



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年4月26日

港股市场一周回顾

26/4/2024

- 4月以来港股二级市场好转，但一级市场仍低迷
- 中美GDP增长形态比较
- 中国证监会发布5项资本市场对港合作措施
- 美欧日通胀率和失业率趋势预示它们央行的利率趋势

一、4月以来港股二级市场好转，但一级市场仍低迷

二级市场投资者的资产配置偏好非常明确，投资者多配权重股导致港股市场三大股指上涨。本周，恒生指数高开高走，全周上升近8.8%。恒生中国企业指数和恒生科技指数也分别上升9.1%和13.4%。本周指数成分股中，部分权重中资国有银行股，国有电力股和中资电信股股价在本周创52周高点；相反，部分手机零部件股、新能源汽车股、制药在线医疗平台股股价本周创52周低点。

4月份以来截至4月26日，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数也分别上升6.7%、7.9%和6.9%。二级市场投资者的资产配置偏好非常明确，导致部分行业股出现了极端表现。三大主要指数成分股中，部分中资银行股、中资能源股、中资电信股、中资旅游平台股触及52周新高；相反，部分医药股、香港地产股和澳门赌场股触及52周新低。4月份是大部分上市公司公布一季度业绩的月份，我们认为投资者的资产配置现象反映了投资者对上市公司经营前景的判断。

4月份至今截至4月26日，香港IPO市场表现低迷。负面因素方面，一是预计4月IPO公司数量将较3月份明显减少。3月有7家公司上市，4月至今只有3家公司上市。二是新股上市后股价的表现非常令市场失望，3家公司股价均破发，其中两家股价至今跌幅超过30%，甚至跌破Pre-IPO融资价。如果IPO市场不能创造积极的财富效应，将影响投资者对即将到来的IPO投资信心。本周，茶饮连锁店经营者四川百茶百道(2555HK)IPO融资近26亿港元，是香港IPO市场今年融资最大的一笔。其上市后股价下跌近三成，当前股价HK\$11.82比IPO价HK\$17.50低近32%，也比去年中Pre-IPO融资价每股RMB13.20(或HK\$14.23)低近17%，反映IPO及Pre-IPO投资者均出现亏损或大幅浮亏情况。我们估计今年首四个月共有15家公司IPO上市，共融资78.4亿港元，截至目前其中5家破发。2023年首四个月共有21家公司IPO上市，共融资128.2亿港元。

二、中美 GDP 增长形态比较

全球两大经济体中国和美国分别在上周和本周公布首季度 GDP。关注两国 GDP 趋势形态。

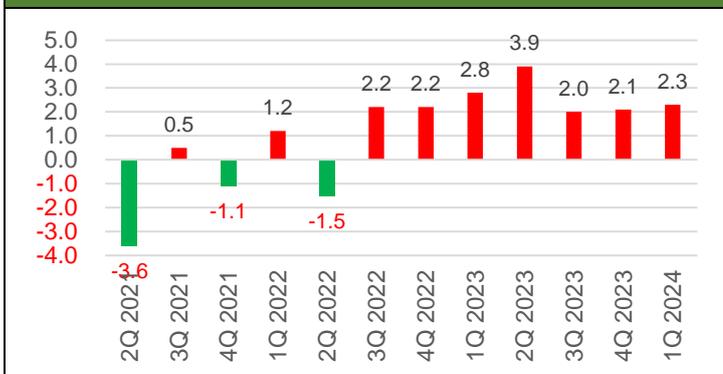
- 从实质产出增长看，中国连续多季高于美国。截至今年首季度，中国实质 GDP 同比增长连续 7 个季度高于美国实质 GDP 同比增长，平均高 2.5 个百分点。
- 从产出金额增长看，美国连续多季高于中国。中国名义 GDP 同比增长连续 10 个季度低于美国名义 GDP 同比增长，平均低 2.5 个百分点。
- 中国通缩因素拖低名义 GDP 同比增速；美国通胀因素持续放大名义 GDP 同比增速。
- 我们认为企业感受或资本市场反应对名义增长更敏感。从资本市场投资者角度看，中国的中国名义 GDP 增长低于实质增长，意味着大部分中国企业收入增长主要靠量增长推动；相反，大部分美国企业收入增长靠量和价增长共同推动。
- 按当前美国通胀趋势，未来几个季度美国名义 GDP 同比增速仍高于实质 GDP 同比增速。
- 按当前中国通胀趋势，未来几个季度中国名义 GDP 同比增速仍低于实质 GDP 同比增速。

图表 1：GDP 趋势比较

	中国	美国
实质 GDP 同比增长	3Q2023: 4.9% 4Q2023: 5.2% 1Q2024: 5.3%	3Q2023: 2.9% 4Q2023: 3.1% 1Q2024: 3.0%
名义 GDP 同比增长	3Q2023: 3.9% 4Q2023: 4.2% 1Q2024: 4.2%	3Q2023: 6.2% 4Q2023: 5.9% 1Q2024: 5.5%

注：一季度数据是初步数据。来源：国家统计局、US Bureau of Economic Analysis、农银国际证券

图表 2：中国实际 GDP 同比增速 减 美国实际 GDP 同比增速（百分点）



图表 3：中国名义 GDP 同比增速 减 美国名义 GDP 同比增速（百分点）



来源：国家统计局、US Bureau of Economic Analysis、农银国际证券

三、 中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施

措施利好中港两地资产管理行业发展。更多 ETF 和 REIT 纳入港股通南向通和北向通，将为国内和香港资本市场提供更多流动性。然而，更重要的是，放宽后将为中港资产管理公司提供开发新 ETF 或 REIT 产品以满足选择标准的机会。

据港交所统计，3 月末，香港上市的 ETF 和 REIT 市值约 8530 亿港元和 1250 亿港元，共约 9780 亿港元。3 月份，ETF 和 REIT 成交额约占市场总成交额的 12% 左右。ETF 是股票市场上交易活跃的第二大证券类型，3 月份总成交额达 2485 亿港元，即每日约 124 亿港元。REIT 日均交易金额较低，约 4 亿港元。

ETF 纳入南向港股通的发展障碍是 ETF 要包含港股的要求。从这个角度来看，诸如跟踪海外市场指数或股票或商品的 ETF 将不符合南向港股通 ETF 标准。尽管香港上市公司超过 2800 家，市值约 30 万亿港元，但恒生指数成分股（82 家公司）成交额占股票总成交额的 70% 以上，最大成交额的 20 只股票占股票总成交额约 45%。换句话说，大多数香港上市股票处于交易不活跃或没有交易。交易活跃的上市公司股票可能有一百只左右，占市场上市公司数量小于 4%。因此，创建由交易活跃的股票组成不同投资主题的 ETF 很困难，因为合适的选择很少。选择一些交易不活跃的股票加入 ETF 会给 ETF 带来固有的风险，这可能不是投资者所希望的。

解决香港股市的结构性问题，就是要增加大市值公司和高流动性股票的供给。大市值公司股票通常具有较高的成交额。国家鼓励更多中国大型企业到香港上市或两地双重上市是正确之举。然而，挑战在于香港股市的估值低于中国 A 股市场，中国大型企业在香港以较低估值筹集资金的意愿是一个阻力。

A 股市场也有不少港股 ETF，为什么国内投资者要来香港市场买卖香港上市的港股 ETF？在 A 股市场已有追踪香港主要股指的 ETF 上市，例如追踪恒生指数 ETF，追踪恒生科技指数 ETF，追踪香港上市的互联网股 ETF，追踪香港上市的医疗股 ETF，追踪香港上市的创新药股 ETF，追踪香港上市的中资券商股 ETF 等等，内地投资者可以在国内市场买卖这些 A 股上市港股 ETF，而无需通过南向通购买港股 ETF。另外，A 股上市的港股 ETF 是 T+0 交易，也吸引 A 股市场投资者进行短线当天买卖，大部分 A 股上市的港股 ETF 每只单日成交额在 RMB5-40 亿元，有非常好的流动性。为了吸引中国内地投资者购买香港上市的 ETF，境外资管公司需要创建一些 A 股市场上没有的主题港股 ETF 来吸引中国内地投资者。我们认为在大多数行业中包括资管业和金融业，产品差异化

始终是保持竞争力和吸引力的有效工具。

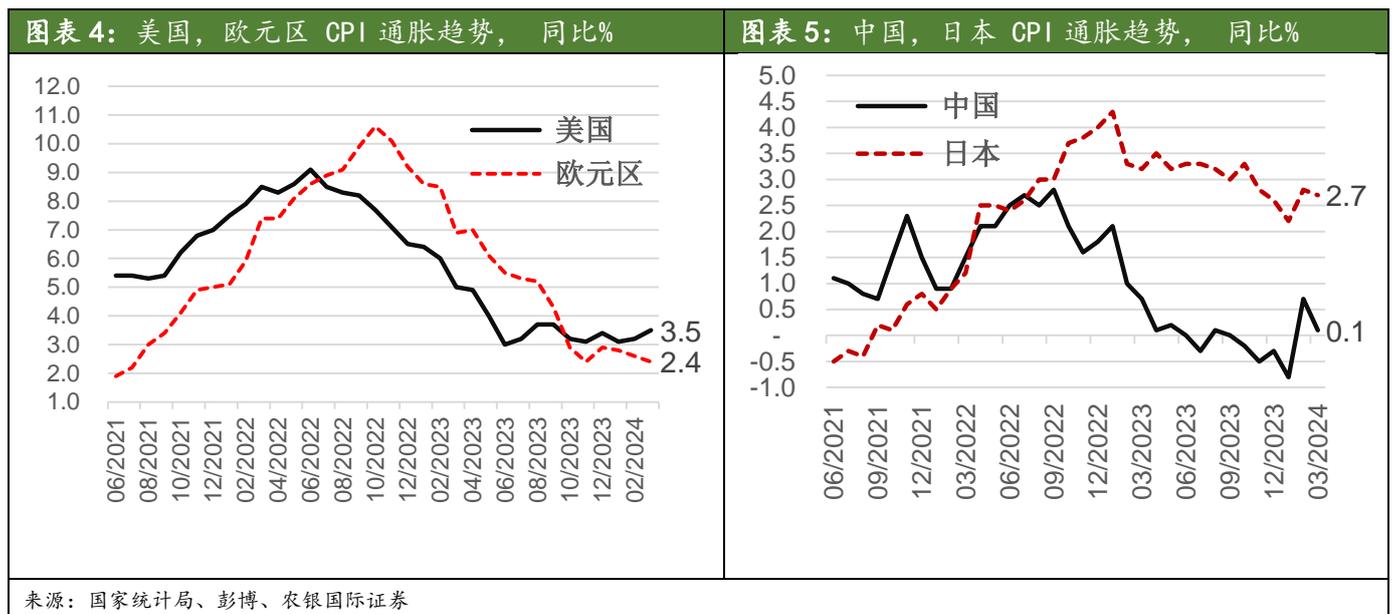
在 REIT 产品方面，香港要吸引中国内地投资者投资香港上市的 REIT，了解中国大陆投资者的偏好非常重要。A 股市场已向投资者提供多种类型的 REIT，REIT 的基础资产包括购物中心、高速公路、保障性住房、物流中心等等。A 股市场上市的 REIT 的资产规模大多不大，资产类型单一，但优点是易于让投资者评估和做出投资判断，以吸引长期投资者。对长期投资者来说，REIT 内的资产类型复杂或多类代表变数多，或不利做投资判断。

四、 美欧日通胀率和失业率趋势预示它们央行的利率趋势

每月主要经济体都有新的经济数据公布带来市场波动。我们认为看经济数据趋势更重要，因经济趋势较易看清楚方向，不易受短期波动影响。下周（4月30日-5月1日美国时间），美联储举行议息会议，利率趋势持续成为市场焦点。当前，利率期货市场预期美联储在5月、6月和7月举行的议息会议维持利率不变。

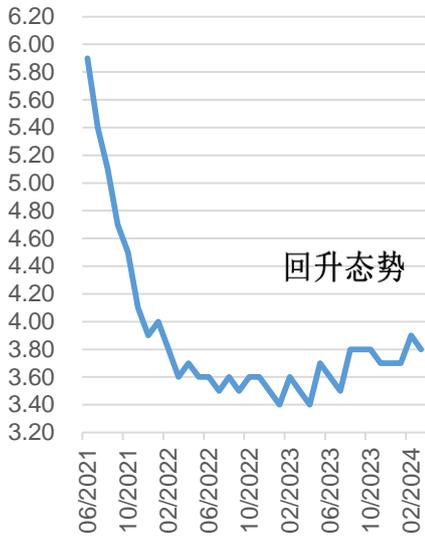
我们认为从通胀率和失业率趋势来看，或许给读者对央行未来利率趋势有更好的独立判断。以下几点趋势读者需注意。

- 从去年下半年以来，美国 CPI 通胀趋势呈现止降现象，并在 3% 以上波动，导致市场对美联储降息预期的时间表不断推延。美国失业率从去年上半年以来呈现止跌并慢慢回升趋势，反映经济增长动力不足现象，带来市场对央行需要降息的预期，但通胀趋势呈现止降并高企现象，央行降息的窗口期仍未到来。
- 自今年以来，欧元区通胀下降趋缓。但自去年第四季度以来维持在 3% 以下，欧央行降息或早于美联储。欧元区失业率从去年二季度以来呈现止跌但仍高企趋势，近 6.5%，但通胀下降已低于 3%，央行有条件降息。
- 日本央行在 2022-23 年通胀上升时不加息，但今年通胀回落时加息，支持汇率为主，多于控制通胀。日本失业率低但也呈现止跌趋势。
- 美欧日通胀率和失业率趋势非常清楚。

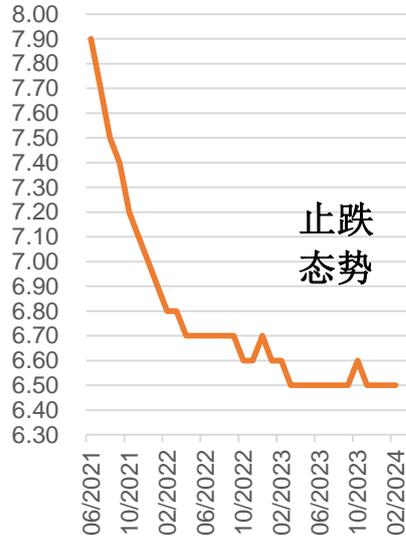




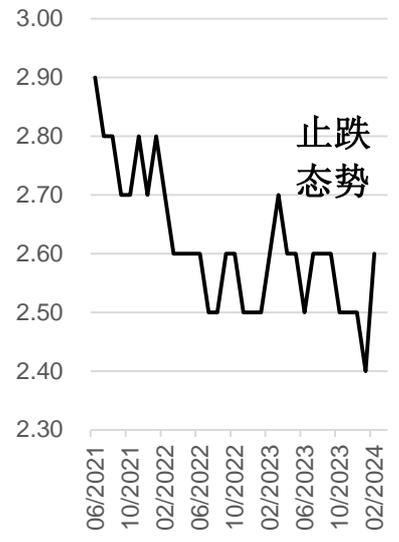
图表 6: 美国失业率趋势, %



图表 7: 欧元区失业率趋势, %



图表 8: 日本失业率趋势, %



来源: 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、复制或以任何其它形式分发

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