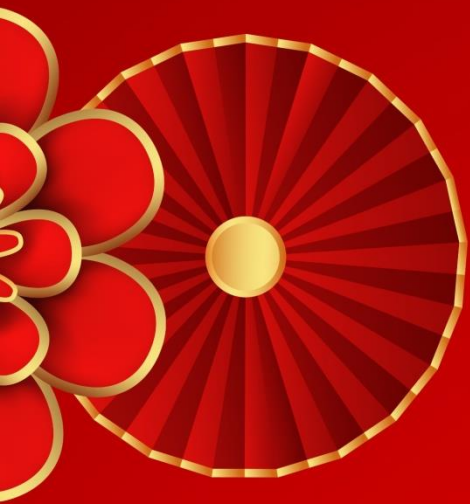




農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024 年 2 月 16 日



港股市场一周回顾

16/2/2024

- 哪些类型的消费品和服务能够逆通缩趋势提价
- 美国通胀率波动导致市场利率预期不断变化
- OPEC 和美国 1 月减产原油，为国际原油价格提供支撑
- 银行早放贷早有收益业务态度持续
- 校外培训企业新东方教育 2021 年末至今股价上升近 344%
- 上市公司为何需要高质量发展

一、 哪些类型的消费品和服务能够逆通缩趋势提价

国家统计局公布 1 月份 CPI 同比下降 0.8%，这是连续第四个月公布 CPI 同比下降。市场将通缩压力归咎于需求疲软。我们认为，这个解释只是部分正确，因为并非所有消费品和服务都面临价格通缩压力，部分消费品和服务能够逆通缩趋势提价，能在 1 月录得份同比和环比上调价格。从投资者的角度来看，区分哪些类型的消费品或服务价格处于通胀趋势非常重要，这意味着对这些商品或服务的需求仍然强劲，相应企业可能会因销售价格上涨而获得更好的收入增长和利润率改善。

以下消费品或服务一月份价格环比和同比均上涨，分别是卷烟、水电燃料、家庭服务、教育服务、旅游服务、中药、医疗服务等。事实上，1 月份服务业 CPI 同比上涨 0.5%，环比上涨 0.4%。相反，消费品 CPI 同比下降 1.7%，环比上涨 0.2%。服务业通胀和消费品通缩之间的分化，表明消费者愿意为家庭、教育、娱乐和医疗等服务支付更高费用。此类服务的供应存在一些物理限制，例如优质劳动力的供应或能力限制，需求的增加很容易推高服务价格。

图表 1: 一月逆通缩趋势消费品或服务

	环比涨跌幅 (%)	同比涨跌幅 (%)
居民消费价格 (CPI)	0.3	-0.8
其中: 服务	0.4	0.5
消费品或服务价格环比和同比均上涨:		
卷 烟	0.2	1.3
水电燃料	0.1	0.3
家庭服务	2.7	2.0
教育服务	0.0	1.7
旅 游	4.2	1.8
中 药	0.1	6.1
医疗服务	0.2	1.3

来源: 国家统计局、农银国际证券

二、 美国通胀率波动导致市场利率预期不断变化

美国 1 月 CPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 3.1%；核心 CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 3.9%。所有四项数据均高于市场预期，表明通胀压力缓解速度慢于预期。此外，从导致通胀压力下降速度慢于预期的因素来看，未来几个月通胀压力仍然较高。总体而言，利率期货市场改变了美联储首次降息预期，推迟至 6 月的 FOMC 利率会议。

1 月份住房租金 CPI 仍处于同比 6%或环比 0.6%的高位，尽管较 12 月的 6.2%有所回落。但环比 0.6%的增幅表明租金通胀压力仍在以更快的速度上升。住房租金 CPI 占 CPI 总权重的 36.2%，占核心 CPI 总权重的 45.4%。该项目仍是影响 CPI 走势的主导因素。相对较低且稳定的失业率意味着工人们对于住房的需求依然强劲。12 月份成屋销售同比下降 6.2%，环比下降 1.1%，表明工人们更喜欢租房而非购买。顽固的住房通胀压力和旺盛的就业市场使业主希望以更高的租金出租单位。

导致 1 月通胀率高于市场预期的另一个因素是食品通胀压力。食品通胀压力主要来自外出就餐食品价格而非在家就餐食品价格。在家就餐食品 CPI 同比上涨 1.2%，但外出就餐食品价格 CPI 同比上涨 5.1%。这一差异表明餐馆的服务成本例如工资和公用事业费用主要推高了外出就餐食品价格。在这种情况下，这些成本项目的弹性较小，外出就餐食品价格 CPI 可能在接下来的几个月保持在高位。外出就餐食品价格 CPI 占总食品价格 CPI 权重约四成。

美联储首次降息或在 6 月。在美国通胀率公布前，1 月下旬市场预计美联储今年 5 月首次降息的可能性为 97%，而在 CPI 数据公布后，这一可能性降至 30%左右。1 月份 CPI 公布后，6 月份降息的可能性也从 1 月底的 100%降至 60-70%左右。市场目前仍预计美联储将在 6 月份有较高机会首次降息，第三季度和第四季度将再次降息。

美中利差(即美国利率减去中国利率)正在扩大。由于市场预期美联储维持高利率的时间将长于预期，美国国债收益率飙升。2 年期国债收益率从 1 月底的 2.09%升至 2 月 13 日的 2.47%，上涨 38 个基点。10 年期国债收益率从 1 月底的 3.91%升至 2 月 13 日的 4.30%，上涨 39 个基点。同期，中国国债收益率走低，导致美中利差加快扩大。美中 2 年期国债收益率差距从 1 月末的 2.10 个百分点扩大至 2 月 13 日的 2.47 个百分点。美中 10 年期国债收益率差距从 1 月末的 1.49 个百分点扩大至 2 月 13 日的 1.86 个百分点。

利差扩大有两个影响。首先，美中利差不断扩大，提高了美元本位投资者持有人民币资产的

机会成本。其次，美中利差扩大将给人民币兑美元带来贬值压力。

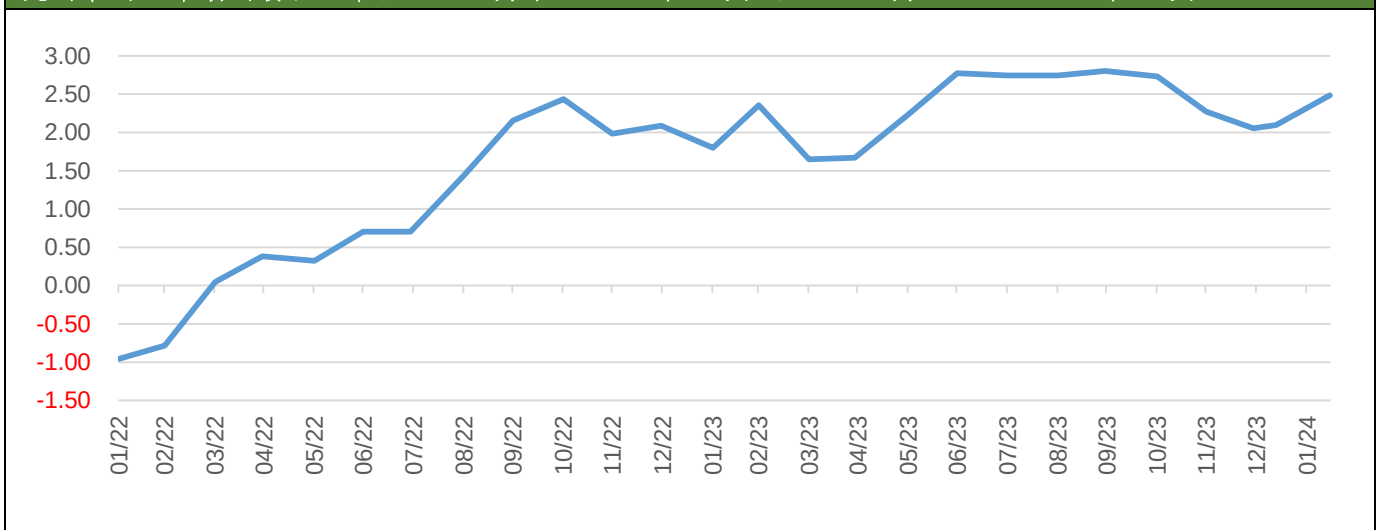
图表 2：美国 CPI 趋势及组成

美国 CPI 项目	权重	1/2024 同比变化	12/2023 同比变化	11/2023 同比变化	10/2023 同比变化
食物和能源	20.2%	0.2%	1.1%	0.1%	0.6%
食品	13.6%	2.6%	2.7%	2.9%	3.3%
在家就餐食品	8.2%	1.2%	1.3%	1.7%	2.1%
外出就餐食品	5.4%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%
能源	6.7%	-4.6%	-2.0%	-5.4%	-4.5%
车用燃料	3.4%	-6.6%	-2.3%	-9.2%	-5.6%
电	2.4%	3.8%	3.3%	3.4%	2.4%
公用（管道）燃气	0.7%	-17.8%	-13.8%	-10.4%	-15.3%
商品（除食物和能源商品）	18.9%	-0.3%	0.2%	0.0%	0.1%
新车	3.7%	0.7%	1.0%	1.3%	1.9%
二手车	2.0%	-3.5%	-1.3%	-3.8%	-7.1%
其它	13.2%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.9%
影音产品		-5.8%	-6.5%	-5.5%	-4.6%
计算机、外围设备和智能家居		-2.1%	-3.6%	-4.6%	-5.7%
智能手机		-13.2%	-14.4%	-14.0%	-12.0%
服务（除能源服务）	60.9%	5.4%	5.3%	5.5%	5.5%
住房租金	36.2%	6.0%	6.2%	6.5%	6.7%
主要住宅租金	7.7%	6.1%	6.5%	6.9%	7.2%
业主等值租金（OER）	26.8%	6.2%	6.3%	6.7%	6.8%
离家住租金，房屋保险	1.8%	2.5%	2.8%	1.0%	2.6%
其它（如医疗、交通、娱乐服务等）	24.7%	4.5%	4.0%	4.0%	3.7%
所有项目 CPI	100.0%	3.1%	3.4%	3.1%	3.2%
除食物和能源 CPI（核心 CPI）		3.9%	3.9%	4.0%	4.0%

来源：Bureau of Labor Statistics、农银国际证券

图表 3：美国中国 2 年期国债收益率差距（百分点）

美国中国 2 年期国债收益率差距从 1 月末的 2.10 个百分点扩大至 2 月 13 日的 2.47 个百分点。



美国中国 2 年期国债收益率差距 = 美国 2 年期国债收益率 - 中国 2 年期国债收益率

来源：彭博、农银国际证券

三、 OPEC 和美国 1 月减产原油，为国际原油价格提供支撑

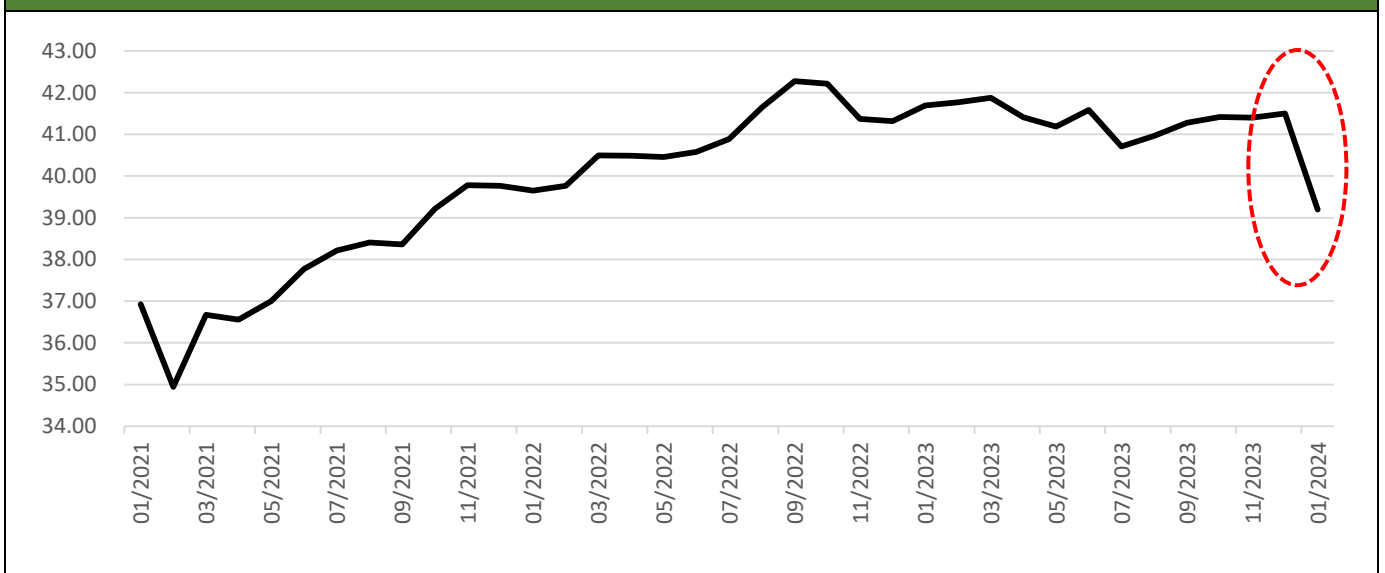
去年第四季度，OPEC 警告今年一月将降低原油产量。最新统计数据显示，OPEC 于 1 月份原油日均产量较 12 月份的 2,816 万桶减少 159 万桶至 2,657 万桶。

出乎意料的是，美国 1 月份原油产量也出现减产。1 月份日均原油产量从 12 月份的 1,334 万桶/日减少 72 万桶/日至 1,262 万桶/日。

两大原油生产地区 OPEC 和美国 1 月份原油日产量共减少近 230 万桶，这一供应面变化因素是支撑原油价格的催化剂。

如果考虑 2023 年 OPEC 和美国的原油产量趋势，OPEC 去年力图维持原油稳定产量，而美国不断提高原油产量。因此，他们在 2024 年 1 月削减原油产量将对市场造成供应出乎意料的冲击。原油期货市场已经做出了相应反应。美国 WTI 4 月原油期货价格已从 2 月初的每桶 72.2 美元低位反弹至本周的每桶 78.2 美元；布伦特原油 4 月期货价格也从 2 月初的 77.3 美元/桶反弹至本周的 82.8 美元/桶。而且，最新的期货价格已经高于去年同期的价格。这对原油生产商来说是好消息，但对欧美央行遏制通胀压力来说却是负面消息。下周，中国原油期货市场将在为期一周的春节假期后重新开市，中国市场也将做出相应反应。

图表 4：OPEC 和美国原油日均产量（百万桶）



来源：OPEC、US DOE、彭博、农银国际证券

四、 银行早放贷早有收益业务态度持续

今年以来截至 2 月 15 日，恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌 6.5%和 6.2%，追踪中国地产股的恒生中国内地地产指数暴跌 18.4%，但追踪 H 股银行股的恒生中国内地银行指数同期上涨 3.3%。银行指数呈现相反方向表明投资者对中国银行业的看法较积极。此外，恒生中国内地地产指数与恒生中国内地银行指数呈现相反方向表明大多数投资者仍对中国房地产市场感到担忧，但他们也较相信银行能够妥善控制房地产市场风险。

每年一月，国内的商业银行都更愿意发放新贷款。新增的贷款意味着新增的利息收入。因此，银行积极尽早发放新的贷款，尽早产生新的利息收入，这是为了支持年度利息收入的增长。去年 1 月新增人民币贷款占全年新增人民币贷款近两成，今年 1 月份新增人民币贷款也应近全年新增贷款两成。

据中国人民银行，2023 年 1 月份人民币贷款增加 4.9 万亿元，2023 年人民币贷款增加 22.75 万亿元，去年 1 月新增贷款占全年新增贷款的 21.5%。今年 1 月份人民币贷款增加 4.92 万亿元，与去年 1 月新增贷款接近，预计占今年全年新增人民币贷款近两成。

贷款增速高于存款增速，表明银行试图提高财务杠杆，以提升净利息收入。1 月末，人民币贷款余额 242.5 万亿元，同比增长 10.4%；人民币存款余额 289.74 万亿元，同比增长 9.2%；贷存比例从去年 1 月末的 82.8%上升至去年 12 月末的 83.6% 和今年 1 月末的 83.7%。银行通过提高贷存比例来提升净利息收入。

新增贷款中，中长期贷款占主要比例，这表明银行试图发放更多的高利率贷款。在信用状况相似的情况下，中长期贷款的利率通常高于短期贷款。1 月，住户中长期人民币贷款新增 6272 亿元，企事业单位中长期人民币贷款新增 3.31 万亿元，住户和企事业单位合计新增中长期贷款占 1 月份新增贷款近 80%。

银行对企事业单位信用状况仍持谨慎态度。2023 年 1 月，银行对企事业单位短期和中长期贷款分别新增 1.51 万亿元和 3.5 万亿元，合计新增 5.01 万亿元。今年 1 月份，对企事业单位短期和中长期贷款分别新增 1.46 万亿元和 3.31 万亿元，合计新增 4.77 万亿元，增幅低于去年 1 月份。

住户贷款需求急剧增加，银行配置充足的信贷资源来满足需求。今年 1 月住户新增贷款 9,801

亿元，远高于去年 1 月的 2,572 亿元住户新增贷款。此外，64%的家庭新增贷款是中长期贷款，其利率高于短期贷款。

今年 1 月份住户消费和投资态度发生了一些积极变化。去年 1 月居民存款增加 6.2 万亿元。今年 1 月居民存款增加 2.53 万亿元。今年 1 月份住户存款增幅较去年同期低很多，这可能是居民将较多的存款用于消费和投资的早期信号，因此今年 1 月份住户新增中长期贷款比去年 1 月大幅增加。如果住户这种消费和投资行为的变化能够持续，这将是拉动今年一季度经济增长的重要积极因素。

五、 校外培训企业新东方教育 2021 年末至今股价上升近 344%

校外培训企业新东方教育(9901 HK)股价在 2022 年和 2023 年分别飙升 75%和 94%。2024 年至今（2 月 15 日），其股价进一步飙升 31%。近两年其股价大幅跑赢主要基准指数。据彭博社，新东方教育股份市值达到 1,196 亿港元。根据其市值规模和业务记录，股份有潜力纳入恒生指数成分股。恒指 82 只成分股中，目前市值在 1000 亿港元以上的股票约有 50 只。

2 月，教育部印发《校外培训管理条例（征求意见稿）》，征求意见截止日期为 2024 年 3 月 8 日。《征求意见稿》明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，明确了校外培训公益性的基本原则，明确了规范管理、提高质量、满足多样化文化教育需求的目标导向，明确了平衡机构、家长、学生、学校等各方权利义务关系并保障各方合法权益的立法价值，进一步完善了校外培训管理制度。

从投资者的角度来看，咨询文件中提出的以下规定可能会影响行业的竞争格局。投资者应注意。我们将这些要点概述如下。

- 校外培训工作坚持中国共产党的领导。
- 校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。
- 国务院科技、文化和旅游、体育等部门是相应领域校外培训的行业主管部门，制定相关标准和资质，实施行业管理，开展专业指导。
- 开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。**面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。**
- 校外培训机构的名称应当载明“培训”字样。
- 幼儿园、中小学在职教师、教研人员不得从事校外培训活动。学科类校外培训机构的教学和教研人员，应当取得教师资格。非学科类培训机构的教学和教研人员，应当取得相应的专业资质。
- 校外培训机构应当与培训对象或其监护人签订合同，应当使用国务院教育行政部门制定的培训合同标准文本并在全国校外培训监管服务平台登记备案。
- 校外培训使用的材料，应当报审批机关备案。其中，实施非学科类校外培训的，应同时

报送行业主管部门备案。

- 校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。
- 面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案。
- 校外培训机构融资及收取的费用，应当主要用于培训业务活动、改善培训条件和保障员工待遇。
- 校外培训机构采用预收费方式收取费用的，应当将预收费用纳入监管。具体办法由省级人民政府教育行政部门会同同级有关部门制定。

我们认为义务教育阶段的学科类校外培训机构应当登记为非营利性法人和预收费方式收取费用的应当将预收费用纳入监管这两项将显著影响教育机构的财务状况。如果一家校外培训机构本身是非营利性的，那么它可能很难从私募股权市场筹集资金。从会计处理上看，客户预付费收入是一种递延收入，在资产负债表中属于负债项目，从预付费收到的现金可以在资产方确认为现金项。目前，尚无专门法规对预付费收到的现金进行监管。校外培训机构存在滥用现金的风险。对于知名校外培训机构来说，预付费收到的现金数额巨大，这从递延收入的规模上得到体现。因此，征求意见稿提出对预付费收入进行规范和监督。但是，如果预付收入以信托方式或作为限制用途的现金持有，校外培训机构就不容易将预付收入用于扩大业务或进行新的投资。

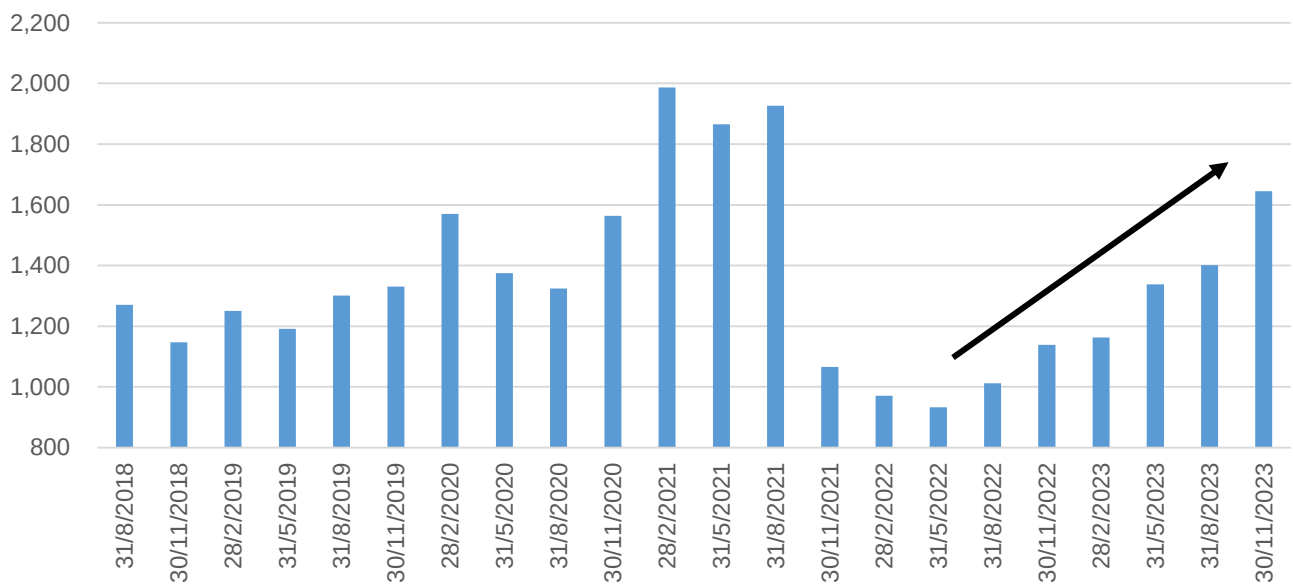
新东方教育截至 2023 年 11 月末的递延收入为 16.4 亿美元，现金余额为 19.4 亿美元。巨额的递延收入反映了客户对公司的信心，并愿意预付服务费用，这对公司来说是积极因素。如果不限使用现金，公司可以自由地使用这笔巨额现金进行业务扩张或投资。但如果公司需要将 16.4 亿美元置于限制性现金下，则可自由使用的现金将相应大幅减少，业务扩张或投资将相应受到限制。对于一些严重依赖客户预付费用来扩大业务或弥补经营亏损的教育机构来说，加强对客户预付费用的监管可能会进一步增加其财务压力。从这些角度来看，行业的规范对于有盈利模式的校外培训机构来说是利好，也会引导机构聚焦核心校外培训业务以及限制无序过快扩张。

行业监管的收紧意味着校外培训行业进入门槛的提高，这对于行业现有经营者来说应该是一个利好因素。加强对服务质量的控制和对预付费收入使用的监管，将对财力薄弱的校外培训机构

造成沉重打击，其增长动力将受到制约。《征求意见稿》提出义务教育阶段的学科类校外培训机构应当登记为非营利性法人，这将间接压制盈利空间，他们需要多元化的商业模式来探索新的业务领域。

图表 5：新东方教育递延营收（百万美元）

递延收入持续上升反映了客户对公司的信心，并愿意预付服务费用， 为公司提供充足的流动资金使用，但金额巨大对公司内部管治能力带来挑战



来源：新东方教育、农银国际证券

六、 上市公司为何需要高质量发展

近月，市场再提出上市公司需要高质量发展以提振股市，以及提出要求上市公司考虑市值管理。

为何需要高质量发展。从宏观经济角度看，需要发挥市场高效地配置金融资源力量，上市公司需要保持高质量发展，全社会都会受益。否则，金融资源就会被错误地配置，整个经济或社会都会受到损害。

国家深知上市公司高质量发展的重要性，2020年10月，国务院已发布关于进一步提高上市公司质量的意见，提到的六个工作方向。我们将这六个工作方向概述如下。

一是提高上市公司治理水平，这包括规范公司治理和内部控制和提升信息披露质量；

二是推动上市公司做优做强，这包括支持优质企业上市，促进市场化并购重组，完善上市公司融资制度等；

三是健全上市公司退出机制，这包括严格退市监管，拓宽多元化退出渠道；

四是解决上市公司突出问题，这包括化解上市公司股票质押风险，严肃处置资金占用、违规担保问题，强化应对重大突发事件政策支持；

五是提高上市公司及相关主体违法违规成本，加大执法力度，加重财务造假、资金占用等违法违规行为的行政、刑事法律责任；

六是市场参与者形成提高上市公司质量的工作合力，这包括持续提升监管效能，强化上市公司主体责任，督促中介机构归位尽责，凝聚各方合力包括财政、税务、海关、金融、市场监管、行业监管、地方政府、司法机关等单位的信息共享机制。

这六个工作方向包括公司治理等公司内部工作，也包括法律法规实施及其它市场主体合力等外部工作。但我们还是要面对现实，当前上海证券交易所上市公司2270家，深圳证券交易所上市公司2848家，两个市场上市公司总数达5118家，总市值接近71万亿元。这71万亿元的市值也代表了上市公司股东的巨大财富。上市公司股东对管理自己的财富负有直接责任。对于监管机构来说，监管5100多家上市公司并不是一件容易的事。对投资者来说从5100多家上市公司中进行研究和投资也不容易，每天了解一家上市公司，也要花近14年才能了解完5100多家公司。

因此,我们需要利用金融科技,也许是人工智能来帮助监管机构和投资者审视大量上市公司信息。

公众投资者投资上市公司股份,自然是追求回报。从大部分公众股东的角度来看,他们的回报主要来自于股价升值或公司股息。对于长期投资者,如控股股东或保险资金等机构投资者来说,他们更关注公司分红。在美国等西方国家,上市公司通过分红和股票回购来回报股东,但前提条件是公司能够盈利和有充足财务资源。因此,上市公司有能力持续分红或回购股票是上市公司持续高质量发展的结果。当然,上市公司分红多少或回购多少股票,是公司内部治理问题。

市值管理是一个敏感话题,首先我们不应该有误解,市值管理并不意味着操纵股价。上市公司能否实现高质量发展,时间长了市场就会知道。这样,市场就会对上市公司和股价给予公平合理的价值。

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 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