



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2023年11月3日

## 港股市场一周回顾

3/11/2023

- 恒生指数上周触及今年新低后 本周从低位反弹
- 10 月初中东地缘政治冲突爆发 对全球股票市场的影响已浮现
- 中国国债收益率曲线上移 并顺时针旋转
- 日本国债收益率曲线控制 (YCC) 对全球金融市场影响
- 软件和信息技术服务业第三季度利润大幅增长
- 主要纯新能源汽车制造商取得“金九银十”的销售佳绩
- 下周展望

### 一、 恒生指数上周触及今年新低后 本周从低位反弹

本周，日本、美国和英国央行维持目标利率不变，符合市场预期，外部主要股市反应积极。本周，恒生指数本周反弹约 1.5%。对美国利率周期敏感的港资地产及公共事业股上涨。中国 10 月 PMI 数据低于市场预期，避险情绪提振中资消费必需品股。消费电子股逆势上扬，但权重互联网/电商股、能源股、中资金融和地产股走低。除大型互联网/电商公司外，大部分中资大型公司已在 11 月初之前公布第三季业绩。双十一网购节的开始但未能提振互联网/电商股价，市场担忧消费者网上购物情绪依然疲弱。例如，体育用品零售商李宁 (2331 HK) 本周公布第三季度线下渠道销售录得高个位数增长，但电商业务录得低个位数下降，反映消费者从线上购物转向线下购物。巴以冲突已近 4 周，美国原油期货价格于本周中回落至冲突爆发前的十月初水平，上海原油期货价格也低于 9 月末约 6-7%，原油股跟随原油价格走弱。主要保险股第三季度业绩不佳，六大国有银行本周宣布下调部分服务费，市场担忧银行受净息差收窄以及手续费及佣金收入减少的影响，多支 H 股银行股和保险股走低。中国 10 月制造业及非制造业 PMI 低于 9 月，让市场关注中国经济复苏动力，低 Beta 的消费必需食品和饮品股获得支持。小米 (1810 HK) 推出新手机，初期销售反应强劲，提振消费电子股逆势上扬。

中国大陆投资者近几个月趁港股疲软之机大举买入港股。中国内地投资者通过港股通在 8 月、9 月和 10 月分别净买入约 755 亿港元、545 亿港元和 232 亿港元港股。相反，境外投资者连续三个月通过沪深股通净卖出 A 股。8 月、9 月和 10 月，境外投资者净卖出约 897 亿元、375 亿元和 448 亿元 A 股。前 10 个月通过沪深港股通，境外投资者净买入约 580 亿元 A 股，中国内地投资者净买入约 2900 港元港股。

## 二、 10 月初中东地缘政治冲突爆发 对全球股票市场的影响已浮现

中东地缘政治冲突在 10 月初爆发，对全球股票市场的影响在 10 月的指数变化体现。10 月份，MSCI 世界指数下跌 3.0%，主要受到非必需消费品、能源、工业和制药指数跌幅超过 4% 的拖累。从行业指数表现来看，市场担心近期中东地缘政治紧张局势将给全球经济带来进一步下行压力，经济疲软会抑制非必需消费品的需求，消费需求疲软又会抑制工业产出，抑制能源需求。投资者对经济周期负循环的预期做出反应。MSCI 世界指数以发达经济体蓝筹股为主，其指数和行业分类指数的表现更多地反映了发达经济体投资者的态度和预期。

中港股市方面，10 月份，房地产分类指数领跌沪深 300 指数和恒生综合指数，这反映中港两地市场对国内房地产风险因素而非外部因素更为敏感。10 月份，沪深 300 指数和恒生综合指数分别下跌 3.2% 和 4.3%，但他们的房地产分类指数分别下跌 13.6% 和 7.6%（参考图表 1）。此外，投资者正在从表现优异的股票中获利离场。前十个月，中港股市中，电信业指数和能源资源业指数都显著跑赢大盘（参考图表 2），但这两个行业分类指数在 10 月大幅下跌，表明这两个行业指数中的成分股面临较大的抛售压力，投资者在第四季度末之前锁定了这两个行业股票获得的利润。另一方面，中港股市中，前十个月医药行业指数明显差于大盘，但 10 月份该行业指数显著却逆势上扬，这反映投资者低吸医药股。我们看到价值投资者对风险厌恶态度和在各板块高抛低吸特点是主导中港股市因素。

**图表 1:10 月基准指数及产业分类指数表现**

10 月初中东地缘政治冲突爆发，对全球股票市场的影响在 10 月指数变化体现。

10 月，中港股市中，医药行业指数逆势上扬。

	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
<b>基准指数</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-2.2%</b>
其中，									
能源指数	-6.2%	-7.4%	-4.4%	-3.5%	-4.8%	-5.4%	-7.7%	-0.6%	-6.1%
金融指数	-4.0%	-3.9%	-3.7%	-3.1%	-3.7%	-3.0%	-4.1%	-4.7%	-2.6%
地产指数	-13.6%	-7.6%	-3.6%	-8.1%	-6.8%	-5.4%	-9.4%	-3.0%	-2.9%
原材料指数	-1.3%	-3.6%	-3.4%	-6.3%	-7.6%	-4.5%	-3.1%	-2.7%	-3.2%
工业指数	-6.1%	-3.4%	-4.2%	-8.5%	-7.6%	-6.7%	-4.7%	-4.9%	-3.0%
可选消费指数	-3.7%	-6.7%	-4.8%	-4.9%	-5.0%	-5.2%	-5.1%	-5.3%	-4.5%
主要消费指数	-2.8%	-1.3%	-1.8%	-2.9%	-2.9%	-3.1%	-3.8%	-2.2%	-1.4%
医药卫生指数	2.2%	5.2%	-4.2%	0.6%	1.6%	-4.3%	5.3%	-5.4%	-3.3%
电信业务指数	-9.6%	-6.2%	-2.2%	-5.8%	-5.9%	-4.9%	-6.6%	-2.7%	-2.0%
信息技术指数	0.2%	-4.9%	-0.9%	-1.9%	-1.9%	-2.7%	-0.0%	-0.4%	-0.1%
公用事业指数	0.6%	-2.6%	0.5%	-3.4%	-3.8%	-3.1%	-2.9%	0.4%	1.2%

来源：彭博、农银国际证券

**图表 2: 今年首 10 个月基准指数及产业分类指数表现 (截至 10 月末)**

中港股指, 今年首 10 个月表现领跑产业分类指数如电信业和能源业, 但在 10 月呈现显著下跌现象, 这是投资者获利卖出信号。

	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
<b>基准指数</b>	<b>-7.7%</b>	<b>-13.7%</b>	<b>6.4%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-4.8%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-12.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>9.2%</b>
其中,									
能源指数	8.1%	15.9%	-0.4%	8.1%	0.0%	0.3%	10.8%	8.0%	-3.0%
金融指数	-4.2%	-9.2%	-3.4%	-3.4%	-3.9%	-3.9%	-10.1%	3.9%	-5.6%
地产指数	-31.9%	-32.3%	-11.5%	-17.0%	-24.6%	-16.5%	-30.2%	-6.9%	-10.7%
原材料指数	-7.0%	-2.3%	-4.0%	-12.9%	-10.9%	-5.7%	-14.2%	-4.2%	-2.2%
工业指数	-19.9%	-24.1%	2.4%	-11.4%	-12.9%	-1.8%	-19.5%	4.9%	0.1%
可选消费指数	-8.8%	-13.1%	14.6%	-9.5%	-9.8%	-1.1%	-14.9%	2.0%	20.0%
主要消费指数	-10.4%	-21.9%	-6.1%	-5.9%	-11.1%	-9.5%	-20.4%	-3.6%	-7.9%
医药卫生指数	-9.0%	-20.2%	-7.1%	-8.2%	-8.6%	-13.5%	-13.9%	1.1%	-8.5%
电信业务指数	9.4%	11.5%	27.4%	-8.0%	-7.2%	-6.6%	-6.9%	4.0%	36.6%
信息技术指数	4.6%	-14.9%	28.6%	8.2%	8.0%	7.7%	-10.8%	11.7%	33.7%
公用事业指数	5.5%	-17.8%	-10.8%	-14.9%	-22.5%	-13.8%	-19.3%	0.1%	-15.5%

来源: 彭博、农银国际证券

**图表 3: 全球综合 PMI 产出指数 (红线, 左轴) vs MSCI 世界指数 (黑线, 右轴)**  
 两个指数趋势类同, 但高低点出现时间不一, 股市投资者乐观情绪逆转晚于经济周期出现逆转向下, 股市投资者悲观情绪逆转早于经济周期出现逆转向上



注: 指数截至 10 月末, 10 月综合 PMI 产出指数未公布; 来源: 彭博、S&P Global、农银国际证券

### 三、 中国国债收益率曲线上移 并顺时针旋转

中国国债收益率曲线自三季度中开始上移，在四季度首个月继续上移，并顺时针旋转。中国国债收益率曲线的顺时针旋转意味着中短期（如 1-10 年期）债券收益率持续上升，但长期收益率相对稳定。我们认为这一现象是由于新增国债供应量增加以及境外投资者减持国债造成的。因此，三季度以来国债流通量的持续增加对债券价格造成了下行压力（或者说债券收益率上行压力）。根据人民银行社会融资规模统计数据，9 月末社会融资规模存量为 372.5 万亿元，同比增长 9%。其中，政府债券余额为 66.14 万亿元，同比增长 12.2%，企业债券余额为 31.39 万亿元，同比下降 0.3%。2023 年前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元。其中，政府债券净融资增量 5.96 万亿元，同比多增 462 亿元；企业债券净融资增量 1.63 万亿元，同比少增 6128 亿元。前九个月政府债券增量净融资的约 43% 是在第三季度筹集的。因此，三季度相对较大的新增国债供应增加了同期债券收益率的上行压力。存量和增量数字反映了今年政府正在积极增加直接债务融资。我们认为政府加大逆周期力度，加杠杆支持经济发展，但后果是承受利率上升压力。上周，中央政府拟发行 1 万亿元专项债券，为地方政府加强应对自然灾害的基础设施建设提供财政支持。新增国债供应量将进一步增加。中国国债收益率被视为评估在岸人民币计价资产估值（例如高股息率股票、境内企业债券等）的无风险参考利率。三季度国债收益率的上升以及 10 月份的持续上升将抑制人民币资产的理论估值，也推高了政府发行新债的融资成本。人民银行或需要考虑向金融市场释放更多流动性，以遏制国债收益率的上升（或支撑国债价格）。方法之一是央行扩大资产负债表，从市场上吸收政府债券。另一种间接方法是央行降低大型银行的存款准备金率和引导其使用新的流动性增持国债。

**图表 4：年初至今，1 及 3 年期中国国债收益率（%）趋势**  
8 月中以来，国债收益率呈上升趋势

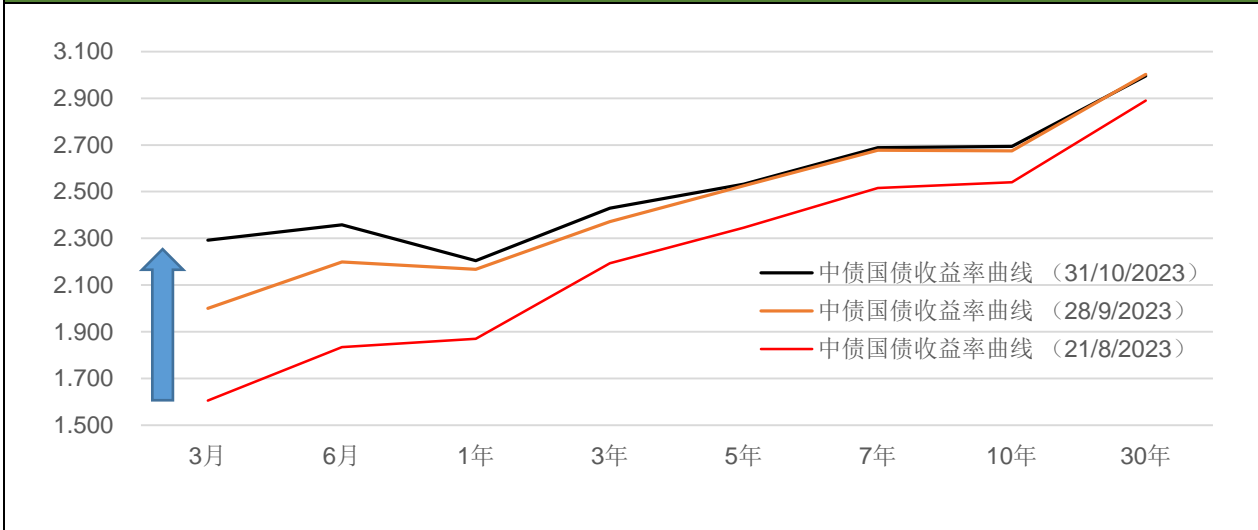


注：截至 11 月 1 日；来源：彭博、农银国际证券



**图表 5：中债国债收益率曲线（%）**

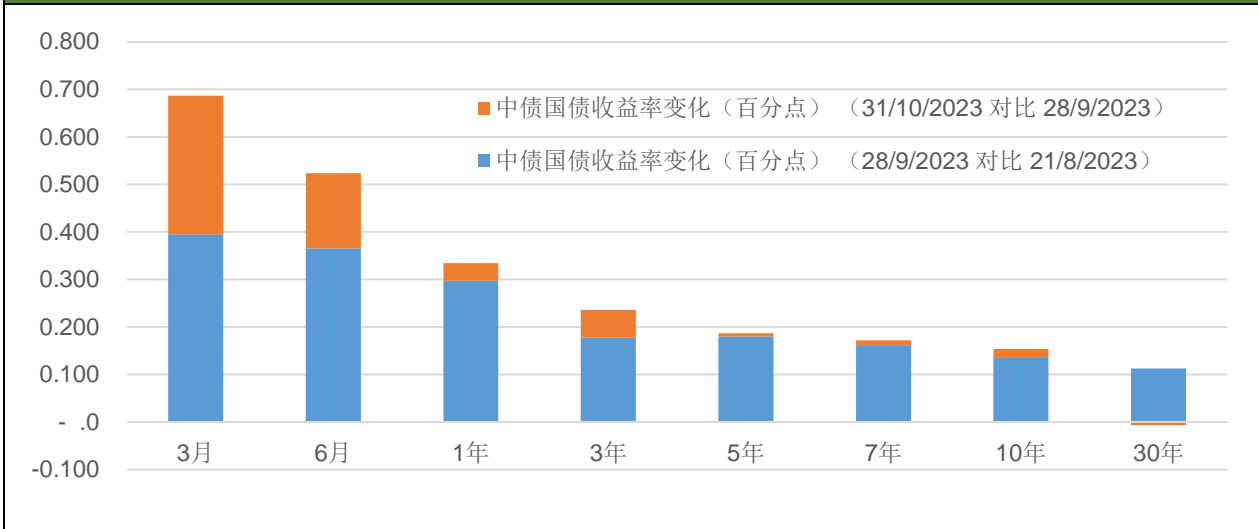
8月中以来，收益率曲线上移，顺时针旋转，即中短期收益率上升较多



来源：人民银行、中央国债登记结算、农银国际证券

**图表 6：不同年期国债收益率变化（百分点）（31/10/2023 对比 21/8/2023）**

国债收益率曲线自三季度中开始上移，并在四季度首个月继续

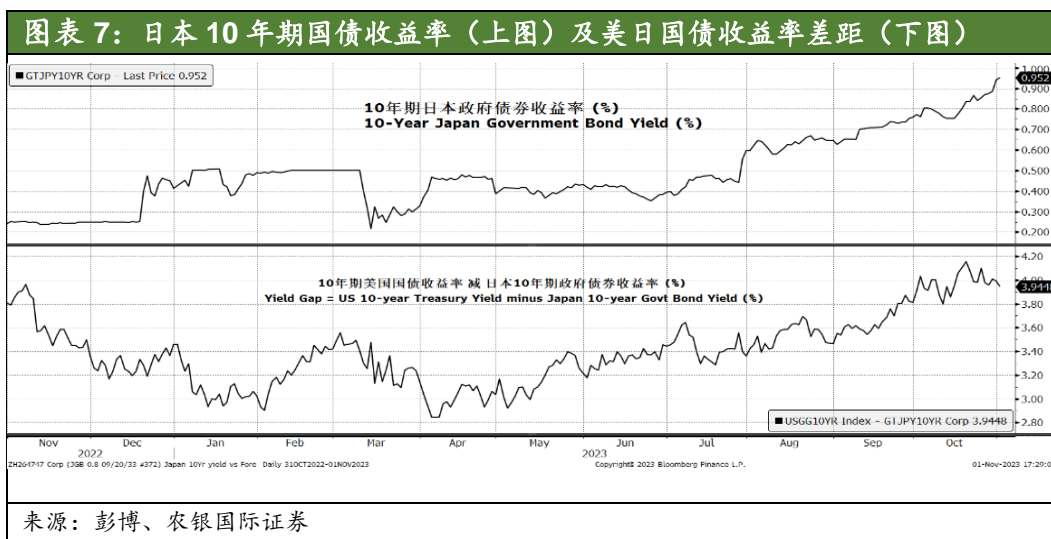


来源：人民银行、中央国债登记结算、农银国际证券

#### 四、日本国债收益率曲线控制（YCC）对全球金融市场影响

日本央行 10 月 31 日宣布将基准利率维持在历史低点-0.1%。这是自 2016 年 1 月以来的水平。然而，央行再次修改了国债收益率控制(YCC)政策，调整 10 年期日本国债收益率上限的“目标”从 0.5%上调至 1%，甚至容忍超过 1%。为什么我们需要追踪日本债券收益率？在 G7 国家中，日本的债券收益率最低。这鼓励全球对冲基金借入日元进行全球投资，例如投资发达国家的政府债。此外，日本国内投资者也在全球范围内进行投资。因此日本利率的变化将会影响全球的流动性方向。据美国财政部的数据，日本 8 月持有 11162 亿美元美国国债，相当于日本 8 月份外汇储备的 99.5%。日本是美国国债的最大外国持有者，日本持有美国国债的增减将影响美国国债收益率，从而将影响波及全球金融市场。尽管今年以来日本 10 年期国债收益率不断上升，从年初的 0.41% 升至 11 月初的 0.95% 附近，但美国与日本国债收益率差距非但没有缩小，反而扩大。这是因为同期美国国债收益率上升速度更快。美国与日本 10 年期国债收益率差距已从今年年初的 3.46 个百分点上升至 11 月初的 3.94 个百分点。美日利率差距扩大也加大日元贬值压力，美元兑日元汇率从今年初的 131.1 升至 11 月初的 151.3。

日本央行已向全球金融市场传递央行容忍债券收益率进一步上升可能性的信息。影响日本央行利率决定的另一个因素是通胀趋势。日本 CPI 已从去年底的 4.0% 下降至今年 6 月的 3.3% 和今年 9 月的 3.0%。然而，日本核心 CPI（扣除食品和能源 CPI）从去年底的 3.0% 升至今年 6 月和 9 月的 4.2%。整体 CPI 下降很大程度上是由于今年能源价格较去年下降所致。日本的高通胀率也意味着较高的负实际利率环境，不利央行控通胀。风险在于若市场预期日本国债收益率需进一步上升以对抗通胀或支持日元汇率，将影响全球流动性流向，进而影响全球金融资产价格。



## 五、软件和信息技术服务业第三季度利润大幅增长

几家主要软件和 IT 企业将于 11 月发布第三季度业绩。在业绩发布之前，工信部公布了行业经营绩效调查。因此，该调查提供了对该行业主要公司财务绩效的洞察。据工信部最新行业调查显示，前三季度，中国软件和信息技术服务业（以下简称“软件业”）运行态势平稳，软件业务收入两位数增长，利润总额保持较快增长，软件业务出口降幅收窄。前三季度，中国软件业务收入 87610 亿元，同比增长 13.5%；利润总额 10090 亿元，同比增长 18.3%。前三季度，软件业务出口 364 亿美元，同比下降 4.4%。

软件业主要业务板块中，第三季度电商平台服务技术服务收入增速加快。电子商务平台技术服务收入同比增速从第一季度的 4.8%，增加至上半年的 6.1%，再增加到前三季度的 9.4%，隐含收入同比增速从第二季度的 7% 左右，上升至第三季度的 16% 左右。

工信部数据显示，行业利润同比增速从 2023 年第一季度的 15.1% 放缓至上半年的 10.4%，但前 9 个月同比增速大幅反弹至 18.3%。根据这些数据，隐含行业利润同比增长率从第一季度的 15.1% 放缓至第二季度的 6% 左右，但第三季度的同比增速反弹至 34% 左右。

图表 8:软件和信息技术服务业经营绩效调查

亿元人民币	1-3/2023	同比增长	1-6/2023	同比增长	1-9/2023	同比增长
软件业务收入	24,415	13.5%	55,170	14.2%	87,610	13.5%
其中，						
1.软件产品收入	6,058	12.1%	12,959	11.7%	20,465	10.3%
其中，						
工业软件产品	595	12.5%	1,247	12.8%	1,976	11.8%
2.信息技术服务收入	15,845	15.3%	36,687	15.3%	58,335	15.0%
其中，						
云计算、大数据服务	2,620	16.6%	5,515	16.5%	8,750	15.8%
集成电路设计收入	599	5.5%	1,349	3.7%	2,236	6.8%
电子商务平台技术服务收入	2,040	4.8%	4,762	6.1%	7,990	9.4%
3.信息安全收入	367	11.1%	856	10.8%	1,421	9.3%
4.嵌入式系统软件收入	2,145	14.7%	4,667	14.0%	7,389	12.0%
<b>软件业利润</b>	<b>2,660</b>	<b>15.1%</b>	<b>6,170</b>	<b>10.4%</b>	<b>10,090</b>	<b>18.3%</b>
<b>软件业利润率</b>	<b>10.9%</b>		<b>11.2%</b>		<b>11.5%</b>	
软件业务出口 (亿美元)	115	-2.3%	242	-2.0%	364	-4.4%

来源：工信部、农银国际证券



## 六、 主要纯新能源汽车制造商取得“金九银十”的销售佳绩

在“金九银十”销售旺季，五家上市纯新能源汽车厂商中，蔚来 (9866 HK) 的 10 月份交付量环比增幅最弱。蔚来 10 月份交付量环比增长 2.8%，蔚来的可比公司理想汽车 (2015 HK) 环比交付量增长 12%。小鹏汽车 (9868 HK) 和零跑汽车 (9863 HK) 10 月份交付量增长强劲，分别环比增 31%和 15%。然而，由于 2023 年上半年小鹏交付量不佳，他的今年首 10 个月交付量同比下降 2%，但同期零跑同比增 13%。首 10 个月，零跑交付量超过小鹏。（参考图表 9）

比亚迪(1211 HK)的 10 月销量环比增长 5%。自 8 月以来，比亚迪已连续三个月环比增长 5%左右。比亚迪继续以提高产量来提振销量，其首 9 个月的购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金支出升至 1010 亿元，同比升 57%。比亚迪 10 月新能源汽车销量 30.2 万辆，如果今年最后两个月比亚迪能维持这个销量趋势，全年销量将达到 300 万辆。然而，高基数效应可能会导致比亚迪本季度或未来几个季度的环比增长势头放缓。比亚迪销量环比增速由二季度的 27%放缓至第三季度的 17%。从比亚迪 10 月销量来看，第 4 季度销量环比增速或将放缓至 10-15%。

贝塔 (Beta)分析。截至 11 月 1 日的 12 个月，比亚迪 H 股、理想、蔚来、小鹏和零跑的贝塔值（相对恒生指数）分别为 1.03、1.67、1.97、2.24 和 0.84。比亚迪的贝塔值靠近 1.0 表明其 H 股表现与恒生指数表现靠近，但蔚来、理想和小鹏的股价波动将明显大于恒生指数。比亚迪 H 股贝塔值接近 1 也表明其股价在中期时间内的表现对整体蓝筹股表现而非公司基本面因素更为敏感。

图表 9：纯新能源汽车制造商销售比较

销量或交付销 (辆)	比亚迪	理想	蔚来	小鹏	零跑
10/2023	301,833	40,422	16,074	20,002	18,202
环比变化	5.0%	12.1%	2.8%	30.6%	15.2%
同比变化	38.6%	302.1%	59.8%	292.1%	159.1%
9/2023	287,454	36,060	15,641	15,310	15,800
环比变化	4.8%	3.3%	-19.1%	11.8%	11.3%
同比变化	42.8%	212.7%	43.8%	80.8%	43.1%
1-10/2023	2,381,471	284,647	126,067	101,445	107,029
同比变化	70.4%	193.5%	36.3%	-2.1%	13.1%

来源：公司公告（未经审计数字）、农银国际证券

## 七、 下周展望

**宏观方面**，下周，中国将公布 10 月份贸易数据和通胀数据。目前，市场看空中国通胀前景，预计 CPI 和 PPI 将同比下降幅度扩大。这一预期反映市场对国内内需市场疲软的看法。10 月份以美元计价的贸易数据与以人民币计价的贸易数据仍将存在较大差异。过去 12 个月人民币贬值扭曲了以美元计算的贸易数据。例如，前 9 个月，中国出口以人民币计算同比增长 0.6%，但以美元计算同比下降 5.7%。市场关注的另一组贸易数据是汽车和电机的最新出口趋势，这些都预示着中国新能源汽车、太阳能发电设备、汽车电池和蓄电池最新的外部需求趋势。

**微观方面**，11 月，许多大型电子和互联网/电子商务股票将公布第三季度业绩。芯片代工厂中芯国际（981 HK）和华虹半导体（1347 HK）将于下周公布业绩。目前，市场预计中芯国际和华虹半导体三季度净利润环比下降五成左右，收入增长疲弱和利润率收缩导致利润大幅环比下滑。他们对第四季度的业务及行业展望也是市场关注的重点。此外，更多中国房地产开发商将在下周公布 10 月份销售数据。据中指研究院统计，10 月份，前 100 名房地产开发商销售额同比下降 33.5%，环比下降 7.5%，房地产市场形势不容乐观。

## 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