



港股市场一周回顾

2024 年 3 月 1 日

港股市场一周回顾

1/3/2024

- 能源、电信服务和公用事业板块领涨中港股市
- 中国中长期国债收益率持续下降的启示及影响
- 香港特区政府财政预算对香港政府债收益率影响
- 香港特区政府 2024/25 年度财政预算案提出香港国际金融中心发展方向
- 恒生外国公司综合指数跑赢恒生指数及恒生中国企业指数

一、 能源、电信服务和公用事业板块领涨中港股市

今年首两个月，中国 A 股市场和香港股市的能源、电信服务和公用事业板块表现优于其他板块。而医药、IT、房地产和消费必需品板块在中国和香港股市表现不佳。中国和香港股市的共同现象反映了中港两地投资者在配置投资资产时考虑的因素相似。

图表 1: 2024 年 1-2 月指数表现

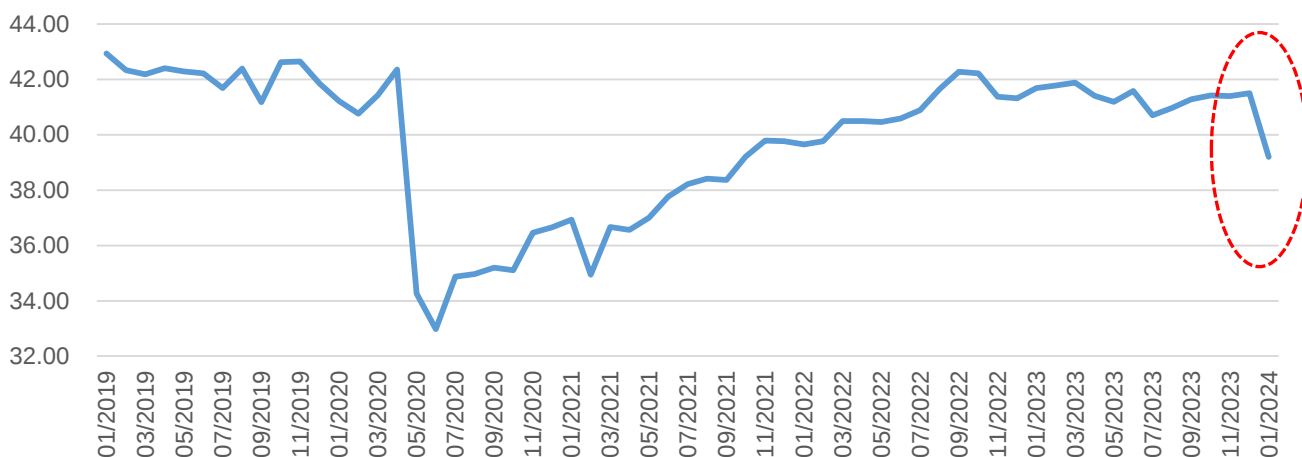
	沪深 300 指数	恒生综合行业指数	MSCI 亚太区	MSCI 欧洲指数	标准普尔 500
基准指数	2.5%	-3.5%	2.1%	3.3%	6.8%
能源指数	20.7%	15.7%	7.2%	-3.9%	2.0%
电信业务指数	10.3%	3.5%	0.4%	2.1%	10.8%
公用事业指数	9.9%	2.4%	3.5%	-9.1%	-2.5%
金融指数	7.0%	-1.6%	3.9%	3.3%	7.0%
可选消费指数	5.0%	-1.6%	4.7%	9.8%	4.7%
原材料指数	3.0%	-1.2%	-8.1%	-3.0%	2.1%
工业指数	1.6%	-4.2%	3.9%	6.6%	6.0%
主要消费指数	-0.8%	-6.1%	-3.9%	-2.4%	3.5%
地产指数	-2.3%	-9.1%	-4.8%	-8.9%	-2.5%
信息技术指数	-4.4%	-7.0%	3.9%	16.3%	10.3%
医药卫生指数	-8.0%	-15.7%	0.7%	3.8%	6.0%

来源：彭博、农银国际证券

近 3 个月原油价格的上涨始于 12 月红海爆发之际。1 月份 OPEC 和美国原油日均产量下降进一步推动原油价格在 2 月上涨。A 股市场和港股能源指数是今年以来表现最好的板块指数，分别上涨 20.7% 和 15.7%。下周，OPEC 将公布 2 月份原油产量数据，原油价格和能源股将受到相应影响。高派息和低估值的中国电信服务股吸引了国内和香港股市投资者的青睐，电信服务行业指数是两个市场中表现第二好的行业指数。1 月 CPI 数据表明政府可能允许公用事业部门提高价格，在这种情况下，这将是公用事业公司的积极因素。1 月份总 CPI 同比下降 0.8%，但居住类的水电燃料 CPI 同比上涨 0.3%。公用事业指数是两个市场中表现第三好的行业指数。美国政府对医药 CDMO 行业的针对态度，导致 CDMO 行业相关医药股大幅回调。医疗行业指数是今年迄今为止

止表现最差的行业指数。尽管 2 月央行下调存款准备金率和商业银行下调 5 年期 LPR，但房地产行业统计数据显示,前两个月楼市销售和房价依然低迷,A 股市场和港股房地产指数分别下跌 2.3% 和 9.1%。市场反应表明投资者更加关注一些高频的统计数据，例如房地产开发商的月销售业绩。主要上市房地产开发商将于 3 月前两周公布 2 月份销售数据。

图表 2: OPEC 和美国原油日均产量 (百万桶 /日)
OPEC 和美国原油日均产量在 1 月环比下降 5.6%至约 39.19 百万桶，是 2021 年 9 月以来低点



来源：彭博、OPEC、US Department of Energy, 农银国际证券

图表 3: 上海国际能源交易中心 原油 4 月期货价格趋势 (RMB/桶)



来源：彭博、上海国际能源交易中心, 农银国际证券

红海危机
爆发

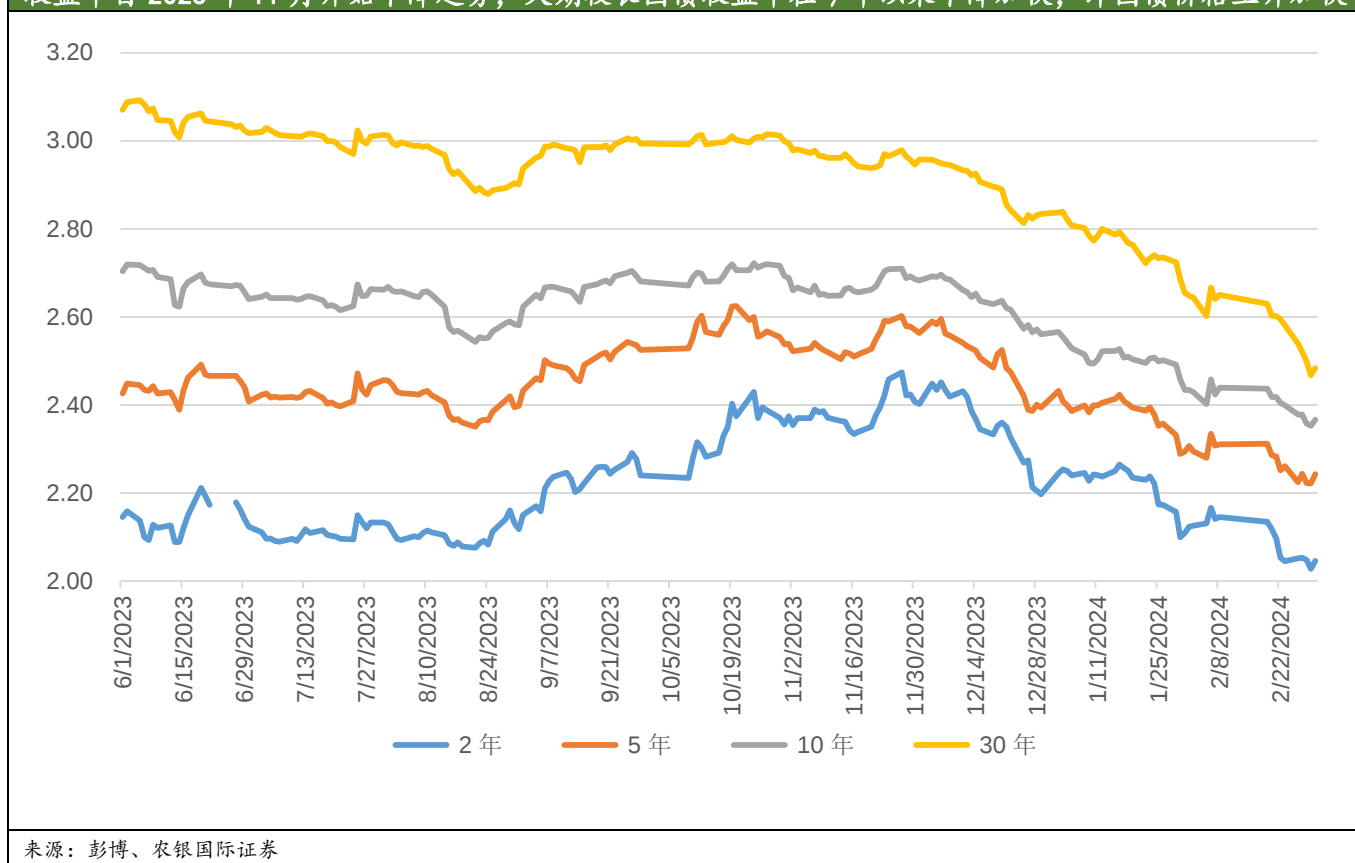
OPEC 和美国原油
1 月日均产量消息
出来

二、 中国中长期国债收益率持续下降的启示及影响

我们认为长期国债价格的持续上涨（或收益率的持续下降）具有以下意义和影响。

久期较长国债收益率的较大跌幅表明债券收益率曲线正在趋于平坦。这也表明国债投资者总体认为今年利率下行周期将持续以及低利率环境将持续较长时间。不过，他们的预期也反映出他们对经济风险的担忧。据彭博，2023 年 12 月下旬至 2024 年 2 月下旬，2 年期中国国债收益率从 2.20% 下降至 2.03%，下降 17bp；5 年期中国国债收益率从 2.39% 下降至 2.21%，下降 18bp；10 年期中国国债收益率从 2.56% 下降至 2.36%，下降 20bp；30 年期中国国债收益率从 2.83% 下降至 2.50%，下降 33bp。30 年期政府债券和 2 年期政府债券之间的收益率差距已从 2023 年 9 月下旬的 75 个基点缩小至 2023 年 12 月下旬的 64 个基点和 2024 年 2 月下旬的 44 个基点。

图表 4：2、5、10、30 年期中国国债收益率趋势（%）
 收益率自 2023 年 11 月开始下降趋势，久期较长国债收益率在今年以来下降加快，即国债价格上升加快





图表 5: 中国国债收益率久期价差趋势 (30 年期收益率 减 2 年期收益率, 百分点)

久期价差下降趋势, 表明国债收益率曲线正在趋于平坦。一方面是经济风险信号, 另一方面是长期资金成本下降信号。形势有利于中央政府筹集资金进行逆周期投资以维持经济增长。



来源: 彭博、农银国际证券

商业银行是国债价格上涨的主要受益者。国债价格的持续上涨对于国债和高投资级债券的持有者来说是一个积极因素。根据中央国债登记结算, 2024 年 1 月末, 商业银行、券商和保险公司持有国债总额 (不包括地方政府债券) 的比例分别为 65%、3.3% 和 2.3%。商业银行将成为国债价格上涨的主要受益者。根据人民银行的数据, 2024 年 1 月末, 四大国有商业银行持有债券投资总额为 33.0 万亿元, 相当于银行业金融机构持有债券投资总额的近一半。鉴于大型商业银行资本充足率较高, 其持有较多的低风险资产, 如国债或高投资级别债券。因此, 与其他银行业金融机构相比, 大型国有银行对国债或高投资级别债券价格的变化更为敏感。2024 年 1 月末, 四大国有银行贷款余额与债券投资的比例为 2.6:1, 即债券投资约为贷款余额的 37%。这一比例在 2023 年 1 月也约为 37%。比例反映四大国有银行在贷款和债券之间的资产配置比例保持稳定。

银行、券商或保险等金融机构新资金配置带来挑战, 对股市产生正面的溢出效应。新购国债收益率将大幅下降。这可能会导致金融机构增加更长久期国债的资产配置, 或增加高股息收益率股票和增加较低信用评级债券等高风险资产的资产配置。我们已经观察到今年 30 年期债券收益率从 12 月下旬到 2 月下旬下降了近 33bp, 表明巨大的购买兴趣推高了长债价格 (或压低了长债收益率)。此外, 今年以来中国股市, 大盘高派息 A 股表现优于基准股指, 显示出投资者的偏好变化。今年首两月, 富时 A50 指数上涨近 3.5%, 但上证综指小幅上涨近 1.4%, 深成指下跌近 2.0%。

国债收益率的持续下降是中央政府发行新国债为政府主导的投资项目融资或以较低利息成本以期限较长的新债券为政府主导的项目再融资的好机会。我们相信中央政府将借此机会从境内债券市场筹集较低利率长期资金。随后，中央政府主导的投资项目将成为 2024 年及以后几年经济增长的动力。此外，我们理解部分海外媒体或市场评论员对政府杠杆问题的各种担忧，国债收益率曲线表明债券持有人或买家对政府信用有信心。

三、 香港特区政府财政预算对香港政府债收益率影响

由于港元美元汇率挂钩机制，香港利率周期对美国利率周期敏感。我们可以将香港政府债收益率分为两个部分。首先是美国国债收益率， 其次是香港与美国之间的信用利差。请参考以下公式。

香港政府债收益率

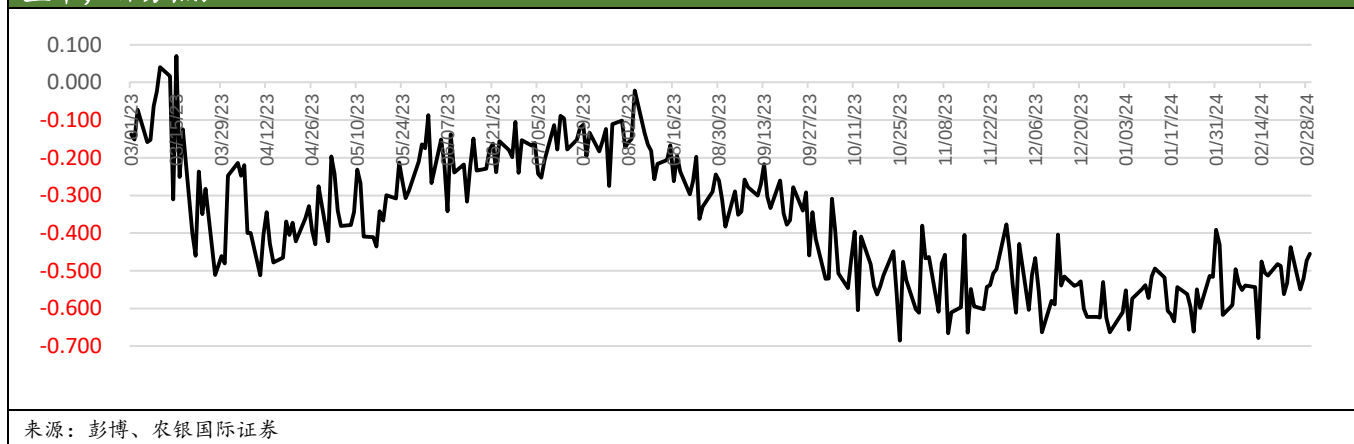
=美国国债收益率 + (香港政府债收益率 - 美国国债收益率)

=美国国债收益率 + 香港政府债与美国国债信用利差

上式的第一部分， 2024 年至今美国国债收益率正在上升。但上式的第二部分，香港政府债收益率与美国国债收益率处于负信用利差， 即香港政府债收益率低于美国国债收益率。2023 年下半年至今，负利差正在扩大。香港政府债收益率与美国国债之间的信用负利差扩大意味着从债券投资者的角度来看，香港的财政状况优于美国的财政状况。综合上述两个因素， 即美国国债收益率上升以及香港政府与美国国债收益率负信用利差扩大，香港政府债收益率正在上升，但增速低于美国国债收益率。

香港特区政府 2024/25 年度（2025 年 3 月止）财政预算案将影响香港特区政府的信用状况，进而影响政府债券价格和债券收益率。香港政府预计 2024/25 财年财政赤字将收窄。财政赤字缩小的主要假设之一是预计 2024/25 财年的土地销售将好于 2023/24 财年。此外，由于政府建设项目的预期增加，政府债券的供应预计也会增加。由此看来，2024/25 财年的卖地和政府债供应量的增加将成为政府财政状况的波动因素。随后，影响香港政府债的信用利差及政府债收益率。不过，如果美国利率上行周期在 2024 年下半年开始逆转，香港政府债收益率上行压力将相应缓解。

图表 6: 香港政府与美国国债信用利差趋势 (10 年期香港政府债信用利差收益率 减 10 年期美国国债收益率, 百分点)



四、 香港特区政府 2024/25 年度财政预算案提出香港国际金融中心发展方向

香港特区政府于 2 月 28 日公布 2024/25 年度财政预算案。财政预算案涉及很多方面，其中提出香港国际金融中心发展方向。财政预算案指引八方面加强香港国际金融中心建设。

1. 离岸人民币业务枢纽

国家是全球第二大经济体，随着内地与其他地区的经贸往来愈趋频繁，人民币在国际贸易、投融资、跨境支付和作为储备货币等方面的占比正不断上升，市场对人民币的需求日趋殷切。香港是全球最大离岸人民币业务枢纽，处理全球约百分之七十五的离岸人民币支付结算，亦拥有全球最大、超过一万亿元人民币的离岸存款资金池。政府会全力建设离岸人民币的生态系统，以把握庞大机遇，并助力人民币国际化的稳慎推进。政府正从多方面推进相关工作，包括继续深化互联互通机制，便利人民币跨境投资和双向流通，提高离岸人民币流动性；鼓励机构提供更多离岸人民币产品及风险管理工具，以及在港进行人民币融资。此外，政府亦会将债务工具中央结算系统（简称 CMU 系统）发展成为亚洲主要的国际中央证券托管平台，更好地支持包括人民币跨境清算、交易结算、托管等业务。

2. 互联互通

内地与本港金融市场的互联互通不断增量扩容，债券通、跨境理财通、ETF 纳入互联互通标的、利率互换通等，近年相继落实，进一步丰富内地和国际投资者的资产配置和风险管理选择。今年，港交所将会举办「互联互通十周年座谈会」，与业界分享经验，并探讨如何注入新活力。政府将会在内地展开联合路演，进一步推动互联互通的发展。新的财政预算表示政府正与内地积极商讨引入股票大宗交易、将人民币柜台纳入港股通，以及将房地产投资信托基金纳入互联互通机制，以吸引更多企业和资金利用香港市场。

3. 资产及财富管理中心

香港是国际资产及财富管理中心，管理资产超过 30 万亿港元，亦是亚洲区内最大的对冲基金中心和仅次于内地的私募基金管理中心。目前，香港已分别有超过 250 家开放式基金型公司及 780 个有限合伙基金。为推动市场发展，政府会把「开放式基金型公司及房地产投资信托基金资助计划」延长三年，亦将成立专责小组，与业界商讨进一步推动资产及财富管理业发展的措施。吸引环球家族办公室和资产拥有人来港，有助带来更多资金及带动相关经济活动。政府已落实多项措施，包括为单一家族办公室的合资格交易提供税务宽减，以及精简适用于高端专业投资者的评估程序。「新资本投资者入境计划」即将接受申请。在香港投资 2 千 7 百万元或以上于合资格资产，

以及投入 3 百万元于新的「资本投资者入境计划投资组合」的合资格投资者，可申请来港居住和发展。新计划有助增强香港资产及财富管理和相关专业界别的发展优势，以及支持创新科技产业的发展。政府正筹备在三月底举办第二届「裕泽香江」高峰论坛，向环球家族办公室及资产拥有人展示香港的独特优势。此外，政府将进一步优化有关基金、单一家族办公室和附带权益的优惠税制，包括检讨税务宽免制度的适用范围、增加合资格交易的种类，以及提升有关处理附带交易的弹性，从而吸引更多有潜力的基金和家族办公室来港落户。

4. 证券市场

过去一年，政府联同各监管机构和香港交易所（港交所）推出了多项措施，包括设立特专科技公司上市制度、港币－人民币双柜台股票交易机制。在吸引海外企业来港上市方面，港交所已于去年将沙特阿拉伯和印尼证券交易所纳入认可交易所之列，便利在其主板上市的企业在港第二上市。新的财政预算表示政府将全速落实促进股票市场流动性专责小组去年十月提出的多项建议，包括改革创业板。港交所已就建立库存回购股份机制、在恶劣天气下维持市场运作等征求市场意见，目标是今年中落实。

为进一步提升市场效率和流动性，证券及期货事务监察委员会（证监会）及港交所正探讨一系列措施，包括：

（一） 完善上市机制：研究优化首次公开招股的价格发现流程，以及审视上市公司的公众持股量要求，提升市场效率。结构性产品的上市要求和安排亦会优化，并减低其上市成本；

（二） 优化交易机制：探索收窄最低上落价位，以缩窄买卖差价，今年第二季提出建议；下一步研究优化股票现货买卖单位；以及探索进一步优化衍生产品的持仓限额及保证金安排，更好地满足风险管理需要；

（三） 改善对投资者服务：研究优化实时市场信息服务，以合理价格向不同投资者提供切合需要的服务；及

（四） 加强市场推广：港交所将透过海外办事处加强推广香港证券市场，并积极深化与中东及东盟地区的联系，冀吸纳更多发行人和资金。

为进一步提高市场竞争力，房地产投资信托基金（REIT）单位转让和期权庄家进行证券经销业务，将获豁免缴付印花税，预计政府每年收入减少约十亿元。

5. 债券市场

香港的债券发行一直在亚洲处于领先地位，国际债券的发行量在亚洲区已连续七年排名第一。2023/24 年预算案建议将「政府绿色债券计划」涵盖的范畴扩大至可持续金融项目，并成立「基

础建设债券计划」，为基建项目融资，让惠及经济民生的项目早日落成。新的财政预算表示政府会将这两项计划的合共借款上限订为 5000 亿元，以增加额度调配的灵活性，集资所得将拨入基本工程储备基金，投资于有利长远发展的项目。这两项计划将逐步取代现时的「政府债券计划」。2024/25 年度政府将发债 1200 亿元，当中 700 亿元为零售部分，包括 500 亿元银色债券，以及 200 亿元绿色债券及基础建设债券，除了推动普惠金融，亦提高市民对基建及可持续发展项目的「参与感」。

6. 深化大湾区金融合作

「粤港澳大湾区跨境理财通」持续稳步发展。「理财通 2.0」服务在 2024 年 2 月中正式启动，优化措施包括提高个人投资者额度至 300 万元人民币，以及降低南向通的参与门槛等。新的财政预算表示为协助企业较容易在大湾区进行融资，金管局与内地监管当局会继续推动跨境信贷资料互通的合作框架，允许两地银行在取得企业客户的同意后，跨境查阅相关企业的信贷资料，以更稳妥及更有效率地进行信用评估。

7. 专业保险市场

作为国际风险管理中心，香港提供多元的风险管理渠道，包括专业保险服务。政府致力争取海内外企业来港设立专属自保公司，提高企业风险管理能力。政府亦积极推动保险相连证券发展，透过设立专属规管制度和资助先导计划，至今促成四宗巨灾债券在港发行，其中一宗更为此类证券首度上市。政府会继续吸引更多发行机构和培育相关人才，推动行业发展。

8. 增强金融服务业发展动能

为了巩固及提升香港各个金融服务领域的竞争力和优势，政府将增拨 1 亿元推动和促进金融服务持续发展，范围包括绿色和可持续金融、金融科技、资产及财富管理、总部业务，以及风险管理等。

五、 恒生外国公司综合指数跑赢恒生指数及恒生中国企业指数

2023 年和 2024 年至今港股市场的疲软表现将让大部分投资者感到失望。然而，恒生外国公司综合指数（外国公司指数）跑赢恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数，并逆袭了后三个指数 2023 年和 2024 年至今的下跌趋势。

2024 年首两个月，外国公司指数上涨 15.7%，但恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别下跌 3.1%、1.6%和 8.9%。2023 年，外国公司指数上涨 1.0%，但恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别下跌 13.8%、14.0%和 8.8%。指数表现的差异反映了投资者对外国公司不同的投资态度。换言之，投资者并非整体看空港股，而是更加选择性地将资金配置到港股市场。

据恒生指数有限公司，外国公司指数提供一项香港市场指标，反映在香港交易所上市的外国公司的整体表现。也许读者会问如何定义外国公司，因为在港交所的上市公司除在中国内地注册的 H 股公司外，大部分都是在外国注册的公司。

外国公司在指数的定义是指公司在中国大陆及香港以外的海外注册，并在中国大陆及香港以外的海外经营主要业务。我们认为重要的一点是业务地理覆盖范围。从投资者角度来看，港股市场以海外注册的上市公司为主，但它们大部分业务重点在中国大陆和香港。因此，外国公司指数内的外国公司将为那些想要投资的公司其业务重点在中国大陆及香港以外的投资者提供另一种选择。从地域多元化的角度来看，在香港上市的外国公司具有特殊的利基吸引投资者。

目前，外国公司指数的成分股并不多。一方面，该指数对这些少数成分股的股价表现很敏感。另一方面，这也意味着在香港股市可供投资者投资的外国公司并不多。

外国公司指数构成股票共有 11 只，其中包括俄铝 (489 HK)，宏利金融-S (945 HK)，L'OCCITANE (973 HK)，新秀丽 (1910 HK)，普拉达 (1913 HK)，VESYNC (2148 HK)，兖煤澳大利亚 (3668 HK)，金界控股 (3918 HK)，Fast Retail-DRS (6288 HK)，Dynam Japan (6889 HK) 和法拉帝 (9638 HK)。2022-23 年，该指数成分股发生变化，德视佳 (1846 HK)、雷蛇 (1337 HK)、中智全球 (6819 HK)、保诚 (2378 HK) 等被剔除出指数。该指数 2023 年和今年迄今的表现很大程度上得益于当前 11 只成员股的表现。

最近，私有化消息提振了该指数中的一些外国公司，也带动了指数的上涨。上市公司私有化的原因有很多。我们认为，指数中的外国公司遇到的一个难题是，由于在香港上市，因此股价受

到香港股市整体供需和估值的影响；然而，指数中的外国公司主要业务在中国和香港以外，其公司业务估值更多地受到海外经营环境的影响。因此，外国公司的大股东可能会觉得上市公司股价无法反映公司业务估值，所以大股东私有化上市公司的想法就会出现。风险在于，一旦私有化计划公布，股价将会做出积极反应，股价上涨后可能会降低大股东之前对上市公司进行私有化的积极性，一些公众股东在股价上涨后买入的可能会反对私有化除非私有化价格上涨。当然，一些低价买入股份的公众股东可能会利用私有化消息在股价上涨后获利。

然而，在香港上市的外国公司私有化后退市对香港国际金融中心地位带来负面影响。应对这一挑战，在吸引海外企业来港上市方面，港交所已於 2023 年將沙特阿拉伯和印尼證券交易所納入認可交易所之列，便利在其主板上市的企业在港第二上市。协助沙特阿拉伯和印尼大型上市企业来香港双重上市和融资，为香港投资银行业带来新的商机。

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