



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年4月12日

港股市场一周回顾

12/4/2024

- 4月和5月中国长假期刺激了消费
- 美国财政部部长耶伦访华
- 美国中长期国债收益率曲线上移表明高利率环境持续时间将长于之前预期
- 美中两国国债收益率差距扩大，将加大人民币贬值压力
- 台积电、鸿海精密三月及一季度营收增长对全球电子行业的指示

一、 4月和5月中国长假期刺激了消费

据文化和旅游部政府门户网站，经文化和旅游部数据中心测算，2024年清明节假期3天全国国内旅游出游1.19亿人次，按可比口径较2019年同期增长11.5%；国内游客出游花费539.5亿元，较2019年同期增长12.7%。入出境旅游人数接近2019年同期水平。清明节假期3天，入境游客104.1万人次，出境游客99.2万人次。

据交通运输部网站，4月4日至6日清明假期，全社会跨区域人员流动量74038.6万人次，日均24679.5万人次，比2023年同期清明假期日均增长53.5%，比2019年同期假期日均增长18.9%。其中铁路客运量4968.2万人次，日均1656.1万人次，比2023年同期日均增长75.1%，比2019年同期日均增长20.6%；民航客运量503.4万人次，日均167.8万人次，比2023年同期日均增长21.9%，比2019年同期日均增长0.3%。

清明节三天假期刚刚过去，五月初的五一劳动节长假期即将到来。上述统计数据将有助于了解劳动节期间旅游需求的潜在增长。

4月份至今，截至4月11日，恒生消费指数成分股中，有多只股票触及52周新高，但1只股票触及52周新低。矛盾的方向反映了市场的偏好。触及52周新高的消费指数成分股包括家用电器生产商海尔智能(6690 HK)、在线旅游平台携程集团(9961 HK)和同程旅行(780 HK)、消费品出口商裕元集团(551 HK)和创科实业(669 HK)、玩具零售连锁经营商泡泡玛特(9992 HK)和护肤品零售连锁运营商欧舒丹(973 HK)。而啤酒商百威亚太(1876 HK)则触及52周新低。

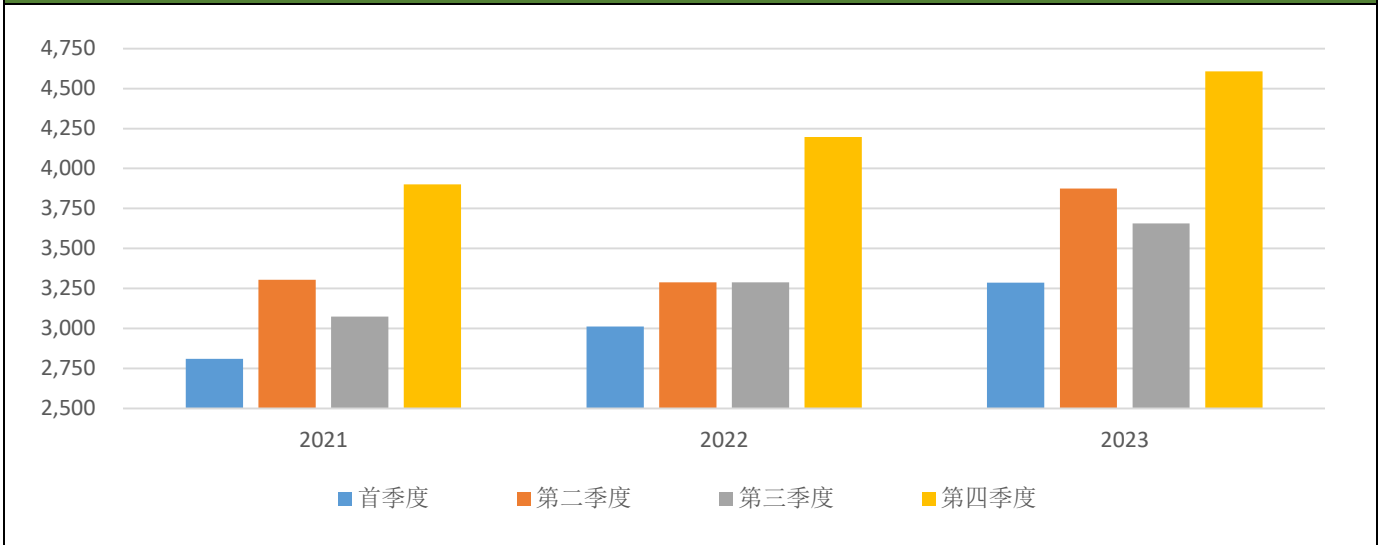
携程集团(9961)和同程旅行(780)是在线旅游平台。外出消费者通过网络平台订购机票、长途车票、火车票、酒店、景点门票等。4月、5月的长假将是这些在线旅游平台的旺季。国家

鼓励家庭更换旧电器。这对于海尔等知名品牌电器来说是一个持续积极的商业因素。

黑石可能将欧舒丹私有化的消息提振了后者股价。假期长，年轻人可能会花更多时间外出。这对泡泡玛特来说是商机。从青少年学生的角度来看，清明节长假和劳动节长假有什么区别？答案是初中和高中考试。进入五月，重要的考试即将来临。一些学生可能在劳动节期间留在家里或学校学习准备考试。

从有关部门公布清明节的数据来看，市场对五一假期消费市场寄予厚望。由此来看，五一假期前消费市场的乐观情绪将持续，尤其是旅游、住宿、餐饮、观光等等。这些服务的共同点是出发前在线订票。或许，线上平台已经收集了在五一假期大量的客户订单，他们已经知道五一假期的业务量。在线旅游平台股价可能会在假期前做出反应。

图表 1：网上零售商品和服务（10 亿元人民币）
 季节性波动模式重复，一季度为网络零售淡季，二季度好于一季度，三季度再次走弱，四季度为年内高峰



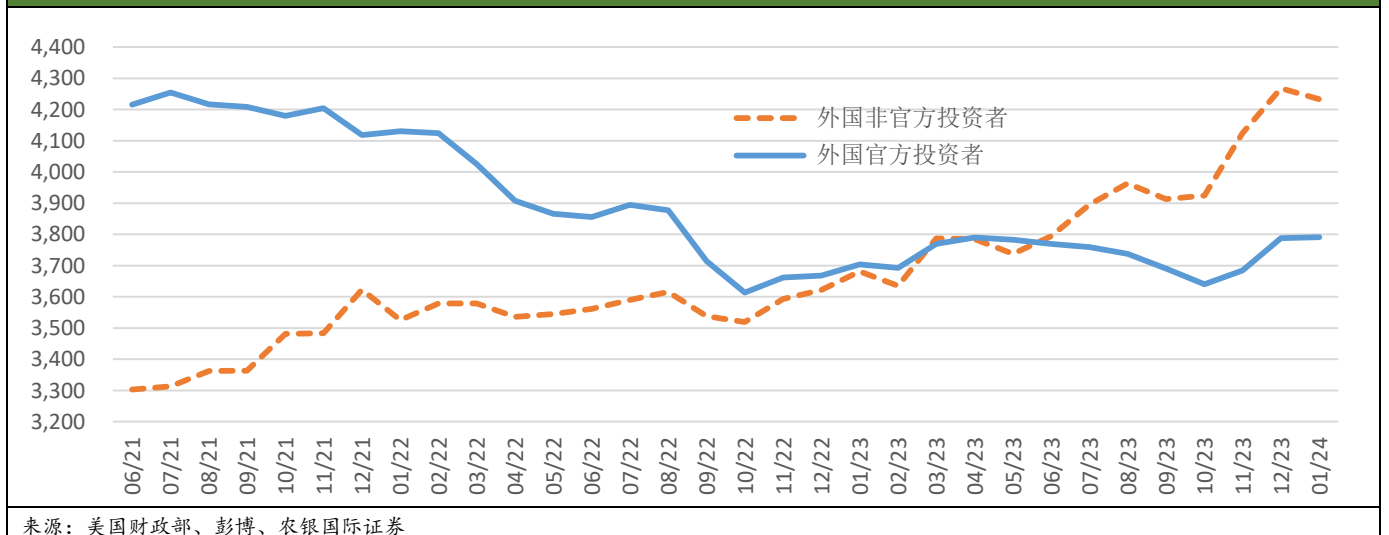
来源：国家统计局、农银国际证券

二、 美国财政部部长耶伦访华

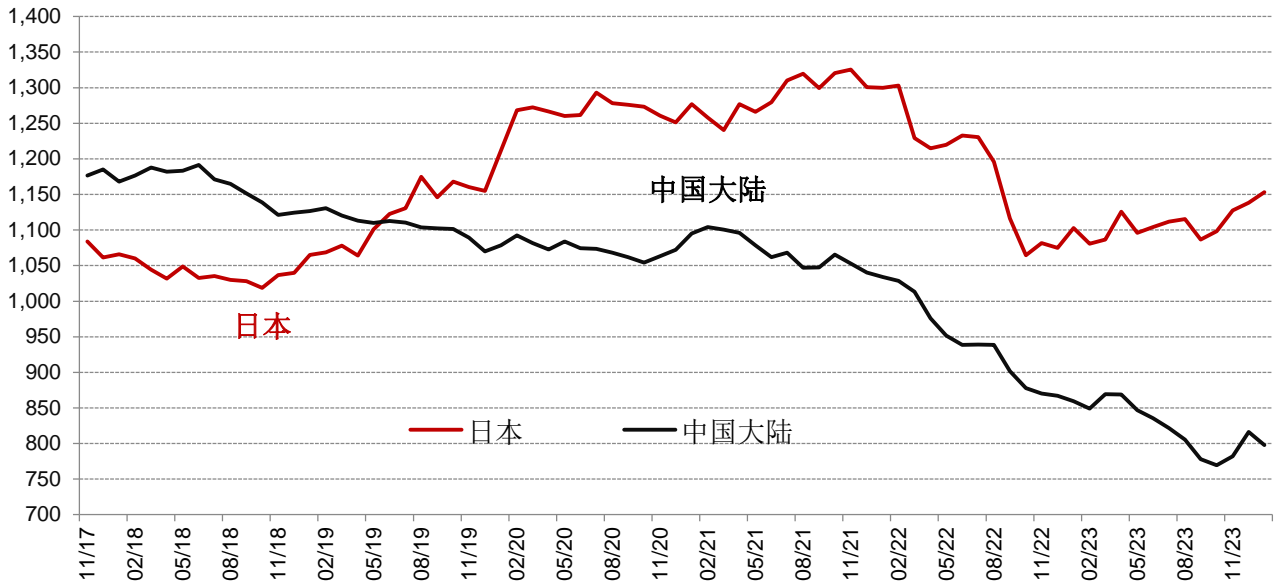
美国财政部部长耶伦访华已被媒体广泛报道。我们考虑美国未偿债务趋势和外国投资者持有美国国债的趋势。2023 年底至 2024 年 4 月 4 日，美国未偿政府债务增加 5975 亿美元至 34.6 万亿美元。2023 年，政府债务余额增加 25818 亿美元，达到 34.0 万亿美元。从流动性来看，美国政府继续通过发行政府债券吸收全球流动性进入其金融市场，为其财政扩张政策提供资金。据美国财政部统计，截至 2024 年 1 月末，外国持有者持有美国国债 80237 亿美元，占总政府债务余额的 23.5%，其中外国官方持有 37908 亿美元，外国非官方持有 42329 亿美元。2022 年底至 2024 年 1 月，外国官方增持美国国债 1199 亿美元，外国非官方增持美国国债 6461 亿美元。统计数据显示，外国非官方增持美国国债的力度加大，我们认为美国国债高收益率是吸引外国投资者的主要原因之一。

据美国财政部统计，截至 2024 年 1 月底，中国大陆、中国香港和中国台湾持有的美国国债分别为 7,977 亿美元、2,285 亿美元和 2,559 亿美元，较 2023 年 1 月份分别减少 617 亿美元、增加 75 亿美元和增加 213 亿美元。从 2023 年 1 月到 2024 年 1 月，在美国国债的主要外国持有者中，英国、加拿大、法国和日本增加了美国国债持有量 928 亿美元、857 亿美元、836 亿美元和法国 502 亿美元。美国国债高收益率吸引其盟友的流动性流入美国国债。

图表 2：外国投资者持有美国国债趋势（十亿美元）

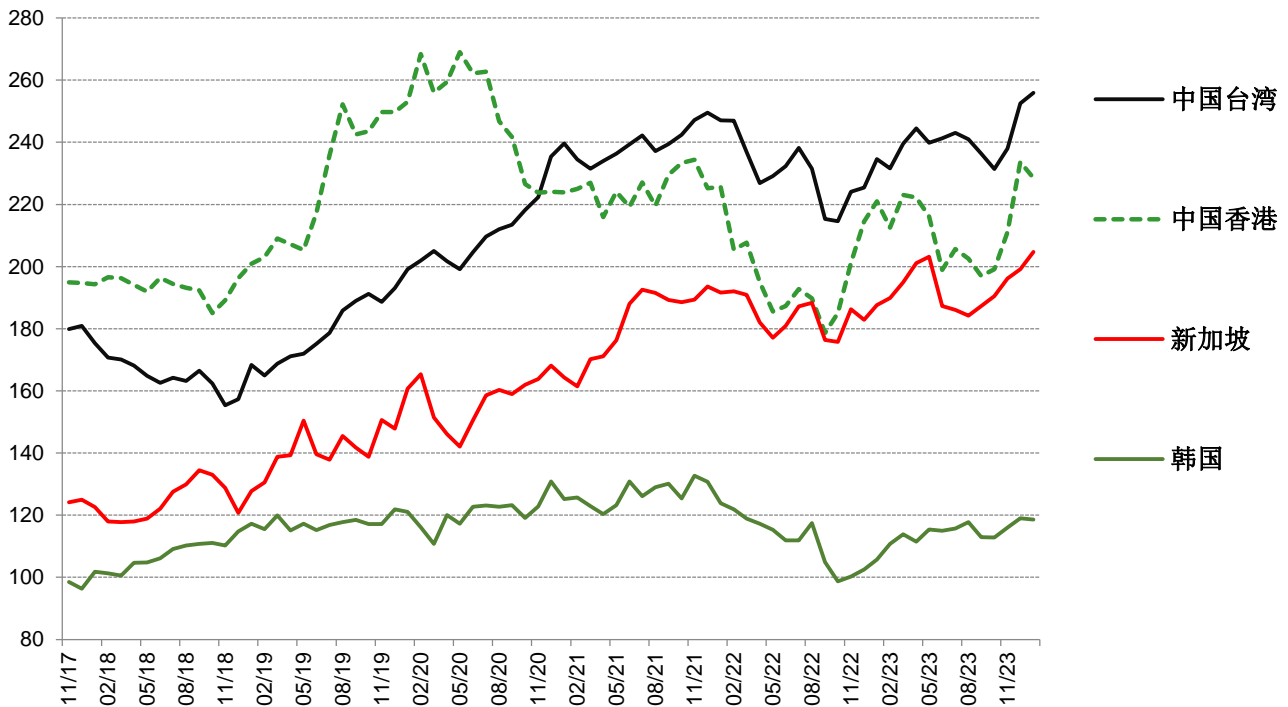


图表 3: 亚洲两个最大经济体持有美国国债趋势 (十亿美元)



来源: 美国财政部、彭博、农银国际证券

图表 4: 亚洲主要经济体持有美国国债趋势 (十亿美元)



来源: 美国财政部、彭博、农银国际证券

三、 美国中长期国债收益率曲线上移表明高利率环境持续时间将长于之前预期

首先，美国国债收益率曲线仍向下倾斜，表明市场对美联储未来降息仍有预期。其次，中长期，美国国债收益率的上移，也表明降息步伐可能慢于此前预期，高利率环境将持续较长时间。5年期及10年期美国国债收益率在过去一个月上升超过40bp。今年以来，标普GSCI商品指数已上升近一成，由能源及有色金属价格上涨导致。我们预计，今年以来主要大宗商品价格的上涨已成为美欧日等一些发达经济体通胀趋势回落的主要阻力之一。与大宗商品价格走势相比，通胀数据滞后。2024年第一季度大宗商品价格的上涨将在第二季度渗透到实体经济中，并在通胀等经济数据体现。

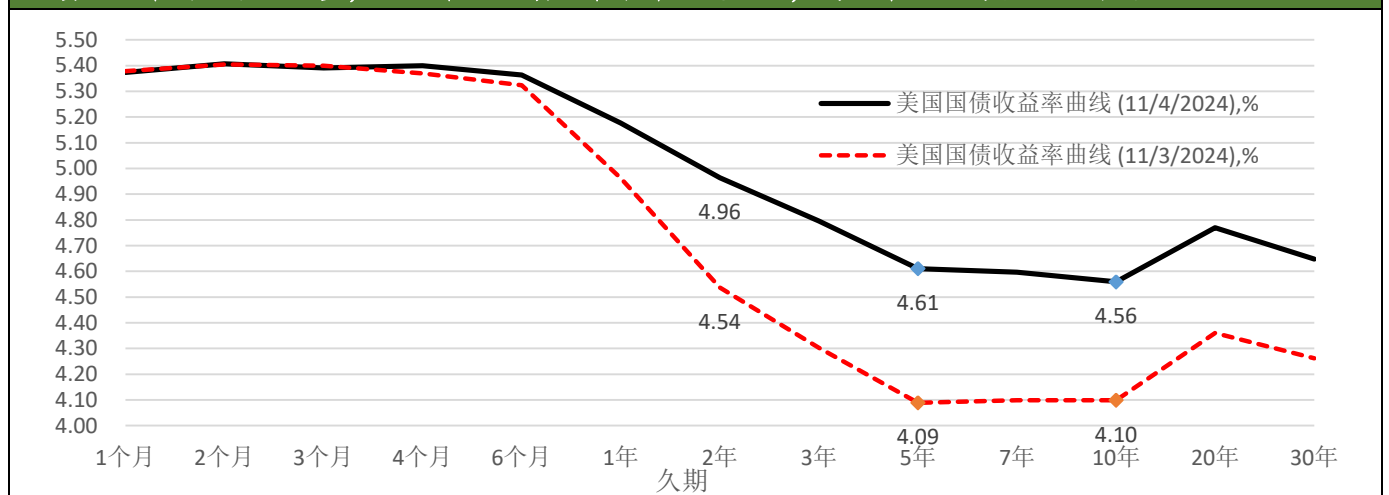
一季度以来大宗商品价格的上涨是由供给侧和需求侧共同推动的。

供给侧推动。对于原油价格的上涨，一季度OPEC和美国原油日均产量的减少起到了重要的价格上涨催化剂作用。一些国家的自然灾害也中断了铜等一些主要商品的生产，导致供给侧受限。

需求侧推动。从2022年9月至2023年12月，全球制造业PMI连续16个月维持在50以下，但今年一季度全球制造业PMI回升至50以上，表明制造业活动的增加将带动主要大宗商品的需求增长，并刺激投资者业界投机一些商品期货。

图表 5：美国国债收益率曲线

长债收益率向上移动较多，反映市场预期利率下降速度放缓，高利率环境持续较长时间



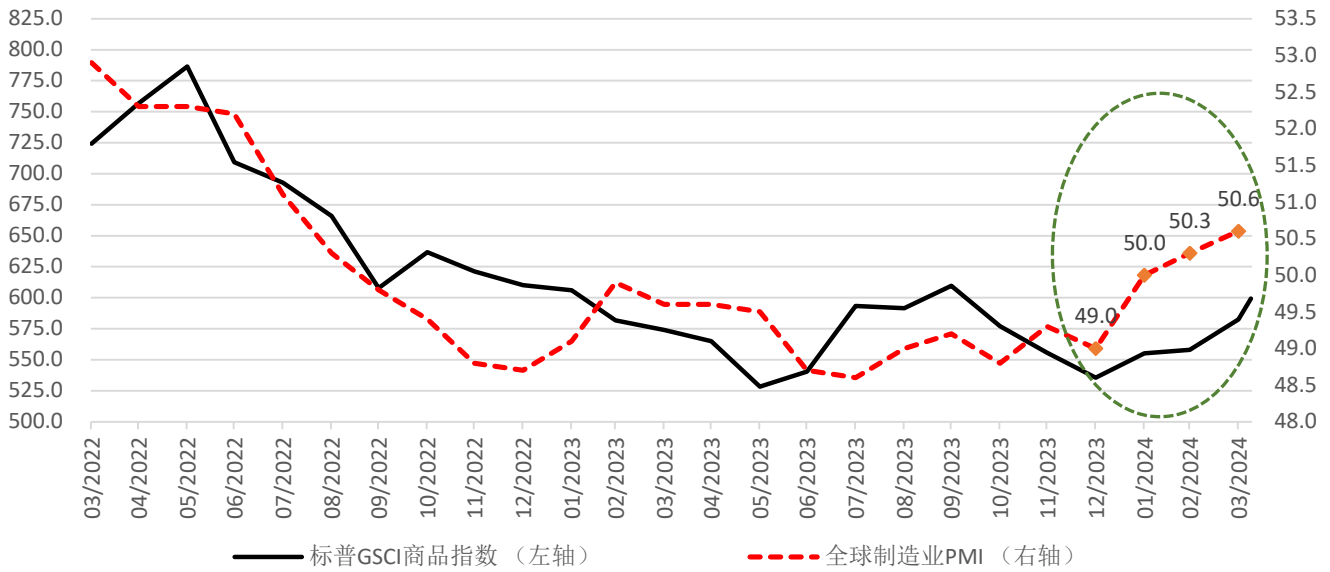
注：我们选择3月11日与当前4月11日比较，3月11日是美国公布2月CPI通胀数据前一天，4月11日是美国公布3月CPI通胀数据后一天，这两条收益率曲线变化反映市场对2及3月通胀数据公布后的影响。一年以内短债收益率变化较低，但两年或以上久期国债收益率变化较高，预示高利率环境持续较之前预期长。

来源：彭博、农银国际证券



图表 6: 标普 GSCI 商品指数 (左轴) vs 全球制造业 PMI (右轴)

2024 以来, 全球制造业 PMI 呈现回升态势, 拉动对原材料商品需求增长的预期及推升商品价格

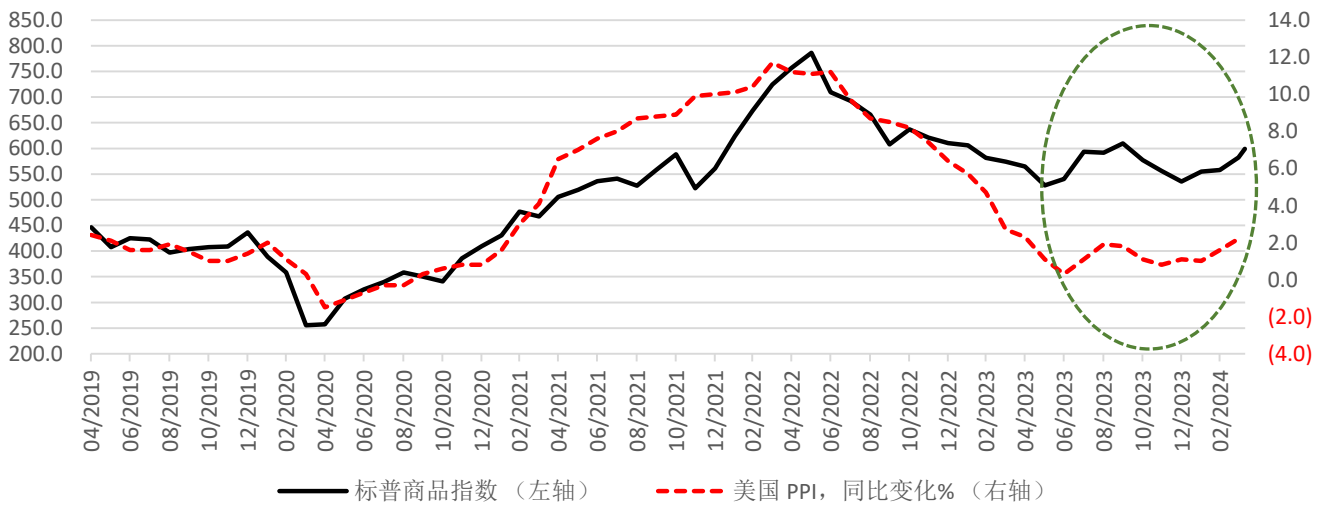


标普 GSCI 商品指数包括能源产品 (权重约 60%), 工业及贵金属产品 (权重约 15%), 食品 (权重约 25%)

来源: S&P Global、彭博、农银国际证券

图表 7: 标普商品指数 (左轴) vs 美国 PPI, 同比变化% (右轴)

商品指数趋势成为通胀趋势的领先指标



来源: S&P Global、彭博、农银国际证券

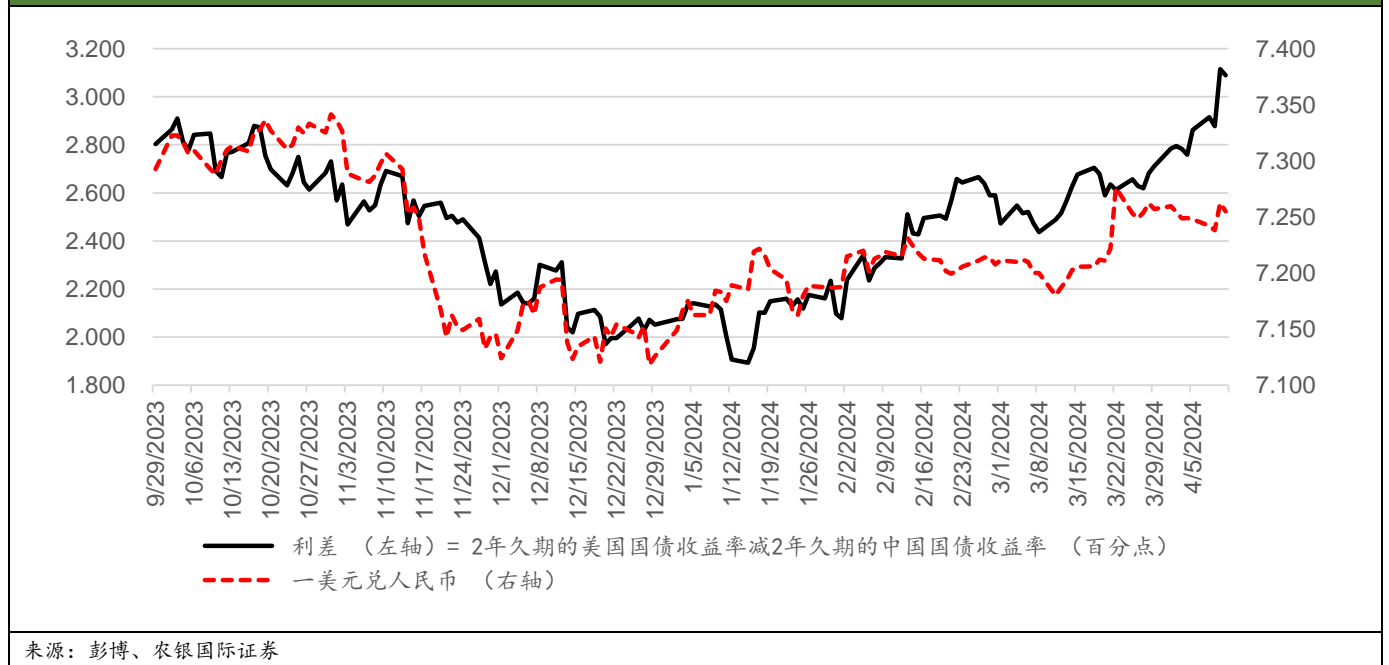
四、 美中两国国债收益率差距扩大，将加大人民币贬值压力

本周，美国及中国公布 3 月 CPI 数据后，美中两国国债收益率差距扩大。美国城市 CPI 同比从 2 月的 3.2% 反弹至 3 月的 3.5%，市场预期美联储降息将推迟至三季度，美国国债收益率上升。同时，中国 CPI 同比从 2 月份的 0.7% 下调至 3 月份的 0.1%，市场预期央行将进一步放松货币政策，中国国债收益率下降。美国国债收益率与中国国债收益率的趋势背驰扩大了两国之间的国债收益率差距。

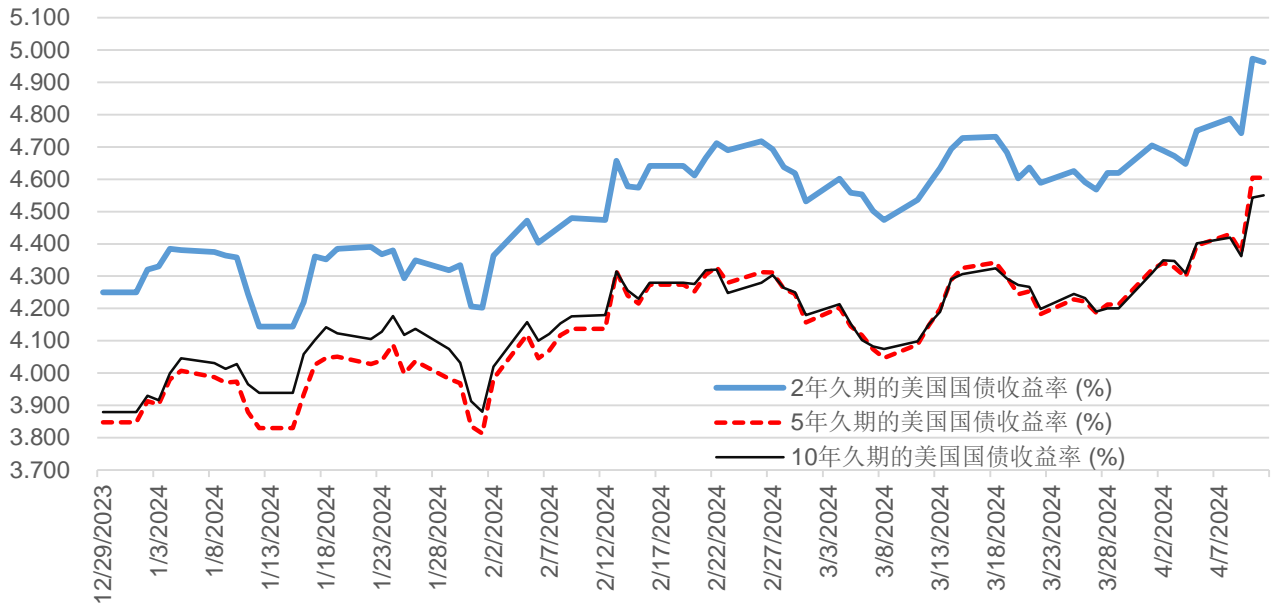
中国 2 年期国债收益率从 2 月底的 2.028% 下降至 3 月底的 1.909% 和 4 月 11 日的 1.860%。美国 2 年期国债收益率从 2 月底的 4.619% 上升至 3 月底的 4.620% 和 4.961%。截至 4 月 11 日，美国和中国之间的 2 年期国债收益率差距已从 2 月底的 2.591% 扩大至 3 月底的 2.711% 和 4 月 11 日的 3.101%。截至 4 月 11 日，2 年期、5 年期和 10 年期美中两国国债收益率差距分别为 3.101%、2.474% 和 2.253%，较 2 月末分别上升 51.0bp、45.1bp 和 35.6bp。

统计显示，美元人民币汇率对中美名义国债收益率差距的走势较为敏感。特别是美国及中国 2 年期国债收益率差距已扩大至近 3 个百分点。

图表 8：美中两国国债收益率差距（左轴） vs 美元人民币汇率（右轴）

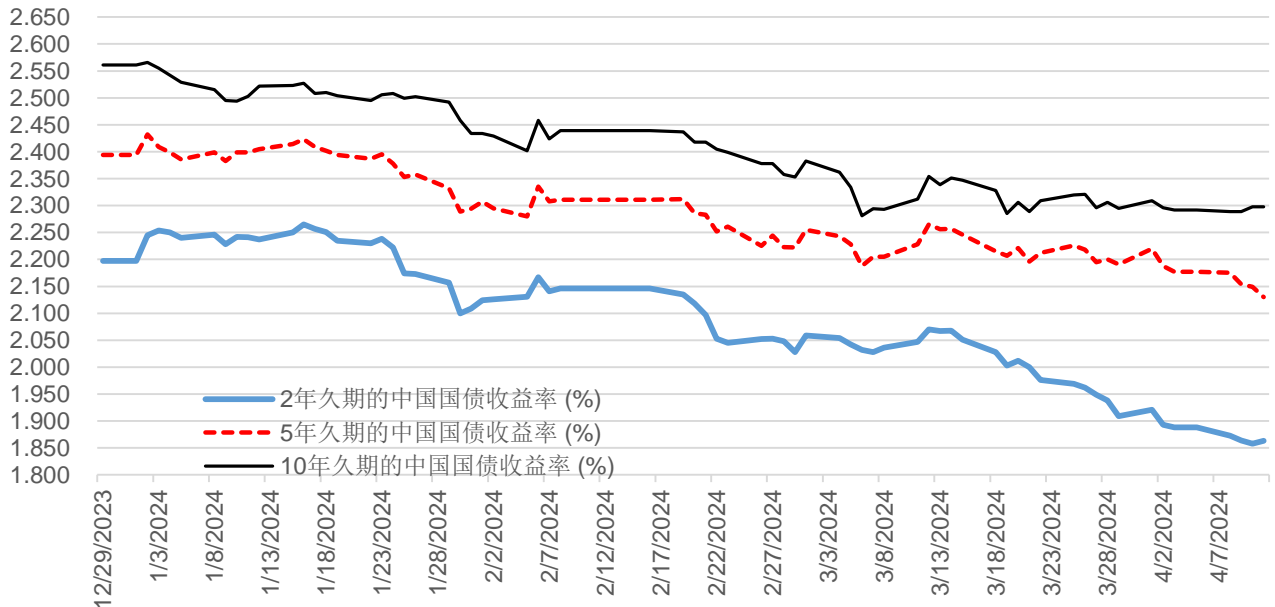


图表 9: 美国国债收益率趋势 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 中国国债收益率趋势 (%)



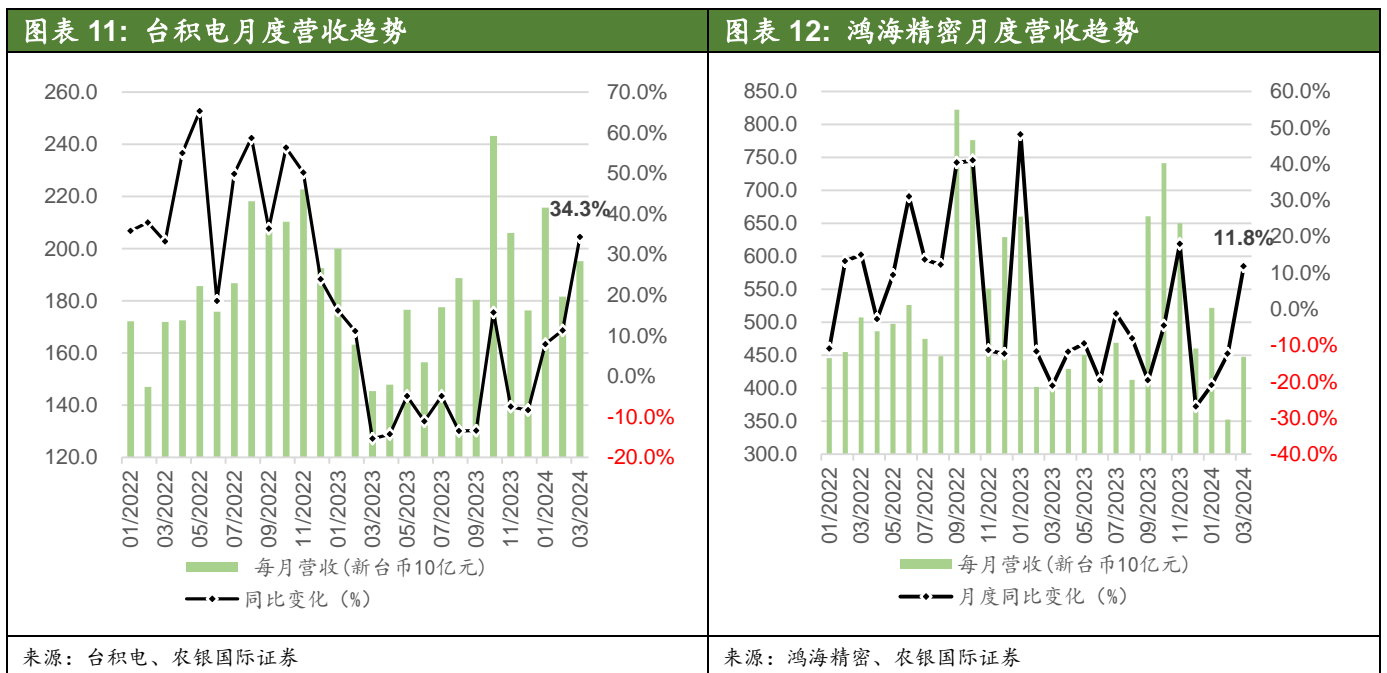
来源: 彭博、农银国际证券

五、 台积电、鸿海精密三月及一季度营收增长对全球电子行业的指示

全球最大芯片代工厂台积电（2330 TT; TSM US）公布 3 月份营收同比增长 34.3%，环比增长 7.5%。第一季度同比增速从 1 月份的 7.9% 回升至 2 月份的 11.3%，3 月份的 34.3%。因为芯片是各类消费电子产品的核心部件，台积电营收同比增速持续上升是全球电子行业复苏的先行指标。

全球最大的电子代工制造商鸿海精密（2317 TT, HNH PF US）3 月份营收同比增长 11.8%，环比增长 27.0%。3 月份环比增长率强劲主要是由于 2 月份工作日较少。3 月份同比增长归因于消费电子、云和网络产品、组件和其他产品以及计算产品四大主要业务部门的收入增长。3 月份消费电子领域和云及网络产品领域的收入同比增长主要得益于强劲的客户订单。由于个人电脑需求不温不火，3 月份计算产品领域增长持平。鸿海精密表示，第二季度为传统淡季，但预计 2024 年第二季度将实现环比和同比增长。并表示主要产品正进入新旧产品过渡期。因此，电子产品替换需求是收入增长的主要驱动力。鸿海精密 3 月业绩及 2 季度业绩展望对其主要运营子公司富士康工业互联网（601138 CH）有积极影响。

风险：近期台湾地震可能会扰乱全球电子行业供应链生产商的生产效率。鸿海发布的第二季度业务展望是在台湾地震爆发前一天发布的。台湾地震可能会引发订单流向中国、韩国和日本等北亚市场的其他生产商。



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