年内新低，股市敏感券商股、保险股遭大量抛压压力。本周，1年期LPR下调10bp（基点）至3.45%，降幅低于市场预期的15bp。5年期LPR维持在4.20%不变，但市场预期下调15bp。市场对LPR下调不及预期的解读为负面，担心刺激经济力度不够。在央行8月17日发布的第二季度中国货币执行政策报告，其中报告专栏之一是“合理了解我国商业银行利润水平”。这专栏提到商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。这或许反映了央行的态度允许商业银行下调LPR幅度低于市场预期。8月18日，人民银行、金融监管总局、中证监联合召开会议，其中会议强调金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续。这次会议信息于LPR定价日前一天的8月20日在央行网站发布。关键词是可持续性。这反映出监管机构更加关注当前货币支持措施的可持续性。人民币贷款占社会融资总存量的62.6%。银行保持合理利润和净息差水平在向实体经济

提供支持性货币措施方面发挥着重要作用。

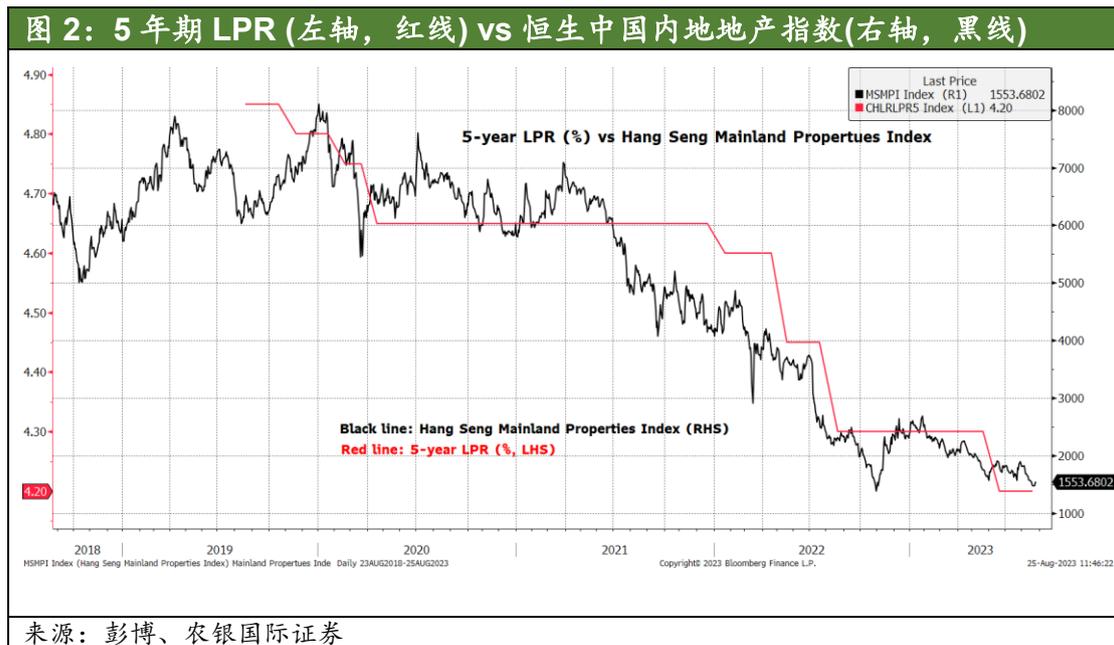
图 1: LPR 每年变化

虽然每次 LPR 重新定价或会是不对称的，但周期越长累计降幅越接近

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 迄今为止	2020 年 迄今为止
1 年期 LPR	下降 30bp	下降 5bp	下降 15bp	下降 20bp	下降 70bp
5 年期 LPR	下降 15bp	不变	下降 35bp	下降 10bp	下降 60bp

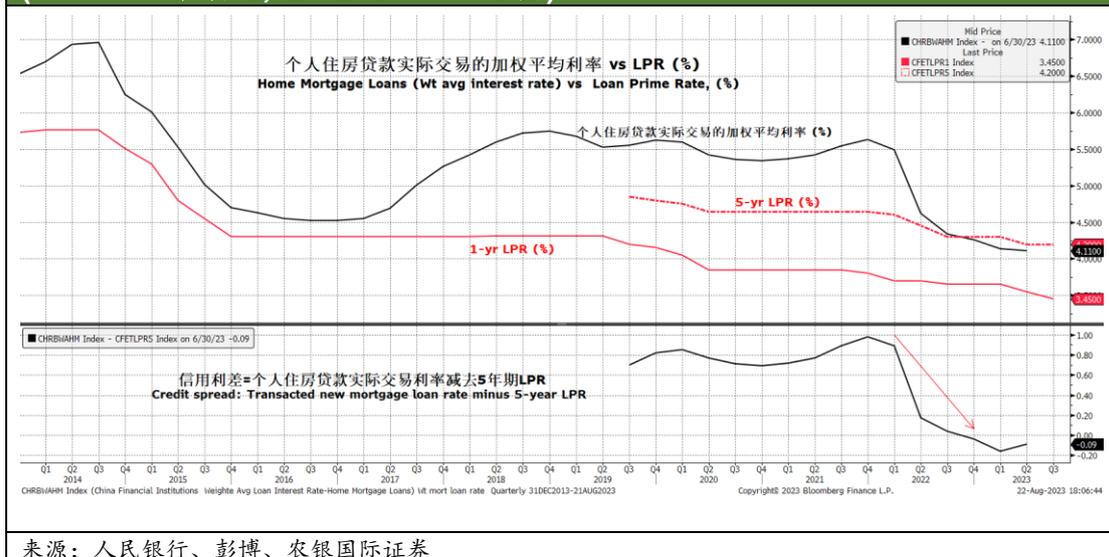
来源：中国人民银行、农银国际证券

在楼市风险和地方政府平台债务风险这两个主要市场风险面前，考虑到金融资源有限，政府可能会将风险管理重点优先放在化解地方政府平台债务风险。我们观察到这种观点开始在离岸市场的媒体中形成。这将进一步加剧经济前景的负面情绪。尤其是近期最大的民营房地产开发商碧桂园 (2007 HK) 财务困境的曝光，也引发市场担忧房地产市场供应链，如建筑公司、建材公司、房产中介公司等财务受到不利影响。我们判断在地产旧经济时代末落，地产行业整合将加速，站不住脚的竞争对手将被挤出。我们提醒不要误解政府的意图，政府有意遏制房地产市场风险，但并不意味着政府要重走旧经济道路。聪明的投资者已经离开了旧经济地产股。自 2019 年底以来，追踪中国上市房地产开发商的恒生中国内地地产指数已下跌近 80%；与此同时，5 年期 LPR 自 2020 年以来已下调 60bp。持续数年的利率下行周期并没有扭转该指数的下跌趋势(见图 2)。



银行业的个人住房贷款的盈利能力已不再那么有吸引力。虽然 5 年期 LPR 保持不变，但今年以来实际成交的个人住房贷款的加权平均利率低于 5 年期 LPR。据央行数据显示，个人住房贷款实际交易的加权平均利率已从 2022 年 12 月的 4.26% 下降至 2023 年 3 月的 4.14% 和 2023 年 6 月的 4.11%，较相应时期的 5 年期 LPR 分别低 0.04 个百分点、0.16 个百分点和 0.09 个百分点。2020-21 年，个人住房贷款实际交易的加权平均利率较 5 年期 LPR 高约 0.60-1.00 个百分点。信用利差已从 2020-21 年的 0.60-1.00 个百分点收窄至 2023 年上半年的负 0.09-0.16 个百分点。结合 2020 年初至 2023 年 6 月时期的 5 年期 LPR 下降 60bp，个人住房贷款利率自 2020 年初以来已大幅下降近 120-160bp。从这个角度来看，央行没有紧迫性降低 LPR 来刺激购房，因银行自 2022 年已经大幅降低了个人住房贷款的信用利差。然而，目前的定价机制对 2019-21 年期间提取贷款的个人住房贷款借款人不利，这些贷款的定价较 5 年期 LPR 高出 0.60-1.00 个百分点。由于贷款合同期信用利差不易改变，2019-21 年这时期利率大幅高于 2022-23 年发放的新住房贷款。根据前几年签订的贷款合同，银行很难更改合同。借款人的选择是提前偿还高利率住房贷款。

图 3
 上图：个人住房贷款实际交易利率、5 年期 LPR、1 年期 LPR
 下图：信用利差=个人住房贷款实际交易利率减去 5 年期 LPR
 (2022-23 年期间，信用利差由正转负)



中央政府支持香港资本市场。中国延续实施沪港、深港股票市场交易互联互通

通机制和内地与香港基金互认有关个人所得税免征政策。8月22日，财政部、税务总局和中国证监会联合公告对内地个人投资者通过沪港通、深港通投资香港联交所上市股票取得的转让差价所得和通过基金互认买卖香港基金份额取得的转让差价所得，继续暂免征收个人所得税至2027年12月31日。交易利润免税是鼓励内地个人投资者参与香港股市。由于免税期至2027年末，政策也吸引计划做长期投资的个人投资者参与香港股市。2023年迄今，中国内地投资者通过沪深港股通南行进行的日均买卖交易量约为每日327亿港元（包括股票及ETF买卖交易）；与此同时，香港主板日均单边成交额约为1,123亿港元（或日均买卖交易额2,246亿港元）。自沪深港通推出以来，我们推算中国大陆投资者通过沪深港股通南行方向已累计净买入港股及ETF价值达约2.76万亿港元。2023年迄今，大陆投资者已累计净买入港股及ETF价值达约1.9千亿港元。

图 4: 中国大陆投资者通过沪深港通持有的前 5 大港股（按市值计算，22/8/2023）

	持股 (百万股)	股价 (HK\$)	持股市值 (亿港元)	持股 (占比)	2023 年 迄今 股价变化
腾讯控股 (700 HK)	921.7	319.000	2,940	9.64%	0.9%
中国移动 (941 HK)	2,207.9	65.450	1,445	10.32%	26.6%
中海油 (883 HK)	8,336.4	12.780	1,065	17.52%	28.3%
汇丰控股 (5 HK)	1,815.1	58.500	1,062	9.06%	20.7%
美团 (3690 HK)	734.6	130.400	958	11.76%	-25.0%

持股市值=中国大陆投资者通过沪深港股通持有的港股 x 股价

持股占比=中国大陆投资者通过沪深港股通持有的港股 / 公司在港交所上市股数

来源：港交所、彭博、农银国际证券

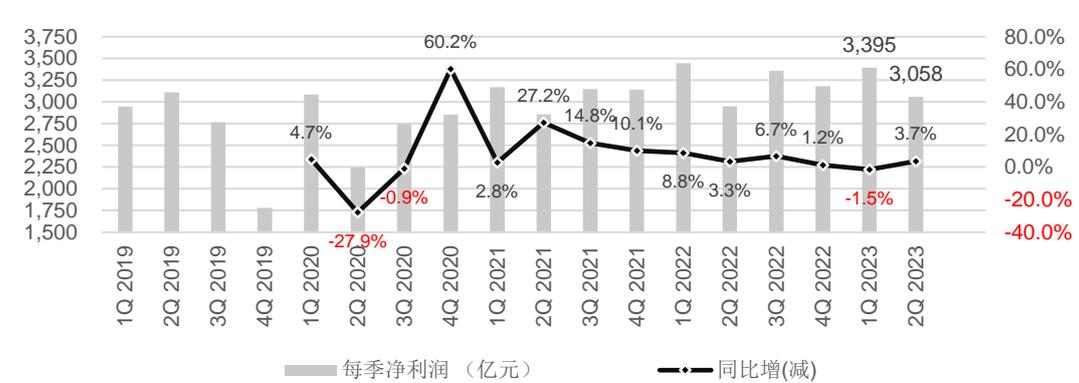
上半年大型商业银行和股份制商业银行利润增速持平。 在主要中国商业银行公布二季度和半年报之前，国家金融监督管理总局发布了银行业财务状况调查。该调查降低了市场对银行盈利能力的预期。2023年上半年，商业银行累计实现净利润1.3万亿元，同比增长2.6%，增速较去年同期下降4.5个百分点。其中，大型商业银行、股份制商业银行和城市商业银行半年净利润分别增长0.9%、0.6%和9.3%。上半年，商业银行平均资产收益率持续下滑，并有加速下滑的信号。今年上半年，商业银行平均资产利润率为0.75%，较去年同期下降0.06个百分点；平均资本利润率为9.67%，较去年同期下降0.44个百分点。今年上半年，大型商业银行、股份制商业银行和城市商业银行平均资产利润率为0.79%、0.79%和0.66%，较去年同期分别下降0.09、0.05和0.01个百分点。

图 5：总体商业银行资产盈利能力和资本盈利能力呈下降趋势



来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

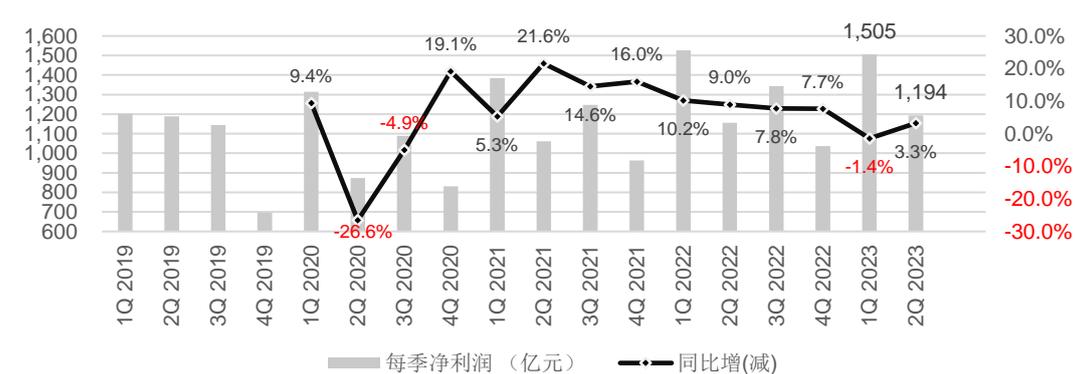
图 6：大型商业银行每季净利润趋势（亿元）



2023年上半年，大型商业银行净利润 6453.3 亿元，同比增长 0.9%

来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

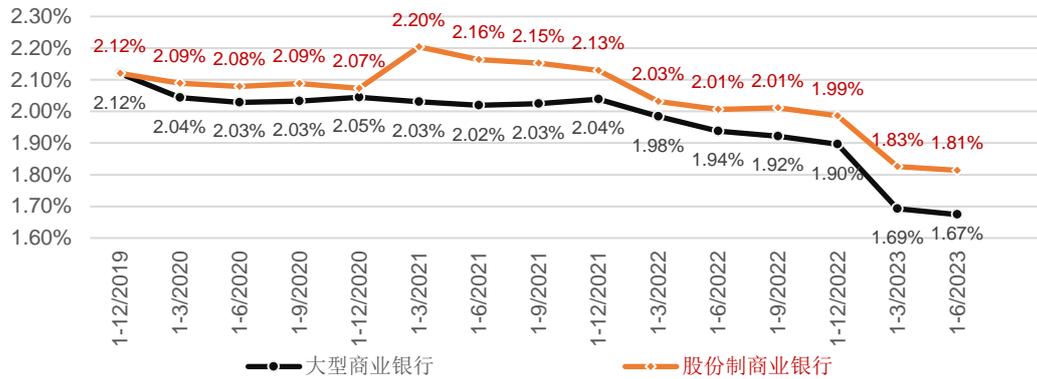
图表 7：股份制商业银行每季净利润趋势（亿元）



2023年上半年，股份制商业银行净利润 2699.0 亿元，同比增长 0.6%

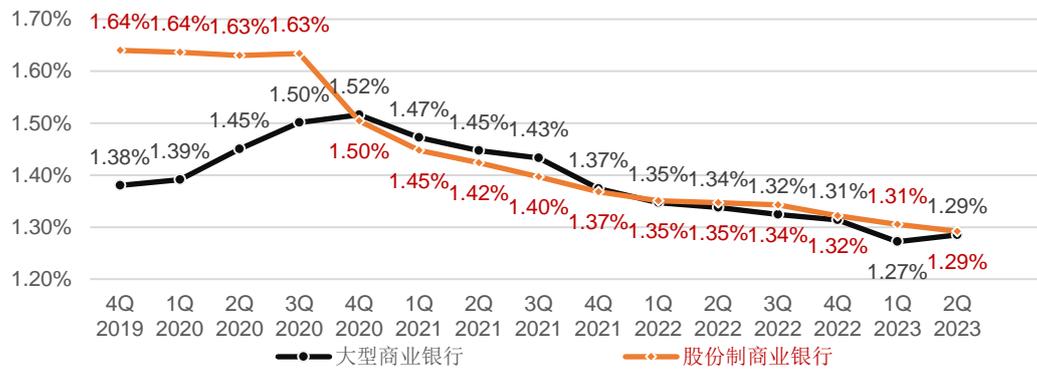
来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

图 8：商业银行期间净息差趋势



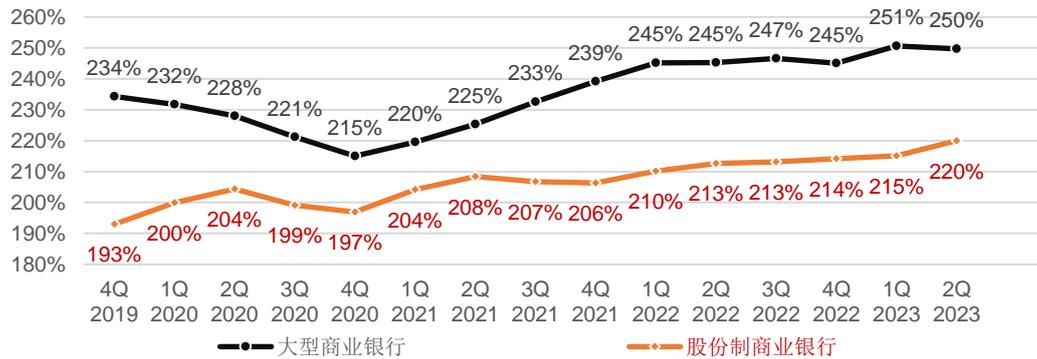
来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

图 9：季末不良贷款率趋势



来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

图 10：季末拨备覆盖率趋势



来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

下周展望。宏观方面，重点关注 7 月中国工业企业利润统计数据（8 月 27

日周日公布)和8月中国PMI数据(8月31日周四公布)。工业企业利润同比降幅已由3月份的-19.2%收窄至4月份的-18.2%、5月份的-12.6%和6月份的-8.3%。如果这种改善趋势持续下去,工业企业利润将在今年下半年有很高的机会恢复正增长。而且,由于今年上半年比较基数较低,明年一季度工业企业利润将出现良好的正增长。这一改善是由投入成本更快下降推动的。据国家统计局,7月份,工业生产者购进价格同比下降6.1%,环比下降0.5%;全国工业生产者出厂价格同比下降4.4%,环比下降0.2%。1-7月,工业生产者购进价格下降3.5%,工业生产者出厂价格比上年同期下降3.2%。进货成本下降快于出厂价有助于改善盈利能力。中国8月PMI是另一个市场焦点。目前,市场预计中国制造业PMI将从7月份的49.3下调至8月份的49.0;而市场预期非制造业PMI将从7月份的51.5下降至8月份的50.8。市场预计中国制造业活动疲软趋势将持续;非制造业活动扩张趋势将持续,但增速将放缓。美国、欧洲和日本的8月份PMI初值也显示出制造业活动收缩与非制造业活动扩张之间的分化。微观方面,重点关注下周中大型H股银行将公布的半年度业绩以及下周五(9月1日)新能源汽车制造商将公布8月份的销量。由于监管机构已公布今年上半年银行业盈利情况统计数据,市场应预期大盘H股银行上半年较低的利润增速。重点将是银行的资产质量及其应对利率下行趋势的策略。由于理想汽车(2015 HK)和小鹏汽车(9868 HK)均发布了乐观的三季度交付量预测。理想汽车和小鹏汽车9月1日公布的8月份新能源汽车交付量将有望实现强劲增长。

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