



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年6月28日

港股市场一周回顾

28/6/2024

- 中港能源、原材料、电信及公用事业行业指数上半年跑赢
- 香港本地居民可支配总收入近年持续大幅高于本地生产总值
- 香港特区政府需加大力度应对房地产市场风险

一、 中港能源、原材料、电信及公用事业行业指数上半年跑赢

今年上半年,恒生指数和恒生中国企业指数分别上升 3.9%和 9.8%,但恒生科技指数逆势下跌 5.6%。今年以来,国内汽车市场价格战,加上电商平台竞争加剧,科技指数内新能源车股及电商平台大幅下跌,导致恒生科技逆势下行。资金追捧“中特估”高分红国企大盘股,导致恒生中国企业指数表现较优。

地区主要股市指数比较看,上半年,沪深 300 指数及恒生综合指数分别上涨约 0.9%及 3.4%,而同期的日经 225 指数上涨约 18%,印度 SENSEX 指数上涨约 10%,标普 500 指数上涨约 15%,欧洲斯托克 50 指数上涨约 9%。中国内地及香港股市表现相对落后。

从板块指数比较看,中国 A 股市场与香港股市基准行业指数中,能源、原材料、电信及公用事业行业指数大幅跑赢基准股市指数和其他行业指数。

虽然上半年 A 股和港股市场的基准股市指数表现并不强劲,但部分行业分类指数却出现大幅上涨。这些现象说明大部分投资者的资产配置具有相似的投资行为,将投资集中在几个行业上。

上半年以来,沪深 300 指数能源行业分类指数累计上涨约 28%,恒生综合指数能源行业分类指数累计上涨约 43%。上半年美国活跃期货原油价格波动较大,但第一季度均价约为 75 美元/桶,而去年第一季度约为 71 美元/桶。今年第二季度至今,活跃期货原油均价约为 80 美元/桶,而去年同期约为 69 美元/桶。今年第二季度平均原油价格上涨意味着原油生产商的盈利能力将增强。考虑到去年第三季度平均原油价格约为 76 美元/桶,如果今年第二季度平均原油价格在第三季度维持或进一步上涨,原油生产商的第三季度业绩将更好。中港股市能源分类指数的优异表现都有基本面原因支撑。风险在于四季度高油价环境是否能持续,因为 OPEC 在 6 月初就表示 9 月份之后会加大产量,也就是说四季度之前 OPEC 都不会加大产量。

另一个表现优异的行业分类指数是原材料分类指数,该行业指数在 A 股市场上涨了 9%,但

在香港股市大涨了约 29%。黄金价格、有色金属价格的上涨，带动原材料指数中相应成分股的上涨。今年以来，黄金和铜的价格分别上涨了约 13%和 11%。这对黄金和铜矿开采公司来说都是利好因素。通常情况下，金矿和铜矿是混在一起的。全球制造业 PMI 自 1 月份以来已连续 5 个月处于 50 以上，表明今年以来全球制造业活动持续复苏，有色金属等工业金属需求回升，带动价格上涨。风险在于需求复苏可能持续，但复苏步伐可能不强劲，因此有色金属价格难以维持大幅上涨，缓慢回升的可能性较大。

电信行业分类指数是中国和香港股市另一个表现优异的行业指数，在 A 股市场上涨约 12%，在香港股市上涨约 18%。高股息是三大中国电信运营商的共同点，其高股息吸引了长线投资者，而内地投资者也逐渐掌握了香港上市中国电信服务股股价的定价权。据港交所统计(27/6/2024)，中国内地投资者通过南向港股通持有中国电信（728 HK）在香港上市的股票约 62.85%。

公用事业行业分类指数是另一个亮点，在中国股市上涨约 28%，在香港股市上涨约 10%。煤炭价格疲软和电力消耗相对较快的增长对中国和香港的电力公司来说都是好消息。此外，今年迄今为止水电产量的强劲复苏也对水电股有利。前 5 个月，全国规模以上工业总发电量增长 5.5%，其中水电发电量同比增长 14.9%。

图表 1: 2024 年 1-6 月指数表现

	沪深 300 指数 [^]	恒生综合行业指数 [^]	MSCI 亚太区*	MSCI 欧洲指数*	标准普尔 500*
基准指数	0.9%	3.4%	6.1%	7.1%	14.9%
能源指数	27.9%	43.3%	11.0%	3.6%	8.6%
金融指数	5.3%	5.6%	10.9%	9.4%	8.8%
地产指数	-21.3%	-15.2%	-7.7%	-4.4%	-4.7%
原材料指数	9.3%	28.8%	-10.0%	2.2%	3.1%
工业指数	0.2%	5.9%	7.2%	8.4%	6.9%
可选消费指数	7.1%	-9.8%	1.8%	3.0%	6.7%
主要消费指数	-11.0%	-15.1%	-5.7%	-2.5%	8.0%
医药卫生指数	-21.2%	-28.4%	-4.4%	14.0%	7.0%
电信业务指数	11.7%	18.1%	8.6%	5.4%	28.2%
信息技术指数	-4.6%	11.2%	16.6%	23.0%	28.3%
公用事业指数	27.7%	9.5%	11.7%	-5.5%	8.8%

注[^]: 截至 6 月 28 日，中港股市上半年度最后一个交易日。注*: 截至 6 月 27 日。

来源: 彭博、农银国际证券

二、 香港本地居民可支配总收入近年持续大幅高于本地生产总值

今年是香港回归祖国二十七周年，香港政府完成强化地区治理架构的工作，全面落实「爱国者治港」原则。我们借此机会从香港居民的角度回顾一下1997年香港回归祖国以来香港居民收入增长的情况。

从香港居民角度来看，GDN I 比 GDP 更重要。经济学家通常使用 GDP 来评估一个地区的产出。然而，从香港居民的角度来看，GDP 值可能与他们的收入并不完全挂钩，因为非香港居民及企业（如在香港的外国企业）在香港产生的收入不属于香港本地居民。此外，香港居民的部分收入也可能来自香港以外地区。从香港居民的角度来看，本地居民可支配总收入（GDN I）是衡量居民收入的一个重要参数。GDN I 是衡量居民可用于最终消费和储蓄的总收入，其计算方法为本地居民总收入加上二次收入净值。

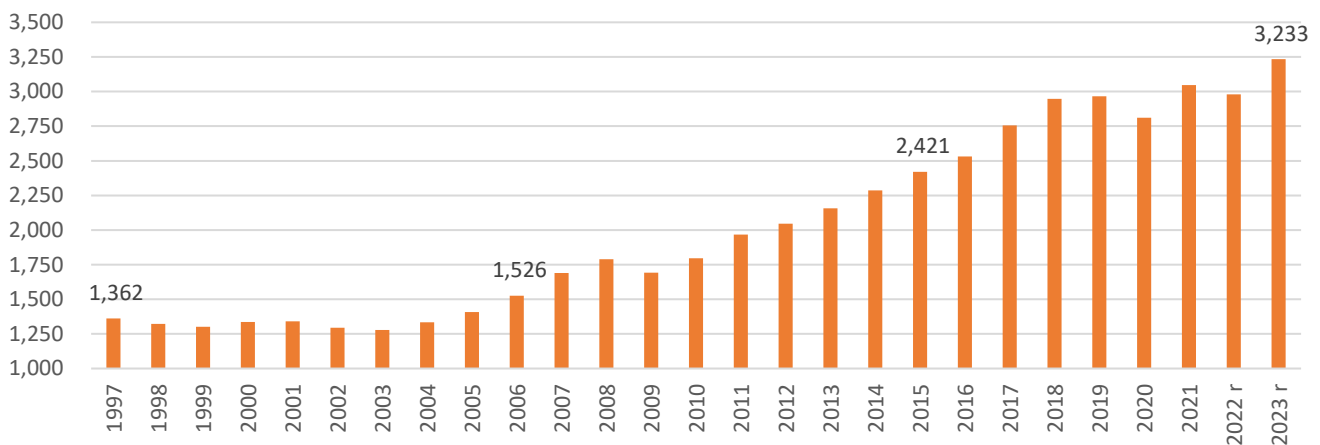
1997年至2023年，GDN I 的年均复合增长率约为3.4%。我们分析显示GDN I 的增长可分为三个阶段。1997-2006年，GDN I 的年均复合增长率约为1.3%，由于香港在此期间受到亚洲金融危机和非典疫情的影响，导致收入年均增长率较低。2006-15年收入增长恢复很快。2006-2015年，GDN I 的年均复合增长率升至5.3%。2007年美国金融危机爆发后，中国于2008年推出4万亿元的财政刺激计划，加之美国的量化宽松政策，为香港打造国际金融中心提供了黄金机会，香港居民成功抓住了这些机会来创造收入。2015-2023年，GDN I 的年均复合增长率降至3.7%。2014年美国量化宽松政策的结束，加上2018年以来中美对抗加剧以及2020-22年新冠疫情危机，抑制了2015-2023年的收入增长。

一个令人鼓舞的迹象是香港本地居民可支配总收入大于香港GDP值。香港没有资本管制，香港居民可以从香港或香港以外的各种来源获得收入。因此，香港GDN I 的值可能大于香港GDP的值。例如，在2022年，GDN I 值比GDP值高1710亿港元，这表明香港居民的总可支配收入大于香港地区的总产值很多。香港的资本自由流动为香港居民在香港以外投资和赚取收入提供了灵活性，更重要的是他们的整体收入表现非常好。我们观察到GDN I 和GDP值之间的差异在2016年之后急剧扩大。或许，这反映了香港居民自2016年开始的投资态度发生了变化，他们的多地域多元化投资继续在提升香港居民的财富方面发挥重要作用。

在香港回归祖国后，这27年香港经济在内外持续遭遇各种挑战。其中，我们认为对香港经济冲击较大的危机有4次。这4次冲击，包括亚洲金融风暴、香港非典疫情爆发、美国金融危机

和近年的新冠病毒爆发，都让香港就业市场恶化，失业率大幅上升。这4次危机对香港经济影响都有共同点，包括两次外部金融危机及两次香港内部疫情。香港是小型开放经济体，较易受外部经济环境影响，但香港最终都能克服危机，并且香港居民收入仍保持增长。总体来看，我们认为这不是一个奇迹。我们认为是一个成长起来的巨人——我们的祖国在保护着香港经济及香港本地居民可支配总收入持续向上。香港经济的韧性、本地企业和居民的竞争力以及祖国的持续支持和保护是克服这些挑战的重要因素。

图表 2：香港本地居民可支配总收入（GDI，以当时市价计算，10亿港元）



注：“r”为修订数字。

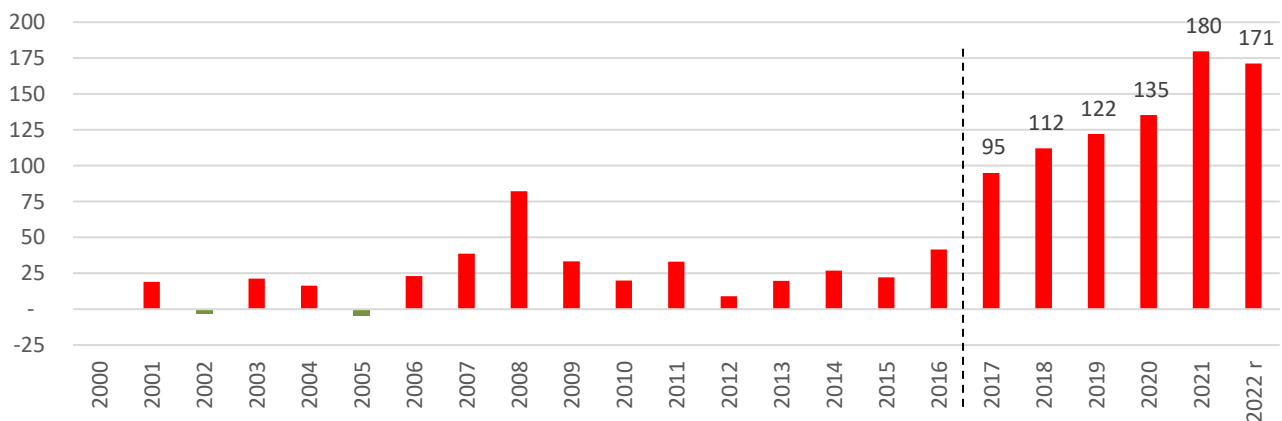
1997-2023年，GDI的年均复合增长率 3.4%

1997-2006年，GDI的年均复合增长率 1.3%；2006-2015年，GDI的年均复合增长率 5.3%；2006-2015年，GDI的年均复合增长率 3.7%；

来源：香港政府统计处、农银国际证券

图表 3：香港 GDI 减 香港 GDP（以当时市价计算，10亿港元）

2016年之后，年度本地居民可支配总收入开始大幅高于同年香港生产总值

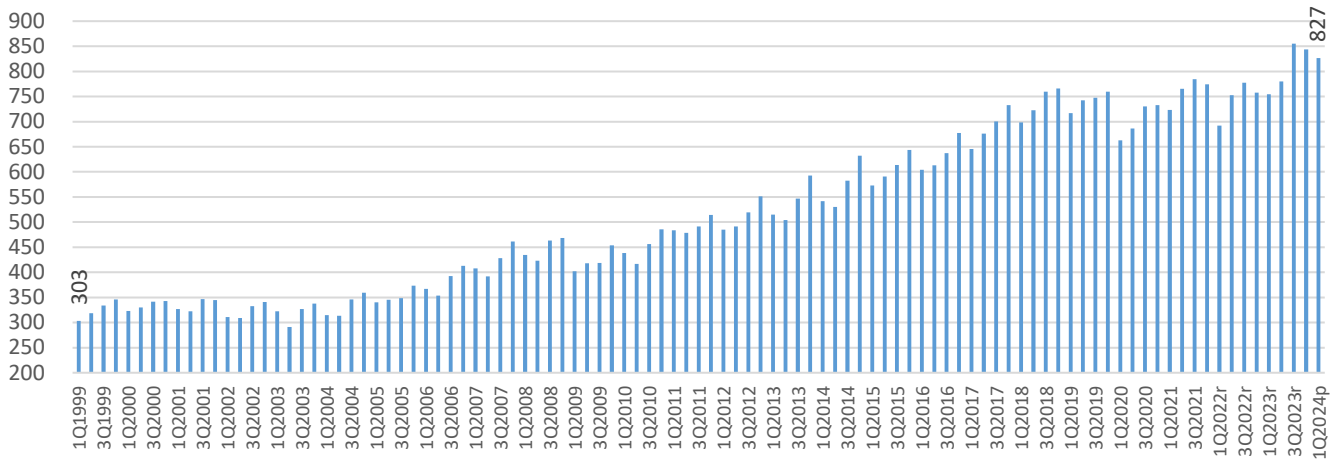


注：“r”为修订数字。

来源：香港政府统计处、农银国际证券



图表 4: 季度香港本地居民可支配总收入 (以当时市价计算, 10 亿港元)



注: “r” 为修订数字, “p” 为初步数字。

来源: 香港政府统计处、农银国际证券

图表 5: 香港失业率 (%)

香港回归祖国后经历 4 次危机对就业市场带来较大冲击, 但最终都能克服。

4 次危机都有共同点, 包括两次外部金融危机或两次香港内部疫情对香港经济影响。



注: 1/1997-5/2024 期间, 失业率平均值为 4.4%。当前 5/2024 的失业率为 3.0%。

来源: 香港政府统计处、彭博、农银国际证券

三、 香港特区政府需加大力度应对房地产市场风险

香港房地产市场风险已升级到香港政府和香港金融机构应高度重视的水平。或许，中国房地产市场风险转移了香港资本市场的大部分注意力。事实上，香港房地产市场的风险不容忽视。根据香港政府的统计数据，办公楼价格指数已跌至 2016 年 8 月以来的最低水平，商业零售物业价格指数也跌至 2012 以来的最低水平，与此同时，住宅价格指数也随着写字楼和商业零售物业价格下跌。自 2019 年高点，住宅价格指数下跌近 23%，办公室价格指数下跌近 31%，零售物业价格指数下跌近 23%。政府今年放松了对住宅市场的紧缩措施，但统计数据表明，对住宅房价的积极刺激作用是有限。

办公楼价格走势是衡量香港经济活动强度的另一个参数。办公楼价格持续下跌是由于企业不断精简在港业务运营，导致对办公楼的需求下降。香港作为国际金融中心，金融行业的扩张或收缩将显著影响办公空间的需求。

图表 6: 12/2006–5/2024 香港房地产价格指数 (12/2006 = 100)

红线: 住宅; 黑线: 办公室; 棕线: 商业零售物业



注: 我们以 12/2006 为 100 基数来表达地产价格自 2006 年后的趋势。

自 2019 年高点, 住宅价格指数下跌近 23%, 办公室价格指数下跌近 31%, 零售物业价格指数下跌近 23%。

来源: 香港政府差餉物业估价署、彭博、农银国际证券

根据香港证监会的统计数据, 第 9 类持牌 (即经营资产管理业务的牌照) 法团的数量从 2020 年 12 月的 1878 家增加到 2023 年 12 月的 2127 家, 再到 2024 年 3 月增加到 2140 家。第 9

类持牌代表人数也从 2020 年 12 月的 8454 人增加到 2023 年 12 月的 9110 人,再到 2024 年 3 月增加到 9224 人。资产管理行业的扩张应会引发对办公空间的强劲需求,但办公室价格在过去几年持续下跌。如果我们考虑每家资产管理公司的平均持牌人数量,每家资产管理公司平均持牌代表员工从 2020 年的 4.50 名持牌代表下降到 2023 年的 4.28 名持牌代表和 2024 年 3 月的 4.31 名持牌代表。统计数据表明,就持牌员工数量而言,过去几年新成立的证监会持牌资产管理公司大多数都是小型业务单位。从平均员工规模来看,单家资产管理公司对办公空间的需求不会很大,这些新成立的资产管理公司购买办公空间用于业务运营的意愿并不大。过去几年 IPO 市场的降温也导致第六类持牌(即经营企业融资业务或所谓的投资银行业务)法团的数量下降。第六类持牌公司的数量从 2020 年 12 月的 332 家下降到 2023 年 12 月的 302 家,再到 2024 年 3 月的 298 家。投资银行数量的减少也导致办公空间需求下降。投资银行法团的减少也意味着审计、法律顾问、测量等周边支持业务活动的收缩,这些商业服务领域的办公空间需求也将受到相应影响。从这些个角度来看,这或许是办公楼尤其是核心金融商务区办公楼价格缺乏支撑的原因之一。

住宅房价下跌令香港金融体系风险上升。根据香港金融管理局的调查,负资产房屋贷款借款宗数(即住宅物业抵押价值低于未偿还贷款余额)的数量已从 2021 年第四季度的 21 宗增加至 2022 年第四季度的 12164 宗、2023 年第四季度的 25163 宗和 2024 年第一季度的 32073 宗。负资产住宅按揭贷款涉及的金额由 2022 年末的 662 亿港元增加至 2023 年末的 1,313 亿港元和 2024 年第 1 季末的 1,653 亿港元。幸好香港失业率较低,令大部分负资产借款人拥有财务能力继续偿还房屋贷款。拖欠 3 个月以上的负资产住宅按揭贷款比率由 2023 年第 4 季末的 0.03%,上升至 2024 年第 1 季末的 0.06%。贷款违约率虽然有所上升但仍处于较低水平,风险在于就业市场恶化可能导致借款人无法按时还款,银行将因抵押物价值低于贷款余额而遭受损失。

短期至中期,维持健康的就业市场状况至关重要。政府应利用目前办公楼价格相对较低的情况,吸引更多外国企业来港经营,以刺激对办公楼的需求,进而为办公楼价格提供支撑。

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