



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2024年7月26日

## 港股市场一周回顾

26/7/2024

- 存款利率市场改革或重塑市场对中国银行股的预期
- 美国总统选举：一场烧钱竞选活动，资本市场易受选前的预期影响
- 特斯拉汽车销售毛利率二季度进一步下滑 对新能源汽车行业发出警告
- 中美利差收窄 人民币汇率受支持

### 一、 存款利率市场改革或重塑市场对中国银行股的预期

本周，中国国内银行下调了贷款利率 LPR 和存款利率。1 年期、5 年期 LPR 分别下调 10bp 至 3.35%、3.85%。一些大型国有银行下调活期存款利率 5bp 至 0.15%；3 个月、6 个月和 1 年期定期存款利率分别下调 10bp 至 1.05%、1.25%和 1.35%；2 年、3 年和 5 年期定期存款利率分别下调 20bp 至 1.45%、1.75%和 1.80%。从投资者的角度来看，他们想知道下调贷款利率 LPR 和存款利率的综合影响。要回答这个问题，我们最好看看 LPR 和存款利率之间的利差走势。

在 2023 年之前，存款利率弹性较小，即存款利率调整频率较低，而 LPR 调整频率较高。因此，市场此前会有下调 LPR 对银行盈利及其股价有不利的观点。这种观点一直延续到现在。然而，2023-24 年存款利率定价改革导致存款利率变得更具弹性，即存款利率调整频率变得更频繁。因此，此前市场认为下调 LPR 对银行不利的观点可能需要修正，因为银行下调存款利率的频率可能与下调 LPR 的频率一样频繁。2020-22 年，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 分别下调 4 次和 5 次，但存款利率下调 1 次。2023 年至今，存款利率共下调 4 次，与此同时，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 共下调 3 次。

自 2023 年以来，存款利率弹性增加，导致较长期限存款利率下降速度快于类似较长期限的 LPR。例如，自 2023 年中期以来，存贷利率在下降趋势，5 年期 LPR 与 5 年期存款利率之间的利差不断扩大（见图表 1），因为后者下降快于前者。自 2023 年中期以来，1 年期 LPR 与 1 年期存款利率之间的利差也反弹回升（见图表 2）。这种现象对一些保守或审慎的商业银行来说是有利的，因为它们不想容忍过多的资产负债久期错配风险。

对于一些积极进取的商业银行，为了优化收益率，可以容忍较大的资产负债久期错配风险。虽然存款利率弹性有所增强，但短期存款利率下降速度慢于长期存款利率，长期 LPR 与短期存款利率之间的利差正在缩小（见图表 3 和 4），导致通过加大资产负债久期错配的收益率仍有下降

压力。

由于未来存款利率可能根据 LPR 的变化进行调整，一些此前净息差较低的审慎商业银行，它们未来的净息差或将有机会改善。相反，一些此前通过增加资产负债久期错配风险来优化回报的激进银行，由于短期存款利率弹性小于长期存款利率，可能继续感受到净息差的下行压力。

图 1: 5 年期 LPR 减以 5 年期或 3 年期定期存款利率, (百分点)



图 2: 1 年期 LPR 减以 1 年期定期存款利率, (百分点)

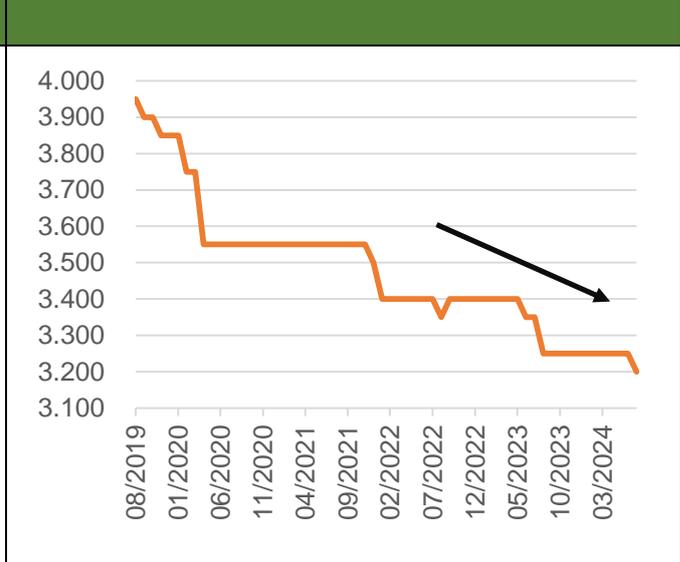


来源: 人民银行、工商银行、农银国际证券

图 3: 5 年期 LPR 减以 1 年期定期存款利率, (百分点)



图 4: 1 年期 LPR 减以 活期存款利率, (百分点)



来源: 人民银行、工商银行、农银国际证券



图 5: 2023 年以来 LPR 和存款利率变化情况

短期存款利率降幅低于 LPR，中长期存款利率降幅大于 LPR

变化 (百分点)	1 年期 LPR	5 年期 LPR	活期存款	3 个月 定期 存款利率	6 个月 定期 存款利率	1 年期 定期 存款利率	2 年期 定期 存款利率	3 年期 定期 存款利率	5 年期 定期 存款利率
2023 年	(0.200)	(0.100)	(0.050)	(0.100)	(0.100)	(0.200)	(0.500)	(0.650)	(0.650)
2024 年至今	(0.100)	(0.350)	(0.050)	(0.100)	(0.100)	(0.100)	(0.200)	(0.200)	(0.200)
2023 年至今	(0.300)	(0.450)	(0.100)	(0.200)	(0.200)	(0.300)	(0.700)	(0.850)	(0.850)

注：存款利率变化情况按工商银行公布。数据截至 2024 年 7 月 26 日。

来源：人民银行、工商银行、农银国际证券

## 二、 美国总统选举：一场烧钱竞选活动，资本市场易受选前的预期影响

美国总统大选继续受到市场关注。由于不同政党总统候选人的经济政策将产生不同的经济影响，因此基金经理需要准备改变投资资产的配置以应对潜在的政治权力及经济政策的变化。在 11 月大选之前，市场应该关注以下几点，尤其是选前的市场预期。

回顾 2008 年至 2020 年美国过去五届总统大选，以下现象影响了选前的市场预期。我们认为这些现象或将在今年的总统大选中重演。

1. 总统候选人或主要政党的竞选支出大幅增加。政党及它们的总统候选人的推广活动会影响选前的市场预期，从而导致基金经理相应地改变资产配置。例如，2020 年民主党竞选活动总支出约为 31.6 亿美元。当年，美国现任总统拜登的竞选支出约为 10.7 亿美元。2008 年民主党竞选活动总支出约为 11.4 亿美元。当年，奥巴马总统竞选支出约为 7.6 亿美元。

2. 民主党筹集的竞选资金多于共和党，导致民主党或其提名的总统候选人的竞选支出明显高于共和党提名的候选人。竞选前的市场预期或易受民主党或其提名的总统候选人的较多竞选活动影响。从 2004 年到 2020 年，五次总统选举，民主党的竞选支出是共和党的 1.2 倍到 3.2 倍，平均约 1.9 倍。

3. 总统竞选活动巨额的投入可能会影响选前的市场预期。不过，总统选举的结果显示那些投入比对手少的候选人来说未必不利。2016 年总统大选，民主党总统候选人希拉里花竞选费 5.86 亿美元；共和党候选人特朗普在竞选中花费 3.43 亿美元。最终，特朗普赢得了 2016 年总统大选。2020 年总统大选，民主党欲夺回政权，竞选花费 31.6 亿美元，共和党却花费 8.27 亿美元。风险在于选举前的预期可能与选举后的结果不同。

4. 2024 年截至 7 月 22 日，民主党竞选筹款 4.21 亿美元，支出 2.15 亿美元；共和党竞选筹款 3.11 亿美元，支出 2.67 亿美元。截至目前，共和党的竞选支出超过民主党，前者至今可能对市场预期产生较大影响。不过，民主党还有更多财力资源尚未动用，选前的市场预期在竞选活动广泛开展后或将发生改变。



图 6: 美国两大政党在美国总统竞选活动筹款及支出比较

百万美元	竞选筹款金额	竞选支出
<b>2004 年</b>		
民主党	539	518
共和党	378	366
<b>2008 年</b>		
民主党	1,160	1,136
共和党	652	625
<b>2012 年</b>		
民主党	759	774
共和党	628	626
<b>2016 年</b>		
民主党	839	834
共和党	674	668
<b>2020 年</b>		
民主党	3,157	3,155
共和党	832	827
<b>2024 年至今 (22/7/2024)</b>		
民主党	421	215
共和党	311	267

来源: Federal Election Commission、农银国际证券

图 7: 当选总统及主要竞选对手竞选支出比较

	竞选对手 代表政党	竞选支出 百万美元
<b>2004 年</b>		
主要对手: KERRY, JOHN F (克里)	民主党	333
当选: BUSH, GEORGE W (乔治·布什)	共和党	366
<b>2008 年</b>		
当选: OBAMA, BARACK (奥巴马)	民主党	760
主要对手: MCCAIN, JOHN S. (麦凯恩)	共和党	375
<b>2012 年</b>		
当选: OBAMA, BARACK (奥巴马)	民主党	758
主要对手: ROMNEY, MITT (罗姆尼)	共和党	483
<b>2016 年</b>		
主要对手: CLINTON, HILLARY RODHAM (希拉里)	民主党	586
当选: TRUMP, DONALD J. (特朗普)	共和党	343
<b>2020 年</b>		
当选: BIDEN, JOSEPH R JR (拜登)	民主党	1,074
主要对手: TRUMP, DONALD J. (特朗普)	共和党	809
<b>2024 年至今 (22/7/2024)</b>		
竞选: HARRIS, KAMALA (哈里斯)	民主党	201*
竞选: TRUMP, DONALD J. (特朗普)	共和党	93

注\*: 包括拜登退选前支出

来源: Federal Election Commission、农银国际证券

### 三、 特斯拉汽车销售毛利率二季度进一步下滑 对新能源汽车行业发出警号

特斯拉 (TSLA US) 于 7 月 23 日公布了第二季度财报，这成为汽车制造业在季度结束后约三周公布财报的新标准。要达到这样的报告速度，内部财务管理系统必需非常高效。当其它汽车制造商报告其业绩时，读者可以对其进行比较，为什么有些汽车制造商这么晚才报告业绩，而有些却能很早报告。

电动车价格战对销售价格及利润率造成不利影响连续两个季度浮现。不包括汽车租赁的汽车平均售价从 2023 年第二季度的约 4.60 万美元下降到 2024 年第一季度的 4.35 万美元和第二季度的 4.27 万美元。平均售价的下降侵蚀了利润率。汽车销售毛利率从 2023 年第二季度的 17.5% 下降至 2024 年第一季度的 15.6% 和第二季度的 13.9%。每辆车的单位平均毛利从 2023 年第二季度的 8.1 千美元下降至 2024 年第一季度的 6.8 千美元和第二季度的 5.9 千美元。特斯拉第二季度的汽车销售业绩向市场发出警号。

特斯拉上海工厂产能是其全球生产基地中最大的，年产能达到 95 万辆。在 Model 3 和 Model Y 的生产方面，特斯拉拥有四个生产基地，上海工厂占这两款车型全球产能的近 45%。因此，特斯拉第二季度的业绩表现可以为中国其他新能源汽车企业提供一个对比参考。

第二季度库存下降，现金流改善。二季度，公司生产汽车 42.2 万辆，交付汽车 44.4 万辆，交付量大于生产量，导致库存下降有助于改善经营性现金流。汽车库存持有期由一季度的 28 天下降至二季度的 18 天。自由现金流从首季度 25 亿美元流出转升为 13 亿美元流入。自由现金流即经营性现金流减资本支出。

发电和储能业务是特斯拉的亮点，但整体业务规模仍小，需要时间才能成长起来。该业务的毛利率在 2023 年第一季度的 11.0% 增长至 2023 年第四季度的 21.8% 和 2024 年第二季度的 24.6%。该业务的毛利在 2023 年第一季度占总毛利的 4%，这一比例在 2024 年第二季度增加至 16%。

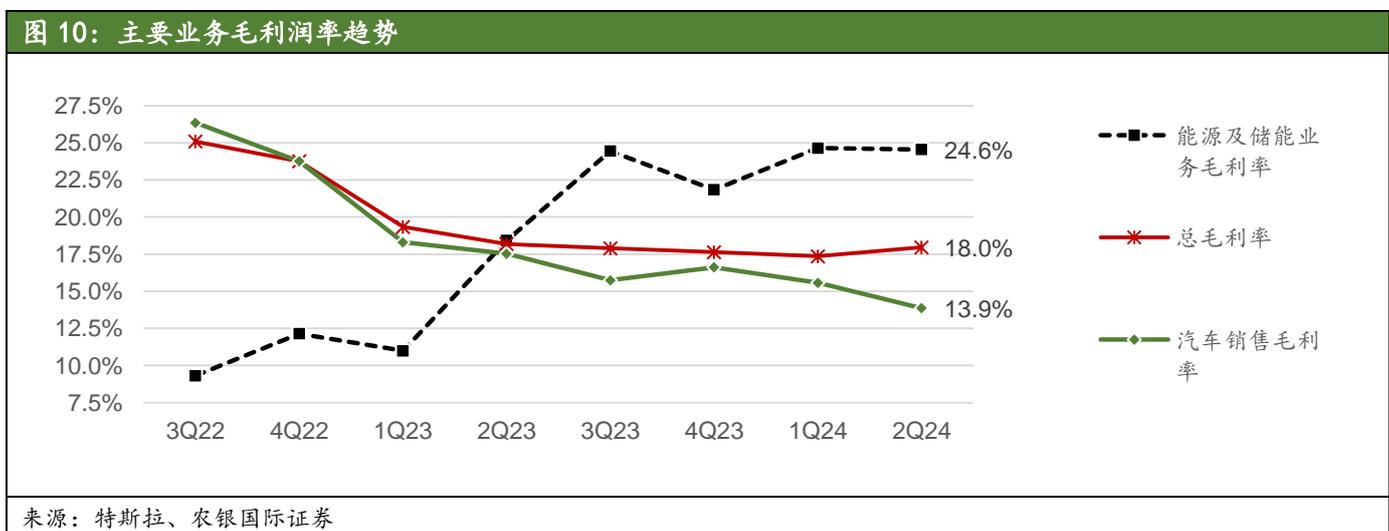
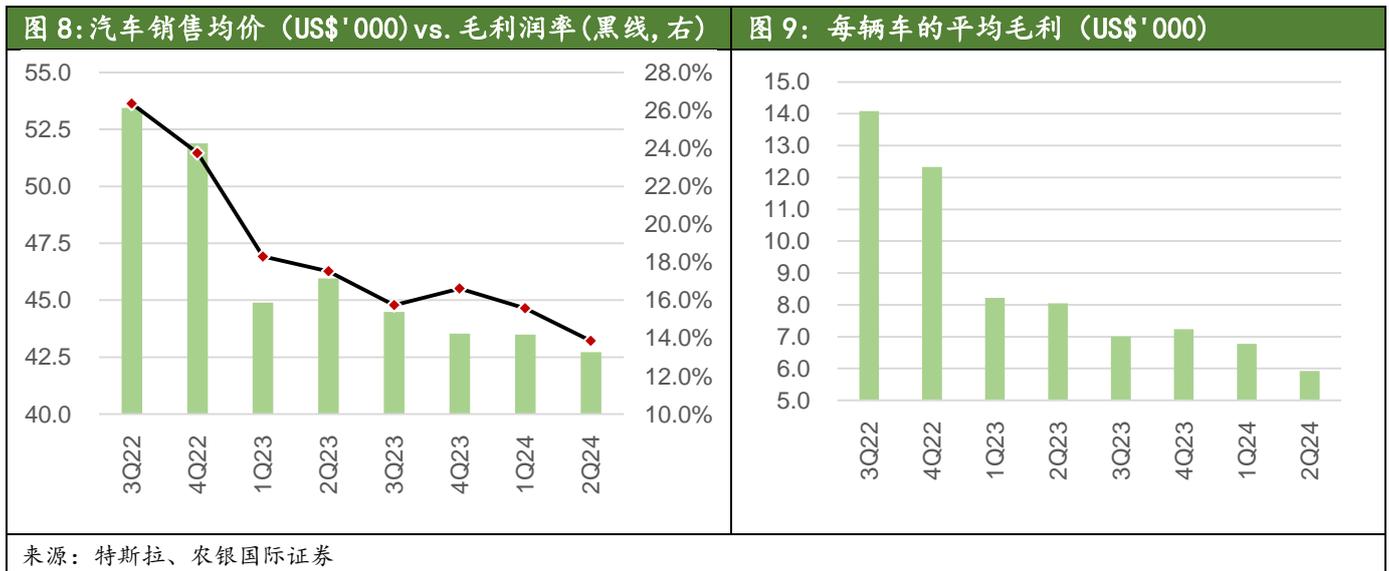
特斯拉正将其业务范围从汽车业务拓展到发电和储能业务。业务多元化在总收入增长和总毛利增长方面是成功的。然而，其主要收入和毛利来源仍来自汽车销售。二季度，汽车销售贡献了总收入的 73%，总毛利的 56%。而发电和储能业务贡献了总收入的 12%，总毛利的 16%。其它业务包括汽车零部件销售、售后服务、清洁能源积分等。

第二季度，毛利润同比上升 9.6% 至 45.8 亿美元，但净利润同比下降 20% 至 14.8 亿美元，主

要受当季度重组费用影响。

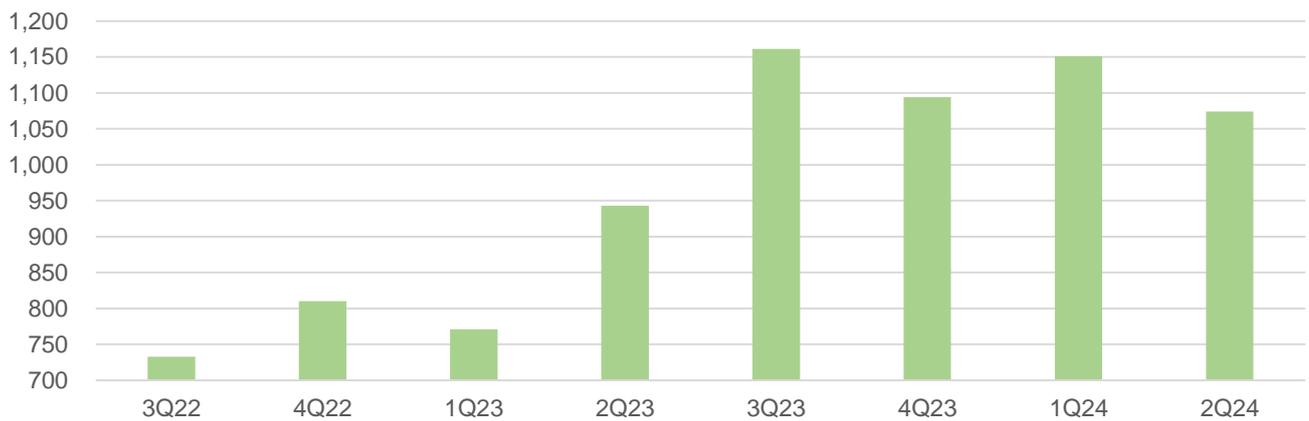
展望未来，特斯拉有以下警告。首先，该公司预计今年的销量增长势头将较去年放缓。其次，自动驾驶出租车 (Robotaxi) 的推出将推迟至第四季度。第三，公司下调自动驾驶软件 FSD 服务价格。积极的一面是，该公司预计将在今年年底前在中国推出其 FSD 自动驾驶软件服务；上海的电池工厂将于明年开始量产；新车型将于明年上半年推出。市场预期明年推出的新车型为低价车型，因此公司重申将削减成本，以便以更低的价格销售。

如果从其库存周期和报告季度财务业绩的时间来看，特斯拉的运行效率非常高。下半年 Robotaxi 的市场反应尚不明朗。新车型推出、电池产能扩张等新增长点要待明年才能显现。虽然特斯拉积极推进业务多元化，但其核心业务仍是汽车生产和销售，售价和毛利率的下滑仍是主要隐患。



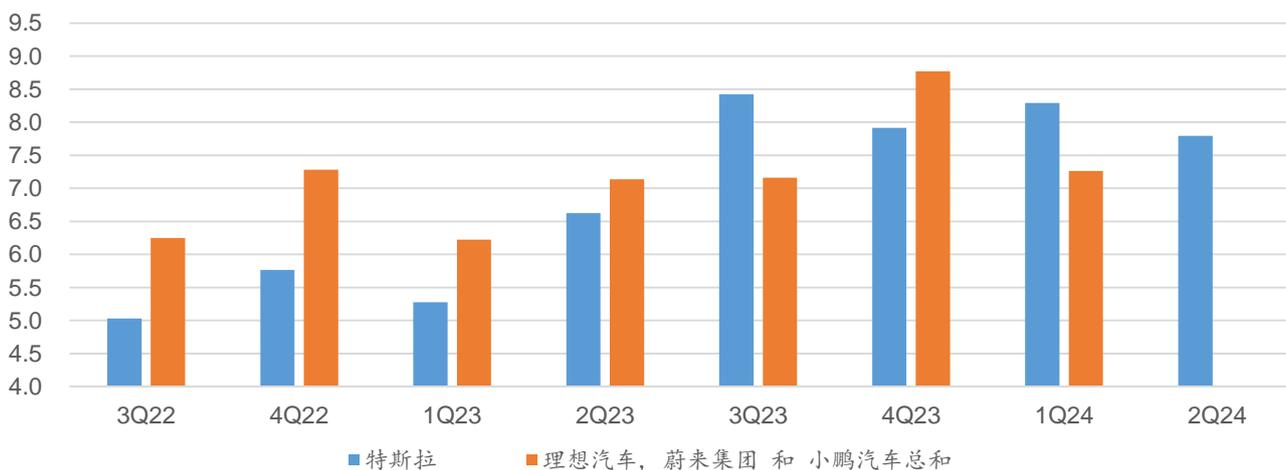
特斯拉从去年中开始研发 R&D 投入大幅增加，成效可能要待明年才能全面体现。过去 4 个季度，公司的平均每季度 R&D 支出约 11 亿美元（近 81 亿元人民币）。在 2022 年至 2023 年中的 6 个季度，平均每季度 R&D 支出约 8 亿美元。特斯拉 R&D 支出持续近 4 个季度显著增加，研发收花期应该不远。特斯拉在今年首季度的 R&D 支出高于国内理想汽车（2015 HK）、蔚来集团（9866 HK）和小鹏汽车（9868 HK）的 R&D 支出总和，后三者今年首季度的 R&D 总共约 73 亿元人民币。

图 11：特斯拉研发 R&D 支出（百万美元）



来源：特斯拉、农银国际证券

图 12：研发 R&D 支出比较（RMB10 亿）



来源：特斯拉、理想汽车、蔚来集团、小鹏汽车、农银国际证券

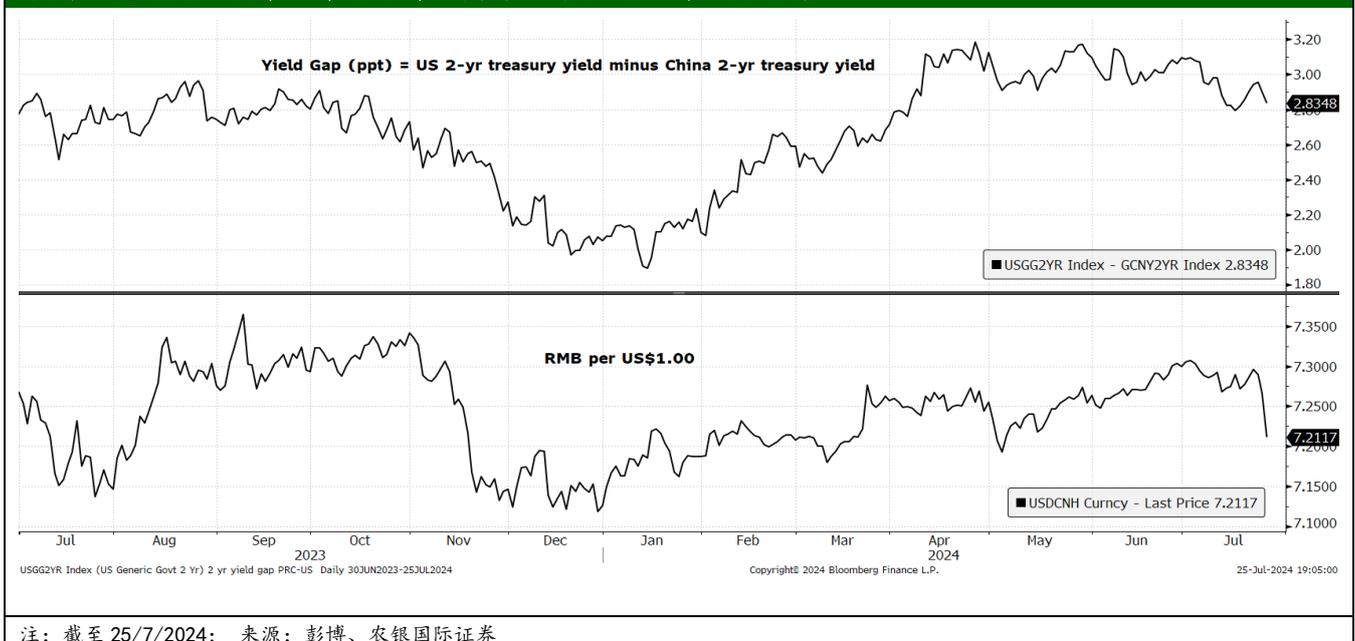
#### 四、中美利差收窄 人民币汇率受支持

美联储降息预期升温，导致美国国债收益率走低。国内市场也预期中国央行降息以支持经济增长。美国国债收益率曲线与中国国债收益率曲线均呈下移趋势，但下移幅度不同，导致国债收益率差（美国国债收益率减去中国国债收益率）自6月初以来呈收窄趋势。4月份，中美10年期国债收益率差高达2.44个百分点，本周收益率差收窄至2.01个百分点。4月份，中美2年期国债收益率差高达3.18个百分点，本周收益率差收窄至2.83个百分点。

自6月下旬以来，人民币兑美元汇率在美中国债利差收窄的背景下慢慢走强。本周人民币兑美元汇率进一步走强。虽然中国央行本周降息，但幅度不大，只有10bp，相反市场预期美联储将在9月降息25bp，12月再降息25bp。离岸美元兑人民币从周初7月22日的7.2961下降至7月25日的7.2172。我们认为美元兑人民币汇率走势受中美两国利率周期预期影响。7月26日（周五，美国时间），美国将公布个人消费支出（PCE）价格通胀率，这是美联储追踪通胀趋势的通胀率。市场预期6月PCE通胀率将从5月的2.6%降至2.5%，核心PCE通胀率将从5月的2.6%降至2.5%。如果通胀率符合市场预期，将加强市场对美联储即将降息的预期。

图 13:

上图：2年期美国国债收益率减以2年期中国国债收益率，利差自今年6月初以来呈现止升回落态势  
 下图：美元兑人民币汇率自今年6月末以来呈现止升回落态势

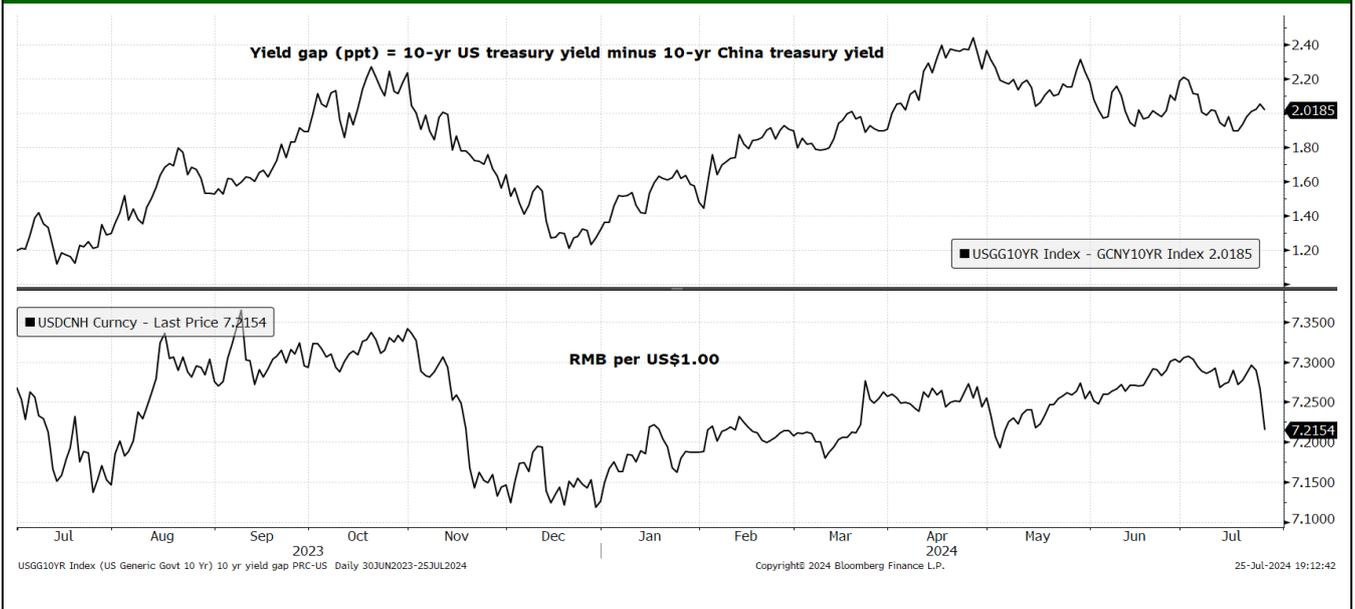


本周中国人民银行宣布为增加可交易债券规模，缓解债市供求压力，自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免 MLF 质押品。这种安排一方面意

味着銀行可以減少向央行質押國債，另一方面銀行可以增加國債的市場供給，進而減輕國債收益率下行壓力（或減輕債券價格上行壓力）。

图 14:

上图：10 年期美国国债收益率减以 10 年期中国国债收益率，利差自今年 5 月初以来呈现止升回落态势  
 下图：美元兑人民币汇率自今年 6 月末以来呈现止升回落态势



注：截至 25/7/2024；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