農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

港股市场一周回顾

2023 年 12 月 8 日

港股市场一周回顾

08/12/2023

- **大部分消费或地产相关恒生指数成分股触及 52 周低**
- **大型国有商业银行 H 股股票定价权掌握在中国内地投资者手中**
- **中国汽车出口连续两个月突破 50 万辆**
- **境外投资者对中国资本市场的悲观态度发生重大变化**
- **下周展望**

一、 大部分消费或地产相关恒生指数成分股触及 52 周低

本周前四个交易日，在 82 只恒生指数成分股中，有 29 只触及 52 周新低；恒生国企指数 50 只成分股中，有 19 只触及 52 周新低。自 10 月初至 12 月 7 日，有 52 只恒生指数成分股触及 52 周新低点。这意味着投资者自第四季度初开始轮流抛售蓝筹股。自 7 月底至 12 月 7 日，恒生指数已下跌约 19%，市场信心受到显着不利影响。

市场担忧楼市持续疲弱将拖累消费行业。触及 52 周低点的恒生成分股大部分是消费相关或地产相关股票。 本周触及 52 周低的消费相关个股包括康师傅 (322 HK)、蒙牛 (2319 HK)、华润啤酒 (291 HK)、百威亚太(1876 HK)、安踏(2020 HK) 、李宁(2331 HK)、海底捞 (6862 HK)、吉利汽车 (175 HK)等消费品制造或服务业股，消费相关个股也包括电商股和零售金融股如阿里巴巴 (9988 HK)、美团 (3690 HK)、招商银行 (3968 HK)、中国平安(2318 HK)等也于本周触及 52 周新低。华润置地 （1109 HK）、中国海外（688 HK）等大盘中资地产股本周也触及 52 周新低。

以下中国零售市场的季节性现象，读者应注意。据国家统计局近 5 年的统计，中国零售旺季在每年的第四季度。每年第四季度内，零售额在 12 月份达到峰值。总体季节性现象显示，11 月零售额好于 10 月，12 月又好于 11 月。从月度统计来看，据国家统计局数据，零售额同比增速由 8 月的 4.6%升至 9 月的 5.5%和 10 月的 7.6%。

中国餐饮零售市场的旺季也在每年的第四季度，销售高峰在 11 月份。一般来说，11 月餐饮零售好于 10 月，但 12 月弱于 11 月。从月度统计来看，餐饮零售额同比增速由 8 月的 12.4%升至 9 月的 13.8%和 10 月的 17.1%。

近两个月或近几周的股市现象表明，在第四季度中国零售市场处于旺季时，大多数投资者正在抛售大盘消费相关股票。 恒生指数成分股日均成交额从 11 月约 430 亿元上升至 12 月以来约

530 亿元。我们认为在近 52 周低点抛售股票的投资者一定有他们深信的理由抛售股票。从另一个角度来看，有同等金额数量的投资者在这些股票处于近 52 周低点时买入。从买卖这一点来看，部分投资者的悲观观点正是其他投资者的深信抄底机会。 从恒生指数预测市盈率波动区间来看，当前恒生指数预测市盈率已近 5 年波动区间底部（参考图表 1）。

图表 1：恒生指数预测市盈率 5 年波动区间
当前市盈率已近 5 年波动区间底部

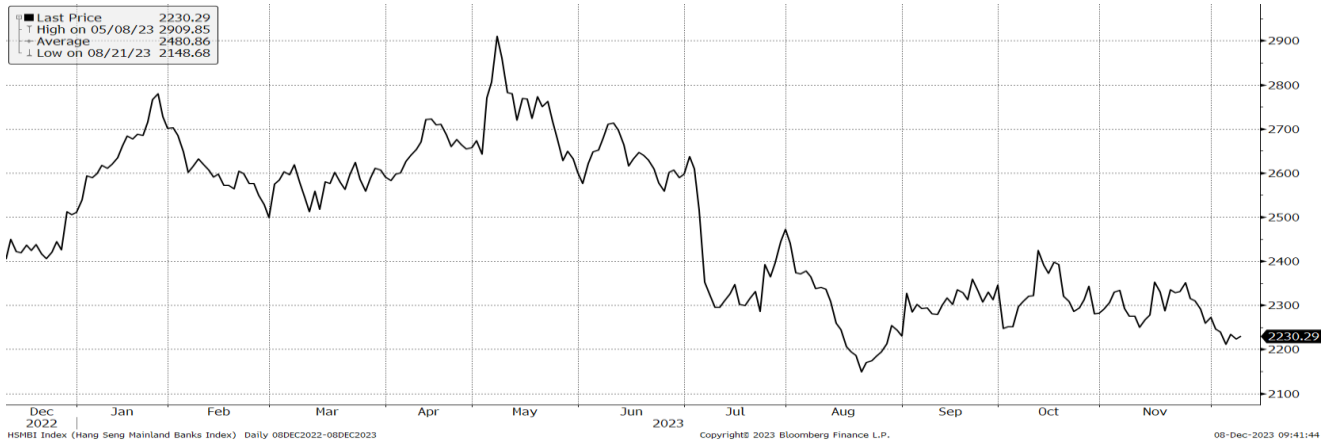
来源：彭博、农银国际证券

二、 大型国有商业银行 H 股股票定价权掌握在中国内地投资者手中

本周穆迪将几家主要国有商业银行和政策性银行的前景评级从稳定下调至负面。从境外投资者的角度来看，他们会关注对相应 H 股银行股价的影响。第四季度以来至本周，追踪香港上市中资银行的恒生中国内地银行指数已下跌约 5%（参考图表 2）。与此同时，恒生指数下跌近 8%，恒生中国企业指数下跌近 9%。比较三个指数变化，银行股平均股价跌幅小于两大基准指数。由此看来，投资者对中资银行的看法并不过分悲观。我们认为根本原因之一是大部分中资银行已于 10 月份公布了第三季度财务业绩，业务透明度的提高有助于排除过度悲观的观点。当然，投资者对未来经济前景和信贷资产风险的担忧需要时间证明或澄清。

中资银行 H 股价格与其他资产价格一样，价格变化是由资产供需变化驱动的。投资者需要意识到的重要一点是，中国内地投资者在影响银行 H 股股价方面发挥着重要作用，因为他们近年来在一些大型国有银行 H 股中积累了大量股权。例如，根据港交所的数据，截至 12 月 7 日，中国内地投资者通过港股通累计持有在香港上市工商银行 H 股（1398 HK） 总数的 26.41%。按工行 H 股股价计算，该持股金额接近 835 亿港元。而中国大陆投资者通过港股通持有香港上市招商银行 H 股（3968 HK） 的 4.25%，代表价值约 50 亿港元。 统计数据显示，内地投资者对投资中资银行 H 股非常挑剔。中国内地投资者持有工商银行 H 股四分之一以上，持股比例相当大，因此他们的投资或交易行为将会影响银行 H 股的股价表现。此外，我们还需要考虑连锁反应，如工行 H 股股价表现将影响其可比银行 H 股股价。

图表 2：恒生中国内地银行指数
指数从 5 月高点已下跌近 23%，风险已较大反映在指数成分股股价内



指数包括 10 只银行 H 股，其中包括 6 大国有商业银行 H 股和 4 家大型全国性商业银行
来源：彭博、农银国际证券

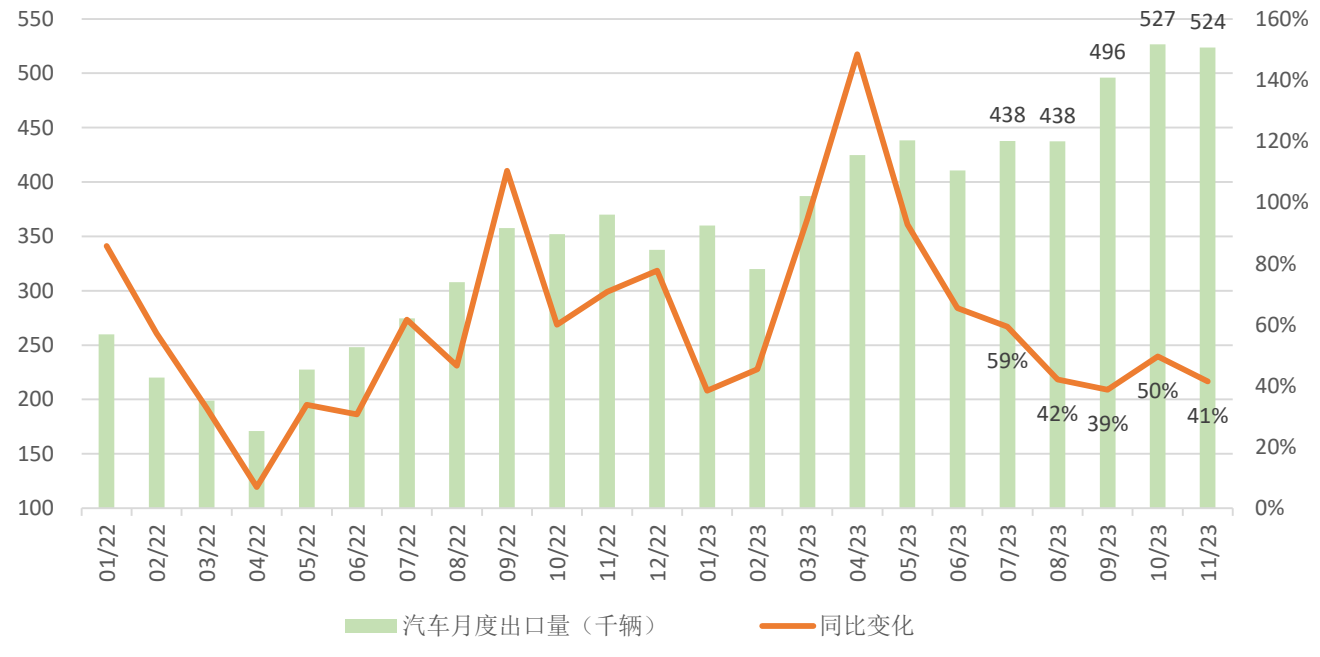
三、 中国汽车出口连续两个月突破 50 万辆

据中国海关统计，月度汽车出口连续两个月突破 50 万辆 （参考图表 3）。 10 月汽车月度出口创历史新高，达 52.7 万辆，同比增长 50%。 11 月出口量同比增长 41%至 52.4 万辆。前 11 个月，汽车出口总量同比增长 59.8%至 476 万辆。

据中国海关统计，二季度以来，出口汽车平均价格呈走软趋势。2023 年下半年出口平均售价走软，表明低价汽车在出口总额中所占比例较高。11 月份，汽车出口平均价格为 18762 美元，同比下降 9.6%（参考图表 4）。

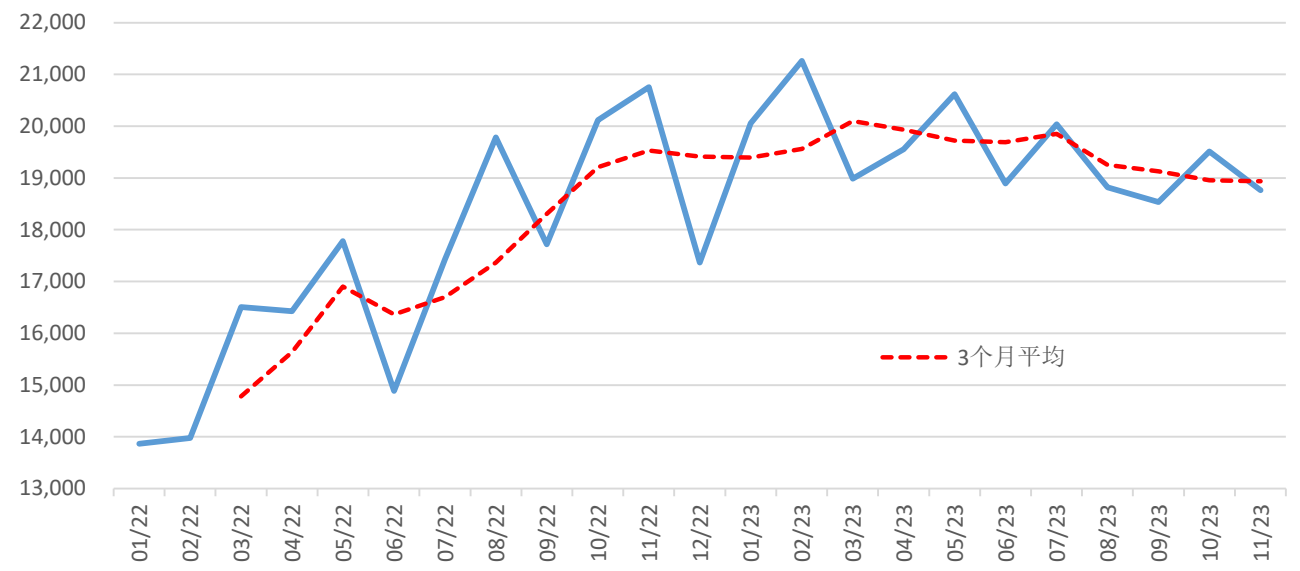
汽车制造商正在积极扩大出口市场销售，以提高国内产量。按 2023 年前 10 个月的汽车总产量计算，2023 年前 10 个月的汽车出口量相当于国内总产量的约 17.9%。 2022 年这一比例为 12.1%。2022 年，汽车总产量增长 3.4%，但出口总量激增 57%。 2023 年 10 月，汽车总产量增长 4.9%，但总出口量猛增 62%。车辆海运商和物流服务提供商将成为汽车出口持续强劲增长的受益者。

图表 3：中国汽车出口量（千辆）



来源：中国海关、农银国际证券

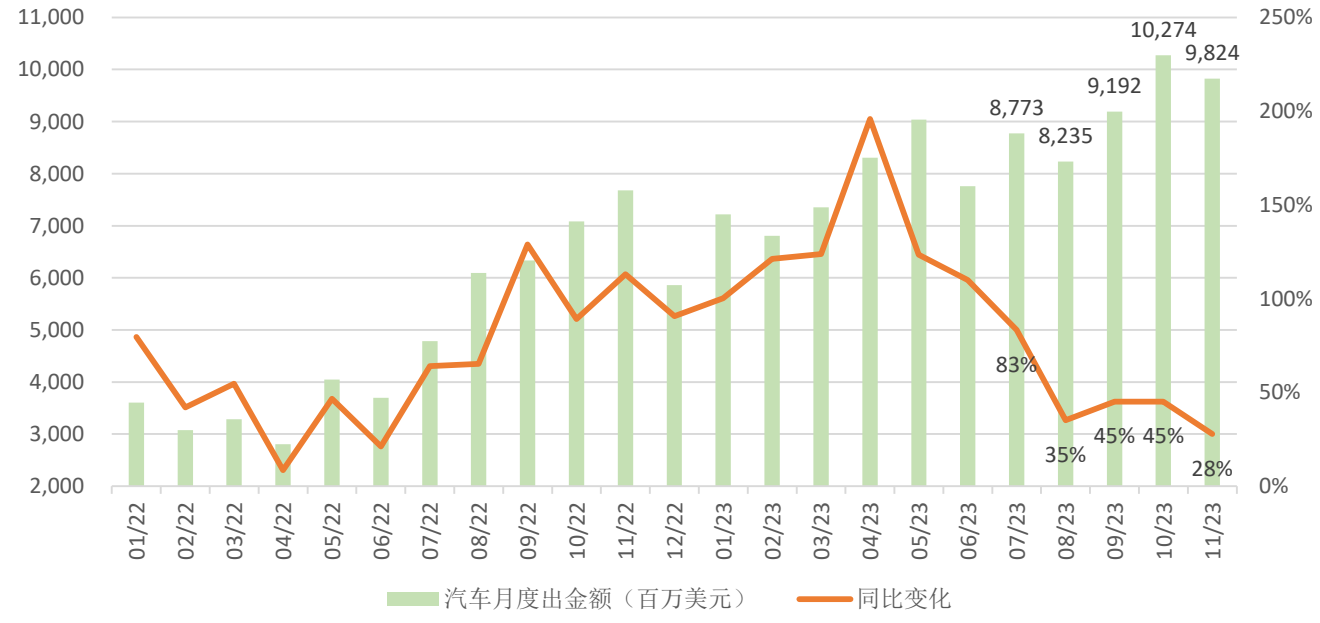
图表 4：车辆平均出口单价（美元/辆）



车辆平均出口单价 = 每月美元出口值/每月出口量

来源：中国海关、农银国际证券

图表 5：汽车月度出口金额（百万美元）

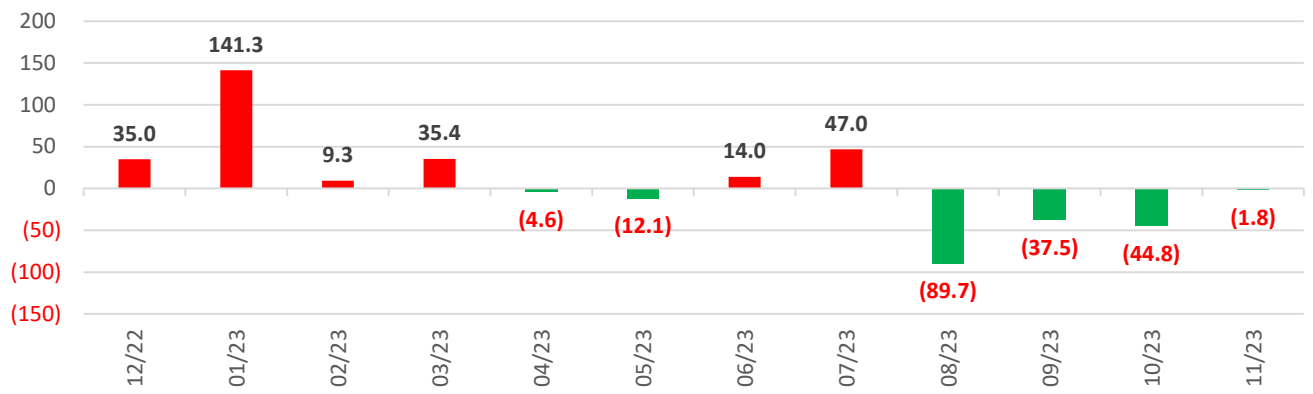


来源：中国海关、农银国际证券

四、 境外投资者对中国资本市场的悲观态度发生重大变化

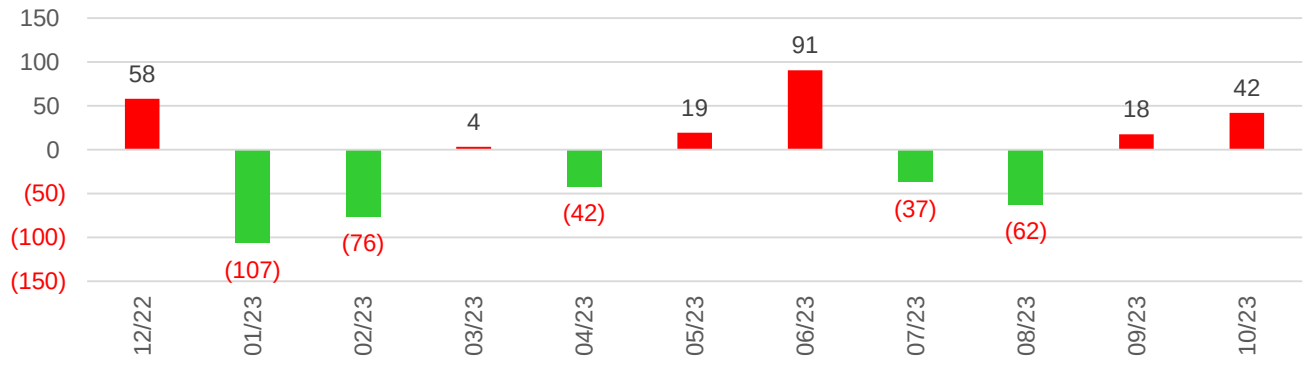
11 月境外投资者对中国股市的看跌情绪明显缓解。据港交所统计，笔者推算 11 月份境外投资者净卖出 A 股约 18 亿元人民币，净卖出金额较前三个月大幅减少。 8 月、9 月和 10 月，境外投资者通过北向沪深股通分别净卖出 A 股约 897 亿元、375 亿元和 448 亿元 （参考图表 6）。11 月份 A 股抛售量大幅减少，或许是境外投资者对中国股市方向看法发生转变的早期信号。在岸债券市场方面，境外投资者在 7-8 月减持近 990 亿元后，在 9-10 月增持近 600 亿元（参考图表 7）。从 A 股市场及债券市场的统计数据变化显示，境外投资者对中国资本市场的态度或已发生重大变化。如果真是这样，他们对香港股市，特别是在香港上市的中国公司的看法也可能也会改变。

图表 6：境外投资者通过北向沪深港股通月度净买入(卖出) A 股 (RMB10 亿)
境外投资者减持 A 股力度在 11 月大幅减少



来源：港交所、彭博、农银国际证券

图表 7：境外机构持在岸债券托管在中央结算和上海清算存量每月余额环比变化(RMB 10 亿元)
境外机构在 9-10 月增持岸人民币债券



11 月数据尚未公布
来源：中央国债登记结算、上海清算、农银国际证券

五、 下周展望

中国宏观方面， 中国将于周末（12 月 9 日）公布通胀数据。此外，中国将于下周初公布各项金融宏观数据，并于 12 月 15 日（周五）公布经济宏观数据。目前，市场预期通货紧缩压力依然存在，预计 11 月 CPI 将维持在 10 月-0.2%的水平，PPI 将由 10 月的 -2.6%扩大至 11 月的 -2.8%。如果结果符合预期方向，市场将继续解读消费需求依然疲弱。我们有不同的看法，近几个月消费者价格和生产者价格的疲软主要是由于供给增长较快造成的，而不是消费需求疲软造成的。市场预计 11 月社会消费品零售总额同比增速将由 10 月的 7.6%升至 12.4%，工业生产同比增速将由 10 月的 4.6%升至 11 月的 5.7%，固定资产投资累计同比增速将由 1-10 月的 2.9%升至 1-11 月的 3.0%，11 月份失业率稳定在 5.0%。市场总体预期 11 月经济形势好于 10 月。

美国方面，11 月 CPI 将于 12 月 12 日（美国时间）发布。市场预计 CPI 将从 10 月的 3.2%下调至 11 月的 3.1%，但核心 CPI 稳定在 4.0%。如果实际结果符合预期方向，市场将解读通胀下行趋势将持续，这为维持联邦基金利率不上升的预期提供了有利条件。

美联储、欧洲央行和英国央行将分别于 12 月 12-13 日（当地时间）、12 月 14 日（当地时间）和 12 月 14 日（当地时间）举行利率会议。利率期货市场表明市场预期三家央行维持利率不变。此外，美联储 FOMC 会议的另一个焦点是对明年经济（GDP、失业率、通胀率）和利率的预测。目前，利率期货市场预计美联储有超过 50%的机会在 2024 年将联邦基金利率从 5.5%下调 150 个基点至 4%左右。

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,与本报告提及的工商银行、招商银行及中国海外发展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