



港股市场一周回顾

15/9/2023

- 经济周期敏感股领涨
- 住户贷款和存款变化趋势反映内需趋势
- 券商融资业务杠杆允许扩大本周起生效，提高券商利息收入
- 监管降保险公司在股市投资风险因子，风险偏好和保费收入趋势至关重要
- 央行同一天降人民币和外币存款准备金率
- 离岸人民币利率飙升捍卫离岸人民币汇率
- 下周展望

一、 经济周期敏感股领涨

香港恒生指数本周低开走高，9月14日人民银行公布9月15日周五降准，提振市场信心。周五，统计局公布八月宏观经济数据显示工业产出、零售及失业率优于市场预期，股市周末前反应积极，修复周初跌幅，本周收跌0.1%。资金在各主要板块流动方面，九月以来，主要流进可选消费业、资讯科技业及原材料业，流出金融业、地产业、必需消费品业、工业、公用事业，也有资金流入之前表现落后板块如能源、电信及医疗业。中期业绩较优的IT股仍受资金追捧；龙头新能源车企8月销售情况强势，带动资金持续流入可选消费板块；油价从七月初持续上涨至今吸引资金追捧个别能源股；虽然近两周个别地产股上涨，资金反而趁高流出。九月至今，恒生指数恒生中国企业指数、和恒生科技指数分别下跌约1.1%、0.4%和2.4%。

二、 住户贷款和存款变化趋势反映内需趋势

本周，央行公布8月份宏观金融数据，我们重点关注一些与政府促进消费政策相关的数据。这些数据是住户贷款和存款的变化。银行已在2022年和2023年下调贷款利率以提振贷款需求。与此同时，银行今年还大幅下调存款利率，以刺激投资和消费。

住户购买力正在增强，但尚未大幅释放。住户存款总额庞大，但人均存款金额较低。大多数住户小额消费支撑力强，但大额消费是较难承受的。今年6月初和9月初，大型商业银行已下调不同期限存款利率。结合6月和9月的存款利率下调，活期存款利率已下调了5个基点(bp)，1、2、3、5年期定期存款利率分别下调了10bp、30bp、40bp和40bp。在6月和9月降息中，3个月和6个月定期存款利率保持不变。存款利率下调不仅降低了银行的资金成本，从经济角度看也激励储户将储蓄用于投资和消费。尽管7-8月住户存款减少216亿元，但实际上，今年前8个月住

户存款增加了 11.9 万亿元。8 月末，住户存款余额增至 132.2 万亿元，相当于 2022 年名义 GDP 值的 1.09 倍或约 35 个月社会消费品零售总额。数据表明，尽管许多市场分析师和评论员表示经济疲软，但住户购买力正在增强，只是尚未大幅释放。当然，整体住户存款数字看起来非常庞大，但也看到人均存款金额并不高。这解释了大多数住户对大额消费是无法承受的，大多数住户需不断增加储蓄以满足未来一些预期的大额消费。

在 6 月和 8 月 LPR 下调后，住户贷款需求有所增加，但增幅不大，反映出住户对提高个人杠杆率持谨慎态度。7-8 月，住户净新增贷款 1915 亿元。前 8 个月，住户净新增贷款 3.82 万亿元。8 月末，住户贷款余额 78.8 万亿元。一些市场分析师和评论员表示担心住户贷款增加将使住户本身面临更多的经济风险。但请记住，住户存款总额达到 132.2 万亿元，而贷款总额为约 78.8 万亿元，这意味着住户净存款 53.5 万亿。

6 月份下调 5 年期 LPR 的刺激效应尚未显现，住户长期贷款需求未明显增加。尽管 5 年期 LPR 在 2022 年 1 月、2022 年 5 月、2022 年 8 月、2023 年 6 月有所下调，但中长期贷款新增需求在 2022 年初大幅下降后，在低位徘徊至今没有明显反弹信号。2019-21 年的 36 个月期间，住户月均净新增中长期贷款额约 4,675 亿元。2022 年至 2023 年 8 月的 20 个月期间，住户月均净新增中长期贷款额大幅下降至约 2,154 亿元。今年前八个月，住户月均净新增中长期贷款额约 1,945 亿元。统计数据显示，尽管自 2022 年初以来 5 年期 LPR 已下调 45 bp，但住户对中长期贷款的新需求仍然疲弱。今年 6 月份 5 年期 LPR 下调 10bp 后，在 6-8 月，住户月均净新增中长期贷款 1,863 亿元，仍低于今年前五个月住户月均净新增中长期贷款 1,994 亿元。

今年银行推广消费贷款有效拉动住户短期贷款需求。一年期 LPR 在 2022 年已下调 15 个基点，2023 年前 8 个月又下调 10 个基点，刺激住户了短期贷款需求。住户月均净新增短期贷款额从 2019-2021 年的 1,699 亿元下降至 2022 年的 900 亿元，2023 年首八个月反弹至 1,789 亿元。

图 1：住户月均净新增贷款

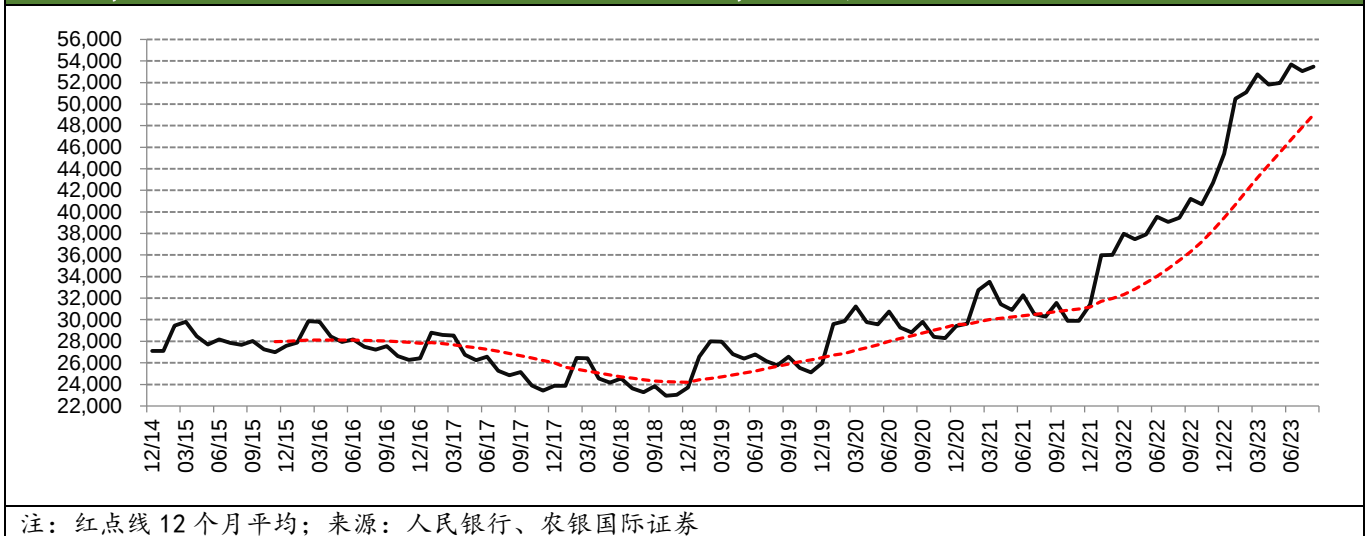
2023 年首八个月短期贷款新增需求反弹，但中长期贷款新增需求仍弱

期间（亿元人民币）	住户月均净新增 中长期贷款额	住户月均净新增 短期贷款额
1/2019-12/2021	4,675	1,699
1/2022-8/2023	2,154	1,255
其中：		
1/2022-12/2022	2,294	900
1/2023-8/2023	1,945	1,789

来源：人民银行、农银国际证券

图 2：住户人民币净存款（十亿元）趋势

8 月末，净存款（存款减贷款）增加至 53.5 万亿元，较去年末增近 18%



三、 券商融资业务杠杆允许扩大本周起生效，提高券商利息收入

沪深证券交易所将融资保证金比例从 100%降低至 80%，此次调整将自 9 月 8 日（上周五）收市起正式实施。本周一 9 月 11 日是第一个有交易的生效日。放松后截至 9 月 14 日首四个交易日，贷款融资购买股票余额增加 409 亿元至 15146 亿元，创今年 6 月 21 日以来最高水平。融资保证金比例，是指投资者融资买入时交付的保证金与融资交易金额的比例。例如，当融资保证金比例为 100% 时，投资者用 100 万元的保证金最多可以向证券公司融资 100 万元买入证券。而当融资保证金比例降低至 80% 时，客户用 100 万元的保证金最多可以向证券公司融资 125 万元买入证券。融券保证金比例不变，仍维持不得低于 50% 的要求。此次调整是让投资者在 A 股市场上增加杠杆。从供需面来看，允许投资者加杠杆是为了放大短期需求。截至 9 月 8 日，买股融资贷款余额合计 14,737 亿元，若全体杠杆投资者加大杠杆 25%，券商采用的折算率不变，新

增买股购买力约 3,684 亿元。扩大后的融资融券额度由证券公司自有资金填补。因此，资金实力雄厚的大型券商将有更大的机会开展更多的融资融券业务。

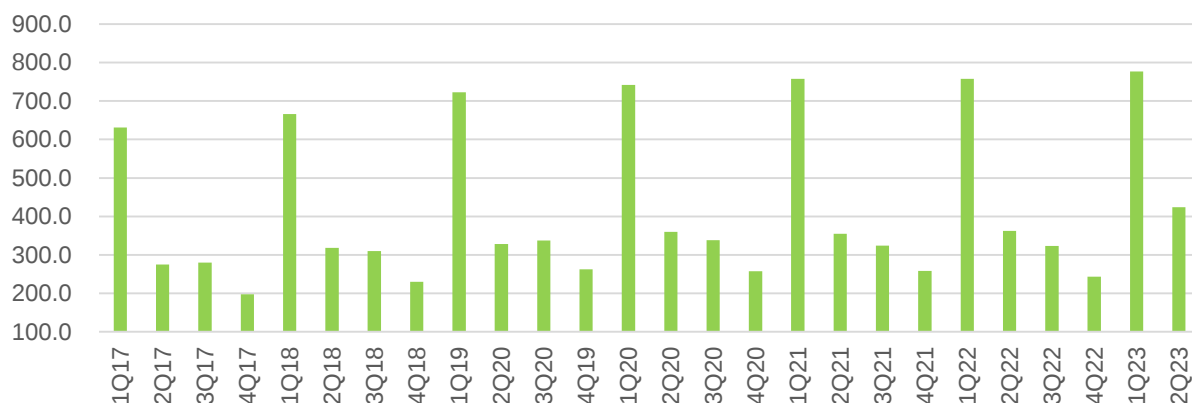
根据中国证券业协会统计，2023 年上半年，141 家证券公司实现营业收入 2,245 亿元，各主营业务收入按大小排序分别为证券投资收益（含公允价值变动）748 亿元、代理买卖证券业务净收入 523 亿元、利息净收入 281 亿元、证券承销与保荐业务净收入 255 亿元、资产管理业务净收入 110 亿元、财务顾问业务净收入 27 亿元、投资咨询业务净收入 25 亿元。证券业 2022 年上半年的情况，实现营业收入 2,059 亿元，其中，代理买卖证券业务净收入 583 亿元、证券投资收益 430 亿元、利息净收入 297 亿元、证券承销与保荐业务净收入 268 亿元、资产管理业务净收入 133 亿元、财务顾问业务净收入 31 亿元、投资咨询业务净收入 28 亿元。行业统计反映自营交易收入、经纪收入和利息收入是证券业的三大收入来源。而且，自营交易收入是最大的收入来源，今年上半年大幅高于第二大收入来源的证券经纪收入。看 A 股市场主要指数自去年初至今年 9 月的趋势，主要指数震荡下行近 20 个月，或许很多散户或机构投资者都会感觉今年的证券市场状况弱于去年，很难盈利。然而，今年上半年证券公司自营交易收入明显大幅高于去年同期，体现了大部分中国券商自营投资的竞争实力。净利息收入是证券行业第三大收入来源，其中大部分来源于融资融券利息收入。监管机构允许证券公司向客户提供更高的杠杆率，这对于扩大融资融券业务、提高利息收入是一个积极的催化剂。相反，监管机构对 IPO 的规模和进度进行收紧调整，这将对证券承销和保荐业务板块产生负面催化剂。证券承销与保荐业务虽然是第四大收入来源，但其收入规模却大幅低于经纪收入和利息收入。因此，该分部收入的潜在减少将在很大程度上被融资融券业务产生的净利息收入的潜在增加所抵消。

四、 监管降保险公司在股市投资风险因子，风险偏好和保费收入趋势至关重要

国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》。其中，与股市投资相关包括引导保险公司支持资本市场平稳健康发展。对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。对于投资公开募集基础设施证券投资基金（REITs）中未穿透的，风险因子从 0.6 调整为 0.5。要求保险公司加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。据行业统计，截至 7 月末，保险业的股票和证券投资基金、债券和存款分别占保险业投资资金总额的 13.2%、43.0%和 10.4%。这三类投资占总投资资金的 66.6%。截至 7 月末，保险业投资的股票和证券投资基金总值相当于保险业资产净值的 1.25 倍。同时，债券投资总值相

当于保险业资产净值的 4.05 倍。与债券和存款等固定收益投资相比，股票被认为是风险更大的投资。因此，股票和证券投资基金的投资比例将更多受到保险业避险态度的限制，而不只是监管约束。当保险业保费收入持续增加时，保险业将相应加大对这三大类投资的投入，但这三种主要资产类型投资比例在短期内可能不会发生显著变化。从这个角度来看，最新的监管变化将为保险业提供调整投资组合的灵活性，但保险公司可能会按照预先确定的投资策略将保险资金配置到不同的资产类型上。寿险行业保费收入具有较强的季节性效应。每年一季度是行业保费收入旺季。因此，一季度将有更多的新增保险资金流入股市和债市。保险资金放宽投资沪深 300 指数成分股、科创板股票、REITs 的效果将在 2024 年一季度大幅显现。与寿险资金相比，财产险资金规模较小。由于财产保险的短期性，其资金通常以短期投资为主。2018-2022 年，A 股和香港股市主要股指每年都在第一季度或二季度初见顶；2023 年至今，高点也在第一季度。

图 3：六大寿险公司季度寿险保费收入趋势（10 亿元人民币）
季节性现象较强，每年第一季度保费收入最高，占全年保费收入近 45%，之后三个季度下降，第一季度寿险新资金入市做投资配置也最高



来源：六大寿险公司、农银国际证券

五、 央行同一天降人民币和外汇存款准备金率

央行 2023 年 9 月 14 日宣布于 9 月 15 日下调大型银行和中型银行人民币存款准备金率 0.25 个百分点。降准后，银行加权平均存款准备金率从 7.6% 降至 7.4%。大型银行存款准备金率由 9.25% 下调至 9.00%，中型银行存款准备金率由 7.25% 下调至 7.00%。小型银行存款准备金率维持 5.0% 不变。根据 8 月末金融机构人民币存款情况，我们预计降准将释放 5,575 亿元人民币流动性供应。9 月初，央行宣布外汇存款准备金率从 6% 下调至 4%，也是自 9 月 15 日起生效。此举旨在增加在岸市场外汇供应，缓解在岸人民币贬值压力。综合效应是增加在岸市场的人民币和外币供应，压低市场短期利率。

六、 离岸人民币利率飙升捍卫离岸人民币汇率

截至9月14日,隔夜、1周、1个月、3个月、6个月离岸人民币 HIBOR 分别升至 5.08%、5.37%、5.14%、4.42%和 3.93%, 涨幅分别为 365bp、190bp、135bp、90bp 和 54bp。短期离岸人民币利率快速飙升, 反映出人民币流动性供应萎缩。此外, 离岸人民币利率的上涨缩小了人民币与港元和人民币与美元的利差, 这将减少卖出人民币和买入港元或美元的交易动机。从而减轻离岸人民币贬值压力, 也影响在岸市场汇率预期。

然而, 我们不应该忽视副作用或连锁反应。例如, 离岸人民币利率的大幅上涨将降低在香港上市的高股息收益率中概股的吸引力, 离岸人民币利率的大幅上涨也会对离岸人民币债券的估值产生不利影响, 在岸人民币与离岸人民币之间的利率差距扩大或会引发跨境流动性方向变化等。

图 4: 红线香港离岸人民币 1 个月 HIBOR 利率; 黑线在岸人民币 1 个月 SHIBOR 利率
离岸在岸利率差距扩大或会引发跨境流动性方向变化



来源: 彭博 (截至 9 月 14 日)、农银国际证券

图 5: 红线香港离岸人民币 1 个月 HIBOR 利率; 黑线香港港元 1 个月 HIBOR 利率
离岸人民币利率上升高于港元利率, 减少离岸卖出人民币买入港元的交易动机



来源: 彭博 (截至 9 月 14 日)、农银国际证券

七、 下周展望

宏观方面,中国宏观经济数据大部分已于9月前两周公布,下周资本市场焦点将是9月19-20日美联储FOMC利率会议。此外,美联储会议后还将发布今年和未来三年第四季度的最新经济预测,包括GDP、联邦基金利率、失业率、通胀率等。这些预测不仅反映央行对经济前景判断,也影响市场预期。美国本周公布8月CPI同比增长3.7%,连续两个月反弹。上半年油价疲软拖低美国CPI同比增长从1月的6.4%降至4月的4.9%和6月的3.0%。7-8月油价较6月的大幅反弹带动美国CPI同比增长从6月的3.0%反弹至7月的3.2%和8月的3.7%。7月以来油价的上涨以及油价的持续走强,逐渐改变了人们对9-10月通胀前景的看法,进而改变了利率前景判断。利率期货市场显示,金融业普遍预计美联储在9月19-20日的FOMC会议后不会公布加息,但美联储有近四成的概率在10月31日-11月1日的FOMC会议后公布加息25bp。因此,美国10月中旬公布9月的CPI数据将很大影响美联储是否在11月初加息。9月前两周,油价较8月末持续攀升近6%,通胀压力将加大,不排除美国9月CPI攀升至近4%。

图 6: 美国 CPI 连续两个月反弹

美国 CPI 主要项目 (同比增长)	权重	8/2023	7/2023	6/2023
食物和能源	20.4%	1.6%	-1.0%	-1.9%
食品	13.4%	4.3%	4.9%	5.7%
能源	7.0%	-3.6%	-12.5%	-16.7%
车用燃料	3.5%	-3.7%	-20.2%	-26.7%
电	2.6%	2.1%	3.0%	5.4%
公用(管道)燃气	0.7%	-16.5%	-13.7%	-18.6%
商品(除食物和能源商品)	21.2%	0.2%	0.8%	1.3%
新车	4.3%	2.9%	3.5%	4.1%
二手车	2.8%	-6.6%	-5.6%	-5.2%
其它	14.2%	0.7%	1.2%	1.7%
影音产品		-4.5%	-4.6%	-4.3%
计算机、外围设备和智能家居		-5.0%	-4.9%	-5.2%
智能手机		-17.2%	-17.6%	-16.1%
服务(除能源服务)	58.4%	5.9%	6.1%	6.2%
住房租金	34.8%	7.3%	7.7%	7.8%
主要住宅租金	7.6%	7.8%	8.0%	8.3%
业主等值租金(OER)	25.6%	7.3%	7.7%	7.8%
离家住租金,房屋保险	1.6%	4.9%	6.3%	5.5%
其它	23.6%	3.8%	3.7%	3.9%
机票	0.5%	-13.3%	-18.6%	-18.9%
所有项目 CPI	100.0%	3.7%	3.2%	3.0%

来源: US Department of Labor、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 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