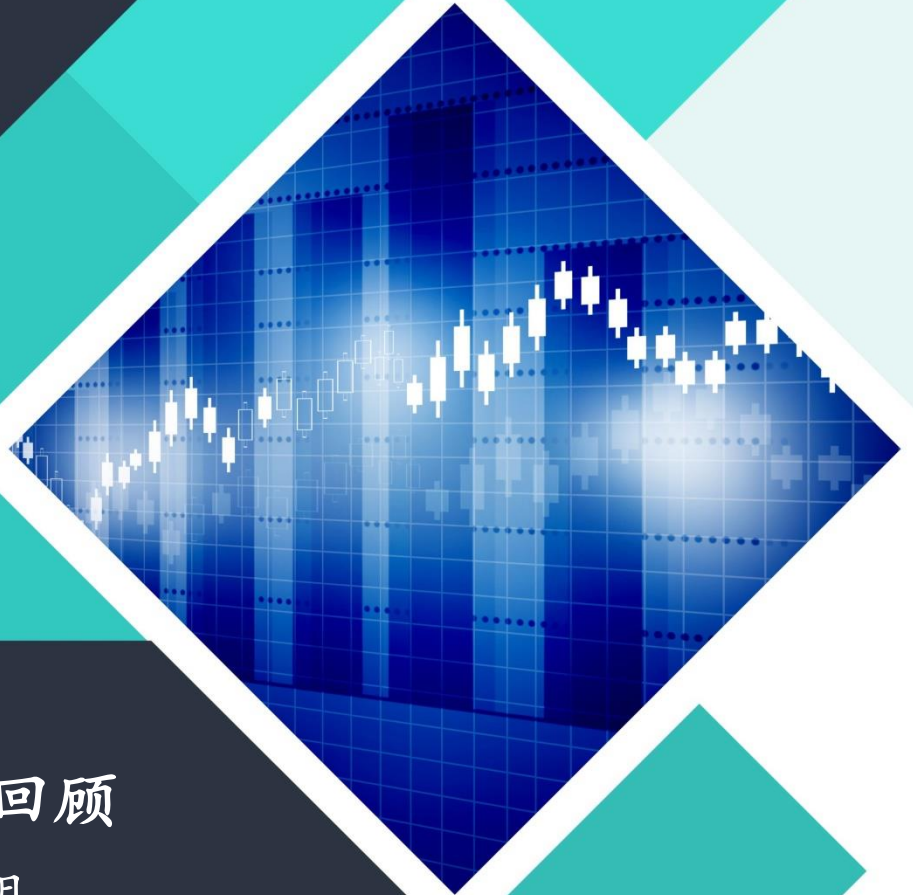




農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年3月22日

港股市场一周回顾

22/3/2024

- 股市更多地对企业事件而非宏观因素做出反应
- 美联储维持今年三次降息预期
- 日本央行改变货币政策并开始收紧量化宽松措施
- 主要经济地区 3 月 PMI 初值分化明显
- 国内房企的竞争对手来自于二手房市场

一、 股市更多地对企业事件而非宏观因素做出反应

本周香港股市受到各种宏观和微观经济事件的影响，包括中国宏观经济数据公布、美国和日本央行利率会议、大盘公司年度业绩公布等等。我们认为，在恒生指数成分股中，市场对上市公司业务或财务表现等微观经济事件的反应较多。

恒生指数本周下跌约 1.3%，主要受到权重电商和互联网股的推动。尽管本周初国家统计局披露今年前两个月网上零售额猛增 15.3%，但本周大型电商和互联网股公布了年度业绩后，股价却走低。国内最大的网络游戏公司公布的四季度业绩令人失望，其报告称，第四季度，国内游戏收入同比下降 3%，国际游戏收入按固定汇率计算也同比下降 1%，尽管公司宣布了巨额股票回购计划，但本周公司股价仍下跌，市场更多地反应于企业业务基本面。

吉利汽车 (175 HK) 公布好于预期的年度业绩，并透露计划分拆新能源汽车业务 Zeeker 在美国单独上市的进一步细节，领涨指数成分股。

手机镜头制造商舜宇光学(2382 HK)公布全年净利润下跌 54%，本周领跌恒生指数成分股。理想汽车(2015 HK)因新 MPV 车 MEGA 销量低于预期，本周理想汽车下调第一季度新能源汽车交付预期，成为恒生指数成分股中第二大跌幅股。比亚迪 H 股(1211 HK)本周股价走强，资金从理想汽车转向比亚迪。运动用品零售商李宁 (2331 HK) 下跌，但其竞争对手安踏体育 (2020 HK) 本周上涨，前者本周公布年度净利润下降约 22%。

二、 美联储维持今年三次降息预期

3月19-20日FOMC会议后，美联储发布2024-26年最新经济预测和长期展望。我们的观点是，美联储经济预测将影响市场预期，美联储试图引导市场预期与它的观点靠近。当然，市场可能并不完全同意美联储的观点，但我们需要了解央行的观点以及央行是否改变了观点。

对比2024年3月和2023年12月发布的预测，我们追踪美联储预期的变化。美联储将2024年第四季度GDP同比增长预测从1.4%大幅上调至2.1%。美联储还将2024年第四季度失业率预测从4.1%下调至4.0%。然而，美联储将2024年第四季度核心个人消费支出(Core PCE)价格通胀同比增长率从2.4%上调至2.6%，但美联储维持2024年第四季度个人消费支出(PCE)价格通胀同比增长率2.4%的预测不变。美联储还维持今年联邦基金利率将下调75个基点左右的预测。在2023年12月预测中，美联储预计2025年将再降息4次(100bp)，但在2024年3月预测中，美联储预计2025年将再降息3次(75bp)。

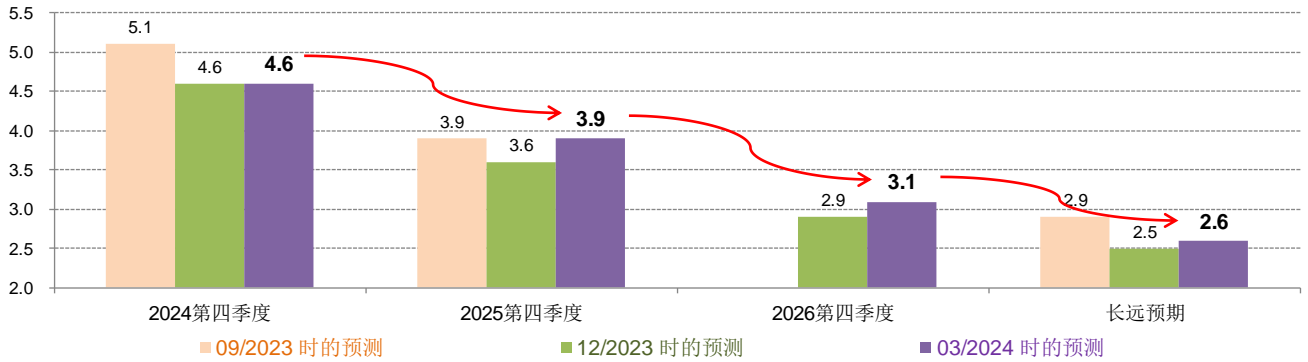
从美联储最新的经济预测来看，美联储预计经济形势(GDP和失业率)好于此前预期；然而，好于预期的经济形势导致美联储认为核心通胀率下降幅度低于此前预期。

在美联储的声明中，我们注意到美联储正在对市场关于何时合适降息的不同声音做出反应。此前，美联储更强调降息决定是基于公布的经济数据。在最新的公告中，美联储在做出降息决定时也考虑了潜在的经济风险。我们认为美联储的态度是合理的，因为经济数据的发布通常比实际经济发展滞后数月。另一个值得注意的重要问题是减缓资产负债表收缩的时机。美联储也暗示考虑这个问题，但没有给出时间表。

目前利率期货市场显示，美联储在5月FOMC会议上维持利率不变的可能性很大，但6月进行第一次降息25bp的可能性约为60%，9月份进行第二次降息25bp的可能性约为80%，12月份进行第三次降息25bp的可能性约为70%。利率期货市场显示的机会率反映市场还不太确定降息次数和时间表，但只是非常高的机会今年会有降息。目前，我公司经济师预计美联储今年将有两次降息。

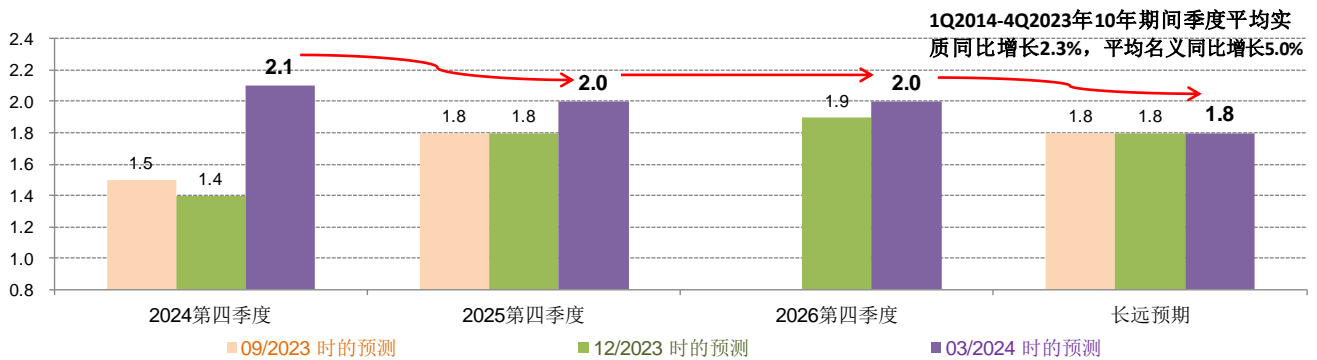
图表 1：美联储宏观经济趋势（联邦基金利率、GDP、失业率）预期变化跟踪

美联储预期联邦基金利率的中位数 (%)



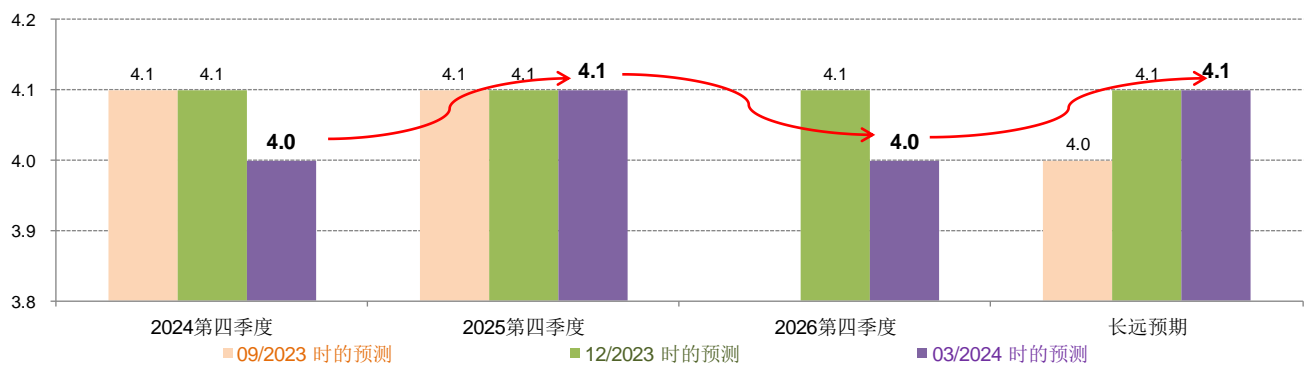
联邦基金利率： 5.33% 2024/3/20 上限： 5.50% 下限： 5.25%

美联储预期 GDP 的中位数 (同比增长%)



GDP 季度 (同比增长)： 3.1% 2023/12/31 GDP 季度季度 (年化环比增长)： 3.2%

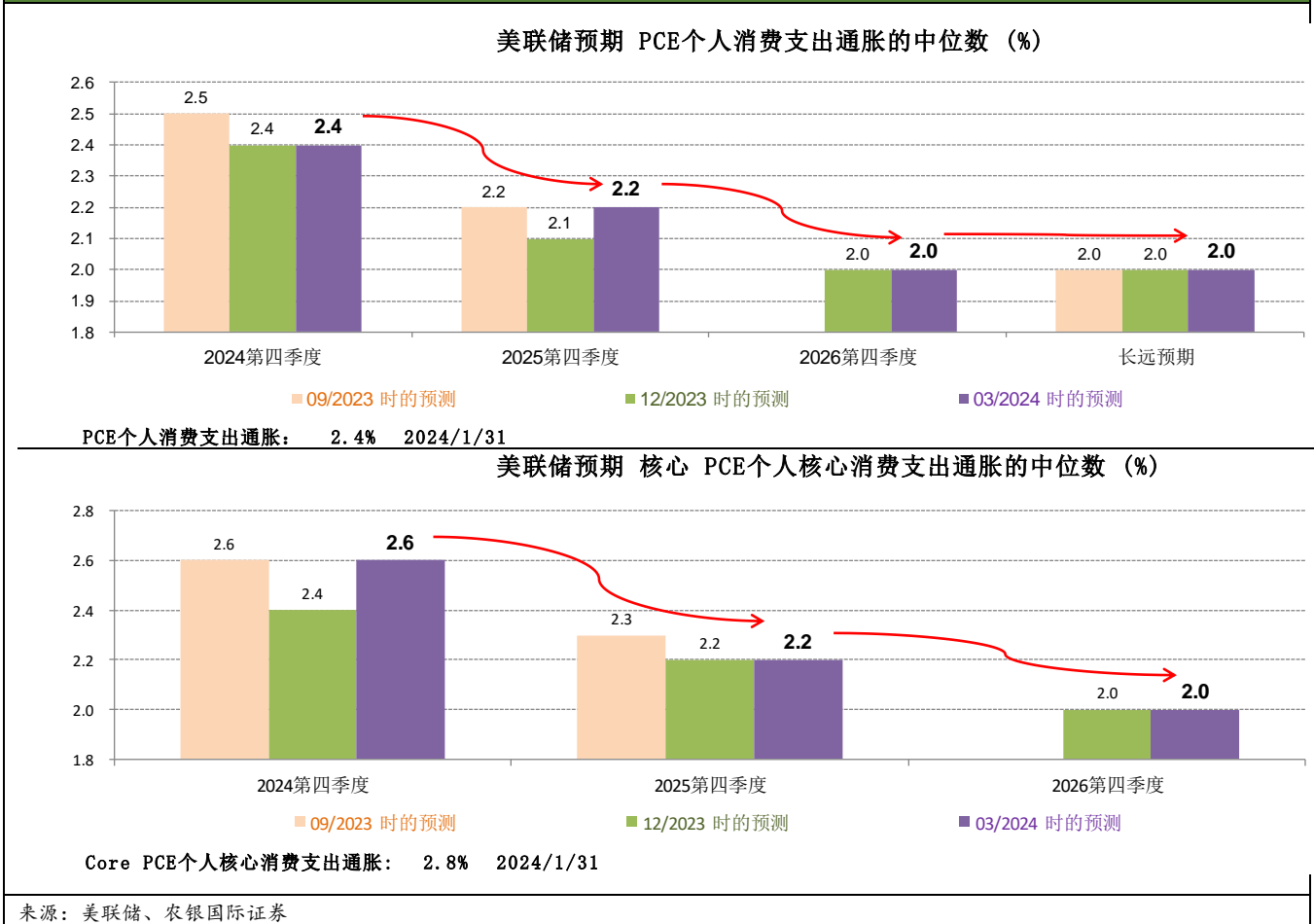
美联储预期 失业率的中位数 (%)



失业率： 3.9% 2024/2/29

来源：美联储、农银国际证券

图表 2：美联储宏观经济趋势（PCE、核心 PCE）预期变化跟踪



三、 日本央行改变货币政策并开始收紧量化宽松措施

据香港证监会网站显示，以 2023 年 12 月的市值计算，日本股市是全球第五大或亚洲第二大股市，仅次于上海股市。日本股市表现也将影响全球基金经理的资产配置，尤其亚洲地区的区域基金经理。因此，日本央行货币政策的变化将对基金经理在亚洲股市的资产配置产生长期影响。

日本央行 3 月 19 日宣布将利率上调至 0.0-0.1%。此外，自当日起，日本央行停止购买日本 ETF 和房地产 REIT。央行表示将逐步减少商业票据和公司债券的购买量，并在一年左右后停止购买。日本央行已发出明确信号，央行不会进一步通过购买 ETF 和 REIT 向资本市场注入流动性，但央行不排除通过购买政府债券向经济注入流动性。然而，市场尚不清楚日本央行何时开始减持其持有的 ETF、REIT、商业票据和公司债券。市场也在审视日本央行下次加息时间。目前，利率掉期市场表明市场预计日本央行不会在 4 月和 6 月的利率会议后进一步加息。

从通胀率和市场利率来看，日本经济仍受到约 2% 负实质利率的提振，负实质利率仍然是刺激投资的主要催化剂。过去 11 个月，日本通胀压力正在缓解，CPI 从 2023 年 1 月的 4.3% (同比) 降至 2023 年 9 月的 3.0%、2023 年 12 月的 2.6% 和 2024 年 1 月的 2.2%。目前，日本政府两年期国债收益率在 0.18% 左右。日本失业率呈下降趋势，从 2020 年底的 3.1% 下降至 2022 年底的 2.6%、2023 年底的 2.5% 和 2023 年 1 月的 2.4%。过去 5 年平均失业率约为 2.6%。

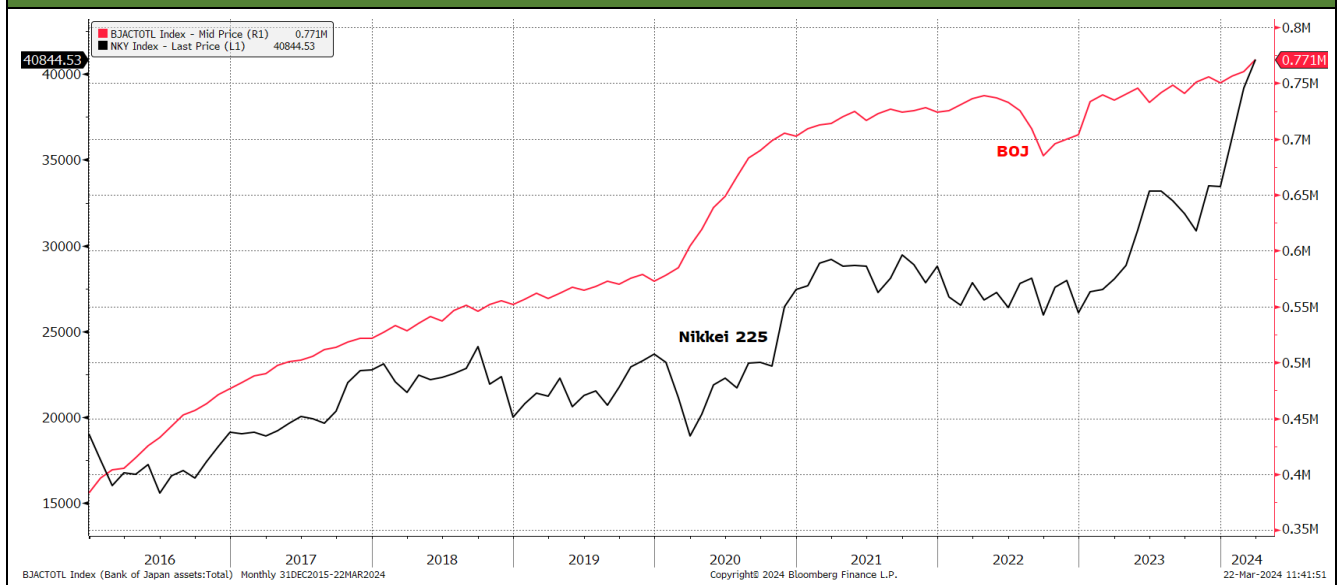
从经济角度看，日本已接近充分就业，日本工资上涨是不可避免的。工资的名义增长将成为今年刺激消费的积极催化剂。特别是名义工资上涨后，如果通胀继续缓和，导致实际工资上涨，消费者实际购买力相应增加。我们相信市场将密切关注未来几个月的名义零售额增长率。港股方面，日港两地上市的零售连锁店运营商迅销 (6288 HK, 9983 JP)，运营优衣库 (UNIQLO)、GU 品牌连锁店的运营商，股价 2023 年飙升 30%，截至目前 2024 年再飙升 34%。

自 2019 年底至 2024 年 3 月 20 日，日本央行的资产负债表扩大了约 35% 或 198 万亿日元，达到 771 万亿日元。但以美元计价，日本央行近几年资产负债表的扩张完全被同期日元贬值所抵消。以美元计，日本央行的资产负债表较 2019 年底收缩约 3.6%，至 2024 年 3 月 20 日为 50,862 亿美元。自 2019 年底以来，日本日经 225 股市指数以日元计价已上涨约 73%，但以美元计价仅上涨约 24%。

截至 3 月 20 日，日本央行持有约 37.2 万亿日元的日本股票 ETF，相当于约 2458 亿美元 (@JPY151.26/USD)，约占日本股市总市值的 4%。央行持有的 ETF 价值受到日本股市上涨的提

振。在 2020 年时，持有 ETF 市值占日本股市总市值比例高达 5.7%。日本央行尚未出售其持有的 ETF，但日本股市的上涨速度快于央行购买 ETF 的速度。截至 3 月 20 日，日本央行持有约 602 万亿日元的日本政府债券、6.0 万亿日元的公司债券、2.8 万亿日元的商业票据和 6561 亿日元的日本地产 REIT。

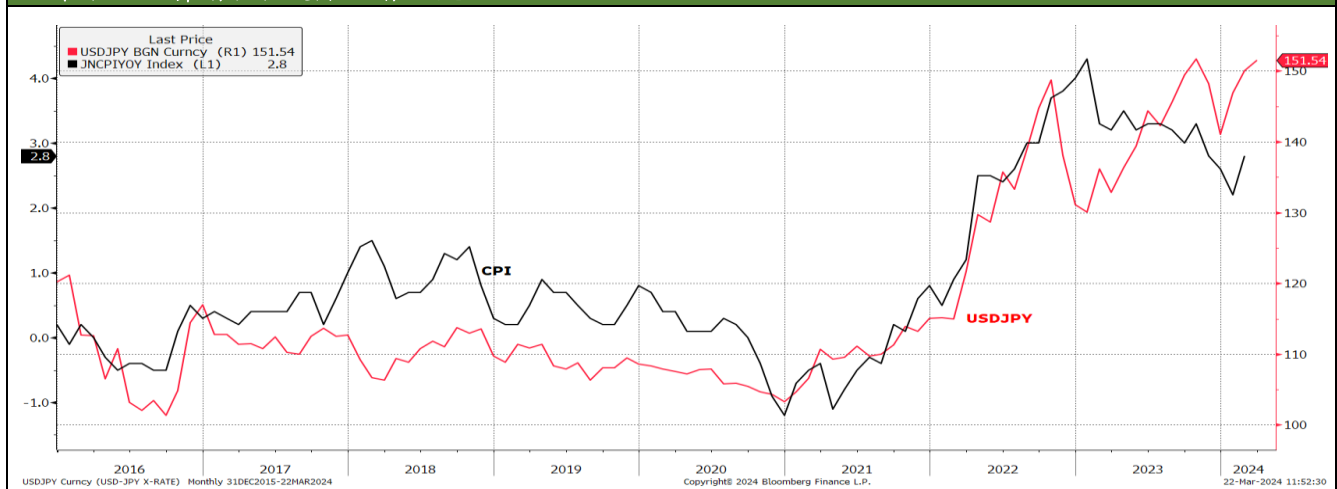
图表 3： 日经 225 指数 (Nikkei225) (左轴, 黑线)，日本央行 (BOJ) 资产规模 (右轴, 红线)



注*：截至 3 月 20 日，日本央行资产规模 771 万亿日元（相当于 50,979 亿美元）

来源：彭博、农银国际证券

图表 4： 日本 CPI (左轴, 黑线)，美元兑日元 (右轴, 红线)
2022-23 年美国进入加息周期，导致日元大幅贬值及通胀大幅上升，日本名义经济增长被通胀显著放大



注：日本去年第三及第四季度，名义 GDP 同比增长 6.9%和 5.1%，实质 GDP 同比增长 1.6%和 1.2%（初步数据以政府最终修订为准）

来源：彭博、农银国际证券

四、 主要经济地区 3 月 PMI 初值分化明显

本周，标普全球公布了美国、欧元区、英国、日本、澳大利亚和印度等主要经济地区 3 月份 PMI 初值。以下讨论的 3 月 PMI 均指初值数据。

3 月份美国制造业活动扩张加速，但服务业活动扩张略有放缓。3 月份制造业 PMI 达到 52.5，为 2022 年 7 月以来的最高值。强劲的 PMI 数据将强化市场对美联储不会急于降息的预期。PMI 调查显示 3 月份环比通胀压力有所上升，由于投入成本通胀率加速。服务提供商表示，工资上涨导致运营费用上涨，而制造商经常提到石油和汽油成本上涨，公司也以更快的速度提高了自己的售价。

欧洲方面，欧元区和英国制造业活动持续低迷，服务业支撑经济。欧元区和英国制造业 PMI 分别连续 21 个月和 20 个月低于 50。经济主要依靠服务业支撑。欧元区服务业 PMI 已连续两个月高于 50，英国服务业 PMI 已连续 5 个月高于 50。

日本制造业活动低迷，但服务业仍然很强劲。制造业 PMI 已连续 10 个月低于 50，但服务业 PMI 已连续 19 个月高于 50。3 月份服务业 PMI 飙升至 54.9，为 2023 年 6 月以来的最高水平。

亮点是印度 PMI。3 月份制造业和服务业 PMI 分别达到 59.2 和 60.3。一季度，制造业和服务业 PMI 平均分别达到 57.5 和 60.9。去年，印度股市 BSE SENSEX 指数飙升约 19%。今年迄今为止，该指数小幅上涨了 0.6%。

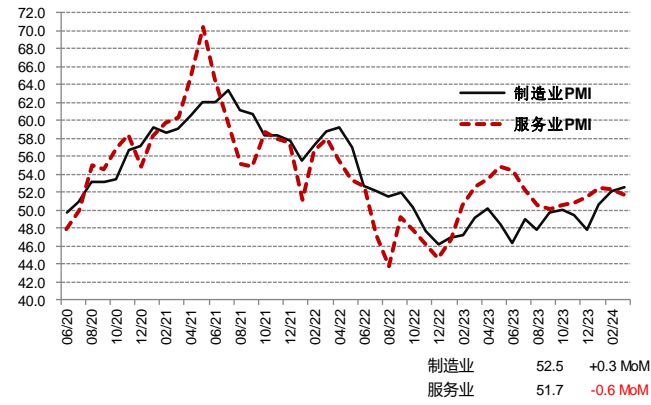
2023 年 12 月，印度股市已成为全球第六大、亚洲第三大股市，仅次于上海和日本股市。据彭博社，按 2024 年预计盈利，印度股市的 BSE SENSEX 指数（72,787 点）相当于 21 倍的市盈率，市场预计 2024 年指数成分股平均盈利将增长约为 23%。今年以来 BSE SENSEX 指数微升，股市的高市盈率估值或许很大程度上反映了市场对企业盈利增长的看涨预期。

我们绘制了他们的 PMI 趋势图以供参考。请参考以下图表。

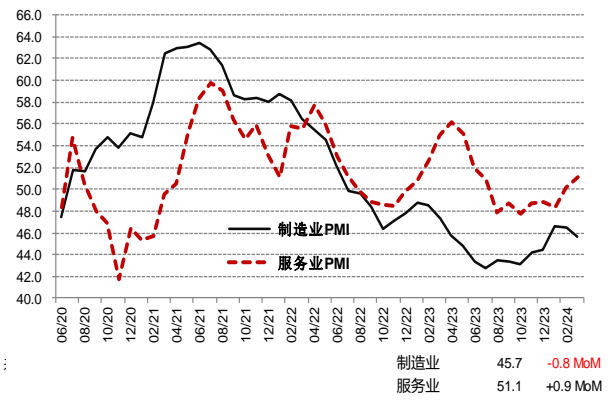


图表 5: 各地区的 PMI

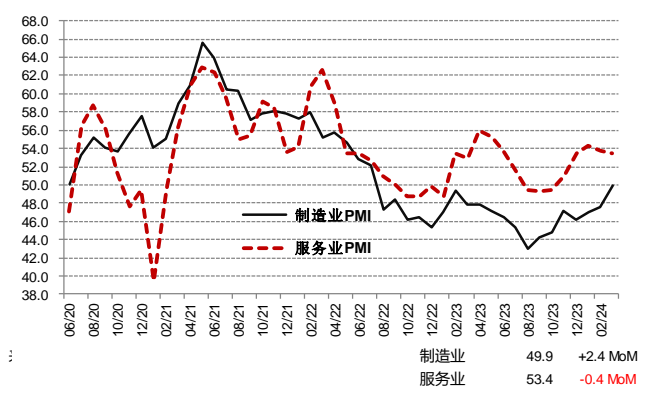
美国 PMI



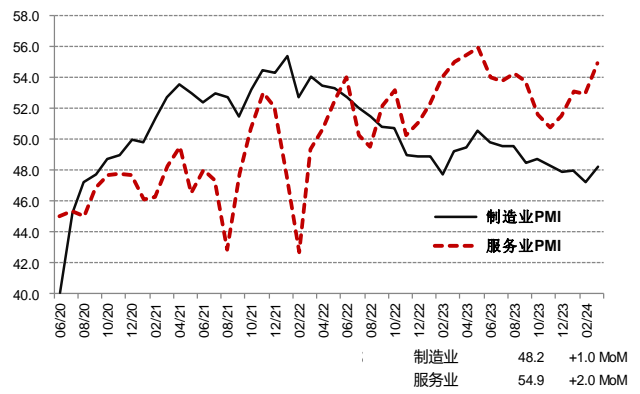
欧元区 PMI



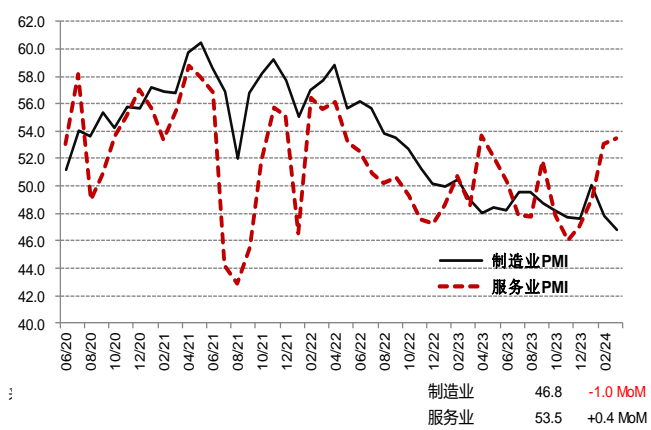
英国 PMI



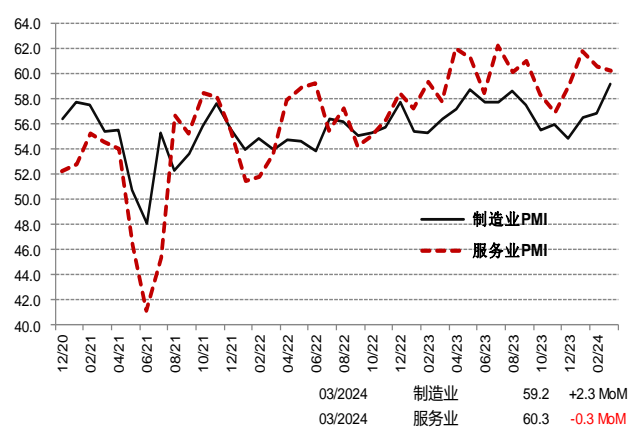
日本 PMI



澳洲 PMI



印度 PMI



注: 2024 年 3 月数是初值, 将会修订。我们关注趋势。

来源: S&P Global、彭博、农银国际证券

五、 国内房企的竞争对手来自于二手房市场

首两个月国内 5 大房企销售额依然低迷。中国海外发展 (688 HK)、华润置地 (1109 HK)、招商局蛇口 (001979 CH)、保利发展 (600048 CH) 和万科 (2202 HK) 报告 2 月份合同销售额分别同比下降约 69%、62%、60%、54%和 53%。1-2 月, 中国海外发展、华润置地、招商局蛇口、保利发展 和 万科的合同销售额分别同比下降约 53%、49%、45%、44%和 43%, 它们首两个月的降幅大于国家统计局公布首两个月全国商品住宅销售额下降约 33%的幅度。

一二三线城市房价持续下滑。据国家统计局, 2 月, 70 个大中城市商品住宅销售价格统计显示一二三线城市平均新房和二手房价格持续同比和环比下滑趋势。三线城市新房价格同比和环比跌幅大于一二线城市。一二三线城市的二手房价格下跌幅度大于新房价格跌幅, 对新房价格带来下行压力, 并二手房抢走新房市场客户。建新房的地产开发商或需降价抢客户。

统计显示去年以来的降息或其它放松措施并没有明显带来居民大量购买新房需求。这现象值得关注了解。贝壳 (2423 HK) 是全国最大的地产代理连锁品牌“链家”店运营商, 全国有近 4.4 万家门店和近 43 万销售人员, 贝壳在 3 月发布业绩并举行业绩分析会, 它们的业务表现和观点很有参考价值。

贝壳去年总交易金额同比上升 20.4%。其中, 二手房交易金额上升 28.6%, 新房交易金额上升 6.7%, 二手房交易金额是新房交易金额的两倍。去年第四季度, 二手房交易金额同比上升 30.1%, 新房交易金额下跌 9.7%。数据反映二手房交易很活跃, 但新房交易金额波动较大。贝壳去年净利润达到 58.9 亿元人民币。

如果看贝壳的交易金额和业绩, 可能会觉得房地产市场很好, 但大家多不会认同。为什么这么差异化, 主要是很多房企和大部分市场统计数据都只覆盖新房市场统计, 很少覆盖二手房市场统计, 所以大家被新房市场的统计表现引导做判断全国住房市场情况。

房地产企业的主要竞争对手来自于二手房市场。贝壳表示去年全国大约四成的住宅交易是在二手房市场进行的, 二手房市场的供应与新房市场的供应存在竞争。二手房市场对降息、限购限售放松较为敏感, 购房者更喜欢购买他们看得到摸得到的住房。贝壳指出许多业主是“卖一买一”, 亦即在二手房市场出售现有住房, 卖出后并在二手房市场购买他的新住房。因此很少置换需求会流入新房市场。这解释了为什么贝壳的二手房交易金额能大幅上升, 贝壳帮业主卖一买一。

2月人民银行降低RRR，商业银行降低5年期LPR，应有助房地产市场，吸引居民买房。问题是购房者买新房多，还是买二手房多。贝壳去年的业务情况显示买二手房越来越多。购房者会不会在3月多买新房，要等到4月房地产企业公布它们3月销售统计数据才知道。贝壳第一季度的业绩要等到5月才公布，到时才知道它们在二手房市场的表现。

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,与本报告提及的比亚迪和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 \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