農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

港股市场一周回顾

2023 年 12 月 15 日

港股市场一周回顾

15/12/2023

- **逆势投资者约 90 亿港元吸纳最大恒生指数 ETF**
- **2024 年前几个月全球经济形势不容过度乐观**
- **美联储预期美国经济明年软着陆 利率期货市场采不同的观点**
- **中美两国名义 GDP 增长与实际 GDP 增长严重偏离背后的含义**
- **美国宏观经济增长的特殊性 放大其对全球金融市场影响力**
- **鸿海精密营收趋势对全球消费电子产业的洞察**

一、 逆势投资者约 90 亿港元吸纳最大恒生指数 ETF

市场对中国消费相关股票的看跌情绪持续，逆势投资者吸纳恒生指数 ETF。本周初恒指跌破 16000 点并触及年内新低 15972 点，随后反弹重回 16000 上方。本周首 4 个交易日，82 只恒生指数成分股中，有 27 只触及 52 周新低，大部分为电商、食品饮料、体育用品、奢侈品、汽车、金融服务等与消费或零售相关行业股票。鉴于保险股在股市中的风险敞口，股市表现疲弱也引发了保险股的抛售。中国人寿 H 股（2628 HK）和平安 H 股 （2318 HK）本周也触及 52 周新低。12 月至今，恒生指数下跌约 1.5%。 今年迄今为止，恒生指数下跌约 15%。 尽管 12 月以来港股表现疲软，但逆势投资者在 12 月至今仍透过买入恒生指数 ETF 间接吸纳蓝筹股。最大的恒生指数 ETF——盈富基金（2800 HK）的 ETF 单位数量于 12 月份至 12 月 14 日增加约 5.43 亿个单位， 这相当于约 90 亿港元新增资金流入该 ETF 基金，基金买入恒生指数成分股。

欧美利率上行周期明年将逆转。正如市场预期，美国、欧元区和英国央行本周议息会议决定维持利率不变。特别是美联储释放明确信号，利率已见顶，明年将开始下行周期。追踪全球主要股票市场的 MSCI 世界指数本月至 12 月 14 日上涨约 3.5%，主要受欧美股市上涨带动。

中央经济工作会议确定明年经济工作方向。本周初举行开中央经济工作会议，总结 2023 年经济工作，分析当前经济形势，系统部署 2024 年经济工作。会议要求，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。我们预计未来几个月将出台许多经济支持政策或措施。我们准备了专题报告。详情请参阅 2023 年中央经济工作会议的宏观及投资策略分析研究报告(12 月 13 日)及 2024 年经济展望及投资策略研究报告(12 月 12 日)。

市场焦点转向明年经济前景。12 月 15 日，周末前，国家统计局公布了 11 月份和前 11 个月

的宏观经济数据。11 月份，除了房地产投资增长，其它大部分数据包括零售、固投、工业产出等同比增速显示 11 月经济形势好于 10 月。我们对其进行了总结，请参考图表 1。临近 2023 年底，市场焦点转向 2024 年经济展望。本周中，世界银行(World Bank)和亚洲开发银行(Asian Development Bank)分别发布报告，对 2023 年和 2024 年中国经济增长进行预测。两家金融机构预计中国今年经济增长 5.2%，明年增长 4.5%。综合 OECD 和 IMF 于 11 月发布的经济预测，这四家国际金融机构预计 2024 年中国经济增长 4.5-4.7% (请参阅图表 2)。我们预计他们的预测将在短期内形成市场共识，他们预测表示明年经济增长将明显放缓，这将在短期内影响投资市场对明年中国经济风险的判断。投资者需关注这些经济预测的影响力。

图表 1:中国宏观经济指标变化

经济指标	2022 年	2023 年 上半年	2023 年 首 11 个月	2023 全年 预测	2024 全年 预测
实质 GDP 同比增长，%	3.0	5.5	5.2 (首三季度)	5.3	5.0
固定资产投资同比增长，%	5.1	3.8	2.9	3.0	4.0
零售销售同比增长，%	-0.2	8.2	7.2	7.0	6.0
以美元计 出口同比增长，%	7.0	-3.2	-5.2	-5.5	2.0
以美元计 进口同比增长，%	1.1	-6.7	-6.0	-6.0	2.5
工业产出同比增长，%	3.6	3.8	4.3	4.1	4.5
消费物价通胀（CPI），同比%	2.0	0.7	0.3	0.4	1.5
生产物价通胀（PPI），同比%	4.2	-3.1	-3.0	-3.0	0.5
M2 增长，期末同比增长%	11.8	11.3	10.0	10.0	9.5
社会融资规模增量，十亿人民币	32,010	21,550	33,650	35,500	37,000
整体新增人民币贷款，十亿人民币	21,310	15,730	21,580	23,000	24,000
期末每美元兑人民币在岸现货价	6.8986	7.2537	7.1351	7.0000	6.8000
1 年期 LPR，期末%	3.65	3.55	3.45	3.45	3.25
5 年期 LPR，期末%	4.30	4.20	4.20	4.20	4.00

2023-24 年预测：农银国际 2024 年经济展望及投资策略研究报告（12 月 12 日）

来源：国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测

图表 2: 主要国际金融机构近期对中国宏观经济预测

实质 GDP （同比增长，%）	2023 年预测	2024 年预测	2025 年预测
世界银行 2023 年 12 月预测	5.2	4.5	4.3
亚洲开发银行 2023 年 12 月预测	5.2	4.5	-
OECD 2023 年 11 月预测	5.2	4.7	4.2
IMF 2023 年 11 月预测	5.4	4.6	-

来源：世界银行、国际货币基金组织（IMF）、经合组织（OECD）、亚洲开发银行 （ADB）、农银国际证券

二、 2024 年前几个月全球经济形势不容过度乐观

临近 2023 年末，投资者将目光延伸至 2024-25 年。 近期多家国际金融机构已发布 2024 年和 2025 年的经济展望，具有很好的参考价值。然而，一些投资者希望关注未来几个月的经济形势。我们认为，不同地区的月度 PMI 趋势将为评估未来几个月的经济趋势提供良好的参考指引。

从截至 11 月份的 JP Morgan 全球 PMI 趋势来看，制造业 PMI 尚未出现复苏迹象。自 2022 年 9 月以来，全球制造业 PMI 持续低于 50，制造业活动仍处于缓慢收缩阶段。这对全球大宗商品市场和全球航运市场来说都是负面消息，因为制造业活动对大宗商品的需求仍然疲弱，世界贸易增长受到抑制。此外，全球服务业 PMI 趋势显示，三季度中期以来服务业扩张势头明显放缓。近两个月服务业仍在扩张，但与第二和第三季度相比扩张相对放缓。

由于全球 PMI 数据以发达国家经济为主，2023 年最后几个月制造业活动持续疲软和服务业活动扩张大幅放缓表明 2024 年前几个月全球经济活动不应过度乐观。

图表 3：制造业 PMI 平均值

	美国	中国	日本	欧元区	英国
10-11/2023	46.7	49.5	48.5	43.7	46.0
3Q 2023	47.3	49.6	49.4	43.3	44.8
2Q 2023	46.7	49.0	50.0	44.7	47.1
1Q 2023	47.1	51.5	48.6	48.2	48.1
4Q 2022	49.1	48.1	49.5	47.1	46.0
3Q 2022	52.2	49.5	51.5	49.3	49.3

来源：国家统计局、Institute of Supply Management（ISM）、S&P Global、农银国际证券

图表 4：服务业、非制造业 PMI 平均值

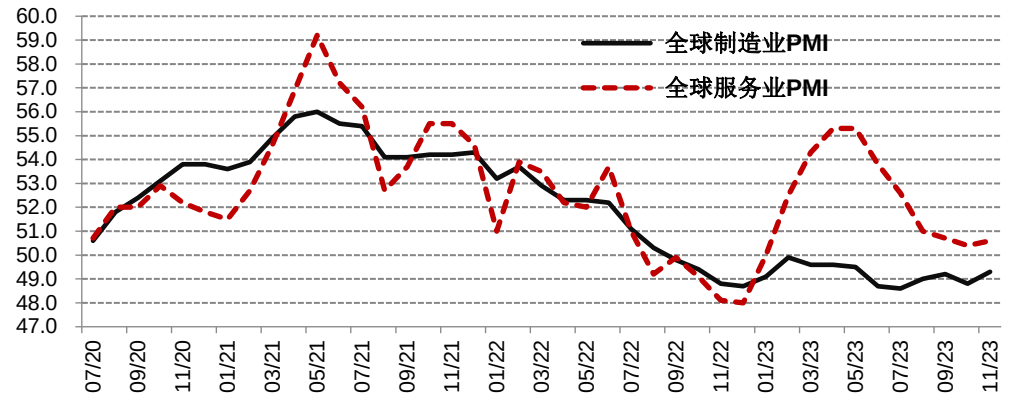
	美国	中国	日本	欧元区	英国
10-11/2023	52.3	50.4	51.2	48.3	50.0
3Q 2023	53.7	51.9	54.0	49.9	51.0
2Q 2023	52.0	54.7	55.1	54.4	54.9
1Q 2023	53.8	56.3	53.8	52.8	51.7
4Q 2022	53.1	45.7	51.5	49.0	49.2
3Q 2022	56.1	52.3	50.7	49.9	51.2

注：中国数据是非制造业 PMI

来源：国家统计局、Institute of Supply Management（ISM）、S&P Global、农银国际证券

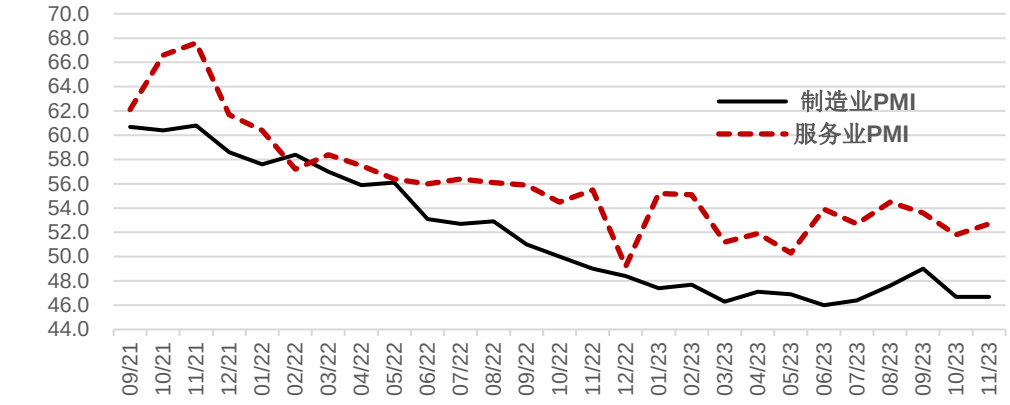
图表 5：全球 PMI 趋势

临近 2023 年末，未见制造业复苏信号，仍处于缓慢收缩阶段；服务业扩张明显放缓



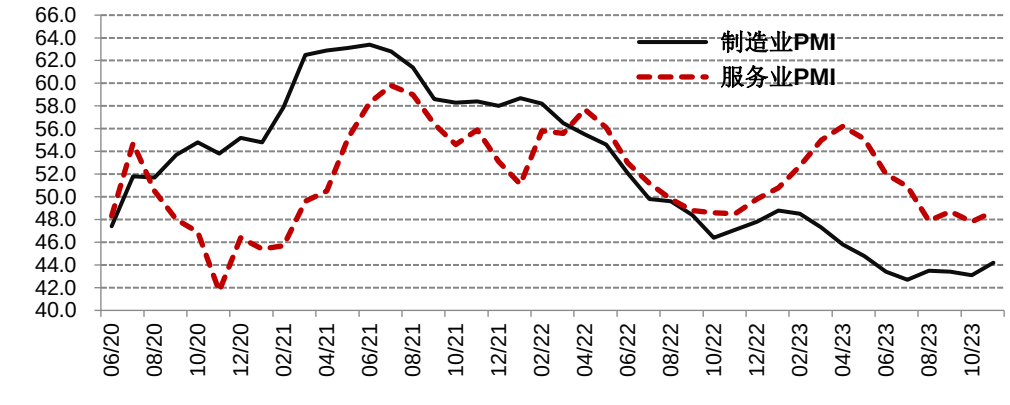
来源：S&P Global、农银国际证券

图表 6：美国 PMI 趋势



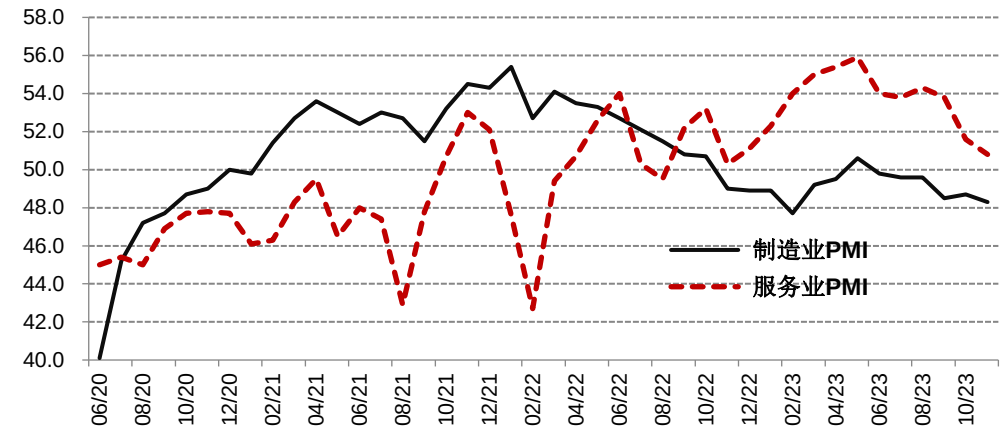
来源：Institute of Supply Management (ISM)、农银国际证券

图表 7：欧元区 PMI 趋势



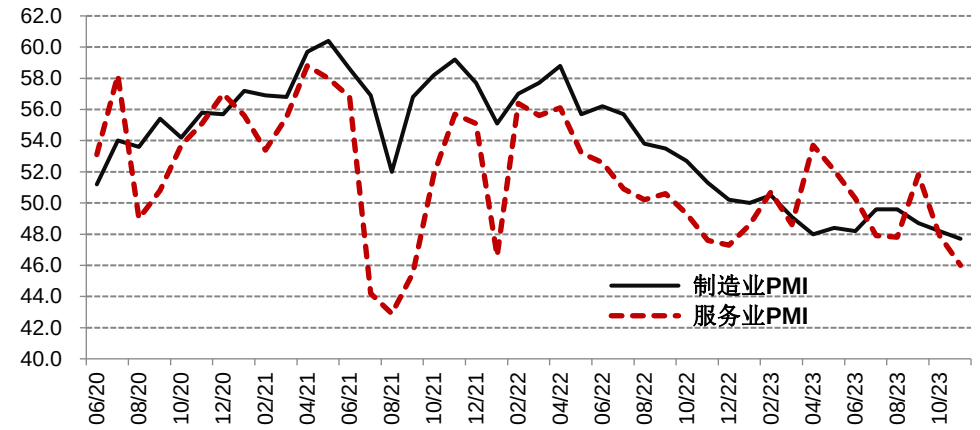
来源：S&P Global、农银国际证券

图表 8：日本 PMI 趋势



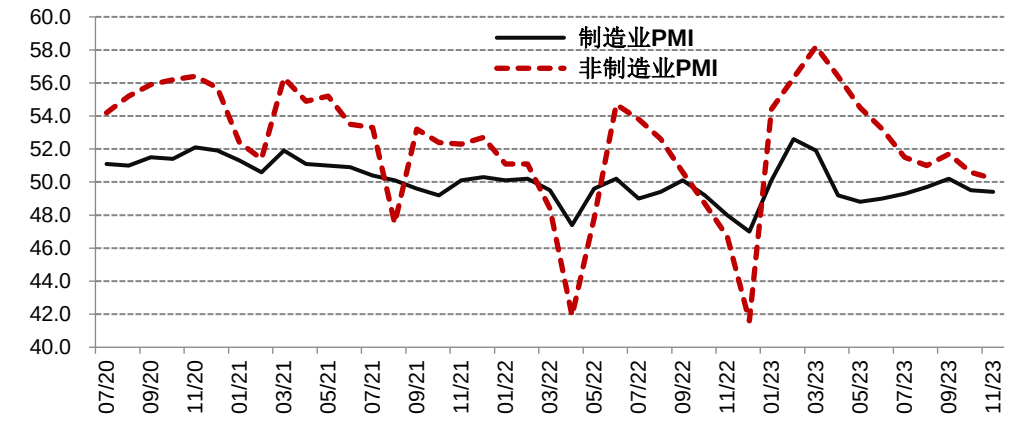
来源：S&P Global、农银国际证券

图表 9：澳洲 PMI 趋势



来源：S&P Global、农银国际证券

图表 10：中国 PMI 趋势



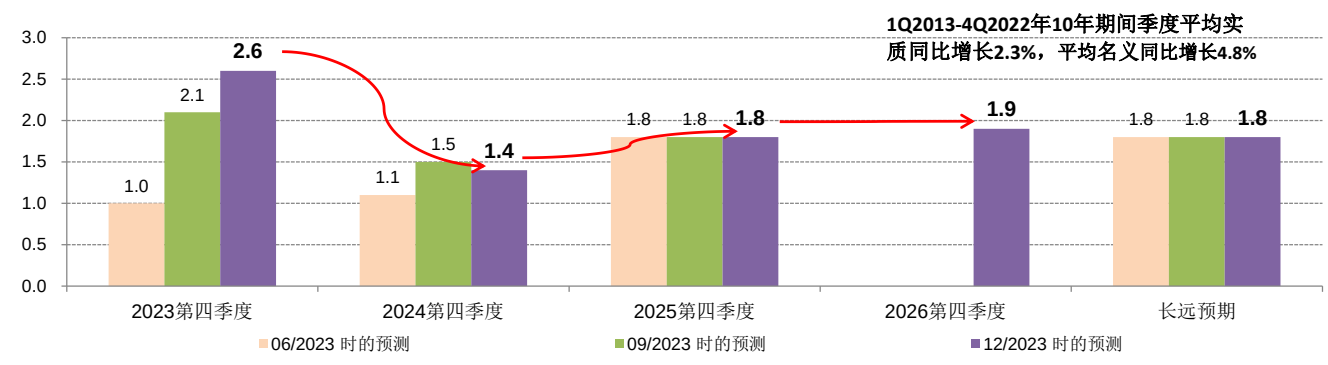
来源：国家统计局、农银国际证券

三、 美联储预期美国经济明年软着陆 利率期货市场采不同的观点

12 月 13 日 FOMC 会议后，美联储发布了对未来几年经济形势的预测。美联储最新经济预测向金融和资本市场传递了以下信息。首先，美联储预期美国经济将在 2024 年实现软着陆，并在 2025 年及以后恢复到更可持续的增长速度。其次，2024-25 年通胀率将继续呈下降趋势。 2%的通胀目标可能会在 2025 年末至 2026 年实现。三是失业率将在 2024-25 年反弹，但在长期目标水平之内。四是 2024 年和 2025 年利率将分别下降约 75bp 和 100bp。这意味着 2024 年利率将回落至 2023 年第一季度的水平，间接暗示未来 12 个月高利率环境将持续。我们认为，美联储试图影响金融市场对 2024 年美国经济风险的预期 — 即软着陆是明年最有可能的情况。此外，美联储还提出了为期两年（2024-25 年）的利率和通胀调整周期，即未来两年内利率和通胀在下行周期中逐渐下降。

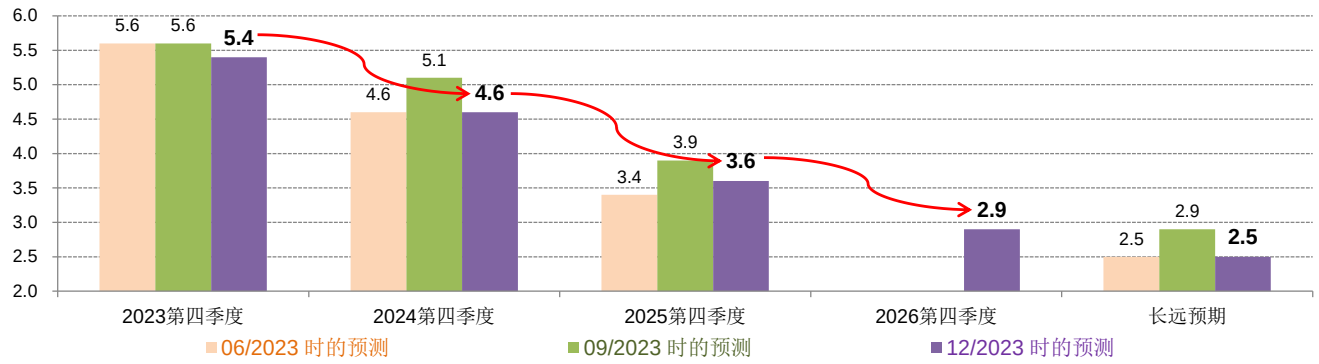
利率期货反映市场预期美联储需要提前大幅度地降息。目前 (12 月 14 日)，利率期货市场预计美联储在 2024 年上半年共降息 75 个基点的可能性为 100%，首次降息可能发生在明年 3 月。此外，目前利率期货预期美联储在 2024 年底前降息 150 个基点的可能性超过 60%。利率期货反映市场预期美联储需要更大幅度地降息，这与美联储的最新预测存在显着差异。考虑到明年上半年美联储将召开四次 FOMC 会议，利率期货市场却预期明年上半年降息 75bp，其观点可能过于激进，但从另一个角度来看，利率期货市场这预期反映出期货市场对明年经济的看法更加悲观，软着陆失败风险不低，所以预期美联储需要提前大幅降息。下一次美联储 FOMC 会议将于 2024 年 1 月底举行。明年 1 月会议之前，美国今年 12 月失业率和通胀率也将在会前公布。明年通胀率将受到今年基数效应的影响，但失业率不会受到今年基数效应的影响。

图表 11：美联储预期 GDP 的中位数 (同比增长%)

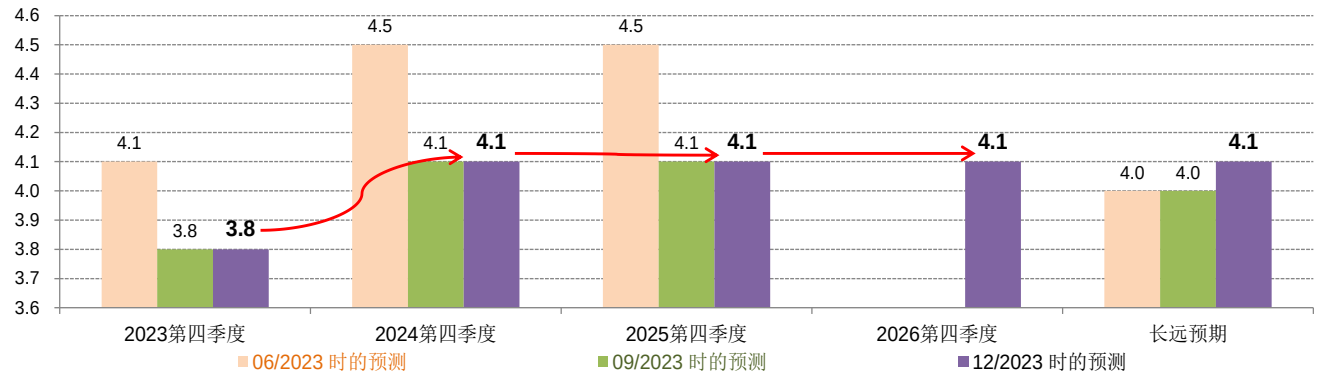


来源：美联储、农银国际证券

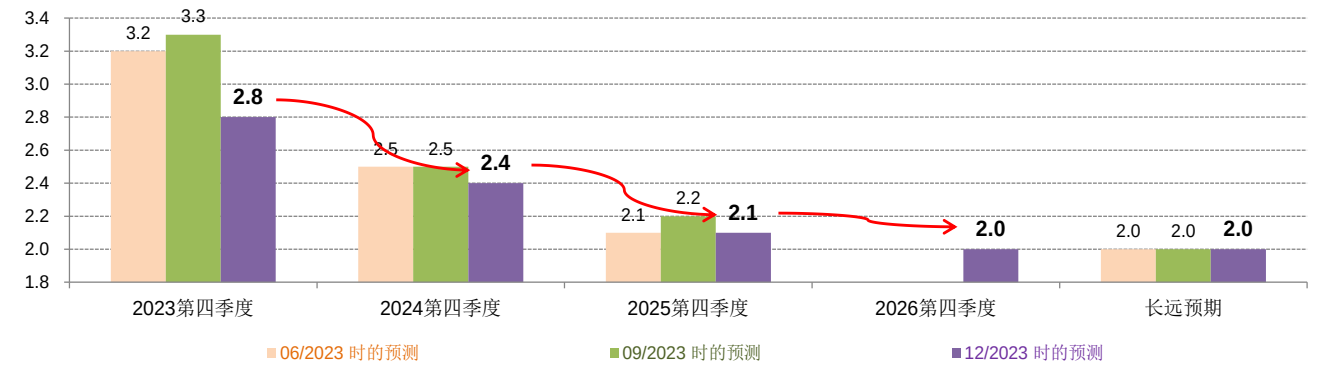
图表 12:美联储预期联邦基金利率的中位数（%）



图表 13:美联储预期 失业率的中位数（%）



图表 14:美联储预期 PCE 个人消费支出通胀的中位数（%）



以上图表来源：美联储、农银国际证券

四、 中美两国名义 GDP 增长与实际 GDP 增长严重偏离背后的含义

中国名义 GDP 增长受到负平减价格指数抑制；而美国名义 GDP 增长则受到正平减价格指数的推动被放大。经济学家通常根据实际经济增长来评价地区经济。对于资本市场投资者来说，还需要考虑名义经济增长，因为资本市场多看名义增长，比如公司的销售额增长按现价计算是名义增长。

在某些情况下，由于物价通缩或物价通胀因素，名义 GDP 增长率与实际 GDP 增长率存在显着偏离。这种偏差对于资本市场和社会有着不同的影响。

2023 年第二及第三季度，中国名义 GDP 同比增速连续两个季度低于实际 GDP 增速。2023 年第三季度，中国实际 GDP 同比增长 4.9%，但名义 GDP 同比增长 3.5%，低于实际增速 1.4 个百分点。

美国方面，2023 年第三季度，美国实际 GDP 同比增长 3.0%，较中国实际 GDP 增速低 1.9 个百分点。从这个角度看，中国经济增长速度高于美国。

与此同时，2023 年第三季度，美国名义 GDP 同比增长 6.3%，比中国名义 GDP 增速高 2.8 个百分点，比美国实际 GDP 增速高 3.3 个百分点。从这个角度看，美国经济增长速度高于中国。

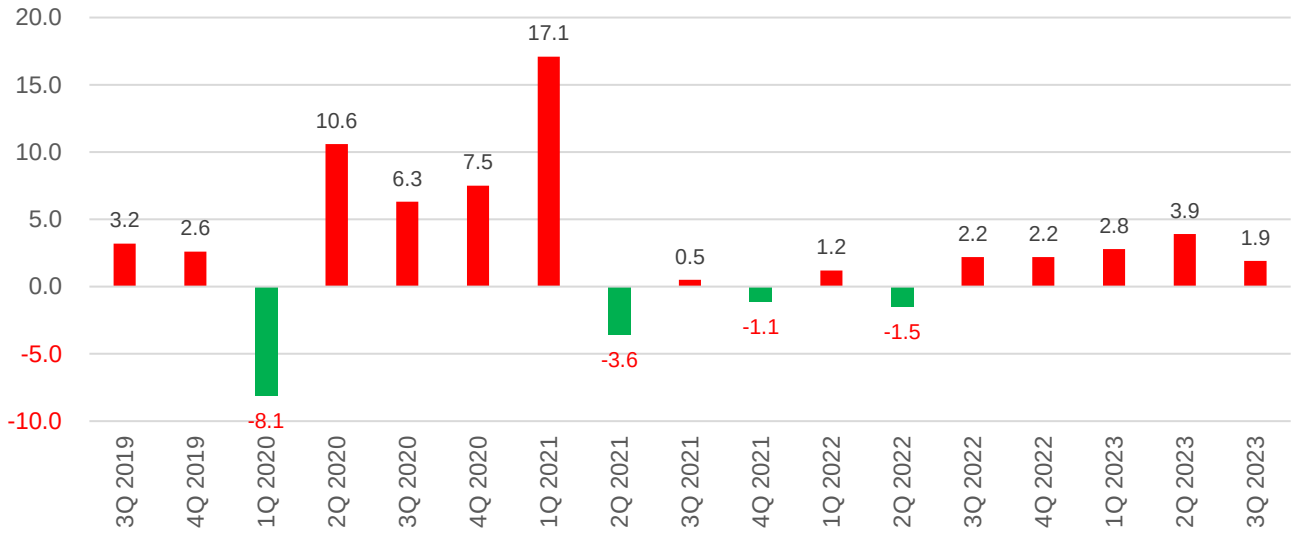
GDP 被视为一个地区的产出衡量标准。实际 GDP 增长是评估其实际产出量增长的指标。名义 GDP 增长是衡量其产出值增长的指标。从这个角度来看，资本市场对名义 GDP 增长更为敏感。例如，一家信用卡公司的服务费基于名义交易额，其收入对名义交易价值增长更敏感。

从微观来看，美国企业的收入增长受到正平减价格指数（即正通胀率）的推动被放大，如美国较高名义增长率所示；而中国企业的收入增长受到负平减价格指数的抑制，如名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速。考虑到投入成本对产出量敏感，如果企业在一定时期内的收入增长率（即名义增长率）低于其产量增长率（即实际增长率），但其成本增长率与其产量增长率一致，那么企业就会遇到收入增长率低于成本增长率的情况。在此情况下，企业的盈利能力将受到不利影响，资本市场将做出相应反应。

上述情景分析是从资本市场投资者的角度出发的。从社会效益的角度来看，情况有所不同。在中国， 实际 GDP 增长高于名义 GDP 增长意味着供给较充足，并且社会可以用较低的价格消费供给。在这种情况下，社会大多数人负担减轻，社会剩余提升，但生产者剩余减小。在美国，

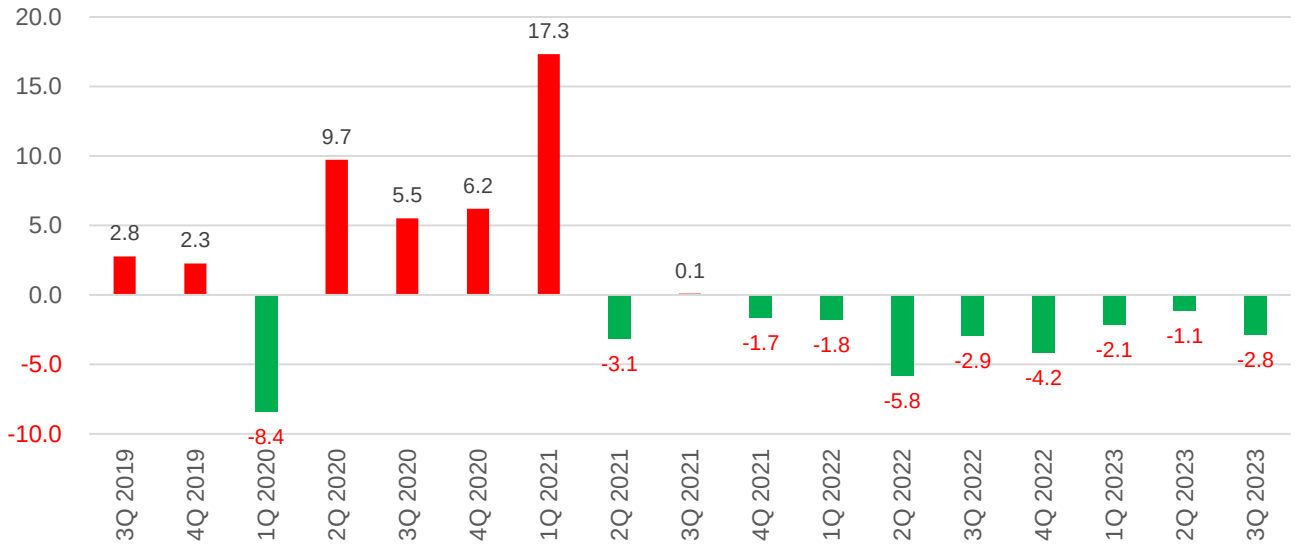
实际 GDP 增长低于名义 GDP 增长意味着供给较不充足，并且社会需要用较高的价格消费供给。在这种情况下，社会大多数人负担增加，社会剩余减小，但生产者剩余提升。

图表 15：中国实际 GDP 同比增速 减 美国实际 GDP 同比增速（百分点）
中国实际 GDP 增速连续 5 个季度高于美国



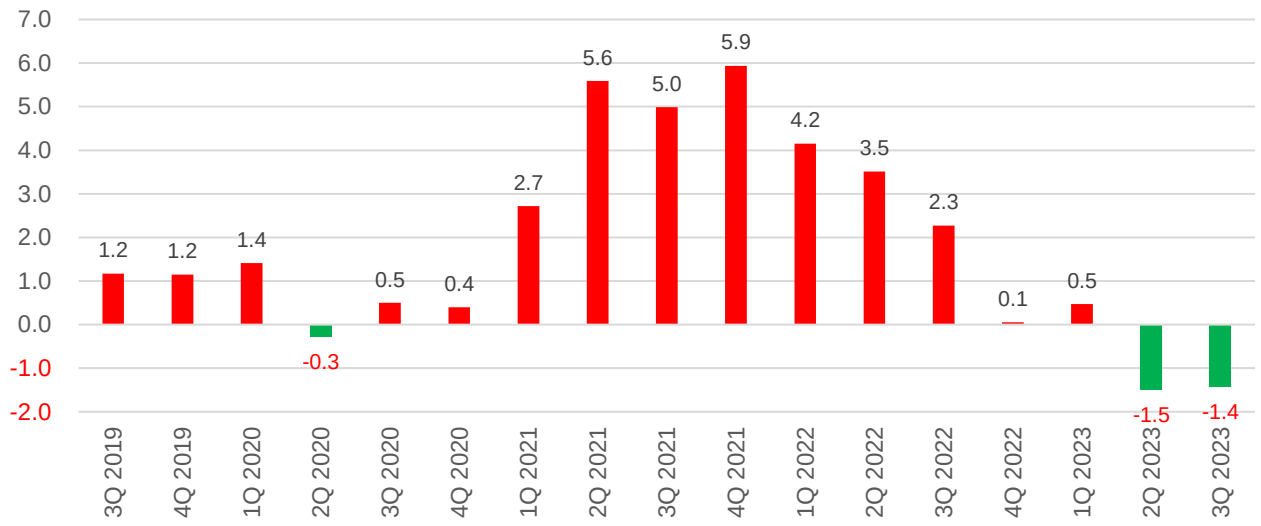
来源：国家统计局、美国经济分析局、农银国际证券

图表 16：中国名义 GDP 同比增速 减 美国名义 GDP 同比增速（百分点）
中国名义 GDP 增速连续 8 个季度低于美国



来源：国家统计局、美国经济分析局、农银国际证券

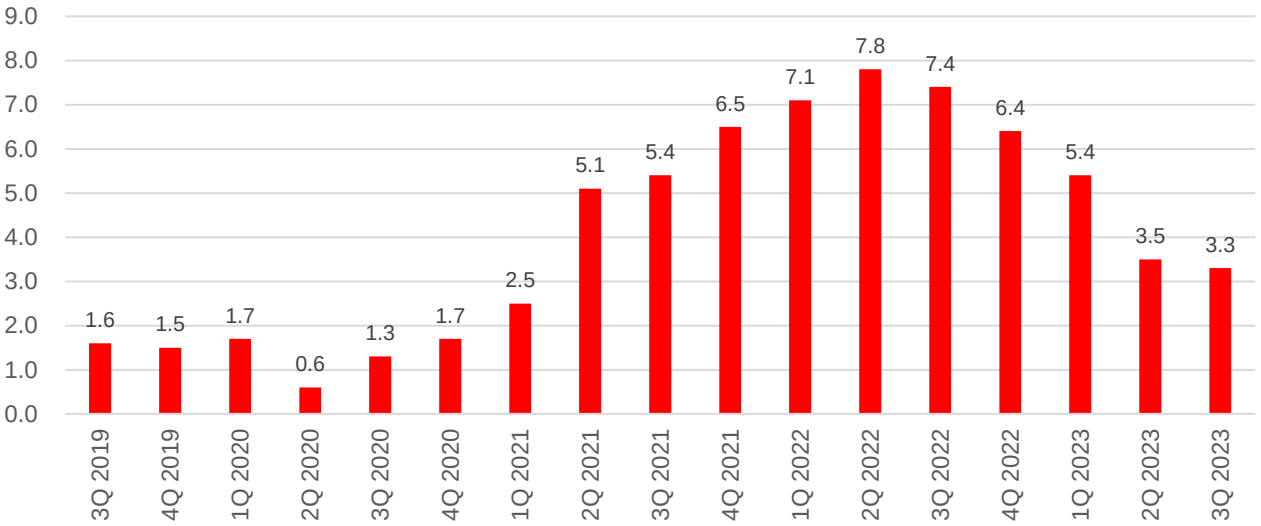
图表 17：中国名义 GDP 同比增速 减 实际 GDP 同比增速（百分点）



注：2023 年前三季度经济增速为初步数据，相关统计机构未来可能会进行修正。

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 18：美国名义 GDP 同比增速 减 实际 GDP 同比增速（百分点）



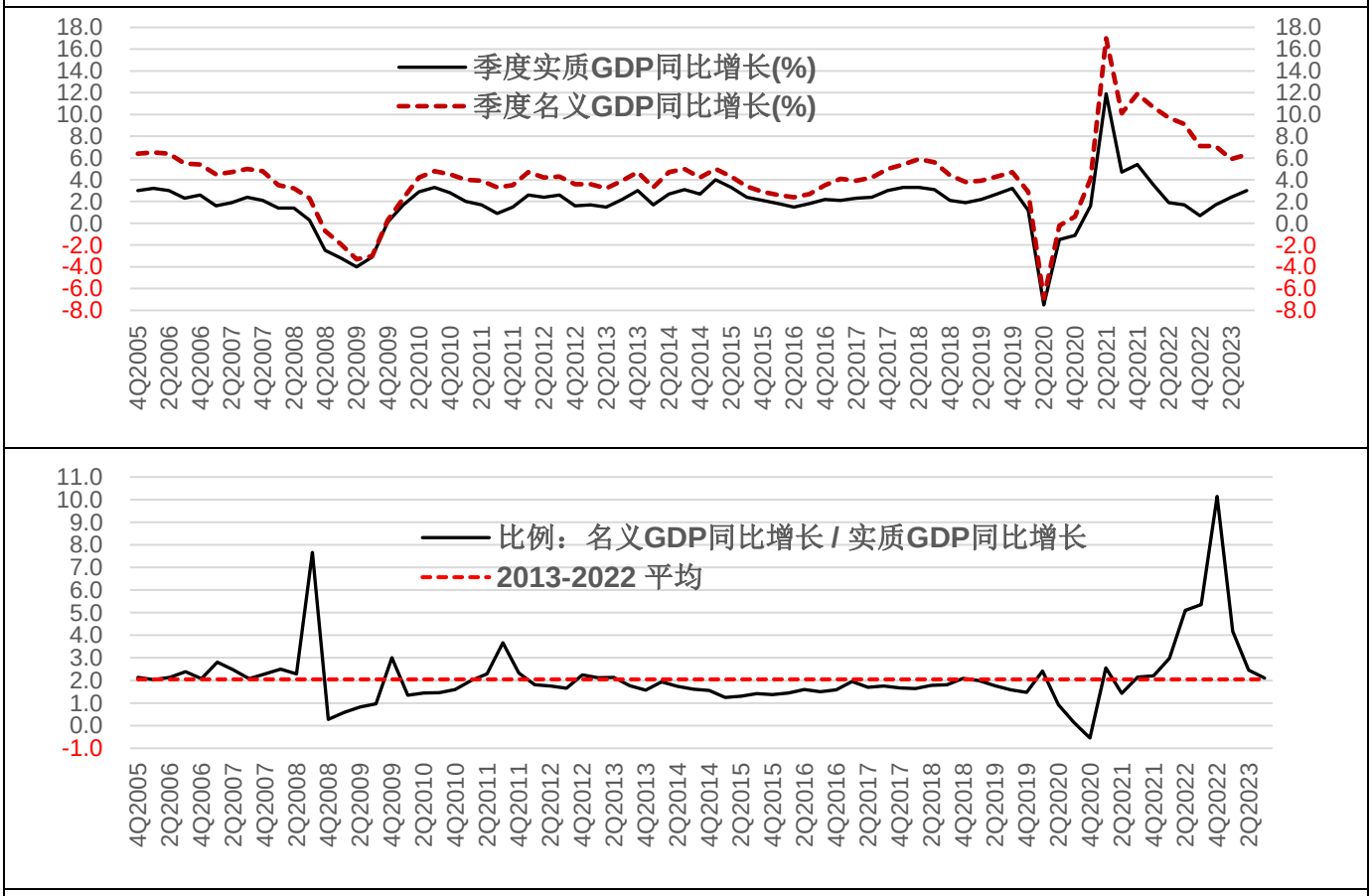
注：2023 年季度经济增速为初步数据，相关统计机构未来可能会进行修正。

来源：美国经济分析局、农银国际证券

五、 美国宏观经济增长的特殊性 放大其对全球金融市场影响力

过去 10 年（2013-2022 年期间共 40 个季度），美国季度名义 GDP 增速与实际 GDP 增速的比例平均为 2.0。简单来说，名义增长率是实际增长率的两倍。如果我们缩短时间跨度，仅考虑从 2020 年到今年第三季度， 共 15 个季度，这是美国最近几年经济经历货币扩张然后收缩的时期，该比率高达 2.9。简单来说，在这段时期经济名义增速是接近 3 倍实际增速。我们不能只考虑一个季度经济增速，还需要考虑累计增速。从 2013 年 4 季度至 2023 年 3 季度共 40 个季度，平均季度实际 GDP 同比增速为 2.3%，但平均季度名义 GDP 同比增速为 5.0%。因此当时间跨度拉长时，美国名义 GDP 值将会以非常快的速度扩张。美国是全球第一大经济体其名义 GDP 值的快速扩张为当地金融和资本市场规模的快速扩张提供了基础，因为这些市场的价值都是以名义货币计价的。金融和资本市场规模的快速扩大，其全球影响力包括积极或消极的影响当然也随之放大。

图表 19: 美国 GDP



来源：美国经济分析局、农银国际证券

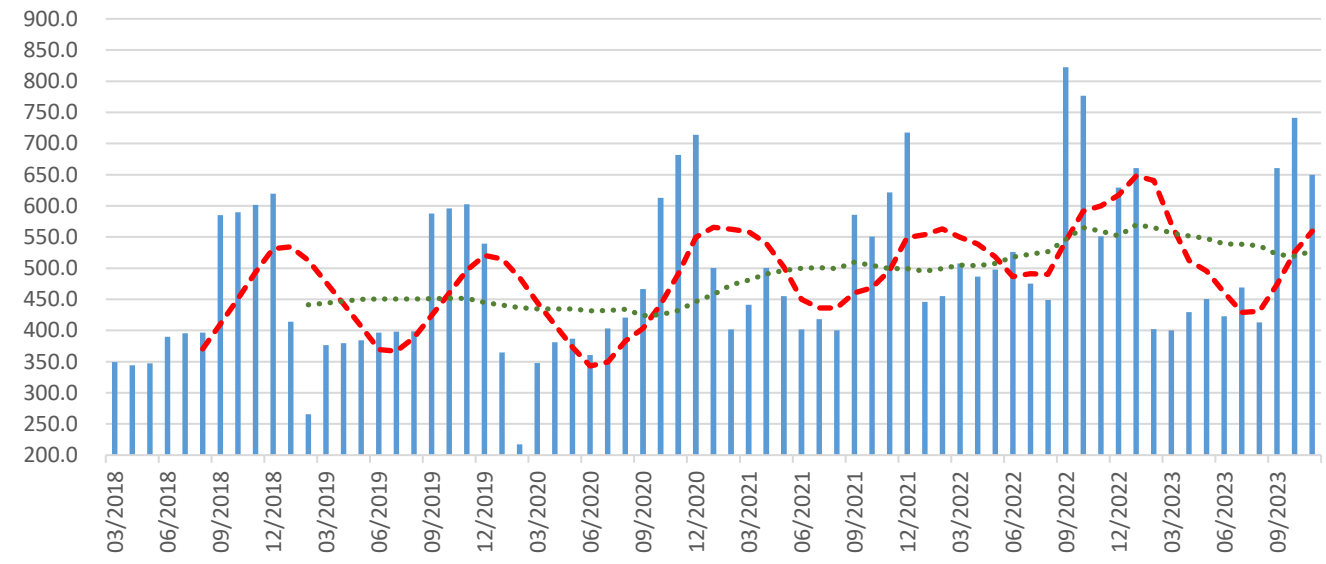
六、 鸿海精密营收趋势对全球消费电子产业的洞察

领先的电子代工制造商鸿海精密（2317 TT）（富士康的母公司）公布了 11 月份的营业收入。其收入趋势为全球消费电子行业的趋势提供了洞察。 11 月份其收入同比增长 18%，但环比下降 12.3%。9 月和 10 月，其收入分别环比增长 60.1%和 12.3%。 11 月份的营收环比下降表明消费电子行业进入淡季。我们认为，这不是一个好的信号，因为今年的销售旺季结束得太早了。过去销售旺季是从 9 月持续到 12 月（参考图表 20）。 11 月份收入同比大幅增长是由于去年底中国的疫情控制变化导致去年同期基数较低。从 2023 年 2 月至 10 月，其收入连续 9 个月同比下降。前 11 个月，其收入同比下降 4.89%。

从产品类别来看，鸿海公布，11 月份四大主要产品类别（智能消费电子产品、云及网络产品、计算产品、零组件及其他产品）营收均分别录得环比下滑。 11 月份，智能消费电子产品和组件及零组件及其他产品入同比增长，但云及网络产品和计算产品 11 月份收入同比下降。前 11 个月，这四类产品收入均同比下降。

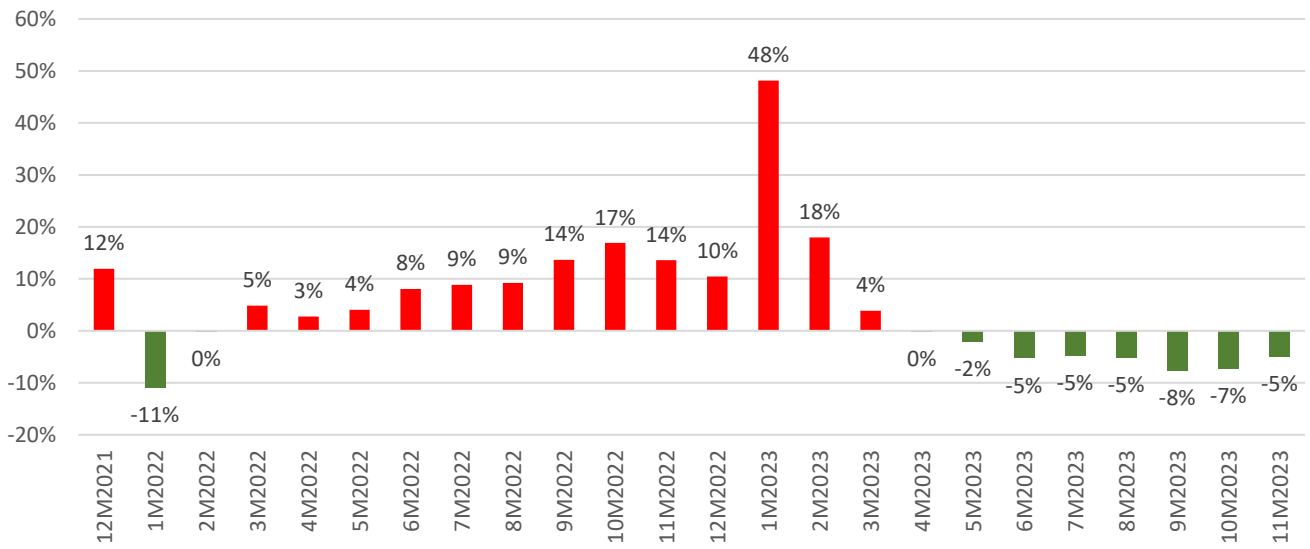
从鸿海今年月度营收趋势来看（参考图表 21），或预示全球消费电子产业尚未复苏，但并未出现进一步大幅恶化的情况。 2024 年该行业可能会经历一个非常缓慢且渐进的复苏周期。

图表 20：鸿海精密月度营收 （10 亿元台币）
季节性现象较强，销售旺季在每年下半年



红点线：6 个月平均线；绿点线：12 个月平均线
来源：鸿海精密、农银国际证券

图表 21：鸿海精密累计营收变化（年初至今，同比%）
今年下半年以来的营收变化预示全球消费电子行业尚未复苏，但并未出现进一步大幅恶化的情况



注：时间轴 如 11M2023 代表 2023 年首 11 个月， 9M2022 代表 2022 年首 9 个月
来源：鸿海精密、农银国际证券

图表 22：中国两大电子代工制造商

	鸿海精密 （2317 TT）	**立讯精密 （002475 CH）**
业务	领先的电子代工制造商	领先的电子代工制造商
时期	7-9/2023	7-9/2023
营业收入* （亿美元）	487.1 （同比下跌约 15%）	79.9（同比下跌约 14%）
毛利率*	6.7%	13.8%
R&D*（亿美元）	8.57	3.33
R&D/营业收入	1.8%	4.2%
2023 年首 11 个月股价表现	+1.6%	+0.3%

注*：鸿海精密以台币报告，立讯精密以人民币报告，方便比较转为美元进行比较
来源：鸿海精密、立讯精密、彭博、农银国际证券

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≥市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%)≤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