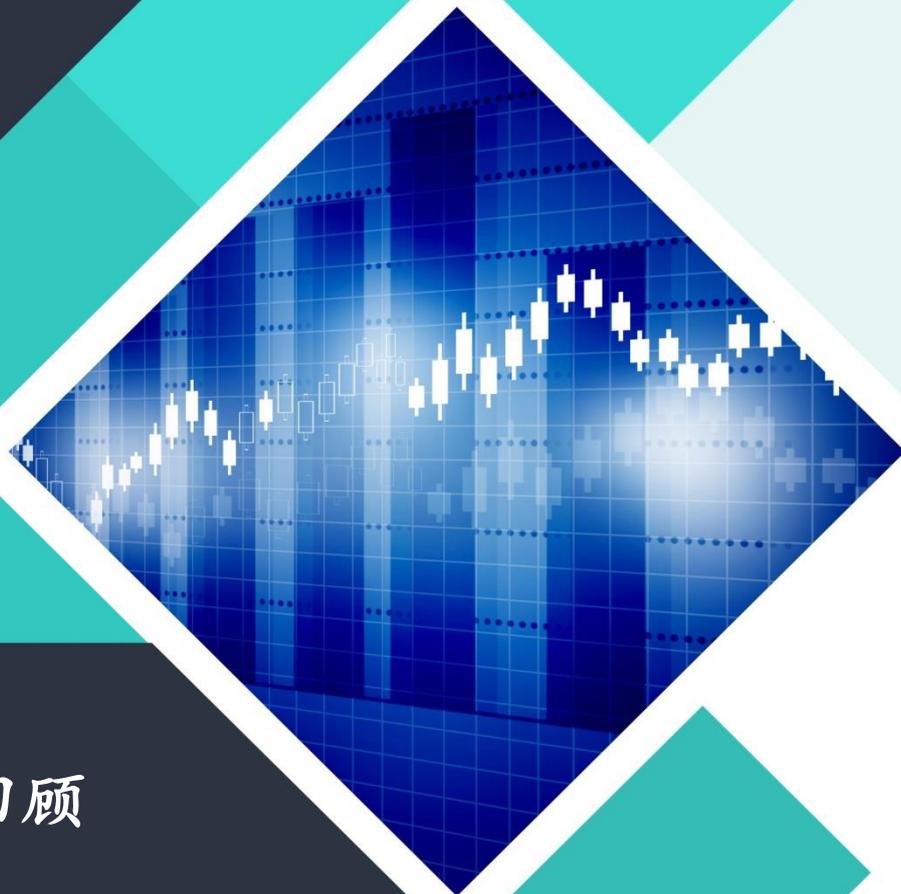




農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年2月2日

港股市场一周回顾

2/2/2024

- 中港投资者偏好与欧美国投资者偏好相反
- 每年1月份人民币新增贷款旺季，股市对银行股反应积极
- 国家提出六大新产业新赛道 成为未来几年投资主题
- 工业企业行业利润规模排名 近3年哪些工业行业能够保持每年利润增长
- 2023年不同行业国有企业财务绩效差异较大
- 美联储维持利率不变但继续收缩资产负债表 美国持续激进的财政扩张
- A股市场投资者降杠杆形成今年以来股市下行压力

一、 中港投资者偏好与欧美国投资者偏好相反

1月份，中港股市表现疲软。恒生指数和沪深300指数分别下跌9.2%和6.3%。除能源行业指数外，大部分行业指数均下跌。A股和港股投资者追捧中国能源股。红海局势爆发后，12月中旬以来，油价的上涨以及冬季煤炭需求的预期上升引起投资者关注。投资者在中港股市抛售其它板块，例如医疗保健、消费品、工业品、材料和IT行业的股票。中港股市的类似现象反映出两地投资者的决策是由共同的宏观或微观经济因素驱动的。尽管如此，我们发现了一个不寻常的现象，即欧美股市投资者的偏好与中港股市投资者的偏好相反。中港股市追捧能源股，但欧美股市能源股表现不佳。欧美股市追捧消费品、医疗保健、IT等行业股，但这些行业股在中港股市表现不佳。这些差异不仅体现了不同市场偏好的差异，也体现了在不同地区的经济及行业周期中的趋势差异。

宏观因素引发市场担忧。中国制造业PMI从12月的49.0反弹至1月的49.2，但连续4个月低于50，引发市场对经济风险的担忧。或许，投资者会问中国制造业活动持续数月收缩吗？我的答案是否定的。产出指数连续4个月位于50以上，表明制造业生产活动持续扩张，不是收缩。但新订单指数已连续4个月低于50，表明新订单持续下降。从制造商的角度来看，这些矛盾的现象表明供应过剩的风险持续上升。出厂价格指数连续4个月低于50，表明供应过剩带来价格下行压力持续。投资者不应担心制造业活动收缩，而应担心供应过剩的风险带来生产者剩余下降。从社会的角度来看，这不完全是个坏消息，因为充足的供应意味着社会能够以低价购买社会所需，带来社会剩余增加。

投资者不断降低杠杆抛售股票，抵消了政府支持股市的积极态度。尽管1月份各监管机构纷纷高调表示支持中国资本市场，但1月份A股市场出现新的负面因素抑制股市表现，即杠杆投资者抛售股票以偿还融资买股的贷款。1月份，融资买入A股余额减少788亿元，相当于抛售近1600亿元股票。杠杆投资者利用政府支持股市的利好时机抛售股票以偿还融资买股贷款。在二月中旬的春节长假到来之前，杠杆投资者有很大的动机减少融资贷款头寸以节省长假期间利息支出及降低风险。

图表 1：2024 年 1 月区域股市基准指数和其行业分类指数表现

风险：中港市场追捧及避免的行业股份与欧美市场追捧及避免的行业股份呈显著差异；共同不喜欢的行业包括地产业和原材料业

产业分类表现	沪深 300 指数	恒生综合行业指数	MSCI 全球指数	MSCI 欧州指数	美国標普 500
基准指数	-6.3%	-10.0%	1.1%	1.5%	1.6%
能源指数	13.7%	8.3%	-1.1%	-2.2%	-0.5%
金融指数	1.9%	-4.9%	1.4%	1.1%	2.9%
地产指数	-6.6%	-13.8%	-4.5%	-1.9%	-4.8%
原材料指数	-7.2%	-10.1%	-4.7%	-3.6%	-3.9%
工业指数	-6.1%	-14.1%	-0.2%	0.8%	-0.9%
可选消费指数	-5.5%	-15.6%	-1.6%	2.2%	-3.6%
主要消费指数	-8.8%	-13.5%	0.5%	1.0%	1.4%
医药卫生指数	-16.9%	-24.3%	2.6%	3.9%	2.8%
电信业务指数	-6.1%	3.1%	4.1%	3.6%	4.8%
信息技术指数	-19.7%	-13.6%	4.0%	9.6%	3.9%
公用事业指数	6.7%	-2.7%	-3.4%	-3.6%	-3.1%

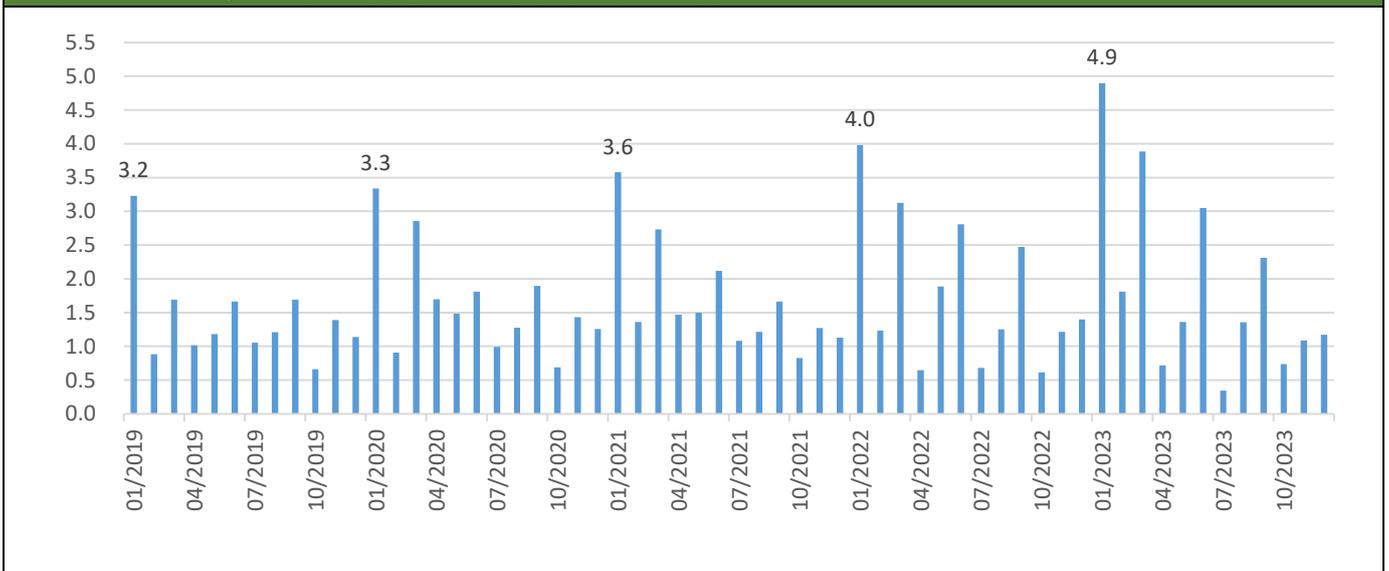
指数截至 1 月 31 日；来源：彭博、农银国际证券

二、 每年 1 月份人民币新增贷款旺季，股市对银行股反应积极

每年新增人民币贷款的高峰期通常为 1 月份。近几年，2 月和 3 月新增人民币贷款分别约为 1 月份新增贷款的 30-40% 和 75-80%。2023 年 1 月，人民币新增贷款 4.9 万亿元，相当于 2023 年新增人民币贷款总额的 21.5%。这种季节性效应不仅影响借款人获得新的信贷来源，也影响银行股表现。

中国人民银行公布于 2024 年 1 月公开市场操作 (OMO) 统计数据。从 1 月份净变动来看，PSL 增加 1,500 亿元，MLF 增加 2,160 亿元，SLF 减少 130 亿元。2024 年 1 月这三类公开市场操作工具净增加 3,530 亿元流动性，而 2023 年 12 月净增加 11,630 亿元流动性。2024 年 1 月通过这三类公开市场操作工具向银行体系净注入的流动性显著低于 2023 年 12 月。然而，降准 50 个基点将于 2 月 5 日 (周一) 生效，央行预计将向银行体系释放 1 万亿元的流动性。考虑到 1 月至 2 月的公开市场操作工具和存款准备金率下调，我们认为央行有意在 2024 年一季度向实体经济释放大量流动性。银行业是直接受益者之一。国家统计局数据显示，2024 年 1 月银行业服务业 PMI 超过 60，表明多数银行上个月积极扩张业务活动。今年以来，股市对中国银行股反应积极。自 2023 年底以来 (截至 2 月 1 日)，恒生指数下跌 8.7%，恒生金融分类指数下跌 5.4%，恒生中国内地银行指数小幅下跌 0.02%。中国银行股的平均表现优于基准指数。

图表 2：月度新增人民币贷款 (万亿元)
季节性效应较强，新增人民币贷款的高峰期通常为 1 月份

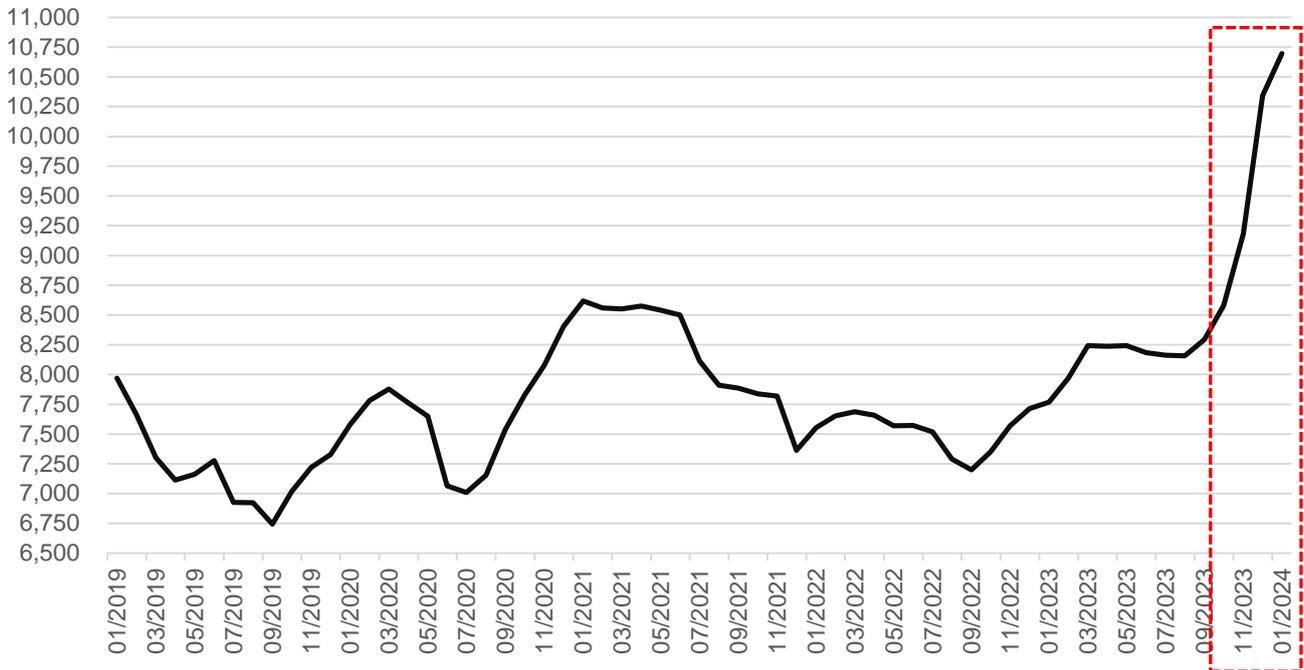


来源：人民银行 (截至 12/2023)、农银国际证券



图表 3: 公开市场操作工具 PSL, MLF 和 SLF 合共余额趋势 (RMB 10 亿元)

2023 年四季度以来, 央行更加积极地运用公开市场操作工具, 提供充裕的流动性支持经济



来源: 人民银行 (截至 1/2024)、农银国际证券

三、 国家提出六大新产业新赛道 成为未来几年投资主题

工信部等七部门发布关于推动未来产业创新发展的实施意见《意见》。《意见》对于 PE 和 VC 投资者寻找新的产业、新的增长赛道具有重要意义。简而言之，《意见》概述了六大新产业新赛道，包括未来制造业、未来信息业、未来材料业、未来能源业、未来空间业和未来健康业。从产品角度来看，以下新产品类别将是这六大未来产业的核心：人形机器人、量子计算机、新型显示、脑机接口、6G 网络设备、超大规模新型智算中心、第三代互联网、高端文旅装备、先进高效航空装备、深部资源勘探开发装备。在经济理论中，产业发展需要资本和人力资源两个投入要素。PE 和 VC 的资本投入对这些未来产业创新发展的启动非常重要。

《意见》要求部分领域在 2025 年达到国际先进水平，产业规模稳步提升。从这角度看，我们认为这些未来产业当前已有一定的基础才能在明年达到国际先进水平和产业规模。虽然说是未来产业，但不是很多年后的未来，而是 12 个月后的未来。

《意见》还要求在 2027 年，未来产业综合实力显著提升，部分领域实现全球引领，关键核心技术取得重大突破，一批新技术、新产品、新业态、新模式得到普遍应用，重点产业实现规模化发展，培育一批生态主导型领军企业。换句话说，这些新产业和相应的新产品将在 2025-27 年实现商业化，并能够在全球市场上竞争，获得较高的市场地位。

成长之路并不遥远，而且快将实现。因此，对于投资者而言，2024 年是在这些未来行业中寻找潜在市场领导者的一年。2025-27 年是新产品商业化的时期，商业化意味着商业价值的体现。

(一) 六大新赛道

1. **未来制造。**发展智能制造、生物制造、纳米制造、激光制造、循环制造，突破智能控制、智能传感、模拟仿真等关键核心技术，推广柔性制造、共享制造等模式，推动工业互联网、工业元宇宙等发展。

2. **未来信息。**推动下一代移动通信、卫星互联网、量子信息等技术产业化应用，加快量子、光子等计算技术创新突破，加速类脑智能、群体智能、大模型等深度赋能，加速培育智能产业。

3. **未来材料。**推动有色金属、化工、无机非金属等先进基础材料升级，发展高性能碳纤维、先进半导体等关键战略材料，加快超导材料等前沿新材料创新应用。

4. **未来能源。**聚焦核能、核聚变、氢能、生物质能等重点领域，打造“采集-存储-运输-应用”全链条的未来能源装备体系。研发新型晶硅太阳能电池、薄膜太阳能电池等高效太阳能电池及相关电子专用设备，加快发展新型储能，推动能源电子产业融合升级。

5. **未来空间。**聚焦空天、深海、深地等领域，研制载人航天、探月探火、卫星导航、临空无人系统、先进高效航空器等高端装备，加快深海潜水器、深海作业装备、深海搜救探测设备、深海智能无人平台等研制及创新应用，推动深地资源探采、城市地下空间开发利用、极地探测与作业等领域装备研制。

6. **未来健康。**加快细胞和基因技术、合成生物、生物育种等前沿技术产业化，推动 5G/6G、元宇宙、人工智能等技术赋能新型医疗服务，研发融合数字孪生、脑机交互等先进技术的高端医疗装备和健康用品。

(二) 创新标志性产品

1. **人形机器人。**突破机器人高转矩密度伺服电机、高动态运动规划与控制、仿生感知与认知、智能灵巧手、电子皮肤等核心技术，重点推进智能制造、家庭服务、特殊环境作业等领域产品的研制及应用。

2. **量子计算机。**加强可容错通用量子计算技术研发，提升物理硬件指标和算法纠错性能，推动量子软件、量子云平台协同布置，发挥量子计算的优越性，探索向垂直行业应用渗透。

3. **新型显示。**加快量子点显示、全息显示等研究，突破 Micro-LED、激光、印刷等显示技术并实现规模化应用，实现无障碍、全柔性、3D 立体等显示效果，加快在智能终端、智能网联汽车、远程连接、文化内容呈现等场景中推广。

4. **脑机接口。**突破脑机融合、类脑芯片、大脑计算神经模型等关键技术和核心器件，研制一批易用安全的脑机接口产品，鼓励探索在医疗康复、无人驾驶、虚拟现实等典型领域的应用。

5. **6G 网络设备。**开展先进无线通信、新型网络架构、跨域融合、空天地一体、网络与数据安全等技术研究，研制无线关键技术概念样机，形成以全息通信、数字孪生等为代表的特色应用。

6. **超大规模新型智算中心。**加快突破 GPU 芯片、集群低时延互连网络、异构资源管理等技术，建设超大规模智算中心，满足大模型迭代训练和应用推理需求。

7. **第三代互联网。**推动第三代互联网在数据交易所应用试点，探索利用区块链技术打通重点行业及领域各主体平台数据，研究第三代互联网数字身份认证体系，建立数据治理和交易流通机制，形成可复制可推广的典型案列。

8. **高端文旅装备。**研发支撑文化娱乐创作的专用及配套软件，推进演艺与游乐先进装备、水陆空旅游高端装备、沉浸式体验设施、智慧旅游系统及检测监测平台的研制，发展智能化、高端化、成套化文旅设备。

9. **先进高效航空装备。**围绕下一代大飞机发展，突破新型布局、智能驾驶、互联航电、多电系统、开式转子混合动力发动机等核心技术。推进超声速、超高效亚声速、新能源客机等先进概念研究。围绕未来智慧空中交通需求，加快电动垂直起降航空器、智能高效航空物流装备等研制及应用。

10. **深部资源勘探开发装备。**围绕深部作业需求，以超深层智能钻机工程样机、深海油气水下生产系统、深海多金属结核采矿车等高端资源勘探开发装备为牵引，推动一系列关键技术攻关。

本周脑机接口备受市场关注。它将成为一种帮助人们通过大脑与外部电子设备连接的医疗设备。这种医疗器械要取得突破，还需要相应的监管机构制定新的法规或规则，允许进行人体临床试验。临床试验过程将成为该类产品商业化的主要障碍。

人形机器人相关股票已于 2023 年在港股上市。技术上可以生产人形机器人，剩下的问题是商业化，即人形机器人的用途和功能是什么。工业机器人的种类很多，涉及各个行业，它们固定在生产线上或者在仓库中心或分拣中心自由移动。但工业机器人一般都不是人形的。因此，人形机器人可以提供与工业机器人不同的用途。人形机器人的目的之一是在日常生活中陪伴照顾老人或残疾人等人类。

考虑到中国已经能够提供量子计算服务，未来几年量子计算机也许会出现快速增长。如果量子计算服务与超大规模新型智算中心结合，协同效应是巨大的，也是带动其他新兴产业实现重大突破的催化剂。因此，这些新兴产业看似独立，其实未来可以互相帮助，实现技术突破，提升商业价值。风险是这些新兴产业仍处于发展阶段，产品开发失败和商业化不成功的风险不可低估。

四、 工业企业行业利润规模排名 近 3 年哪些工业行业能够保持每年利润增长

由于政府将经济增长模式描述为波浪式发展、曲折式前进，这意味着经济在高波动中增长。对于长期投资者来说，他们或想知道在波动又曲折的经济增长情况下，哪些类型的工业能够在 2021 年至 2023 年保持利润增长。根据国家统计局 2023 年全国规模以上工业企业利润统计数据，我们对利润规模进行了相应排名。我们也比较 2021 年至 2023 年主要工业行业的利润增速，找出能够克服前几年经济波浪带来的冲击并保持利润正增长的行业。而且，通过对比近几年的增速，我们还可以看出利润增长动力是大幅放缓还是维持相对健康的增速。

上游采矿业中，有色金属采矿业和非金属采矿业近三年均能保持每年利润正增长，但利润增长势头明显放缓。

制造业中，电气机械和器材制造业、汽车制造业、通用设备制造业、仪器仪表制造业、酒、饮料和精制茶制造业、烟草制品业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业等 8 个行业近三年每年利润均保持正增长。这八个行业能克服经济环境的波动，不仅体现了这些行业工业企业的综合竞争力，也体现了这些行业产品的相对稳定或不断增长的需求。

公用事业行业中，尽管 2023 年利润增长良好，但受访 3 个行业中包括电力、燃气和水没有一个能够近三年每年保持利润正增长。或许，这项调查可能会让投资者感到震惊，因为公用事业行业在经济波动中本应有相对稳定的需求。一些投资者可能会认为公用事业行业是投资避风港，但公用事业行业在提供服务时遇到了价格管制以及投入资源成本的波动风险。这些价格和成本风险导致公用事业行业近三年利润大幅波动。

图表 4：2021-2023 年规模以上工业企业利润统计

	2023 年 利润总额 (RMB 亿元)	2023 年利润 同比变化 (%)	2022 年利润 同比变化 (%)	2021 年利润 同比变化 (%)
全国规模以上工业企业利润总计	76,858.3	(2.3)	(4.0)	34.3
制造业：	57,643.6	(2.0)	(13.4)	31.6
采矿业：	12,392.4	(19.7)	48.6	190.7
电力、热力、燃气及水生产和供应业：	6,822.3	54.7	41.8	(41.9)

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 5：2021-2023 年规模以上制造业工业企业利润统计

	2023 年 利润总额 (RMB 亿元)	2023 年利润 同比变化 (%)	2022 年利润 同比变化 (%)	2021 年利润 同比变化 (%)
制造业利润总计	57,643.6	(2.0)	(13.4)	31.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	6,411.3	(8.6)	(13.1)	38.9
电气机械和器材制造业	6,334.5	15.7	31.2	12.2
汽车制造业	5,086.3	5.9	0.6	1.9
化学原料和化学制品制造业	4,694.2	(34.1)	(8.7)	87.8
医药制造业	3,473.0	(15.1)	(31.8)	77.9
通用设备制造业	3,427.8	10.3	0.4	8.3
非金属矿物制品业	3,222.2	(23.9)	(15.5)	14.3
酒、饮料和精制茶制造业	3,110.0	8.5	17.6	24.1
有色金属冶炼和压延加工业	2,930.5	28.0	(16.1)	115.9
专用设备制造业	2,878.0	(0.4)	3.4	10.2
金属制品业	1,903.1	4.5	(10.5)	28.7
橡胶和塑料制品业	1,691.3	14.6	(5.6)	(2.9)
食品制造业	1,666.8	4.2	7.6	(0.1)
烟草制品业	1,526.7	15.3	11.9	3.3
农副食品加工业	1,391.2	(11.0)	0.2	(9.2)
仪器仪表制造业	1,049.9	2.3	4.3	11.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	893.8	22.0	44.5	(15.9)
纺织业	839.5	5.9	(17.8)	4.1
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	624.3	(1.7)	(2.2)	19.2
纺织服装、服饰业	613.8	(3.4)	(6.3)	14.4
黑色金属冶炼和压延加工业	564.8	157.3	(91.3)	75.5
造纸和纸制品业	508.4	4.4	(29.8)	6.9
石油加工、炼焦和核燃料加工业	449.5	26.9	(82.8)	224.2
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	444.1	2.0	3.3	1.5
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	397.9	18.0	7.1	13.1
印刷和记录媒介复制业	389.6	1.7	(3.7)	(0.4)
家具制造业	364.6	(6.6)	7.9	0.9
化学纤维制造业	270.7	43.8	(62.2)	149.2
废弃资源综合利用业	222.4	(7.8)	(12.2)	44.7
金属制品、机械和设备修理业	160.6	18.6	5.0	(1.2)
其他制造业	102.7	(20.1)	2.9	24.1

来源：国家统计局、农银国际证券



图表 6：2021-2023 年规模以上采矿业工业企业利润统计

	2023 年 利润总额 (RMB 亿元)	2023 年利润 同比变化 (%)	2022 年利润 同比变化 (%)	2021 年利润 同比变化 (%)
采矿业利润总计	12,392.4	(19.7)	48.6	190.7
煤炭开采和洗选业	7,628.9	(25.3)	44.3	212.7
石油和天然气开采业	2,984.7	(16.0)	109.8	584.7
有色金属矿采选业	785.6	8.1	37.3	44.5
黑色金属矿采选业	554.5	6.7	(22.0)	113.5
非金属矿采选业	416.2	0.6	6.2	23.3
开采辅助活动	24.2	128.3	2021 年亏损	(439.0)
其他采矿业	(1.8)	(400.0)	50.0	(20.0)

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 7：2021-2023 年规模以上公用事业工业企业利润统计

	2023 年 利润总额 (RMB 亿元)	2023 年利润 同比变化 (%)	2022 年利润 同比变化 (%)	2021 年利润 同比变化 (%)
电力、热力、燃气及水生产和供应业利润总计	6,822.3	54.7	41.8	(41.9)
电力、热力生产和供应业	5,488.4	71.9	86.3	(57.1)
燃气生产和供应业	890.8	9.1	(15.4)	18.4
水的生产和供应业	443.1	10.0	(11.3)	4.8

来源：国家统计局、农银国际证券

五、 2023 年不同行业国有企业财务绩效差异较大

国家统计局发布的调查显示，规模以上国有控股工业企业 2023 年营业收入同比增长 0.8%，但利润总额同比下降 3.4%。营业成本同比增长 1.4%，高于收入增速。营业成本增长较快导致利润下降。2022 年，规模以上国有控股工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 8.4% 和 3.0%。资产负债率从 2022 年末的 57.3% 小幅下降至 2023 年末的 57.1%。与 2022 年相比，我们判断 2023 年规模以上国有控股工业企业利润下降主要集中在上游采矿业如煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业，这两个行业其中大部分由大型国有企业占据主导地位。2023 年，煤炭开采和洗选业利润总额下降 25.3%，石油和天然气开采业利润总额下降 16.0%。不过，公用事业行业的规模以上国有控股工业企业 2023 年应会录得良好的利润增长。2023 年，电力、热力生产和供应业营业收入增长 4.6%，但利润增长 71.9%，利润的大幅改善是由于能源投入成本下降，运营成本增幅较小导致。电力行业大部分由大型国有企业占据主导地位。

图表 8: 规模以上国有控股工业企业营业总收入同比增长



图表 9: 规模以上国有控股工业企业利润总额同比增长

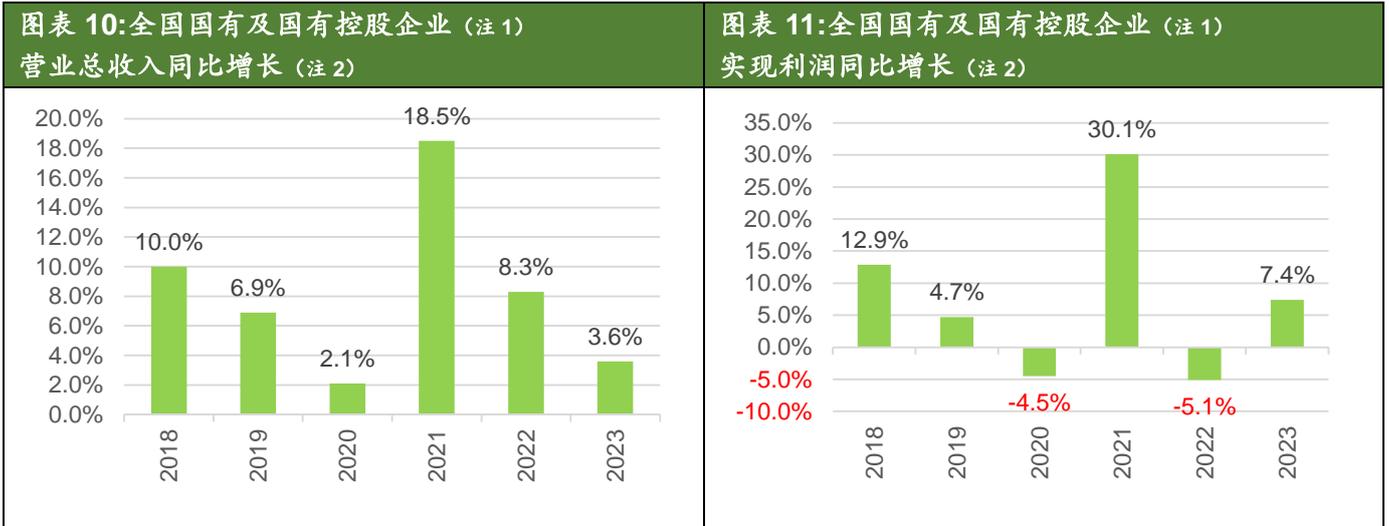


来源：国家统计局、农银国际证券

财政部最新公布的非金融类全国国有及国有控股企业（“国有企业”）财务状况调查显示，2023 年，非金融类国有企业收入总额和利润总额分别同比增长 3.6% 和 7.4%。利润增长快于收入增长，意味着利润率有所改善。2022 年，其收入同比增长 8.3%，但利润同比下降 5.1%。两年的调查显示，利润率从 2022 年的 5.2% 增至 2023 年的 5.4%。资产负债率由 2022 年末的 64.4% 小幅上升至 2023 年末的 64.6%。财政部调查涵盖行业包括农林牧渔业、工业、建筑业、交通运

输仓储业、邮电通信业、批发和零售业、房地产业、信息技术服务业和其他行业，但不含国有一级金融企业。

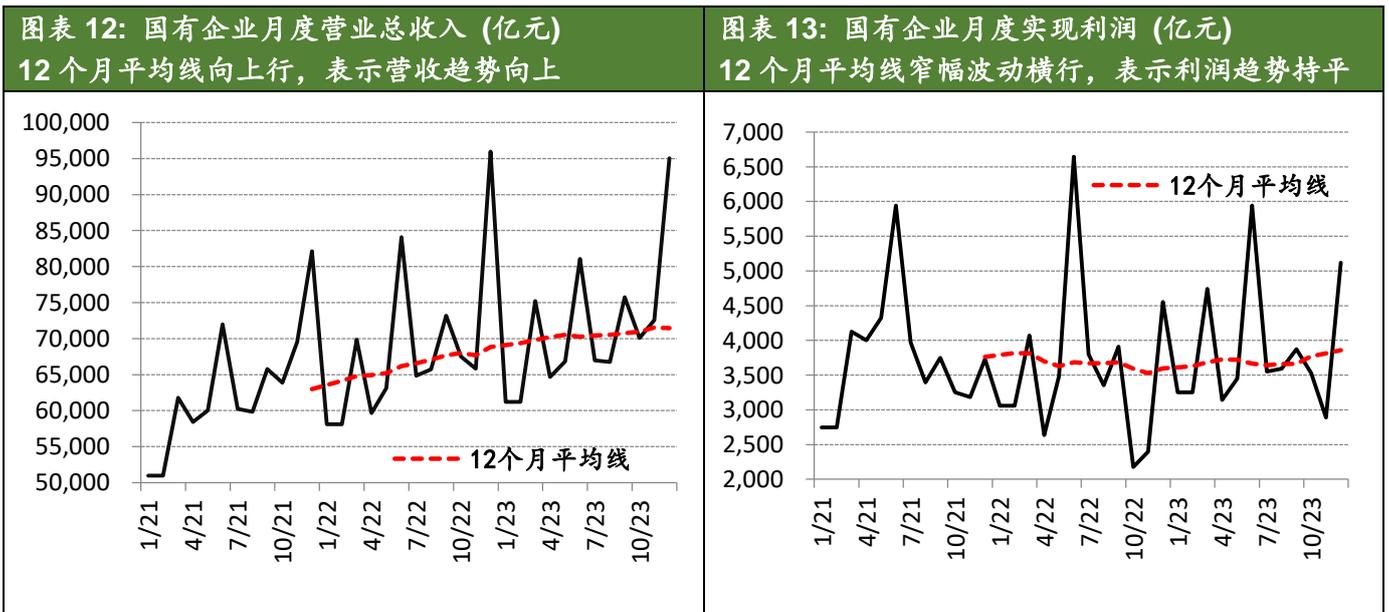
财政部调查显示非金融国有企业利润增长，但国家统计局调查显示规模以上国有控股工业企业利润下降。综合财政部和国家统计局这两项调查，2023年国有企业利润增长可能主要来自部分非工业国企，例如电信和IT等行业的国企，以及部分公用事业行业的国企。



注 1: 所称全国国有及国有控股企业, 包括国资委、财政部履行出资人职责的中央企业、中央部门和单位所属企业以及 36 个省 (自治区、直辖市、计划单列市) 的地方国有及国有控股企业、新疆生产建设兵团所属国有及国有控股企业, 不含国有一级金融企业。所属行业包括农林牧渔业、工业、建筑业、交通运输仓储业、邮电通信业、批发和零售业、房地产业、信息技术服务业和其他行业。

注 2: 由于企业增减变动以及股权变化等客观因素影响, 不同期间纳入全国国有及国有控股企业汇总范围的企业不完全相同。同比增长相关数据, 由本期汇总范围内企业本年数据与同口径上年同期数据对比计算得出, 不是两个时期总绝对值比较。

来源: 财政部、农银国际证券



来源: 财政部、农银国际证券

六、 美联储维持利率不变但继续收缩资产负债表 美国持续激进的财政扩张

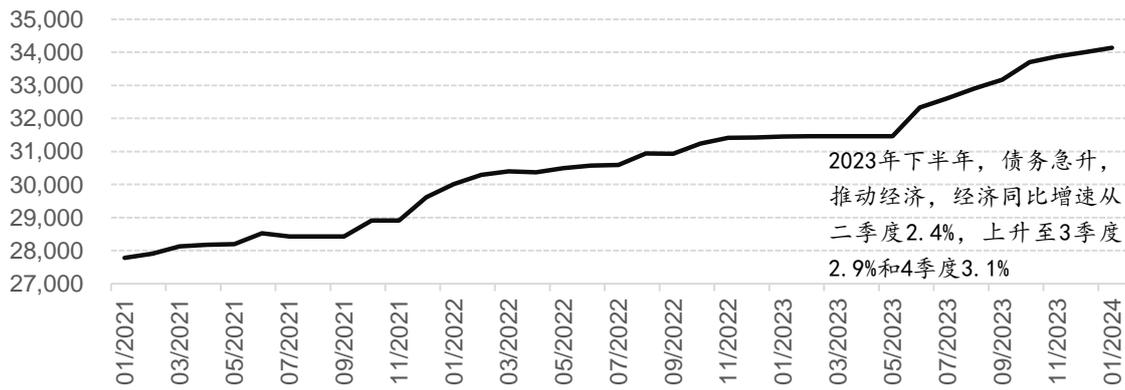
正如市场预期，美联储在 1 月 30 日至 31 日为期两天的 FOMC 会议后维持联邦基金利率不变。自 2023 年 8 月以来，美联储将联邦基金利率维持在 5.25-5.50% 的区间不变。然而，美联储决定继续收缩资产负债表。2023 年第四季度，美联储的资产负债表内资产规模缩减了约 2890 亿美元。2024 年至今，截至 1 月 24 日，美联储缩减了近 358 亿美元资产规模。尽管美联储持续缩减资产规模，但激进财政扩张的积极影响在很大程度上抵消了美联储缩表对经济的不利影响。2023 年第四季度，美国财政部未偿公共债务余额增加约 8340 亿美元。2024 年至今，截至 1 月 29 日，公共债务未偿余额进一步增加约 1370 亿美元。截至 2024 年 1 月 29 日，美国财政部公共债务未偿余额总额为 34.1 万亿美元，而 2022 年底为 31.4 万亿美元。展望 2024 年，美国经济走向对财政扩张的可持续性和财政扩张势头敏感。影响财政扩张动力的因素之一是美国国债投资者购买的意愿。

或许，投资者会问，哪些类型的投资者不断购买美国国债，为美国的财政扩张提供资金。美国本地投资者和外国非官方投资者是美国国债的主要买家。2023 年前 11 个月，美国国内持有的美国国债余额净增加约 19410 亿美元，外国持有者持有的美国国债余额净增加约 5183 亿美元。2023 年前 11 个月，外国官方持有的美国国债余额净增加约 162 亿美元，外国非官方持有的美国国债余额净增加约 5020 亿美元。统计数据显示，外国官方对增持美国国债持谨慎态度，但外国公众投资者和美国国内投资者却热衷于增持美国国债。我们认为后两类投资者是被美国国债市场的高债券收益率所吸引。他们对美国国债的投资态度将对美国以外的全球资本市场产生不利影响，因为大量流动性持续流入或滞留在美国国债意味着对其他地方的金融资产投资将相应减少。

图表 14：美联储的资产负债表总资产规模（10 亿美元）

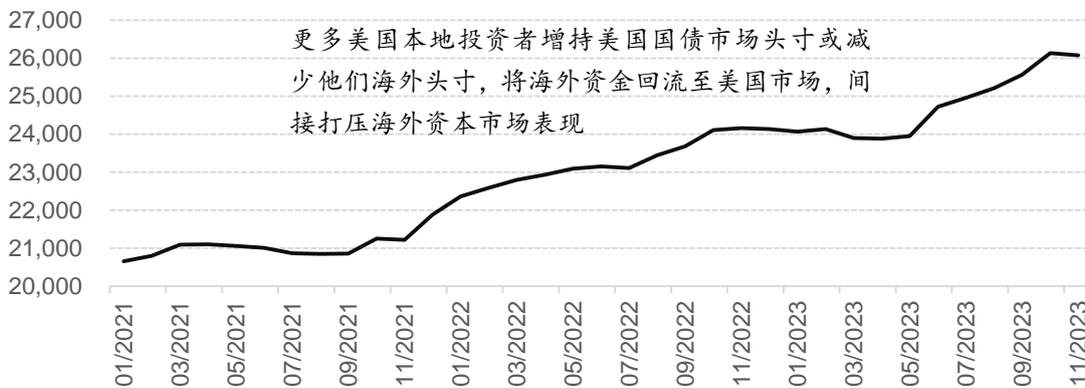


图表 15: 美国财政部未偿公共债务余额 (10 亿美元)



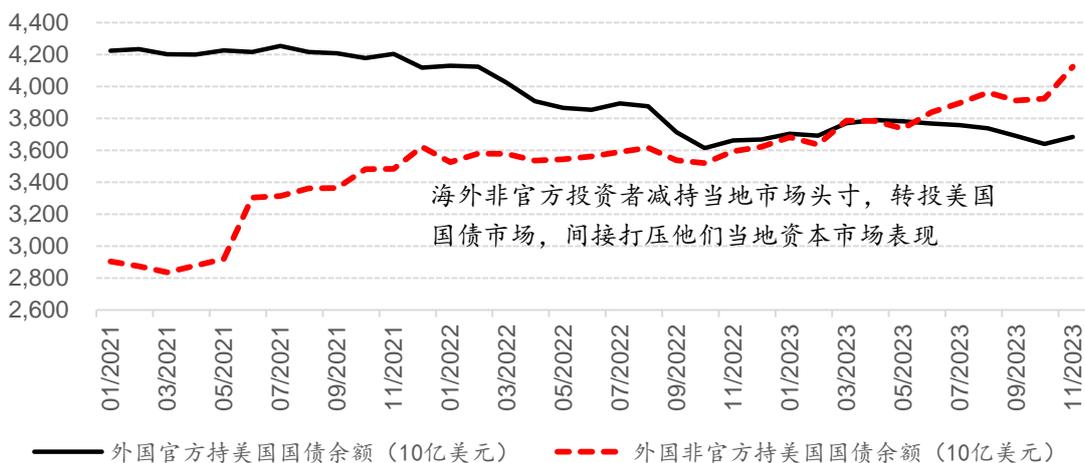
来源: 美国财政部 (截至 30/1/2024)、农银国际证券

图表 16: 美国国内投资者持美国国债余额 (10 亿美元)



来源: 美国财政部 (截至 11/2023)、农银国际证券

图表 17: 外国持美国国债余额 (10 亿美元)



来源: 美国财政部 (截至 11/2023)、农银国际证券

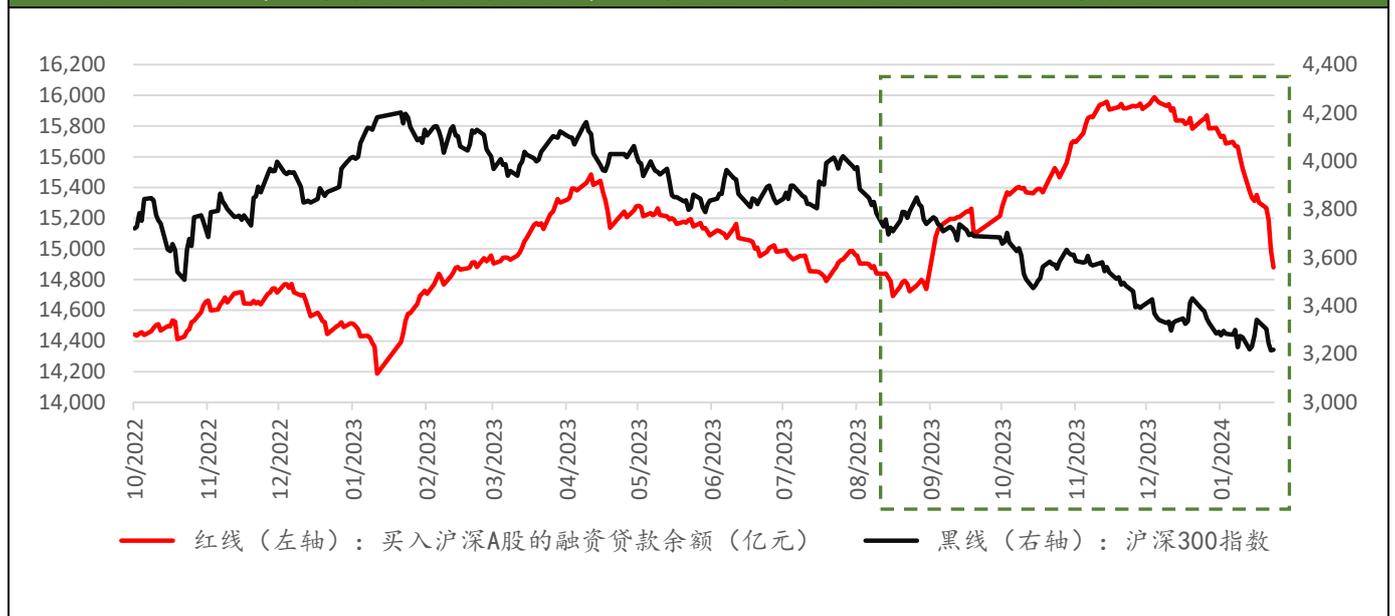
七、 A股市场投资者降杠杆形成今年以来股市下行压力

A股融资买股余额从去年末至今（2月1日）以来下跌近九百亿元至1.49万亿元，我们估计融资买股投资者卖出近千八亿元股票降杠杆。去年第四季度，融资买股贷款余额增至近1.6万亿元，当期时融资买股贷款余额的增加反映了投资者的两种态度。首先，加杠杆的投资者看好A股股市的前景。其次，去年第三季度，主要A股基准指数下跌近4%后及银行降LPR，一些加杠杆的投资者在股市调整及降息后考虑逢低吸纳机会。然而，去年8月降息后以来，A股主要股指下跌近两成，同期融资余额却长时间维持在1.5万亿元以上，显示大部分加杠杆融资买股投资者被深度套牢，券商追客户补仓或减仓止损成为股市下行压力催化剂。风险在于出现融资买股投资者集体爆仓引发非理性踩踏卖股下跌效应，触发系统性风险。政府近期不停发声护市或可被免系统性风险出现，可让融资买股投资者有序减持降杠杆。

上述风险情况在不久前于2022第一季度发生过，本次不同在于当前股指处于更低的水平。12/2021-4/2022期间，融资买股投资者积极抛售所持股份以偿还贷款。在这期间，融资买股贷款余额从2021年11月末的1.72万亿元减少至2022年4月末的1.43万亿元，减少0.29万亿元。同期，沪深300指数下跌17%。杠杆投资者的抛售构成了股市抛售压力的一部分。然而，他们的投资情绪从极度看涨转向极度看跌，也会影响A股市场的其他投资者入市判断，供需大幅失衡加速股市下行回调现象。

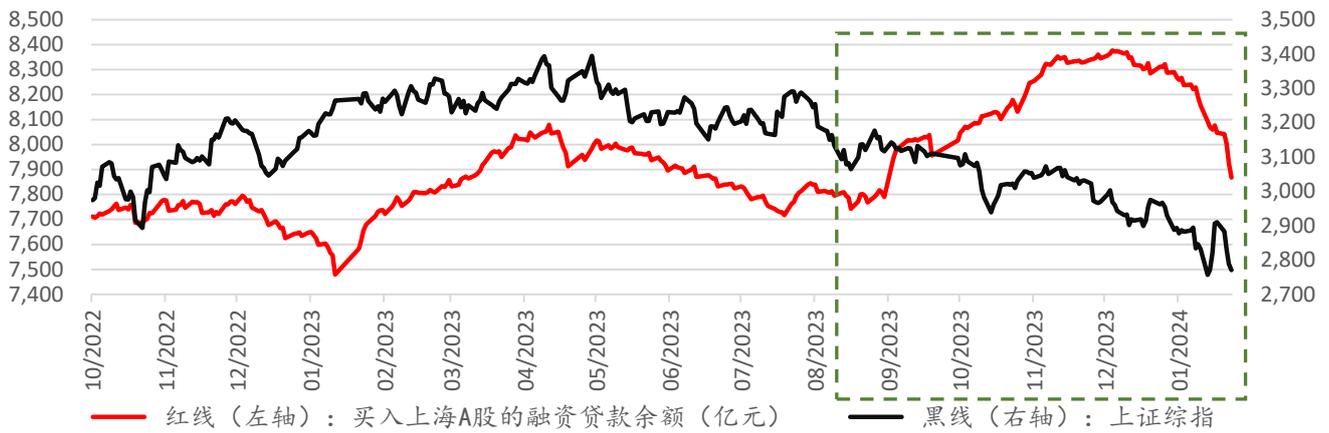
图表 18: 买入沪深 A 股的融资贷款余额 vs 沪深 300 指数

2023 年 12 月以来，融资贷款余额持续下降，融资买股投资者持续卖出股票还融资贷款



来源: 上交所、深交所、彭博、农银国际证券

图表 19: 买入上海 A 股的融资贷款余额 vs 上证综指



来源: 上交所、彭博、农银国际证券

图表 20: 买入深圳 A 股的融资贷款余额 vs 深成指



来源: 深交所、彭博、农银国际证券

图表 21: 买入沪深 A 股的融资贷款余额 vs 沪深 300 指数 (11/2021-11/2022)



来源: 上交所、深交所、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。

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