



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2023年11月17日

港股市场一周回顾

17/11/2023

- 本周政经利好因素显现 提振港股投资气氛
- 中美元首会议 显示积极求同存异态度
- 国内整体零售增长加快 但网上零售增速连续多月放缓
- 利率周期对美国通胀周期敏感 美国通胀周期是否真的处于下行周期
- 企业债余额连续多个月同比下降
- 住宅需求依然巨大 国家提出“三大工程”建设满足需求
- 下周展望

一、 本周政经利好因素显现 提振港股投资气氛

本周恒生指数受市场投资情绪改善提振上涨。APEC 会议期间中美领导人会晤释放世界两大经济体政经关系的改善信号；美国 CPI 从 9 月份的 3.7% 下降至 10 月份的 3.2%，增强市场对美联储将在未来几个月停止加息的预期，对美息敏感的港资地产及金融股走强；中国 10 月宏观数据显示零售同比增速连续三个月上升，失业率连续两个月稳定在 5%，创 2021 年 11 月以来新低，全社会用电量同比增幅从首 9 个月的 5.6% 上升至首 10 个月的 5.8%，均预示第四季度经济增长复苏势头持续；美国利率见顶预期和中国经济持续好转，导致离岸人民币兑美元汇率走强，降低境外投资者持有人民币资产的汇率风险；两家中资大型互联网公司公布第三季度利润高于市场预期，提振权重互联网股。恒生指数本周上涨约 1.5%，11 月份迄今上涨约 2%。

一二级市场投资气氛改善。11 月至今已有 6 家 IPO 公司上市，当前股价均高于 IPO 发行价，上涨约 3-83%，平均涨约 37%，市场对港股 IPO 的投资情绪大幅改善。二级市场方面，11 月份迄今，主板股市日均成交额增至约 900 亿港元，而 10 月份的日均成交额约为 787 亿港元。

尽管 11 月以来市场投资情绪有所改善，但一些风险因素值得关注。美国 WTI 原油现货和期货自 10 月中高位大幅下跌近两成多，一方面确认市场对未来通胀下降预期，但也反映市场对经济前景预期疲弱的看法，也是对中资原油股的利空因素。中国零售统计数据显示，网络零售额增长势头连续 5 个月下降，这趋势对电商平台运营商来说都是利空因素。统计局的 70 大城市住宅价格统计数据显示，10 月，一二三线城市的新建商品住宅均价及二手住宅均价都出现不同程度环比下跌。欧盟正式对中国新能源车企启动反补贴调查，中方表示欧盟所选调查样本缺乏透明度和缺乏行业代表性，中欧在新能源车争端可能升级。

二、 中美元首会议 显示积极求同存异态度

中美是全球两大经济体，中美元首会议成为国际焦点，两国释放的信号当然也成为金融市场对未来全球政经方向的判断指引。我们对比国务院网站和白宫网站披露的会议信息，我们认为两国在努力求同存异。从投资者的角度看，两国共同认同的是将会带来长期的商机。当然，两国的异也将成为长期的政经噪音。抓紧双方认同的是所带来的机遇及适应持续的政经噪音是应对措施之一。在两国应对气候危机方面的表态显示这是两国认同的是。在这方面对中美两国在绿色能源及减碳的发展趋势是长期向好。

国家主席习近平在美国旧金山同美国总统拜登举行中美元首会晤。习主席提出中美应该有新的愿景，共同努力浇筑中美关系的五根支柱。

一是共同树立正确认知。中国始终致力于构建稳定、健康、可持续的中美关系。同时，中国有必须维护的利益、必须捍卫的原则、必须坚守的底线。希望两国做伙伴，相互尊重、和平共处。

二是共同有效管控分歧。不能让分歧成为横亘在两国之间的鸿沟，而是要想办法架起相向而行的桥梁。双方要了解彼此的原则底线，不折腾、不挑事、不越界，多沟通、多对话、多商量，冷静处理分歧和意外。

三是共同推进互利合作。中美在诸多领域存在广泛共同利益，既包括经贸、农业等传统领域，也包括气候变化、人工智能等新兴领域。当前形势下，两国共同利益不是减少了，而是更多了。双方要充分用好在外交、经济、金融、商务、农业等领域恢复或建立的机制，开展禁毒、司法执法、人工智能、科技等领域合作。

四是共同承担大国责任。解决人类社会面临的麻烦离不开大国合作。中美应该做表率，加强在国际和地区问题上的协调合作，向全球提供更多公共产品。双方提出的倡议要彼此开放，也可以协调对接，形成合力，造福世界。

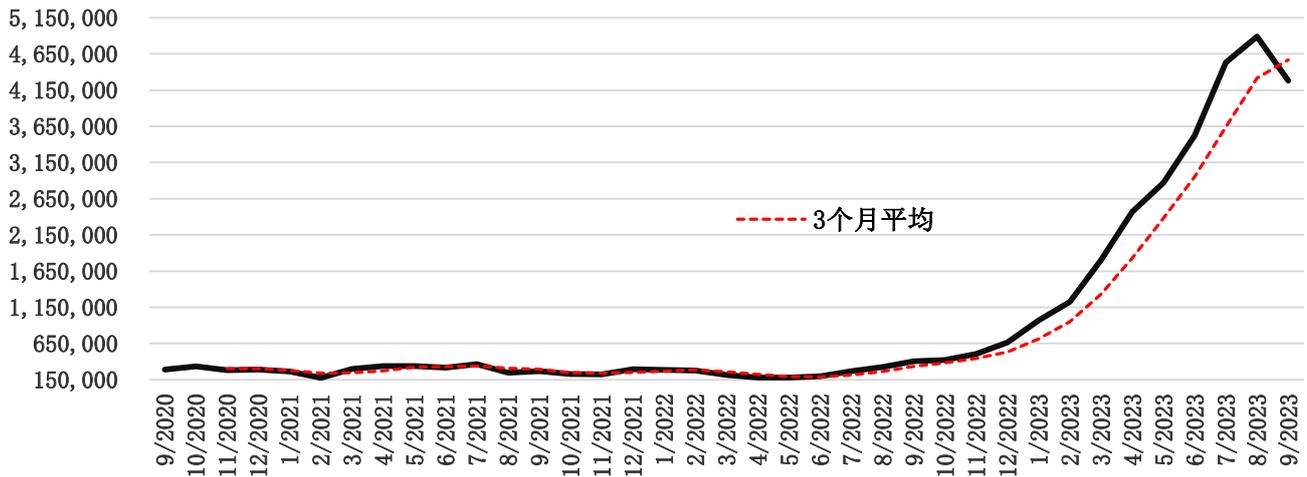
五是共同促进人文交流。要增加两国航班、促进旅游合作、扩大地方交往、加强教育、残疾人事务合作，减少阻碍人文交流的负面因素，鼓励和支持两国人民多来往、多沟通，为中美关系健康发展夯实基础。

在美国白宫网站上，其还贴出了英文版习主席提出的五个愿景。此外，我们判断两国最快可实现的合作是第五个愿景——增加两国航班、促进旅游合作。中短期内，香港上市的机票处理平

台运营商中国民航信息网络（696 HK）可能会成为世界上两个最大国家之间空中交通量增加的直接受益者（参考图表 1-2）。中国航信科技的主要股东包括三大国有航空集团公司和中移资本，合计持股约 36%。

图表 1: 国际机票处理量 (国内本地航空公司)

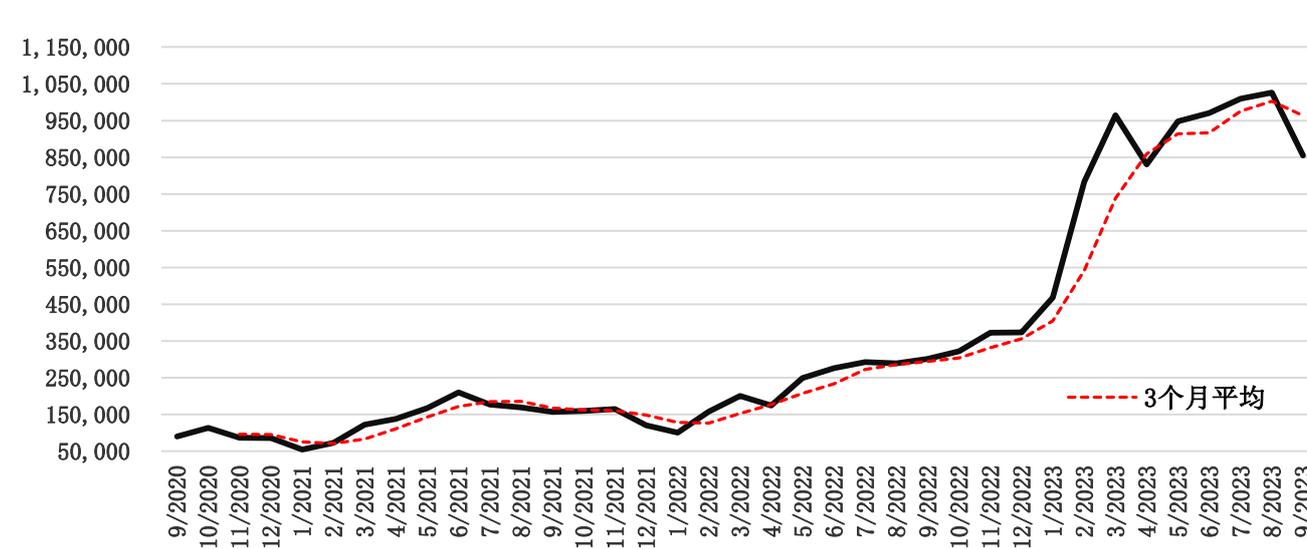
尽管国际机票处理量已大幅增加，但仍低于新冠危机前处理量。2018-19 年，月均处理量 7.4-8.2 百万。反映国际航服需求仍有近一倍上升空间



来源：中国民航信息网络、农银国际证券

图表 2: 国际机票处理量 (外国航空公司)

2018-19 年，新冠危机前，月均处理量 1.9-2.0 百万，反映当前服需求仍有近一倍上升空间



来源：中国民航信息网络、农银国际证券

三、 国内整体零售增长加快 但网上零售增速连续多月放缓

消费品零售同比增速连续3个月上升。据国家统计局，10月份，社会消费品零售总额同比增长7.6%，比9月增速高2.1个百分点，也是自8月以来增速连续3个月上升。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.2%，比9月增速高1.3个百分点，增速也是连续3个月上升。1-10月份，零售总额同比增长6.9%，比1-9月份增速高0.1个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.0%，增速与1-9月份增速持平。整体数字趋势反映出10月份零售市场形势持续好转。

虽然社会消费品零售总额增速持续好转，但网上零售增速连续多月放缓，反映消费者行为发生变化。前十个月，全国网上零售额增长11.2%，增速比前9个月增速低0.4个百分点，也是自6月以来累计增速连续5个月放缓。其中，前十个月实物商品网上零售额增长8.4%，增速比前9个月增速低0.5个百分点，累计增速也是连续5个月放缓。前十个月，在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长11.3%、7.6%、8.2%，增速比前9个月分别高0.9个、低2.0个、低0.3个百分点。数据显示，消费者网购食品的增幅有所增加，但网购穿类和用品类的增幅有所减少。据国家统计局官方解释，10月零售增长也受到双十一网购节提前启动的推动，但即使有这样的积极影响，1-10月网上零售额增速仍低于1-9月。

消费者喜欢外出购物。据统计局，前10个月服装、鞋帽、针纺织品类零售额同比增长10.2%，高于网上零售穿类的8.2%同比增速，消费者增加在线下实体店购买服装相关产品行为。体育用品连锁店商李宁(2331 HK)在上月公布季度销售业绩时也提到，线下销售有高单个位数增长率，但线上销售却有单个位数下降。宏观和微观数字反映消费者行为发生变化。**高价和非必需消费品零售急升。**在各类主要消费品中，10月份销售增长相对较高的项目包括体育、娱乐用品类、通讯器材类、汽车类、金银珠宝类和家用电器和音像器材类零售额分别同比大幅增长25.7%、14.6%、11.4%、10.4%和9.6%，增速分别高于9月15.0个、14.2个、8.6个、2.7个和11.9个百分点。消费者愿意增加对高价和非必需消费品的支出，消费者追求提升生活质量是非必需消费品需求增长的核心驱动力，这对于相应的生产商和零售商来说是个好消息。**10月家具、化妆品及装修品零售额增长乏力。**10月，家具类和化妆品类零售额同比增长1.7%和1.1%，建筑及装潢材料类零售额同比下跌4.8%。对家具和装修品的需求疲软反映了房地产市场的最新状况。近几个月化妆品需求突然大幅下滑，上半年化妆品零售额增长8.6%，但近两个月零售额增长率跌至低个位数。这种情况对于化妆品生产商和零售商来说不是好消息。

四、 利率周期对美国通胀周期敏感 美国通胀周期是否真的处于下行周期

美国通胀数据波动较大。美国 10 月 CPI 同比上涨 3.2%，低于市场预期的 3.3%，也显著低于 8 月和 9 月的 3.7%。通胀数据公布后，利率期货市场预计美联储将维持联邦基金利率不变至明年 3 月，这反映出市场普遍预期美国利率周期见顶。美国 CPI 同比增长从 5 月的 4.0% 大幅下降至 6 月的 3.0%，但在 7、8 及 9 月反弹至 3.2%、3.7% 及 3.7%，10 月则大幅回落至 3.2%。这波动形态很难断定通胀处于下降趋势。美国利率周期对美国通胀周期敏感，风险在于通胀周期是否真的处于下行周期，通胀趋势存在有那些较大的变量。

车用燃料 CPI 为通胀波动的变量。6-10 月，美国 CPI 的波动主要是由能源 CPI 的波动引起的，而能源 CPI 的波动又主要是由车用燃料 CPI 的波动引起的（参考图表 3）。CPI 从 9 月的 3.7% 大幅下降至 10 月的 3.2%，主要是由于车用燃油价格 CPI 从 9 月同比上升变为 10 月同比下跌所致。下半年以来，食品和服务业的通胀压力呈缓解趋势，虽缓解速度并不快，但无突然上下波动现象。过去几个月，商品的通胀压力几乎为零。虽然能源 CPI 占总权重的 7% 左右，但其较大的波动是导致通胀率波动的主因。鉴于食品、服务和商品的通胀缓解趋势，美国 CPI 可能维持下行趋势，但能源价格波动成为短期的波动主要因素。

图表 3：美国 CPI 分布及趋势 — 车用燃料 CPI 大幅波动导致能源 CPI 及整体 CPI 大幅波动

美国 CPI 项目 (同比变化)	权重	10/2023	9/2023	8/2023	7/2023	6/2023	5/2023
食品和能源	20.6%	0.6%	2.2%	1.6%	-1.0%	-1.9%	0.4%
食品	13.4%	3.3%	3.7%	4.3%	4.9%	5.7%	6.7%
能源	7.2%	-4.5%	-0.5%	-3.6%	-12.5%	-16.7%	-11.7%
车用燃料	3.7%	-5.6%	2.7%	-3.7%	-20.2%	-26.7%	-20.0%
电	2.6%	2.4%	2.6%	2.1%	3.0%	5.4%	5.9%
公用(管道)燃气	0.7%	-15.3%	-19.9%	-16.5%	-13.7%	-18.6%	-11.0%
商品(除食物和能源商品)	21.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.8%	1.3%	2.0%
新车	4.2%	1.9%	2.5%	2.9%	3.5%	4.1%	4.7%
二手车	2.6%	-7.1%	-8.0%	-6.6%	-5.6%	-5.2%	-4.2%
其它	14.2%	0.9%	0.8%	0.7%	1.2%	1.7%	2.3%
影音产品		-4.6%	-4.4%	-4.5%	-4.6%	-4.3%	-4.0%
计算机、外围设备和智能家居		-5.7%	-5.2%	-5.0%	-4.9%	-5.2%	-4.2%
智能手机		-12.0%	-15.4%	-17.2%	-17.6%	-16.1%	-15.3%
服务(除能源服务)	58.5%	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	6.2%	6.6%
住房租金	34.9%	6.7%	7.2%	7.3%	7.7%	7.8%	8.0%
主要住宅租金	7.6%	7.2%	7.4%	7.8%	8.0%	8.3%	8.7%
业主等值租金(OER)	25.7%	6.8%	7.1%	7.3%	7.7%	7.8%	8.0%
离家住租金, 房屋保险等	1.6%	2.6%	7.9%	4.9%	6.3%	5.5%	4.7%
其它	23.6%	3.7%	3.5%	3.8%	3.7%	3.9%	4.6%
机票	0.5%	-13.2%	-13.4%	-13.3%	-18.6%	-18.9%	-13.4%
所有项目 CPI	100.0%	3.2%	3.7%	3.7%	3.2%	3.0%	4.0%

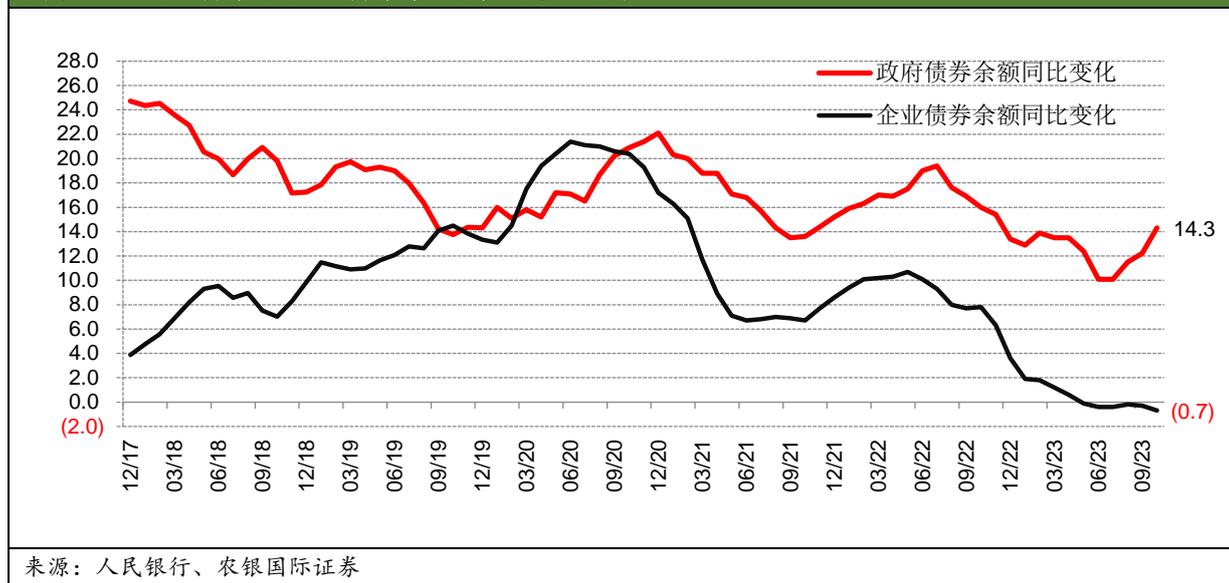
来源：美国劳工部、农银国际证券

五、 企业债余额连续多个月同比下降 流动性供应仍非常紧张

企业债余额自 5 月以来连续六个月同比下降。据央行月度社会融资规模统计，10 月末，企业债券余额 31.44 万亿元，同比下降 0.7%（参考图表 4）。这一趋势表明国内资本市场对企业信用状况总体仍持谨慎态度。连锁反应是企业将面临较高的再融资失败风险；企业债券余额的下降也表明企业的投资动力受到资金来源的限制；企业降低当前的投资规模将限制未来的投资回报规模。

6 月以来，政府债券余额增长加快，政府采取逆周期措施稳经济。政府债券余额增速由 6 月份的 10.1% 上升至 9 月份的 12.2% 和 10 月份的 14.3%（参考图表 4）。10 月末，政府债券余额为 67.71 万亿元，较 6 月末增加近 4.14 万亿元或 6.5%。政府债券余额增速的加快表明政府将增加支出和投资。公共支出和政府主导投资对经济增长发挥着重要稳经济作用。

图表 4：政府债券和企业债券余额同比变化趋势（%）

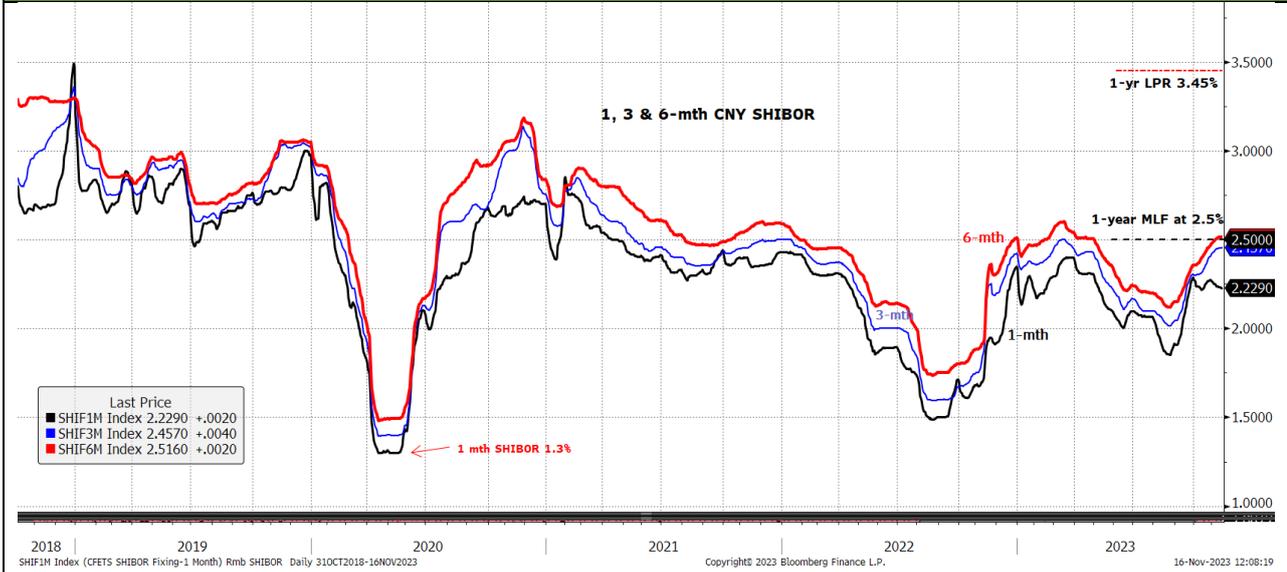


流动性供应仍非常紧张，6 个月期人民币 SHIBOR 升至 1 年期 MLF 上方。自上周中旬以来，6 个月期人民币 SHIBOR 已攀升至 1 年期 MLF 利率上方（参考图表 5）。11 月 15 日，人民银行净投放 6 千亿元人民币一年期 MLF 增加金融市场流动性。11 月 16 日，6 个月人民币 SHIBOR 为 2.516%，略高于 1 年期 MLF 利率 2.50%。本季度以来，3 个月期人民币 SHIBOR 也迅速攀升，从 9 月末的 2.302% 升至当前 2.457%。尽管市场普遍预期国内利率周期处于下行趋势，但近期 6 月期 SHIBOR 高于 1 年期 MLF 利率的现象与市场预期相矛盾。近 5 年，6 个月期 SHIBOR 平均低于 1 年期 MLF 约 0.42 个百分点。央行或需要进一步增加金融市场流动性供给，以压制 3 个月和 6 个月 SHIBOR 的上涨。



图表 5: 1、3、6 个月期人民币 SHIBOR (%)

红线: 6 个月期; 蓝线: 3 个月期; 黑线: 1 个月期



截至 11 月 16 日; 来源: CFETS、彭博、农银国际证券

六、住宅需求依然巨大 国家提出“三大工程”建设满足需求

楼市“金九银十”销售旺季环比明显反弹。据国家统计局9月和10月新住宅销售统计，近两个月“金九银十”新住宅销售总额为16,584亿元，比6-7月销售额增加25%或增3,305亿元，但比去年9-10月销售减少18%或减少3,575亿元。前十个月，月均新住宅销售额8650亿元，月均销售面积66.2百万平方米。从销售额及销售面积绝对值来看，尽管同比变动有所下降，新住宅需求依然非常巨大。

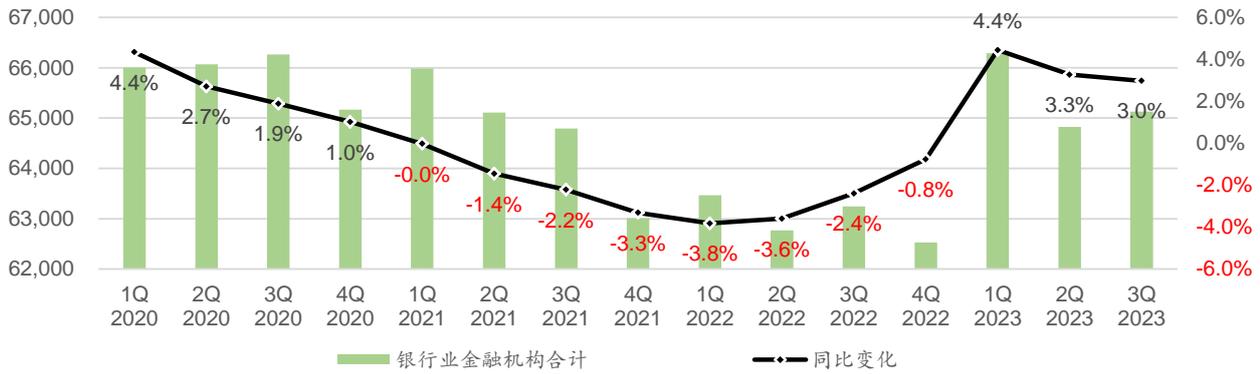
政府之前提出在超大特大城市“三大工程” - 加大保障性住房供应力度，通过城中村改造升级或增加供应，“平急两用”公共基础设施建设。超大城市是指人口超过1千万的城市；特大城市是指人口在5百万至1千万之间的城市。这些城市庞大的人口规模一方面体现了这些城市的经济实力，另一方面，这些城市的经济实力很可能会吸引更多的人口流入，从而增加社会服务和住房需求的压力。这些城市享受着城镇化趋势上升的红利，但住房供应和社会保障能力成为他们的持续增长阻力。

近几年发生的暴风雨、洪涝、疫情等自然灾害，暴露大城市了基础设施的薄弱点，尤其是医院服务、防洪设施、电力设施等基本社会服务的薄弱，亟需“平急两用”基础设施建设，以应对自然灾害及保障大型城市的经济利益。

解决大城市住房供应紧张，城中村改造是方法之一，有拆除新建、整治提升如装修出租、或拆整结合三种方式。由于城中村的所有权通常是私人的，业主众多，达成共识拆除重建需要很长时间，并且需要新的资金投入。翻新出租是整治提升城中村住房设施最快的方式，但这种方式只是存量房改做，很难获得有规模的新供应。

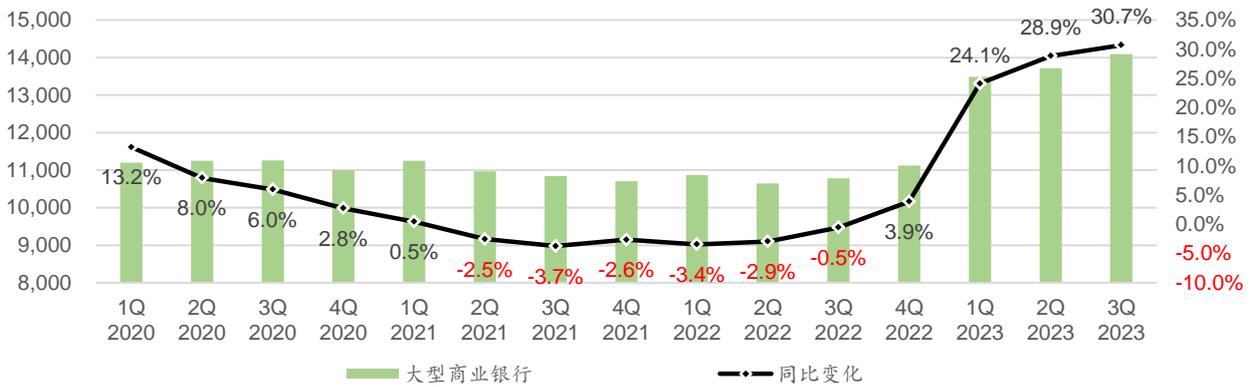
政府主导的保障性住房开发项目可能是提供新住房供应以满足不断增长的人口需求的最快方式。随着中央政府提出超大特大城市开展保障性住房建设，这些大城市政府的财力实力也吸引着金融机构为这些政府项目提供融资。这现象从人民银行近几个季度的统计数据中可见一斑。统计数据显示，大型国有商业银行大幅增加了政府对主导的保障性住房项目的贷款，贷款余额由上年末的11.12万亿元增至三季度末的14.10万亿元，升近2.98万亿元或近27%。有了经济富裕的超大特大城市政府的支持，大型国有商业银行今年积极增加对此类项目的放贷（参考图表7）。

图表 6：保障性安居工程贷款趋势（亿元）
大型商业银行和政策性银行是开发贷款主要提供方



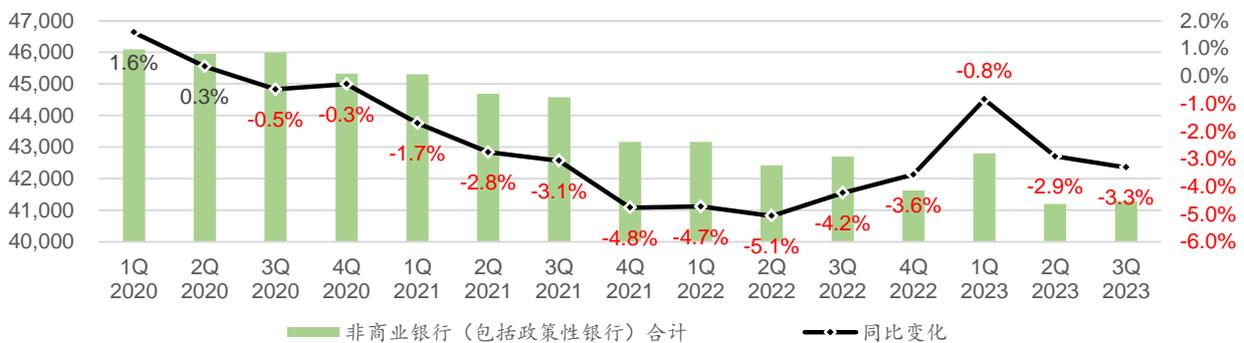
来源：人民银行、农银国际证券

图表 7：大型商业银行保障性安居工程贷款趋势（亿元）
今年首季度，大幅增加这类业务贷款规模



来源：人民银行、农银国际证券

图表 8：非商业银行（包括政策性银行）保障性安居工程贷款趋势（亿元）
政策性银行收缩该类贷款业务规模

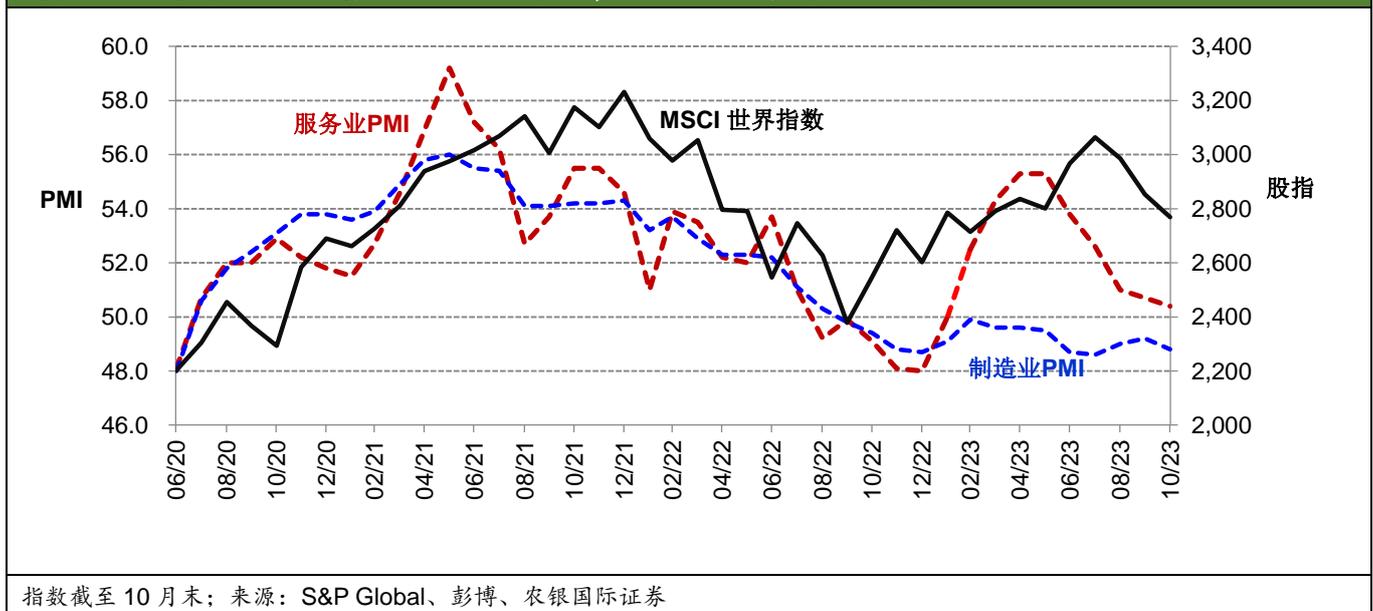


来源：人民银行、农银国际证券

七、 下周展望

宏观方面， 下周四和周五， S&P Global 将公布美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚的 11 月 PMI 初值， 市场将对发达国家第四季度的经济形势有更好的了解。从趋势来看， 制造业活动疲软是意料之中的事， 市场担心服务业进一步收缩， 尤其是欧洲经济。发达国家制造业和服务业的疲软对全球股市及大宗商品市场构成负面因素（参考图表 9）。

图表 9： 全球制造业及服务 PMI（左轴）， MSCI 世界指数（右轴）



微观方面， 下周， 百度 (9888 HK)、携程 (9961 HK)、快手 (1024 HK) 等几家大型互联网电商平台将发布第三季度业绩， 重点不仅是上季度的业绩表现， 还包括当前和未来几个季度的业务前景， 市场也关注人工智能在业务运营中的运用。阿里巴巴 (9988 HK) 在本周的分析师会议上表示， 美国禁止向中国出口先进人工智能芯片对其云业务产生负面影响， 阿里巴巴撤回了云业务分拆独立上市计划。

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