



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024 年 1 月 26 日

港股市场一周回顾

26/1/2024

- 春节假期季节性因素 投资者偏爱哪类消费股
- 央行降准和定向降息推动 LPR 进一步下行
- 保险资金每年一月入市力度特别大 能够配合国家政策增强股市稳定性
- 下周市场焦点：工业企业利润趋势，一月 PMI，美联储议息会议

一、 春节假期季节性因素 投资者偏爱哪类消费股

2 月中旬春节假期来临之前，季节性因素可能会影响投资者选择消费股的决策。尽管今年以来截至 1 月 26 日恒生指数和恒生消费指数分别下跌 6.4% 和 9.4%，但部分消费股却能逆势上扬。这表明投资者并没有过度悲观，相反，他们对消费类股选择非常挑剔。

我们的分析显示，今年以来恒生消费指数成分股中，投资者更青睐携程网（9961 HK）和同程旅游（780 HK）等在线出游平台股。汉庭酒店、全季酒店、星程酒店等经济型连锁酒店品牌运营商华住集团（1179 HK）也引起投资者关注。此外，投资者也青睐外国奢侈品牌股票，如普拉达（1913 HK）和欧舒丹（973 HK）。最近的寒冬也引起投资者对羽绒服零售商波司登（3998 HK）的关注。今年以来它们股价跑赢基准指数或逆势上涨，我们认为季节性因素发挥重要作用。风险在于，春节假期后，季节性销售旺季会降温，投资者可能会在假期前获利了结。

图表 1：恒生消费指数成分股表现 – 今年以来表现最好 10 支股份

股号	股份	股价 (港元)	今年以来 股价表现 (%)
780 HK	同程旅行	16.64	15.2
973 HK	L'OCCITANE（欧舒单）	23.95	7.4
1913 HK	PRADA（普拉达）	46.85	4.9
9961 HK	携程	290.20	4.5
3998 HK	波司登	3.66	4.3
3331 HK	维达	23.05	1.3
6690 HK	海尔智家	22.40	1.6
1179 HK	华住	26.25	-
9896 HK	名创优品	39.55	-1.5
1929 HK	周大福珠宝	11.40	-1.9

来源：彭博（截至 1 月 25 日）

恒生消费指数成分股中，今年以来表现最差的股份是大润发品牌连锁超市运营商高鑫零售（6808 HK），股价今年以来已下跌近 25%。据国家统计局，按零售业态分，2023 年，限额以上零售业单位中百货店、便利店、专业店、品牌专卖店零售额比上年分别增长 8.8%、7.5%、4.9%、4.5%，但超市零售额比上年下降 0.4%。超市零售表现与其他类型零售渠道之间的高度差异化表明消费者偏好发生了根本变化。消费者行为的改变可能是不易逆转的，这将是连锁超市经营者的主要风险因素。

图表 2：零售额同比变化（按零售业态分）

- 超市零售增速从增长放慢转为倒退

	超市	便利店	百货店	专业店	专卖店
2021 年	6.0%	16.9%	11.7%	12.8%	12.0%
2022 年	3.0%	3.7%	-9.3%	3.5%	0.2%
2023 年	-0.4%	7.5%	8.8%	4.9%	4.5%

来源：国家统计局、农银国际证券

二、 央行降准和定向降息推动 LPR 进一步下行

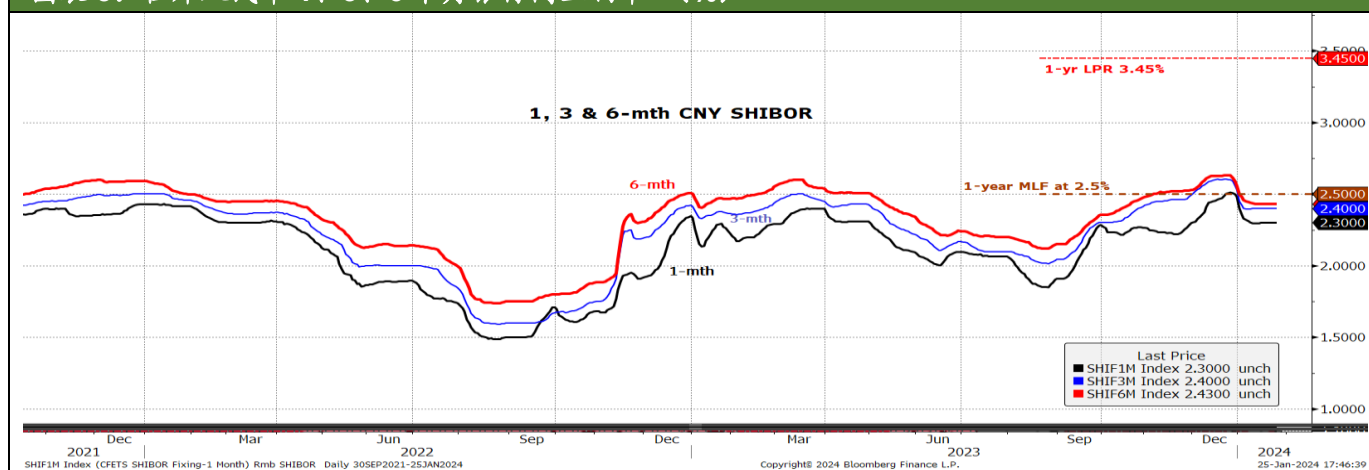
1 月 24 日，央行召开新闻发布会，宣布下调存款准备金率 0.50 个百分点。对比去年 3 月份及 9 月份分别降准 0.25 个百分点，这次降准幅度较大，也反映央行年初发力推动今年经济决心。央行并下调金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由 2.00% 下调到 1.75%，于 1 月 25 生效。

降准将于 2 月 5 日生效，央行预计降准将向金融体系释放约 1 万亿元人民币的流动性。我们认为 2 月份流动性供给增加将有助于抑制银行间市场利率。央行还表示，与国际上主要经济体央行相比，中国的存款准备金率较高，这意味着央行有进一步降低存款准备金率的空间。目前法定存款准备金率平均水平为 7.4%。2 月份降准后，平均存款准备金率约为 7%。

或许，投资者会问，中国的存款准备金率下限是在什么水平？在 2023 年两次降准和本周宣布的降准，这 3 次降准都不包括存款准备金率已达 5% 的金融机构。从这个角度来看，央行可能会认为 5% 的存款准备金率将是下限。

央行还提醒，去年 11-12 月份存款利率走低，加上本轮存款准备金率下调和支农支小再贷款、再贴现利率下调，将推动 LPR 下行趋势。我们认为，央行正在创造条件为降低银行融资成本，使银行能够在不大幅降低利差的情况下可降低 LPR。从这个角度来看，LPR 最早下调的时间可能是 2 月 20 日，即下一次 LPR 定价日。此外，1 月份在岸人民币 1、3、6 个月银行同业利率较 12 月份有所下降，这也是银行体系流动性供应增加及银行资金成本下降的早期迹象。

图表 3：在岸人民币 1、3、6 个月银行同业利率（%）



来源：彭博、农银国际证券

三、 保险资金每年一月入市力度特别大 能够配合国家政策增强股市稳定性

国务院总理李强 1 月 22 日主持召开国务院常务会议，会议其中强调，要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。要加强资本市场监管，对违法违规行为“零容忍”，打造规范透明的市场环境。要采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心。要增强宏观政策取向一致性，加强政策工具创新和协调配合，巩固和增强经济回升向好态势，促进资本市场平稳健康发展。

我们更关注的一点是“加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性”。这意味着将有额外大量的资金来稳定股市，特别是这些资金的性质是中长期投资。从这个角度来看，我们预计投资重点将是具有良好业务记录和高股息支付的大盘股。此外，具有核心技术优势的中型科技股也可能成为投资重点。由于大多数大盘股或中型科技股都在主要基准指数中，其股价的稳定性也会影响指数的稳定性和整体股市投资情绪。

还有一个重要的点就是保险资金的投资流向。保费收入和投资流量的季节性波动影响较大。每年一月和第一季度是人寿保险业保费收入的旺季。过去几年，中国人寿(2628 HK)全年寿险保费的近三分之一是在 1 月份录得的；中国平安(2318 HK)约 22%的年寿险保费是在 1 月份录得的；1 月份人保(1339 HK)寿险保费占年寿险保费约四成；新华保险(1336 HK)和太保(2601 HK) 在 1 月份寿险保费也占年寿险保费 20%以上。大型寿险公司每年一月份较高的寿险保费收入将导致当月或下一个月也需要做大量投资以及在债券和股票市场进行的新资产配置。由于寿险公司的资金通常属于长期资金性质，因此也在债券和股票市场寻找长期资产进行配置。

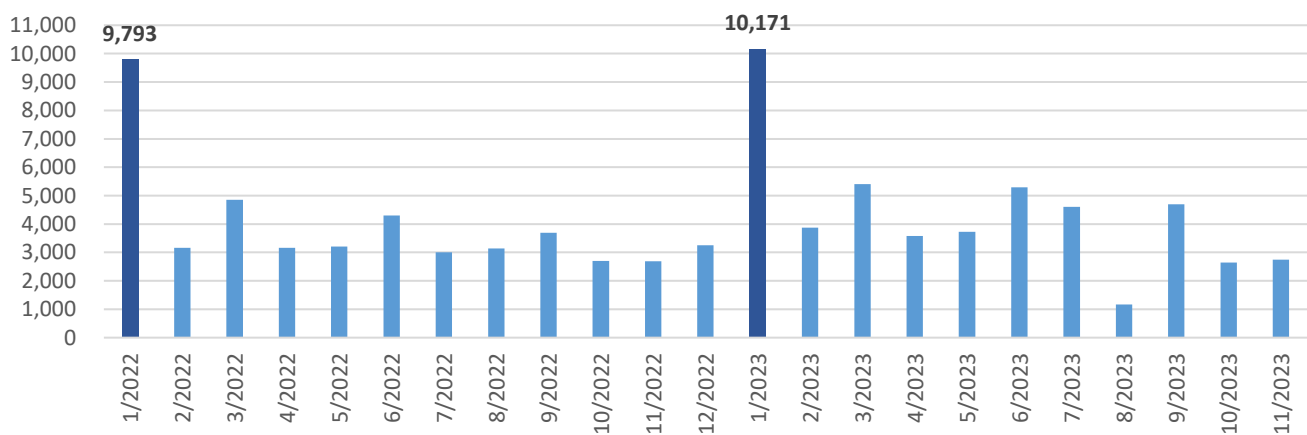
保险行业及大型保险企业统计数据反映保险资金每年一月入市力度特别大。国家金融监督管理总局统计，去年 1 月，中国保险业累计保费收入 1.02 万亿元，保险理赔 1924 亿元，理赔后净保费收入 8,247 亿元。去年一季度，保险业累计保费收入 1.95 万亿元，保险理赔 4932 亿元，理赔后净保费收入 1.45 万亿元。如果 2024 年 1 月保险业经营情况与去年 1 月类似，保险业需要在金融市场和资本市场配置超过 8 千亿元保费资金。同理，如果 2024 年一季度保险业经营情况与去年一季度类似， 保险业需要在金融市场和资本市场配置超过 1.4 万亿元保费资金。

当然，保险资金不会将这些新增资金全部配置到单一类资产中，保险资金会将这些资金配置到银行存款、债券和权益类证券或相关产品中。保险资金将为 1 月金融市场和资本市场提供大量新资金。而且，大部分保险资金都是长期性质的，它们会寻找长期的低风险资产，比如国债或者

蓝筹股。鉴于当前我国存款利率较低，银行存款未必是保险资金的最佳选择。保险资金可能会加大对国债、股市蓝筹股的资产配置，特别是高股息支付的大盘股。

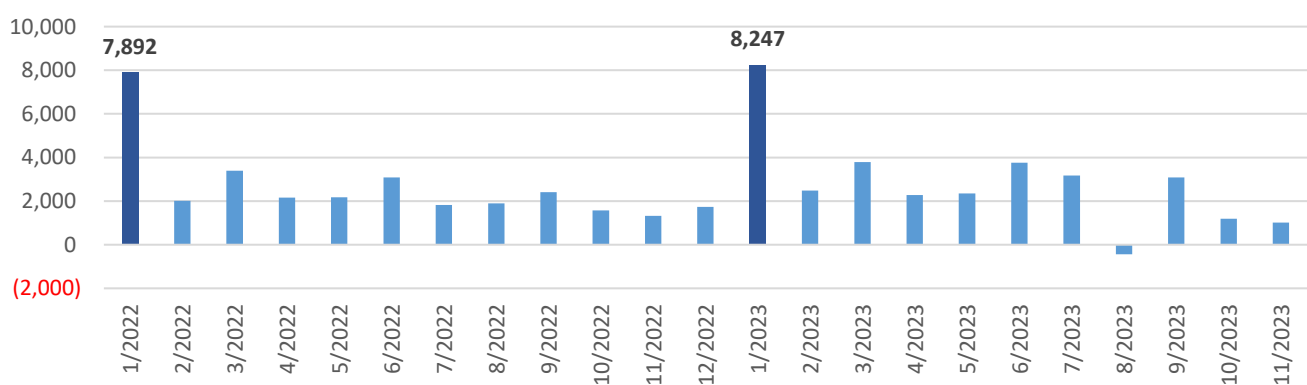
据国家金融监督管理总局统计，去年 11 月末，保险业资金运用余额 27.3 万亿元，其中债券占 44.6%，股票和证券投资基金占 12.3%，银行存款占 9.7%。去年降息后银行存款利率较低，影响存款回报率。中国政府长债收益率趋跌，高投资级别债券收益率趋降，对保险业在存款及债券资产配置带来挑战。保险业需要考虑新的资产配置比例，提高投资回报率。

图表 4：保险业每月原保险保费收入（亿元）
一月保险业保费收入特别高



来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券

图表 5：保险业每月原保险保费收入减赔付支出后余额（亿元）



注：我们用每月原保险保费收入减赔付支出后余额来估计保险业每月增量资金需要进行新资产配置，未考虑保险企业经营支出费用等。重点是个别月度增量资金规模较大，带来对增量资金较大需要新资产配置。

来源：国家金融监督管理总局、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 6：中国政府 10 年期长债收益率 (%)

下降趋势对保险业在债券资产配置带来挑战



注：红线为 750 天平均线

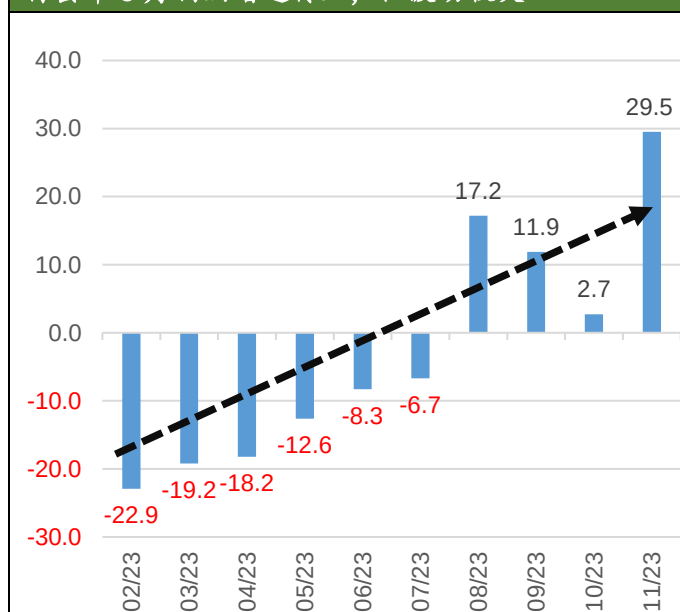
来源：彭博、农银国际证券

四、 下周市场焦点：工业企业利润趋势，一月 PMI ，美联储议息会议

在中国方面，国家统计局将于 1 月 27 日（周六）公布 2023 年全国规模以上工业企业利润统计，将于 1 月 31 日（周三）公布 1 月 PMI 数据。美国方面，美联储将于 1 月 30 日至 31 日召开 FOMC 议息会议。

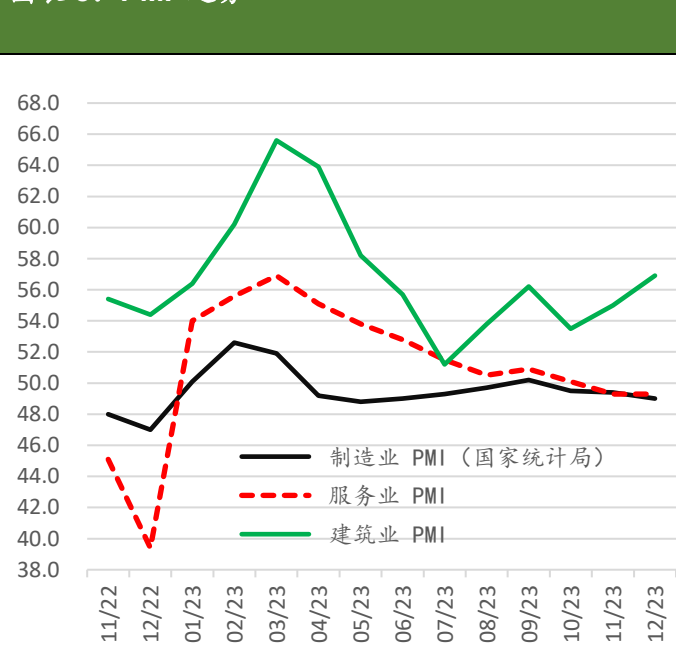
本周中国监管机构不断释放各种积极信号支持经济和资本市场，但投资者仍希望看到企业盈利能持续改善具体证据。去年 8 月、9 月、10 月和 11 月，规模以上工业企业利润同比分别增长 17.2%、11.9%、2.7%和 29.5%。2023 年 8-11 月利润增速的波动是由于 2022 年同期利润波动所致。因此，12 月份的利润增长将为工业企业利润恢复持续增长趋势提供进一步的依据。我们认为，由于 2023 年工业企业利润增长形态是前低后高态势，2024 年上半年工业企业利润增长形态将受 2023 年上半年较低基数影响，工业企业今年上半年利润增长或录得较好同比增速。

图表 7：规模以上工业企业实现利润同比增长 (%)
自去年 8 月利润增速转正，但波动较大



注：12 月数据未公布，2 月数据为 1-2 月统计数据
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 8：PMI 趋势



注：非制造业 PMI 由服务业 PMI 和建筑业 PMI 组成
来源：国家统计局、农银国际证券

2023 年最后三个月，中国制造业 PMI 连续三个月低于 50，分别为 49.5、49.4 和 49.0。市场谨慎等待 1 月制造业 PMI 数据。我们认为，由于 2 月中旬春节假期，生产商可能会在 2 月长假之前赶在 1 月完成生产和出货订单。我们预计 1 月制造业 PMI 应较 12 月环比有所改善。



然而，如果制造业 PMI 仍低于 50，仍将会令市场担心。另一个焦点是 1 月非制造业 PMI。非制造业 PMI 平均值从 2023 年第二季度的 54.7 下降至第三季度的 51.4 和第四季度的 50.4，表明 2023 年第三及四季度非制造业经济活动持续放缓。2023 年下半年拖累非制造业 PMI 下降的是服务业经济活动在第三季度转弱及在 11-12 月呈现收缩现象。市场担心一月份的寒冷冬季可能会对一些服务业经济活动产生不利影响。

目前，市场预期美联储将在 1 月 30-31 日的 FOMC 会议后维持利率不变。而且，利率期货市场预计美联储将把降息时间从 3 月份推迟到 5 月份。美国失业率维持在相对较低水平，通胀率虽然处于下降趋势但仍维持在较高水平及较大波动，美联储多次表示坚持利率决定取决于经济数据，从这几个角度来看，美联储降息的紧迫性并不强烈。美国 11 月和 12 月失业率维持在 3.7%。2023 年最后三个月美国 CPI 同比增速波动，10 月为 3.2%，11 月为 3.1%，12 月为 3.4%。本周美国最新实际 GDP 数据显示，美国经济同比增速从 2023 年第一季度的 1.7% 上升至第二季度的 2.4%、第三季度的 2.9% 和第四季度的 3.1%（初步数），数据反映 2023 年即使在高利率环境下美国经济也表现良好。当前较波动的 CPI 和较稳定的失业率以及向上的经济增长趋势，让市场相信美联储对利率决定采取观望态度。我们认为美联储仍坚持利率决定取决于已公布经济数据这原则。因此，2024 年 1 月和 2 月的失业率和通胀率数据将影响 3 月 19 至 20 日的 FOMC 会议的利率决定。4 月 31 日至 5 月 1 日的 FOMC 会议的利率决定将受 4 月公布 3 月份的失业率和通胀数据影响。过去几周市场也在修正利率预期。2023 年末，利率期货市场预计美联储 3 月份降息 25bp 的可能性为 84%。1 月 25 日，这一概率降至 50%。这一预期的改变是由于过去几周发布 12 月经济数据数字导致。

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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其联属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的中国人寿有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报 (约-7%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

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 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

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 2024 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