



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际中国/香港证券研究

2024 年经济展望及
投资策略报告

稳中求进，以进促稳
科技创新引领



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2024 年全球经济展望

4 姚少华 (经济师)
经济展望

2024 年中国经济展望

7 yaoshaohua@abci.com.hk
852-2147 8863

2024 年投资策略

13 陈宋恩 (研究部主管)
投资策略

香港 IPO 市场

34 philipchan@abci.com.hk
852-2147 8805

中国银行业 - 正面

37 欧宇恒 (分析员)
中国银行业

中国互联网业- 正面

41 johannesau@abci.com.hk
852-2147 8802

中国消费业 - 正面

44 周秀成 (分析员)
中国互联网业
stevechow@abci.com.hk
852-2147 8809

潘泓兴 (分析员)
中国消费业

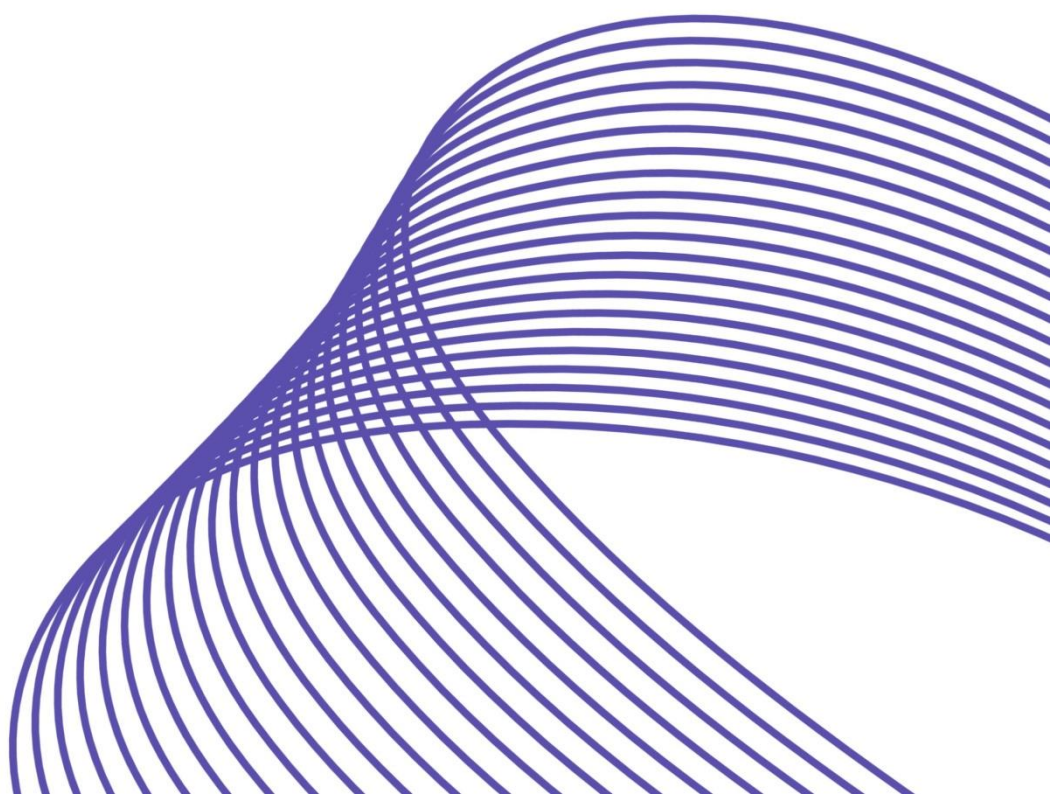
paulpan@abci.com.hk
852-2147 8829

于 2023 年 12 月 11 日发布

另有指明外,数据截至 2023 年 11 月 24 日

全球/中国经济展望

经济师：姚少华





2024 年全球经济展望

- 2023 年年初以来，受累于通胀高企、货币政策收紧以及地缘政治冲突不断升温，全球经济增速维持分化
- 自 2023 年年初以来，由于货币政策收紧、供应链改善以及能源和食品价格下降，全球整体通胀有所放缓。核心通胀在不少国家亦回落，但由于工资上涨较快，核心通胀放缓程度不及整体通胀
- 展望 2024 年，有见于全球不少经济体金融条件仍偏紧缩、债务高企以及地缘政治冲突持续，我们预计 2024 年全球经济将维持低增长。通胀方面，由于全球需求放缓以及供应链改善，我们预计全球通胀在 2024 年将继续回落
- 我们预期 2023 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.3%、5.3%、0.6%、1.9%及 0.5%，2024 年则分别增长 1.5%、5.0%、0.8%、1.4%及 0.5%，相比而言，上述国家在 2022 年经济分别增长 1.9%、3.0%、3.4%、0.9%及 4.5%

2023 年年初以来全球经济增长维持分化

2023 年年初以来，受累于通胀高企、货币政策收紧以及地缘政治冲突不断升温，全球经济增速维持分化。如图表 1 所示，2023 年前 3 季美国、中国及日本的经济分别增长 2.3%¹、5.2%及 1.6%，均较 2022 年 1.9%、3.0%及 0.9%的经济增速明显回升。然而，同期欧元区与英国的经济均分别增长 0.6%，较 2022 年 3.4%与 4.5%的增速大幅回落。自 2023 年年初以来，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数亦表现出分化的趋势 (图表 2)。年初以来，JP Morgan 全球服务业 PMI 指数持续高于 50 临界点水平，相反 JP Morgan 全球制造业 PMI 持续低于 50，显示全球服务业的表现优于全球制造业。

图表 1: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2021 年	2022 年	2023 年前 3 季
美国	5.8	1.9	2.3
中国	8.4	3.0	5.2
欧元区	5.9	3.4	0.6
日本	2.4	0.9	1.6
英国	9.6	4.5	0.6

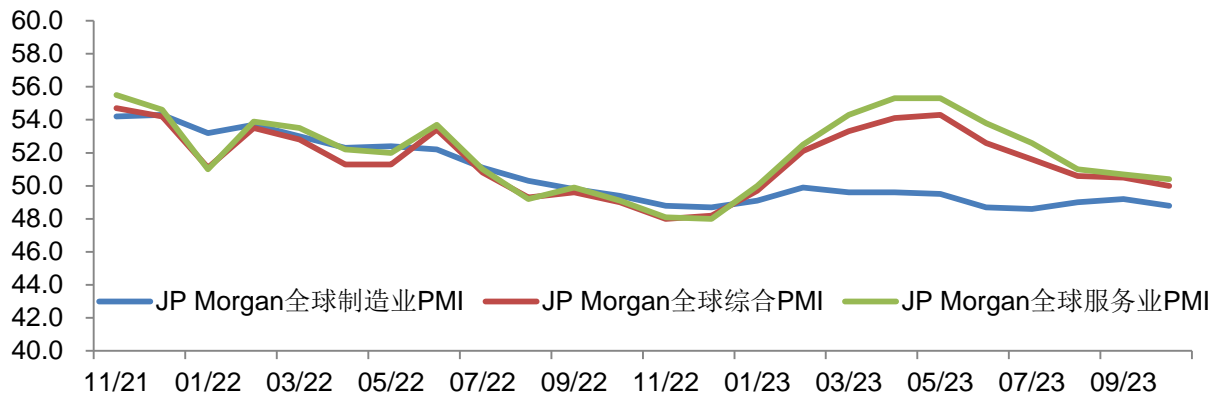
来源: 彭博、农银国际证券

自 2023 年初以来，由于全球经济放缓，美元显著升值以及地缘政治冲突不断加剧，全球贸易增速有所回落。根据 WTO 公布的最新全球季度贸易额统计数据，全球商品贸易额继 2023 年第 1 季下跌 2.0%后，2023 年第 2 季再下跌 8.0%，相比之下 2022 年全球商品贸易额增长 12.0%。目前 WTO 预期 2023 年全球商品贸易量将增长 0.8%，相比之下 2022 年全球商品贸易量增长 3.0%。此外，2023 年第 1 季和第 2 季全球服务贸易金额分别增长 9.0%与 7.0%，均低于 2022 年 15.0%的增速。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



图表 2: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博, 农银国际证券

自 2023 年年初以来, 由于货币政策收紧、供应链改善以及能源和食品价格下降, 全球整体通胀有所放缓。根据 IMF 的估计, 2023 年原油价格或下跌 16.5%, 而非石油大宗商品价格预计将下跌约 6.3%。撇除食品及能源价格外的核心通胀在不少国家亦回落, 但由于工资上涨较快, 核心通胀放缓程度不及整体通胀。根据 IMF 的估计, 由于食品和能源价格下降以及全球需求放缓, 2023 年全球整体通胀将从 2022 年的 8.7% 下降到 6.9%, 但核心通胀可能仅温和回落。大多数国家的通胀不太可能在 2025 年之前恢复到目标水平。虽然大多数发展中国家的工资增速仍属可控, 但由于劳动力市场紧张, 部分发达经济体在 2023 年出现了工资明显上涨。

由于通胀仍高企, 除中国人民银行和日本央行外, 全球主要央行自 2023 年年初以来继续收紧货币政策, 这亦导致了全球主要国债利率上升。美联储从 2023 年 2 月以来共上调联邦基金利率 100 个基点, 并继续以每月 950 亿美元的规模缩减其资产负债表。欧洲央行自 2023 年 2 月来亦加息 200 个基点, 目前其主要再融资利率、边际贷款利率和存款机制利率分别提升至 4.50%、4.75% 和 4.00%。英伦银行、加拿大央行和澳洲联储银行自 2023 年年初以来均提高了主要政策利率。然而, 由于通胀压力温和, 中国人民银行年初以来减息两次, 而日本央行亦维持宽松的货币政策以支持经济增长。

2024 年全球经济增速将维持疲弱

展望 2024 年, 有见于全球不少经济体金融条件仍偏紧缩、债务高企以及地缘政治冲突持续, 我们预计 2024 年全球经济将维持低增长。通胀方面, 由于全球需求放缓以及供应链改善, 我们预计全球通胀在 2024 年将继续回落。然而, 在劳动力市场仍紧张以及服务业通胀高于预期下, 核心通胀下降程度料比整体通胀缓慢。根据 IMF 于 2023 年 10 月发布的最新《世界经济展望》, 2024 年全球经济增长预计为 2.9%, 相比 2023 年的预计增速 3.0% 为慢 (图表 3)。IMF 预计 2024 年全球通胀或由 2023 年估计的 6.9% 放缓至 5.8%。OECD 在 11 月发表的《经济展望》里亦预计 2024 年全球经济增长将由 2023 年的估计的 2.9% 放缓至 2.7%。

我们预计 2024 年美国经济增长将从 2023 年估计的 2.3% 回落至 1.5%, 主要因为工资增长将放缓、新冠疫情期间积累的储蓄耗尽以及货币政策仍偏紧缩。随着实际可支配收入增长放缓以及失业率或回升, 消费者支出将逐步恢复常态。利率高企亦会拖累房地产投



资。然而，美国政府推出的芯片法案以及通胀削减法案将继续支持高端制造业。我们预计美国整体通胀在 2024 年将显著放缓，但核心通胀仍将高于美联储 2% 的目标。在货币政策方面，由于通胀将下降以及就业市场供不应求的状况缓解，我们预计美联储将在 2024 年上半年维持利率不变，下半年降息 2 次。我们预计到 2024 年年底联邦基金利率的目标区间将降至 4.75-5.00%。美联储将在 2024 年继续减持美国国债以及住宅和商业抵押贷款支持证券。

有见于房地产行业或持续疲弱、地方政府债务庞大以及外需低迷，我们预计中国经济增速在 2024 年将小幅放缓。我们预计中国经济在 2024 年将增长 5.0%，略低于 2023 年 5.3% 的预估增速。消费的持续复苏以及制造业投资的温和回升将是经济增长的主要推动力。通胀将在 2024 年维持温和态势，料不构成宏观政策的制约因素。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对制造业企业及中小企业的信贷供给。我们预期人民银行或在 2024 年继续宣布下调 RRR 和基准利率。我们预期中央政府将采用常规的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

我们预计 2024 年欧元区的经济增速或由 2023 年估计的 0.6% 小幅反弹至 0.8%，主要因为强劲的劳动力市场，持续增长的工资以及持续舒缓的通胀将带动消费复苏。由于企业的资产负债表仍强劲，整体投资料持续增长。然而，能源和通胀补贴措施的取消将拖累家庭消费。有见于全球经济放缓，外需将趋于疲弱。能源和食品价格的下降将继续缓解 2024 年的整体通胀，但核心通胀料保持在较高水平。货币政策方面，有见于欧元区疲弱的经济增长前景，我们预计欧洲央行将在 2024 年下半年降息两次。我们预期欧洲央行在 2024 年底将主要再融资利率、边际贷款利率以及存款机制利率分别调降至 4.00%、4.25% 及 3.50%。此外，我们预计 2024 年英国经济将增长 0.5%，与 2023 年预估增速相同，主要因为仍偏紧的货币政策对消费者支出与商业投资造成拖累。由于通胀压力仍高企，我们预计英伦央行的政策利率将在 2024 年维持利率不变。

我们预计 2024 年日本的经济增长将从 2023 年估计的 1.9% 回落至 1.4%，主要因为疲弱的外需将拖累出口增长。然而，日本政府推出的总额高达 17 万亿日元约占 GDP 3% 的刺激计划以让家庭免受通胀影响，这将支持家庭支出。宽松的货币政策亦将支持投资增长。相比其它发达经济体，日本在 2024 年的通胀压力仍较温和，我们预计其核心通胀或放缓至 2% 以下。我们预期 2024 年年底日本央行或取消其国债曲线控制，但其政策利率或维持不变。我们预期 2024 年年底日本央行短期政策利率料维持在 -0.10% 的负利率水平不变。

图表 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2022 年	2023 年预测	2024 年预测
美国	1.9	2.3	1.5
中国	3.0	5.3	5.0
欧元区	3.4	0.6	0.8
日本	0.9	1.9	1.4
英国	4.5	0.5	0.5
世界(国际货币基金组织)	3.5*	3.0*	2.9*

来源: 国际货币基金组织、经济合作与发展组织、彭博、农银国际证券预测

注释: *代表国际货币基金组织的估计及预测



2024 年中国经济展望

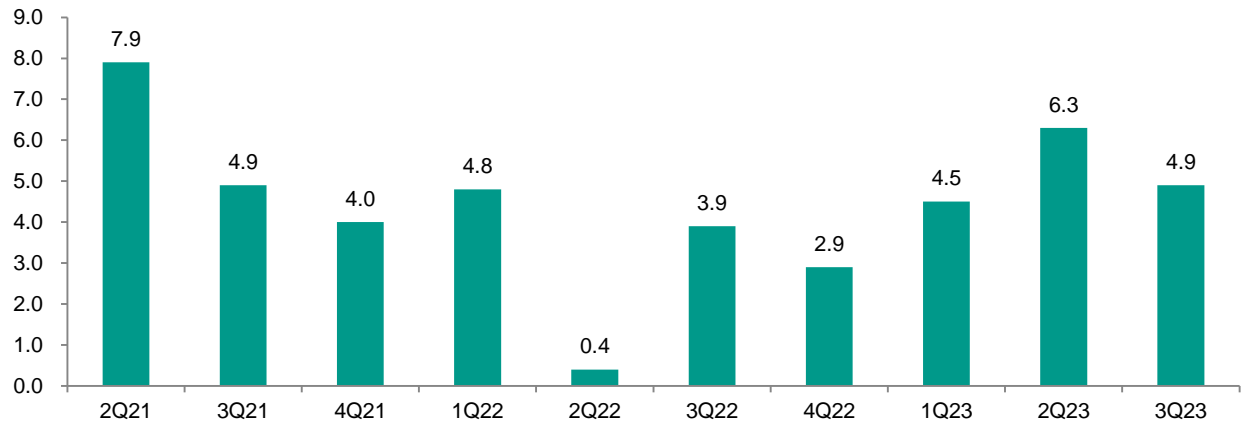
- 受益于 2022 年较低的基数效应，2023 年前 10 个月中国经济同比增速明显回升。然而，中国经济的复苏力度不及市场预期，主要因为整体经济的总需求比较疲弱。特别是房地产长期形成的结构性问题和部分地方政府债务高企持续拖累内需的增长。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2023 年前 3 季经济同比增长 5.2%，高于 2022 年同期 3.0% 的增速
- 展望未来，有见于房地产行业或持续偏疲弱、部分地方政府债务高企以及外需低迷，我们预计中国经济增速在 2024 年将小幅放缓。我们预计中国经济在 2024 年将增长 5.0%，略低于 2023 年 5.3% 的预估增速。消费的持续复苏以及制造业投资的温和回升将是经济增长的主要推动力。相反，仍偏疲弱的房地产行业和部分地方政府高企的债务水平将是主要挑战
- 我们预计 2024 年通胀将在较低基数效应下反弹。有见于消费者信心好转，我们预计 2024 年 CPI 通胀或从 2023 年预估的 0.4% 上升至 1.5%。由于 2024 年中国整体需求或温和上扬，核心 CPI 通胀可能略有反弹。由于大宗商品价格回升和低基数效应，我们预计 2024 年 PPI 通胀将从 2023 年的预估的下跌 3.0% 反弹至增长 0.5%
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2024 年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。我们预计 2024 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 24.0 万亿人民币及 37.0 万亿人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2024 年将继续下调基准利率。我们预计 2024 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别下调在 3.25% 及 4.00%。为增加金融市场流动性，我们预期 2024 年人民银行将继续下调 RRR 两次。我们预计 2024 年年底大型存款类金融机构的 RRR 为 8.50%，中型存款类金融机构为 6.50%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.00% 不变。2024 年年底广义货币供给(M2)预计增长 9.5%。汇率方面，由于美联储开始进入降息周期、中国经济反弹以及贸易顺差仍处于高位，我们预期 2024 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8000 左右，而 2023 年年底预计为 7.0000
- 我们预期 2023 年中央政府将采用积极的财政政策来稳定增长。在全球经济增长减速以及中国经济仍需财政政策助力下，我们预期 2024 年中央财政预算赤字率与 2023 年大致相同，约在 3.8% 左右。为增加地方政府的广义财政空间，我们预期明年地方政府专项债发行额度或在 4 万亿左右，小幅高于今年的 3.8 万亿规模。我们预期继 2023 年 9 月以来特殊再融资债券发行 1 万亿规模后，2024 年或再下达 1 万亿元左右的特殊再融资债额度，来帮助推动化解地方政府债务风险。我们预期 2024 年转移支付的规模或达到 11 万亿左右



2023 年前 10 个月中国经济复苏较预期弱

受益于 2022 年较低的基数效应，2023 年前 10 个月中国经济同比增速明显回升。然而，中国经济的复苏力度不及市场预期，主要因为整体经济的总需求比较疲弱。特别是房地产长期形成的结构性问题和部分地方政府债务高企持续拖累内需的增长。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2023 年前 3 季经济同比增长 5.2%²，高于 2022 年同期 3.0% 的增速(图表 1)。

图表 1: 中国 GDP 增长(%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

国内生产总值各个组成部分的分析显示,消费开支仍是 2023 年前 3 季经济增长的主要推动力,贡献整体经济增长 4.4 个百分点。投资为整体经济增长贡献 1.6 个百分点,而货物及服务净出口却拖累经济收缩 0.8 个百分点(图表 2)。此外,2023 年前 3 季第三产业占整体经济的比重高达 55.1%,不仅高于第二产业 38.7% 的占比,亦高于 2022 年第三产业占整体经济 52.8% 的占比。

图 2: 中国实质 GDP 增长各项目贡献率(百分点)

经济指标	2021 年	2022 年	2023 年前 3 季
消费开支(家庭 + 政府)	4.9	1.0	4.4
投资(私人 + 公共)	1.7	1.5	1.6
货物及服务净出口	1.8	0.5	-0.8
实质 GDP 增长 %	8.4	3.0	5.2

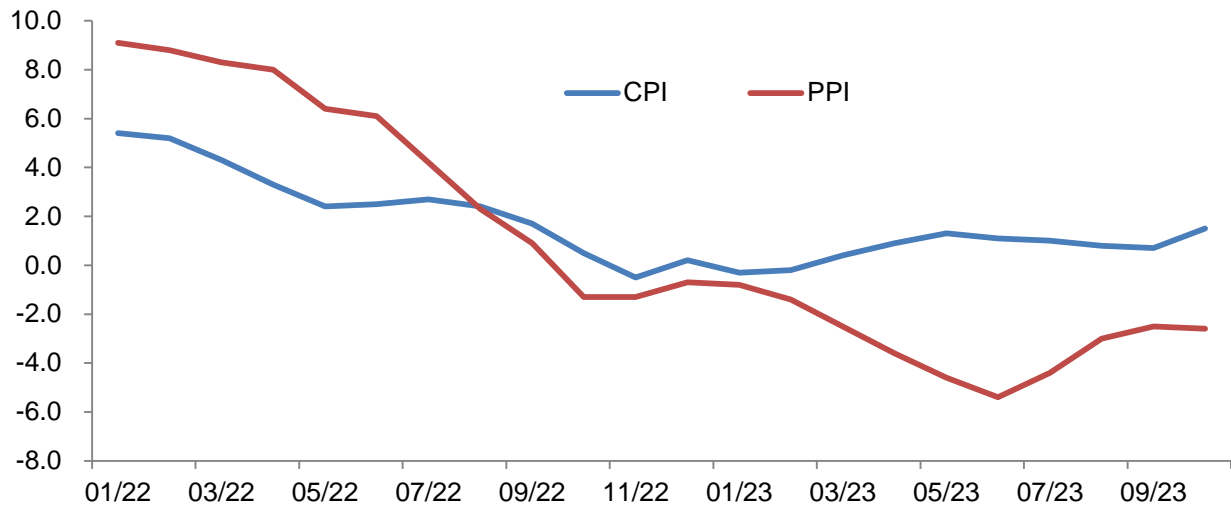
来源: 国家统计局, 农银国际证券

由于整体经济活动需求疲弱,2023 年前 10 个月通缩压力加大(图 3)。由于非食品通胀放缓和食品通胀回落,特别是猪肉价格下跌,CPI 在 2023 年前 10 个月仅上涨 0.4%。排除食品与能源价格外的核心 CPI 在前 10 个月亦仅上涨 0.7%。2023 年前 10 个月 PPI 下跌 3.1%,相比之下 2022 年 PPI 上涨 4.2%。PPI 显著回落主要是由于高基数效应以及石油、有色金属、黑色金属等大宗商品价格大幅放缓所致。

²除另有指明外,本报告列示的变动比率均为按年变化



图表 3: 中国 CPI 与 PPI(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

货币政策方面，2023 年年初至今人民银行采用了偏松的货币政策来支持经济增长。年初至今人民银行实施降准及下调 LPR 利率来支持实体经济，特别针对中小企业及民营企业。2023 年 10 月底广义货币供给(M2)的增长 10.3%，2023 年首 10 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从 2022 年同期的 28.86 万亿元人民币升至 31.19 万亿元人民币。

2024 年中国经济增速或小幅放缓

展望未来，有见于房地产行业或持续偏疲弱、部分地方政府债务高企以及外需低迷，我们预计中国经济增速在 2024 年将小幅放缓。我们预计中国经济在 2024 年将增长 5.0%，略低于 2023 年 5.3% 的预估增速(图表 4)。消费的持续复苏以及制造业投资的温和回升将是经济增长的主要推动力。相反，仍偏疲弱的房地产行业和部分地方政府高企的债务水平将是主要挑战。



图表 4: 经济预测

经济指标	2022 年	2023 年预测	2024 年预测
实质 GDP 增长, %	3.0	5.3	5.0
固定资产投资增长, %	5.1	3.0	4.0
零售销售增长, %	-0.2	7.0	6.0
以美元计出口增长, %	7.0	-5.5	2.0
以美元计进口增长, %	1.1	-6.0	2.5
工业产出增长, %	3.6	4.1	4.5
消费物价通胀, %	2.0	0.4	1.5
生产物价通胀, %	4.2	-3.0	0.5
M2 增长, %	11.8	10.0	9.5
社会融资规模增量, 十亿人民币	32,010	35,500	37,000
整体新增人民币贷款, 十亿人民币	21,310	23,000	24,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8986	7,0000	6.8000
1 年期 LPR, %	3.65	3.45	3.25
5 年期 LPR, %	4.30	4.20	4.00

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券预测

内需方面, 我们预计整体固定资产投资有望在 2024 年低位回升。2024 年房地产投资在稳地产政策特别是加大城中村改造支持下或略有反弹。房地产销售在按揭利率下调下低位回暖。有见于 PPI 反弹以及制造业企业盈利改善, 2024 年制造业投资以及民间投资或温和加快, 此外, 高新技术制造业投资或在宏观政策的支持下获得快速增长。2024 年基建投资将在财政政策支持下继续维持快速增长。整体而言, 我们预计 2024 年整体固定资产投资增长 4.0%, 略高于 2023 年预估的 3.0% 增速。

尽管收入增长将支持居民消费, 但由于 2023 年较高的基数效应, 我们预期 2024 年社会消费品零售销售的增长或略微减慢。我们预计 2024 年零售销售增长 6.0%, 低于 2023 年我们预估的 7.0% 的增速。仍偏疲弱的房地产销售料继续拖累家具、家电、装修等房地产相关消费。然而, 在中央和地方促进汽车消费的政策推动下, 占整体零售额 10% 的汽车零售额或在 2024 年维持较快增长。

外需方面, 由于发达经济体特别是美国在 2024 年开始补库存, 这些国家将增加对中国商品的进口, 我们预计 2024 年中国出口增长或加快。在 10 月发布的最新预测中, 世贸组织预计 2024 年货物贸易量将增长 3.3%, 高于 2023 年预计的 0.8% 增速。RECP 的生效将显著帮助中国在 2024 年与亚洲经济体的贸易, 尤其是与日本的贸易。此外, 随着经济合作的深化, 中国对非洲、一带一路国家, 尤其是俄罗斯的出口将维持快速增长。我们预计 2024 年进口增速亦将加快, 主要因为全球大宗商品价格反弹或导致中国进口价格回升。整体而言, 我们预计 2024 年中国出口与进口分别增长 2.0% 与 2.5%, 相比之下, 2023 年我们预估出口与进口分别下降 5.5% 与 6.0%。

我们预计 2024 年通胀将在较低基数效应下反弹。有见于消费者信心好转, 我们预计 2024 年 CPI 通胀或从 2023 年预估的 0.4% 上升至 1.5%。猪肉价格可能会在 2024 年因供应趋



紧和低基数效应上涨。由于 2024 年中国整体需求或温和上扬，核心 CPI 通胀可能略有反弹。有见于大宗商品价格回升和低基数效应，我们预计 2024 年 PPI 通胀将从 2023 年的预估的下跌 3.0% 反弹至增长 0.5%。

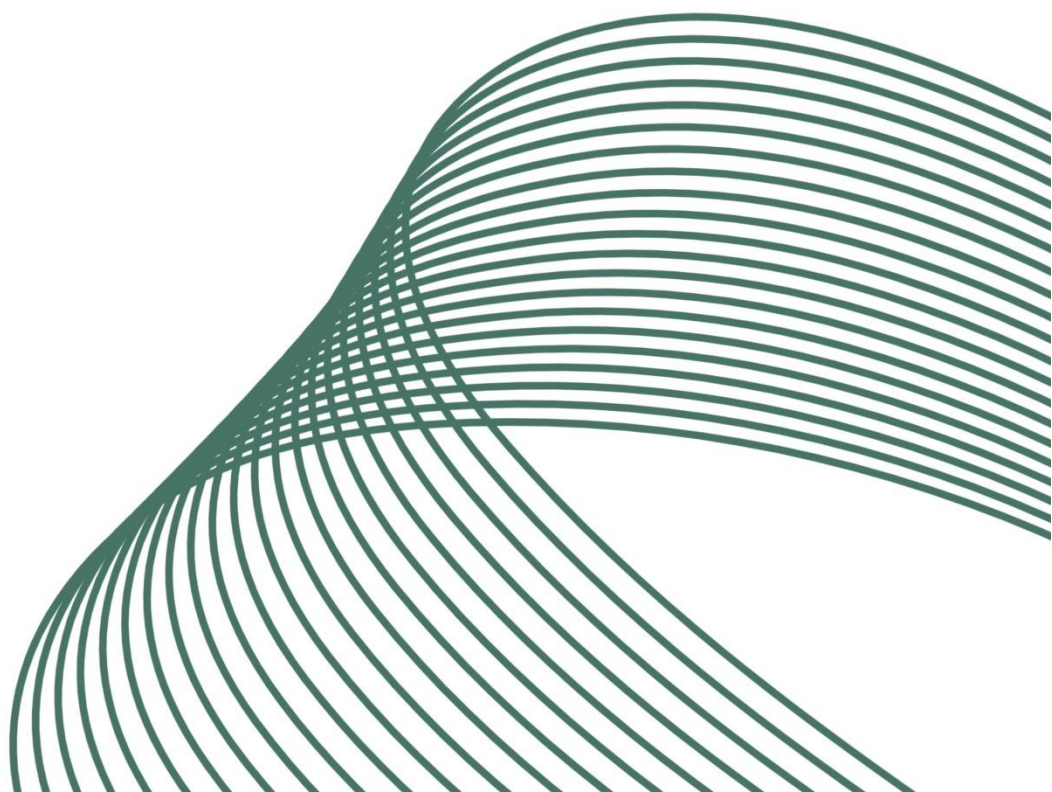
货币政策方面，我们预期人民银行在 2024 年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对制造业企业、房地产企业以及中小企业的信贷。我们预计 2024 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 24.0 万亿人民币及 37.0 万亿人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2024 年将继续下调基准利率。我们预计 2024 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别下调在 3.25% 及 4.00%。为增加金融市场流动性，我们预期 2024 年人民银行将继续下调 RRR 两次。我们预计 2024 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 8.50%，中型存款类金融机构为 6.50%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.00% 不变。2024 年底广义货币供给(M2)预计增长 9.5%。汇率方面，由于美联储开始进入降息周期、中国经济反弹以及贸易顺差仍处于高位，我们预期 2024 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8000 左右，而 2023 年年底预计为 7.0000。

我们预期 2023 年中央政府将采用积极的财政政策来稳定增长。在全球经济增长减速以及中国经济仍需财政政策助力下，我们预期 2024 年中央财政预算赤字率与 2023 年大致相同，约在 3.8% 左右。2023 年由于近期增发了 1 万亿特别国债，赤字率由政府工作报告的 3.0% 提高至 3.8%。有见于房地产行业在 2023 年大幅收缩，导致 2023 年前 10 个月地方政府性基金预算收入同比下降 16.8%，其中，国有土地使用权出让收入同比下降 20.5%。为增加地方政府的广义财政空间，我们预期明年地方政府专项债发行额度或在 4 万亿左右，小幅高于今年的 3.8 万亿规模。我们预期继 2023 年 9 月以来特殊再融资债券发行 1 万亿规模后，2024 年或再下达 1 万亿元左右的特殊再融资债额度，来帮助推动化解地方政府债务风险。当前地方债更多的风险在于隐形负债，即地方政府投融资平台公司举债。地方政府通过发行特殊再融资债券来置换高息存量债务，有利于地方政府降低利息支出，腾挪出更多的财政空间来支持地方政府稳增长行动。此外，为增强地方财政统筹能力，我们预期中央财政对地方的转移支付在明年将进一步扩大。根据《国务院关于财政转移支付情况的报告》，2023 年中央对地方转移支付规模达到 10.06 万亿元，我们预期 2024 年转移支付的规模或达到 11 万亿左右。随着明年房地产行业或温和复苏，中央提出的一揽子化债方案落实，我们预期地方政府的债务风险在 2024 年将逐步缓和。

2024 年是中国“十四五”规划的第四年。以美国为首的西方国家技术封锁力度加大将是中国经济社会发展面临的主要外部挑战，因此中国将继续加强前沿基础科学研究、加快关键技术自主攻关。我们预计中国将在芯片和半导体、软件、精密机械、新材料等高科技领域加大投放资源，做到关键核心技术自主可控。拥有强大创新能力和核心技术的专精特新“小巨人”企业将获得更多的财政及金融支持来实现技术突破、创新及升级。拥有强大创新能力和核心技术的专精特新“小巨人”企业将获得更多的财政及金融支持来实现技术突破、创新及升级。同时，中国计划在 2030 年实现碳达峰及 2060 年实行碳中和，因此我们预计绿色产业在 2024 年将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。

投资策略

研究部主管：陈宋恩





2024 投资策略

本节涵盖的主题：

1. 2024 年通胀展望
2. 2024 年利率展望
3. 经济冲击
4. 中国地方政府债务
5. 中国房地产市场——供给侧改革
6. 政府支持产业：科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融
7. 跨境流动性流入和流出
8. 新能源汽车市场：差异化表现
9. 恒生指数 (HSI)

1. 2024 年通胀展望

各经济体的利率差异极大地影响了各地区的资产定价和流动性流动。预测美国和欧洲等发达国家的通胀轨迹变得至关重要，因为这将在 2024 年对各国央行的货币政策决策产生重大影响。因此，准确预测主要发达经济体的通胀趋势对于预测这些地区的利率至关重要。

在 2023 年下半年，美国、日本、英国和欧元区的成本推动通胀压力正在下降。此外，2023 年下半年的 PPI 趋势表明，欧元区正在经历通货紧缩风险的增加。风险并非来自供应端，因为这些发达经济体的制造业 PMI 表现疲软。疲软的需求是通胀压力下降或通缩压力增加的原因。考虑到价格趋势，并假设“黑天鹅”事件不会对供应造成任何干扰，我们预测这些地区的通胀率下降将持续到 2024 年。

欧元区的通胀压力在 2023 年下半年比美国更快地减弱。虽然通胀风险正在降低，但通缩的可能性在 2024 年成为“灰犀牛”风险。这种担忧源于欧元区 PPI 的大幅下降，从 2023 年 6 月的年环比-3.4%暴跌至 2023 年 9 月的年同比-12.4%。欧元区 CPI 出现明显下降，从 2022 年 12 月的年同比 9.2%降至 2023 年 9 月同比的 2.9%；与此同时，美国 CPI 从 2022 年 12 月的年同比 6.5%降至 2023 年 9 月的年同比 3.2%。需求疲软导致的通货膨胀迅速下降对经济来说是个坏消息。2023 年 10 月，美国零售额同比增长 2.5%，比 2022 年 10 月低 6.3 个百分点。2023 年 9 月欧元区零售额同比下降 2.9%，较 2022 年 9 月低 3.0 个百分点。考虑到当前的通货膨胀率，我们认为美国和欧元区的实际零售量一直在萎缩。

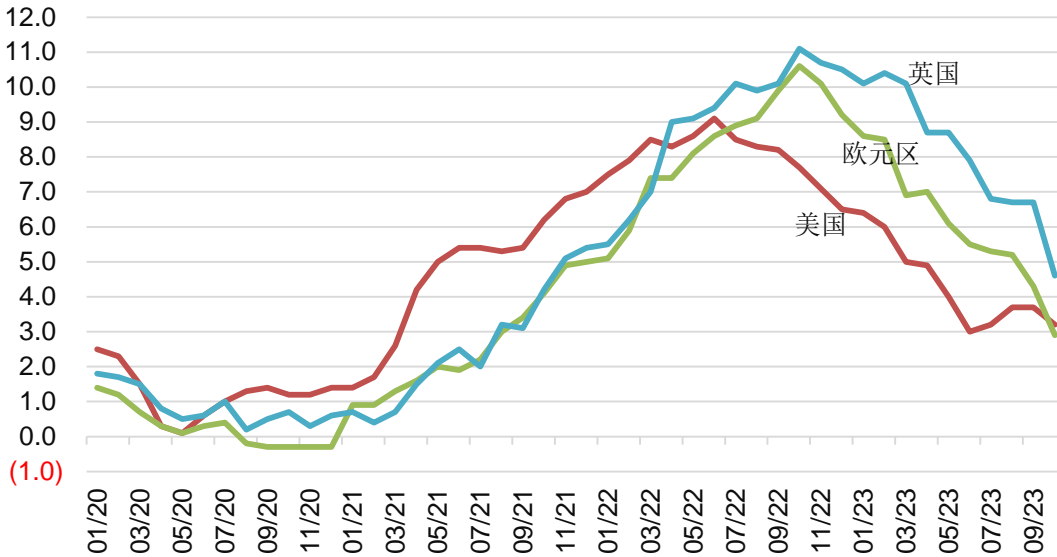
目前，利率期货市场和利率互换市场都预计美联储和欧洲央行将在 2024 年第二季度降息。2024 年，期货市场预计两者都将降息 75-100 个基点。尽管如此，即使预计 2024 年降息 100 个基点，利率仍将偏高。

市场认为中国将在 2023 年下半年经历通货紧缩。根据我们的分析，扭曲中国通胀格局的是供给过剩，而非需求疲软。中国核心通胀压力很小，2023 年 1-10 月核心 CPI（除食品和能源 CPI）同比上涨 0.7%。鉴于 2023 年前 10 个月零售额同比增长 6.9%以及整体 CPI 同比增长 0.4%，零售额的增长与零售量的增长密切相关。这意味着当时相对较低的核心通胀压力是由于供给增加而不是需求疲软造成的。如果食品和能源价格下降是中国通货紧缩或低通胀压力



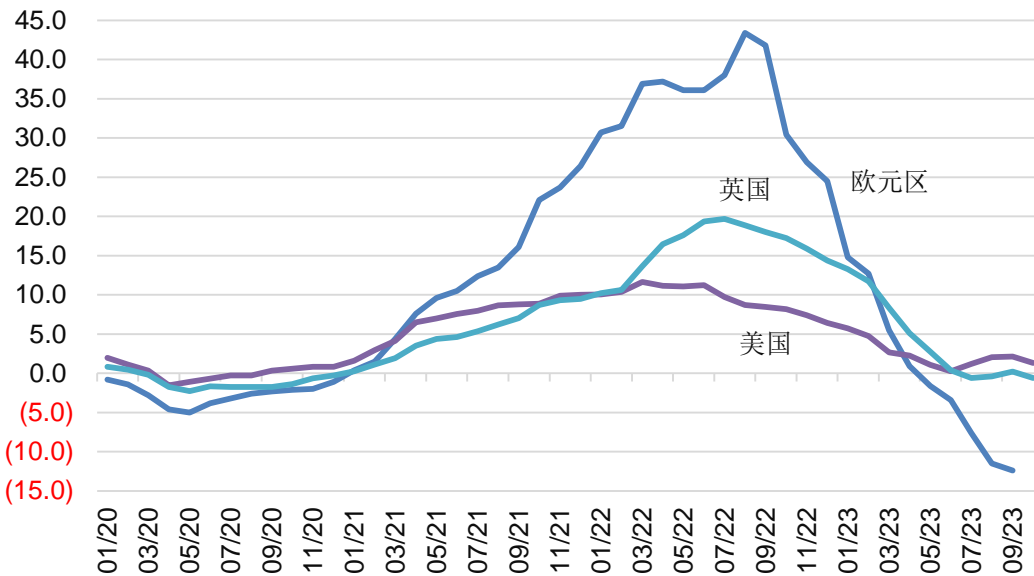
的原因，我们认为这是一个积极因素。它允许消费者和家庭将更少的预算分配给食品和燃料，使他们能够在其他消费品和服务上花费更多，以提高他们的生活水平。

图表 1: CPI (同比%) 呈下降趋势



来源: 美国劳工统计局、欧盟统计局、英国国家统计局、彭博、农银国际证券

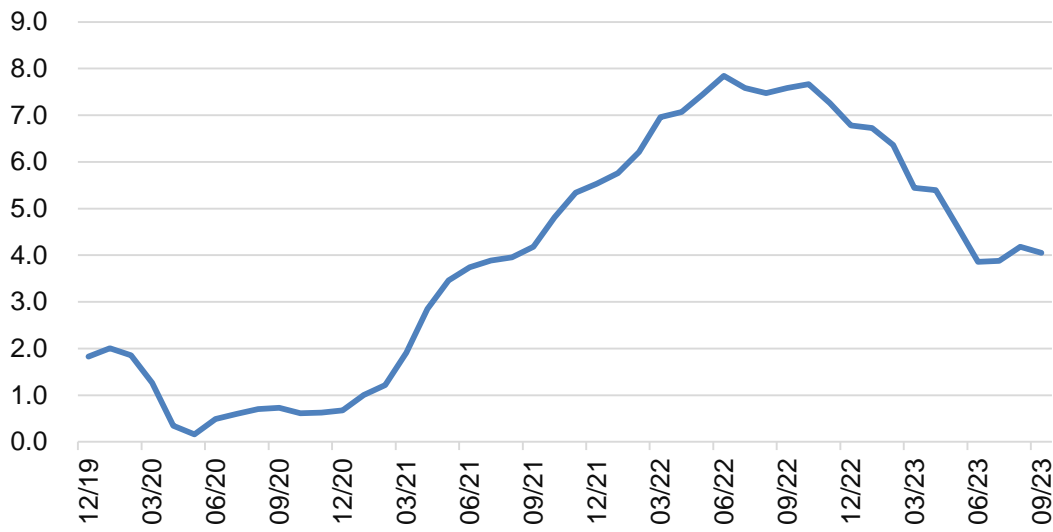
图表 2: PPI (同比%) ——欧洲通货紧缩风险上升



来源: 美国劳工统计局、欧盟统计局、英国国家统计局、彭博社、农银国际证券



图表 3: 经合组织 G7 CPI (同比%) ——日本通胀上升趋势减缓了 G7 国家 CPI 的下降趋势



来源: 经合组织、彭博、农银国际证券



2. 2024 年利率展望

我们对 2024 年的利率展望总结为以下几点：

1. 假设没有不可预见的“黑天鹅”事件，我们预计 2024 年欧美高利率环境将逐步缓解。通胀走势方面，期货市场预计欧美央行可能会在 2024 年第二季度下半年开始降低名义利率。尽管预计 2024 年会降息，但与 2022 年相比，利率预计仍将保持在较高水平。我们认为，美国和欧洲央行正在努力降低实际利率（名义利率扣除通胀率），因为预防经济衰退的措施。
2. 2023 年，日本央行决定不以加息抑制通胀，让通胀上升。然而这一选择导致日本股市出现泡沫、国债市场看空、日元走弱。2024 年，投资者应密切关注日本利率周期。如果美国和欧洲央行决定降息，而日本央行启动加息周期，可能会对全球流动性产生重大影响。
3. 2024 年，我们预计中国人民银行将认真监测实际利率，以降低实际利率。2023 年，虽然名义利率下降，但由于通胀压力减弱，实际利率持续保持在较高水平。2023 年，尽管央行和商业银行努力降低名义贷款利率、提振内需，但通胀压力大幅下降导致实际利率上升，在一定程度上抵消了央行和商业银行的努力。尽管经济学家采用各种方法来计算实际利率，但我们认为，实际利率上升对 2023 年的消费和投资产生了显著阻碍。2023 年 1-11 月，一年期 LPR 和五年期 LPR 分别下降了 20bp 和 10bp，但 CPI 同比增幅下降了 1.60 个百分点从 2022 年的 2.0% 降至 2023 年 1-10 月的 0.4%。如果我们用 1 年期 LPR 和 CPI 来计算实际利率，很明显，2023 年前 10 个月实际利率已经上涨了约 140bp。
4. 香港市场的利率周期往往与美国的利率周期相似，但存在一定的时滞。通常情况下，香港金融管理局将基准利率定为比联邦基金利率上限高 25 个基点的水平。随着美国联邦基金利率周期达到顶峰，香港的基本利率也将跟随。考虑到历史趋势，值得注意的是，与美国联邦基金利率周期相比，港元 HIBOR 利率周期的反应可能存在滞后。这可归因于 HIBOR 与银行间流动性供应变化之间的相互作用。

3. 经济冲击

2023 年美国激进的财政扩张政策对经济是积极的冲击。我们认为，美国 2023 年经济的积极惊喜可能不会延续到 2024 年。2022 年 12 月，美联储预计 2023 年第 4 季度/2024 年第 4 季度 GDP 将同比增长 0.5%/1.6%。2023 年 3 月，美联储将 GDP 增速预期下调至同比 0.4%/1.2%；2023 年 9 月，美联储将 GDP 增长预期上调至同比 2.1%/1.5%。截至 2023 年 11 月，尽管美联储年初至今已将资产负债表缩减约 8.8%（或 0.76 万亿美元），但同期美国政府债务年初至今已增加 7.8%（或 2.46 万亿美元）。2023 年美国财政扩张的有利影响抵消了美联储货币紧缩政策的不利影响。然而，我们预计随着 2024 年的到来，财政扩张的边际效应将逐渐减少。

2024 年的另一个潜在冲击是美国未能实现软着陆。2023 年，财政刺激对经济产生积极冲击，增强了市场对美国实现软着陆能力的信心。我们对这一观点持保留态度，并认为 2023 年激进的财政政策扩张将难以在 2024 年维持。美联储资产负债表的持续收缩和财政扩张的潜在放缓可能会限制美国的经济增长。此外，随着 2024 年 11 月美国总统大选的临近，财政政策的不确定性将会增加。

美国政府在 2022-2023 年借入高息债务为财政扩张提供资金，而美联储则以较低价格出售其持有的债券；高息政府债券的购买者主要是美国国内投资者。

图表 4：美国货币政策与财政政策

	2021	2022	2023 年 截至 11 月	2022 年起 至 2023 年 11 月
美联储资产负债表资产的净变化（万亿美元）	+US\$1.39	-US\$0.21	-US\$0.76	-US\$0.97
美国财政部债务的净变化（万亿美元）	+US\$1.87	+US\$1.80	+US\$2.46	+US\$4.26
外国持有人持有美国国债的净变化（万亿美元）	+US\$0.67	-US\$0.60	+US\$0.47 (截至九月)	-US\$0.13 (截至九月)
外国官方持有美国国债的净变化（万亿美元）	-US\$0.07	-US\$0.45	+US\$0.02 (截至九月)	-US\$0.43 (截至九月)
联邦基金利率净变化	没变化	+425 百分点	+100 百分点	+525 百分点

来源：美国财政部、美联储、农银国际证券

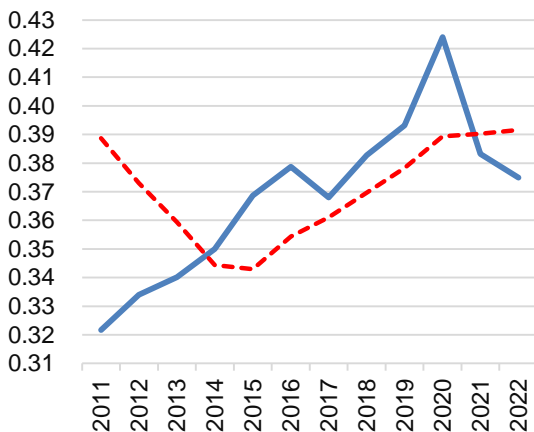
我们预计，2024 年 11 月美国总统大选前中美角力可能升级，将成为中国经济冲击的主要来源。此外，如果美国未能在 2024 年实现软着陆，随之而来的经济冲击也不容忽视。

中国国内方面，2023 年，中国政府及有关部门已采取积极措施应对房地产市场和地方政府债务危机。展望 2024 年，风险水平预计将保持稳定，不会进一步升级。然而，这些风险需要一段时间才能降低到更合理的水平。

4. 中国地方政府债务

债务危机通常在收入与支出之间持续失衡时开始，导致为弥补收入缺口而承担的债务不断增加。在中国，地方政府预算支出占地方政府预算收入的比例呈现上升趋势。平均而言，从“十二五”期间的 1.75 倍增长到“十三五”期间的 1.95 倍，“十四五”前两年进一步增长到 1.98 倍。由于预算支出与收入比率的上升，人们越来越担心地方政府债务水平，但重要的是不要夸大这个问题。从我们的角度来看，我们坚信债务问题仍然是可控的，特别是考虑到中央政府实施了严格的财政纪律。2022 年，中央预算支出收入比为 0.48 倍。到 2023 年 10 月，它已略微增加至 0.55 倍。这表明中央分配剩余财政资源有可能缓解地方政府面临的财政压力。2023 年，部分地方政府面临的财政挑战受到关注。2024 年，我们预计将实施更严格的财政纪律，以缓解这些问题地区的金融风险。

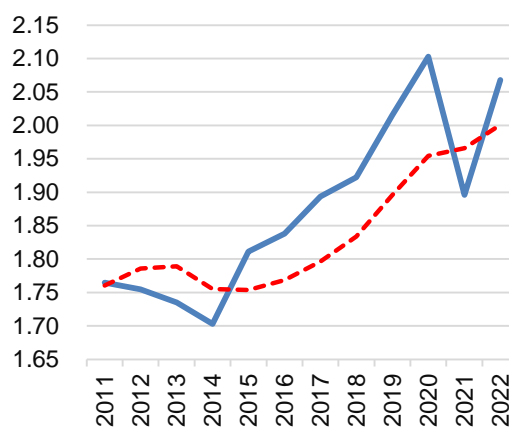
图表 5：中央政府预算支出/预算收入比例



红点线：5 年平均线

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 6：地方政府预算支出/预算收入比例



红点线：5 年平均线

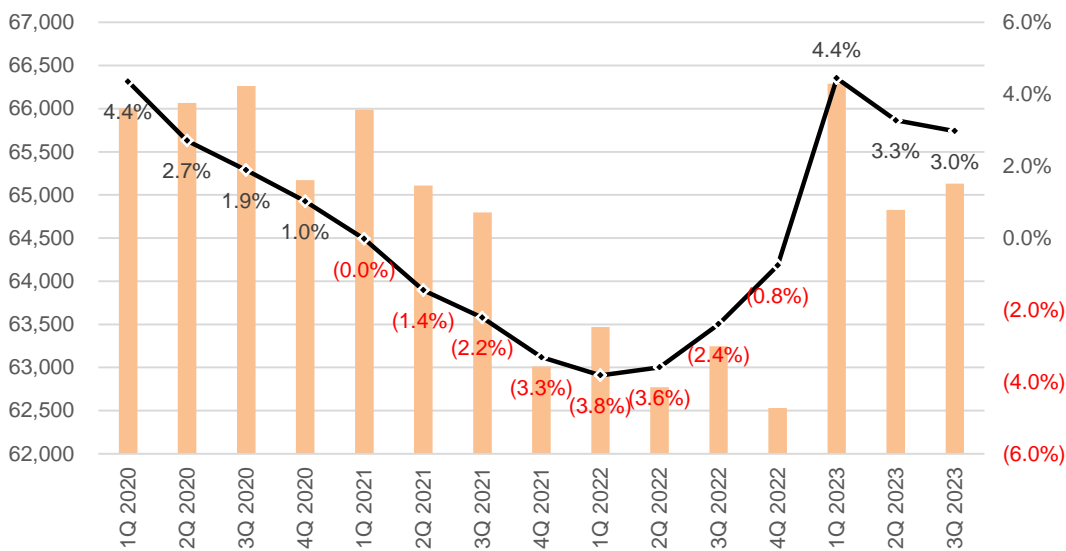
来源：国家统计局、农银国际证券



5. 中国房地产市场——供给侧改革

未来几年，中国房地产市场将聚焦政府主导的供给侧改革。2023年，楼市供给侧改革开启。未来几年，随着保障性安居工程建设和城中村改造的振兴，将会有更多的公共住房供应。此外，升级城市基础设施，满足平常和应急需求，应对突发自然灾害的发生。从长远来看，我们认为中低收入家庭的住房支出将会下降，从而使他们能够在其他消费品和服务上花费更多。简而言之，房地产市场供给侧改革的成功对于促进内需的长期增长至关重要。从中短期来看，这三类房地产相关项目将为房地产开发商带来新的商机，使其业务多元化，从私人房屋开发转向公营房屋和城市基础设施开发。鉴于供给侧改革主要在超大城市（人口超过1000万）和特大城市（人口500万至1000万）实施，地方政府的财政状况相对富裕。因此，政府在这些大城市开展基础设施和房地产项目在财政上应该是可行的。据央行季报统计，2023年大型银行大幅扩大保障性住房项目信贷投放。

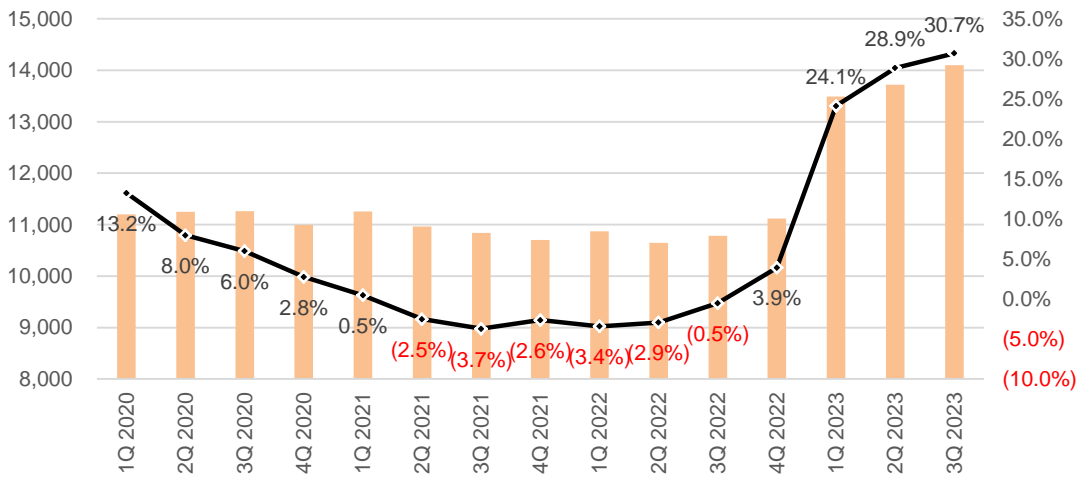
图表 7：保障性住房开发贷款余额（亿元），同比变化（%）



来源：人民银行、农银国际证券



图表 8：大型商业银行保障性住房开发贷款（亿元），同比变化（%）



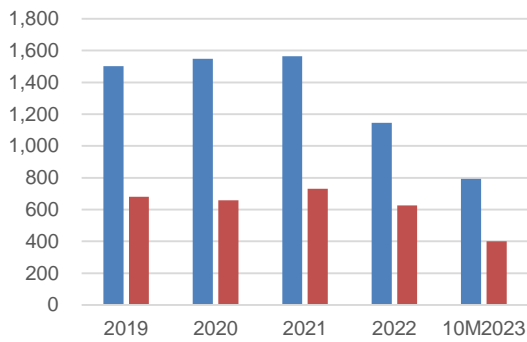
来源：人民银行、农银国际证券

私人房地产市场风险——行业整合的催化剂。房地产市场的危机有两个方面。首先，房地产开发商陷入财务困境可能带来系统性风险和房价风险。其次，存在预售新房未完工的风险。截至 2023 年 9 月末，中国人民银行公布的房地产开发贷款余额总额为 13.2 万亿元，同比增长 4%。这一数额相当于金融机构人民币贷款总额的 5.6%。由于截至 2023 年 9 月开发贷款余额涵盖私人及公营房屋发展项目，私人房屋领域的房地产开发贷款对比金额应较低。这表明与陷入困境的房地产开发商相关的违约风险是可控的。根据中国人民银行的数据，截至 2023 年 9 月末，个人住房贷款余额为 38.4 万亿元，同比下降 1.2%，相当于人民币贷款总额的 16.4%。由于个人住房贷款比例较高，需要稳定的房价来限制住房抵押品的价格风险。

预售新房的主要担忧之一是施工未完工的风险，房地产开发商可能挪用销售收入。2019 年至 2023 年 10 月，住宅销售对竣工面积比例平均为 2.1 倍。过去五年售出的住宅几乎有一半尚未竣工。展望未来，政府需要稳定房价预期及减少项目烂尾风险，以增强潜在购房者的信心。

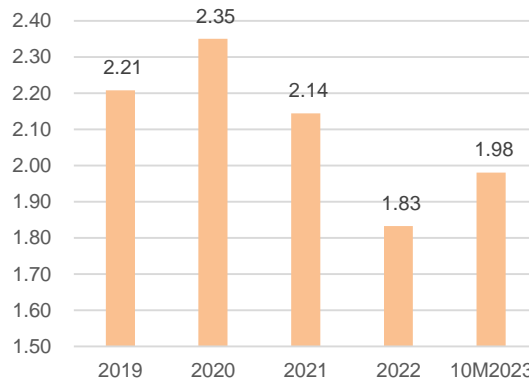


图表 9：住宅楼销售面积及竣工面积



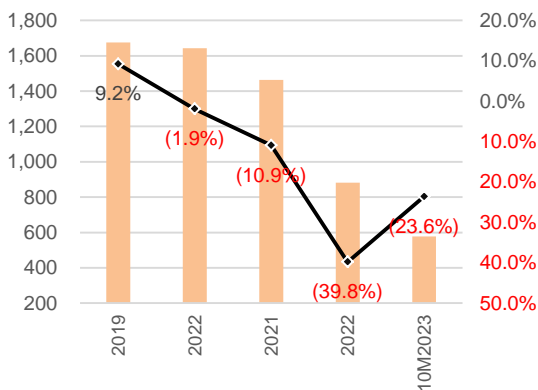
蓝色条:销售面积 (百万平方米)
 红色条: 竣工面积 (百万平方米)
 来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 10：住宅销售面积/竣工面积 比例 (倍)



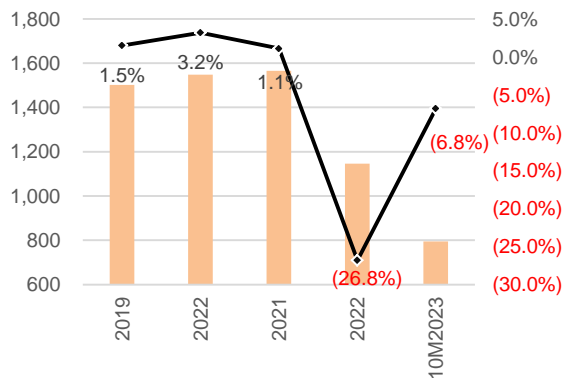
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 11：住宅建筑新开工建设 (百万平方米)，变化 (同比)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 12：住宅建筑销售面积 (百万平方米)，变化 (同比)



来源: 国家统计局、农银国际证券

房地产开发行业正在迅速整合。2023 年 1-10 月份，前五名房地产开发商的合同销售总额相当于同期全国房地产销售总额的 16%。这些开发商包括保利发展 (600048 CH)、中国建筑 (601668 CH)、万科 (2202 HK)、华润置地 (1109 HK) 和招商蛇口 (001979 CH)。2022 年这一比例为 14%。虽然 2023 年 1-10 月全国房地产销售同比下降约 5%，但前五名房地产开发商的销售增速同比增长约 6%。

销售收入的增长是一个差异化因素。销售收入的增长体现了房地产开发商的还款能力、土地补充能力和市场化能力。2022 年和 2023 年前 10 个月全国房地产销售下降意味着大多数房地产开发商偿还债务和补充土地的能力下降。与此同时，成功维持销售增长的开发商继续强化其竞争优势。



图表 13：前五名房地产开发商合同销售额

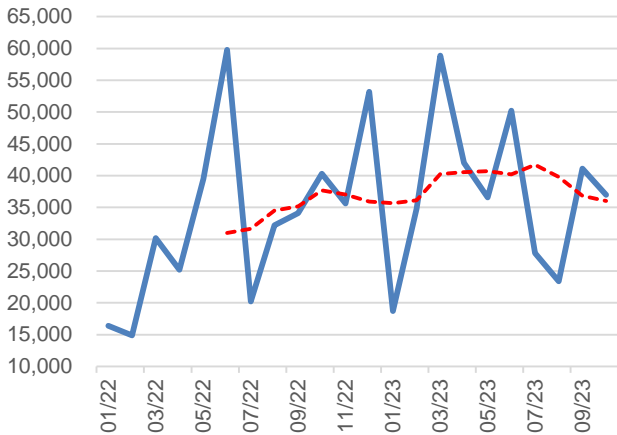
单位：10 亿人民币	1-10/2023	变化 (同比)	2022	变化 (同比)
中国建筑 (601668 CH)	371	18.4%	402	-4.9%
保利发展 (600048 CH)	368	1.4%	457	-14.5%
万科 (2202 HK)	312	-9.9%	417	-33.6%
华润置地 (1109 HK)	262	14.1%	301	4.6%
招商蛇口 (001979 CH)	247	9.2%	293	-10.5%
总计前 5 名	1,560	5.5%	1,870	-12.5%
全国房地产销售总额*	9,716	-4.9%	13,331	-26.7%
前 5 名市场占有率	16.1%		14.0%	

* 来自国家统计局，数据包括住宅、办公楼和商业地产的销售

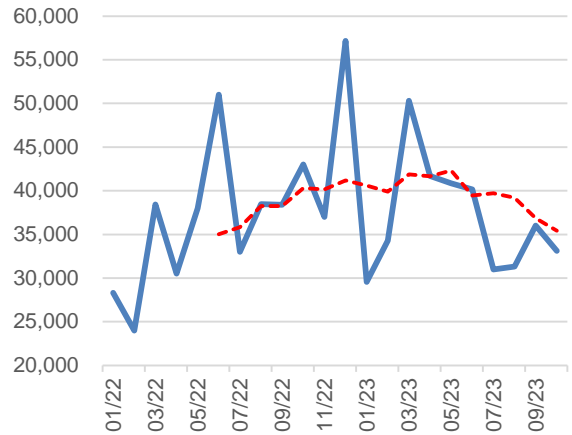
来源：国家统计局、公司、农银国际证券



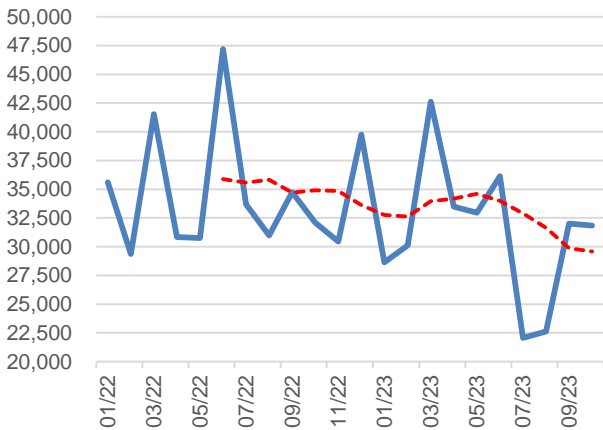
图表 14: 中国建筑 (601668 CH)
合同销售额 (人民币百万元)



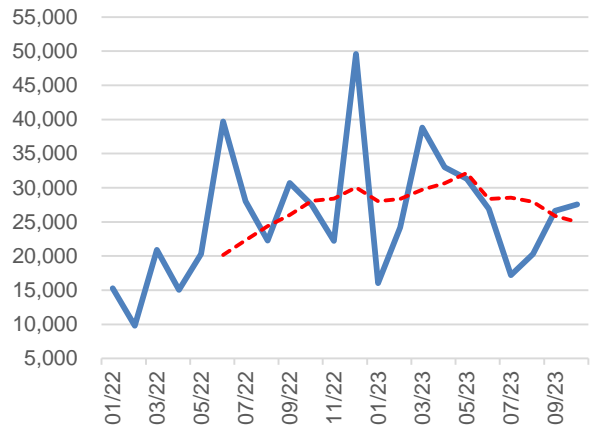
图表 15: 保利发展 (600048 CH)
合同销售额 (人民币百万元)



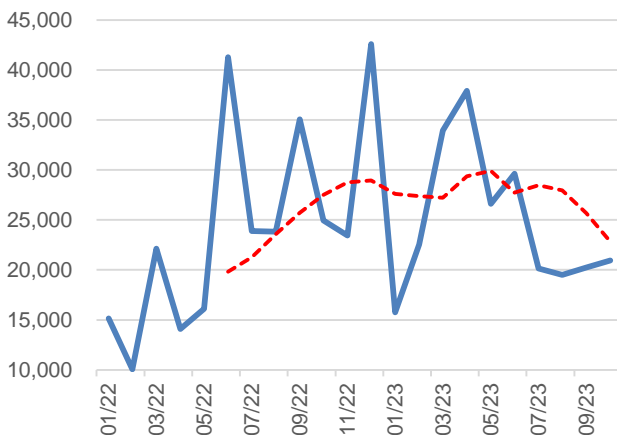
图表 16: 万科 (2022 年香港)
合同销售额 (人民币百万元)



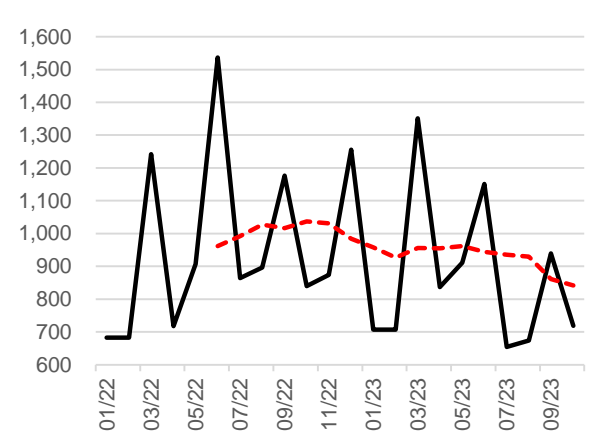
图表 17: 华润置地 (1109 HK)
合同销售额 (人民币百万元)



图表 18: 招商蛇口 (001979 CH)
合同销售额 (人民币百万元)



图表 19: 国家统计局全国
月度新房销售 (十亿人民币)



注: 红点线为 6 个月平均线

来源: 国家统计局、企业月度公告 (未经审计)、农银国际证券



6. 政府支持产业：科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融

公共和私营部门预计将在科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金金融和数字金融五个关键领域配置更多金融资源。投资的增加是中国现代化长期国家战略的重要组成部分。未来几年，我们预计中国市场将更加关注这些领域。

科技金融。我们预计政府和金融市场对中国科技行业的资源配置将会增加。经科技部、财政部、国家税务总局联合认定的科技型企业，将具有获得政府财政支持和金融机构信贷支持的优势。在评估科技公司时，投资者可以评估其获得多个政府机构的认可状况。这使得市场上众多所谓的科技公司能够进行更明智的筛选过程。截至 2023 年 9 月末，政府机构已认定中小型科技企业 21.83 万家，其中约 47% 成功从金融机构获得贷款。科技公司经常面临从眼光敏锐的银行获得信贷的挑战，导致信贷的需求严重未得到满足。截至 9 月末，科技企业贷款总额为 2.4 万亿人民币，同比增长 22.6%，平均每家企业获贷款额为 2,400 万元人民币。金融机构向众多中小企业科技公司提供小额贷款，作为管理和分散信用风险的手段。这种做法为这些机构带来了巨大的商机。如果假设平均贷款规模为 2,400 万元，获贷率从 47% 增加 1 个百分点，贷款需求将相应增加 520 亿元。此外，科技公司可能会选择用股权融资代替部分贷款。

绿色金融。减少碳排放的目标已成为金融市场的长期主题。绿色经济的出现刺激了太阳能和风能、储能解决方案和电动汽车的快速发展。此外，ESG 合规要求不断提高，进一步推动节能环保产业发展。绿色金融在加快环保产品的发展和升级生产设施以满足 ESG 标准方面发挥着关键作用。根据人民银行的数据，绿色贷款总余额以复合年增长率 36% 从 2020 年底的 12 万亿人民币增至 2022 年底的 22 万亿人民币。截至 2023 年 9 月末，贷款余额进一步同比增长 37% 至 28.6 万亿人民币。在金融机构的大力支持下，我们预计绿色产业将成为一个有韧性的行业，能够在快速增长的同时抵御经济波动。

普惠金融。普惠金融既是经济发展的稳定器，又是经济发展的催化剂。普惠金融包括普惠性小微贷款、农民生产经营贷款、创业担保贷款、助学贷款、脱贫人员贷款等多种形式的金融支持。其中，中小企业贷款占 72%，农民贷款占 23%。普惠金融余额从 2020 年末的 21.5 万亿人民币增至 2022 年末的 32.1 万亿人民币，复合年增长率为 22%。截至 2023 年 9 月末，余额进一步同比增长 26% 至 39.5 万亿人民币。

养老金融。养老金融基于三个基本支柱：1) 确保基本养老保险覆盖；2) 促进优秀职工再就业，增加其养老期间收入；(三) 促进商业养老金融产品或服务发展。人力资源和社会保障部公布的数据显示，截至 2022 年底，全国参加基本养老保险的人数达到 105307 万人。此外，基本养老保险基金累计结余 69851 亿元。截至 2022 年末，共有 12.8 万家企业建立企业年金，参保职工 3010 万人。截至 2022 年末，企业年金投资运营规模为 2.87 万亿人民币。养老金金融的三大支柱发挥着不同的作用。养老保险和企业年金是养老金融的基础组成部分，是养老金融的第一支柱，为养老金领取者的收入提供了基础；同时，提高退休年龄可以作为增加老年工人收入的一种手段。商业养老金产品包括一系列金融产品和服务。其中包括养老金储蓄、财务管理、保险和其他相关服务。客户可以受益于全面的养老金财务规划、资金管理、风险保障等。它允许养老金领取者在未来产生额外的收入，从而减少对基本养老金收入的依赖。从长远来看，养老金领取者的消费需求将成为经济增长的动力。



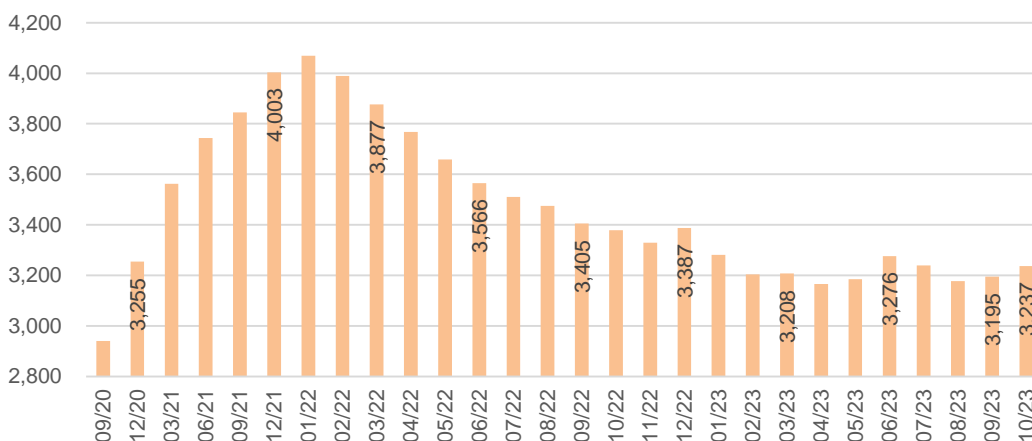
数字金融。“金融+科技+数据”是指对数字金融发展的投入。金融服务行业正在将数字化作为增强其产品和服务的一种手段。这一趋势包括扩大金融服务范围、多元化收入来源、提高成本效率、增强风险管理能力。金融机构的差异化 and 后续业务绩效预计将在很大程度上依赖于其技术能力。2020年、2021年和2022年，三大国有商业银行在金融科技/IT方面的投入分别约为642亿元人民币、701亿元人民币和727亿元人民币。2022年，三大国有商业银行在金融科技/IT方面的总投入相当于其总营业收入的3.1%左右。大型银行可以应付金融科技/IT投入的财务负担。他们对金融科技坚定不移的投入最终将增强他们的竞争优势，使他们在产品开发、成本效率和风险管理方面区别于竞争对手。

7. 跨境流动性流入和流出

中美利差导致2022-23年境内人民币债券市场流动性流出。展望未来，我们预计美国利率周期将在2024年中期左右出现下行趋势。这将导致中美利差缩小，从而降低境外投资者持有境内人民币计价资产的机会成本。我们预计，到2024年，当美国利率开始下行周期时，离岸流动性将净流入境内债券和股票市场。

自2021年末以来，美国两年期国债收益率飙升395个基点，截至2023年11月末达到4.68%。相比之下，中国两年期国债收益率小幅上涨5个基点，截至2023年11月末达到2.41%。到2023年11月末，收益率差距扩大提高了境外投资者持有人民币资产的机会成本。根据中国清算所和上海清算所的数据，自2021年末以来，境外机构持有的境内债券余额减少7,660亿元人民币至2023年10月末为3.24万亿人民币。2024年中美利差将收窄，我们看到2023年下半年流动性流出趋于稳定。2023年1-11月境外投资者净买入A股566亿元人民币，而2022年为900亿元人民币，2021年为4,322亿元人民币。考虑到境外资金流入中国A股市场资金量变化，境外投资者对中国股市持谨慎乐观态度市场。

图表 20：境外机构持有中国境内债券余额（十亿元人民币）



注：该余额为存放在中国结算和上海清算所的债券总额
来源：中国结算、上海清算所、农银国际证券

来自内地的中国投资者正在稳步积累香港股票，在香港股市获得重要的定价权。自港股通启动以来，内地投资者净买入约2.88港元的港股。2023年1-11月，这些投资者净买入港股3,109亿港元，而同期恒生指数下跌约14%。内地投资者积极在香港股市逢低吸纳。从他们的购买势头和当前的股市环境来看，他们中的大多数都是长期投资者。根据最近的统计，内地投资者



持有中国电信（728 HK）、中国神华（1088 HK）、中国工商银行（1398 HK）和中芯国际（981 HK）等知名公司在香港上市的大量股权。

图表 21：内地投资者通过港股通持有的前 15 只股票

代码	股票	所持股份市值 十亿港元 (注 1)	持有股份% 于 2023 年 11 月 30 日 (注 2)	持有股份% 于 2022 年末 (注 2)
700 HK Equity	腾讯	280.7	9.51%	9.31%
941 HK Equity	中国移动	138.8	10.28%	8.77%
5 HK Equity	汇丰银行	106.5	9.21%	9.34%
883 HK Equity	中海油	106.3	17.46%	17.26%
939 HK Equity	建行	89.0	8.28%	9.26%
1398 HK Equity	工商银行	83.6	26.38%	24.11%
3690 HK Equity	美团	69.5	12.80%	9.49%
1810 HK Equity	小米	47.3	12.70%	12.79%
981 HK Equity	中芯国际	36.5	21.71%	17.69%
1088 HK Equity	中国神华	32.1	38.11%	31.63%
1024 HK Equity	快手	29.6	12.35%	10.30%
728 HK Equity	中国电信	24.1	48.46%	37.13%
2269 HK Equity	药明生物	23.8	18.17%	16.25%
9868 HK Equity	小鹏汽车	20.9	17.95%	8.23%
388 HK Equity	香港交易所	20.5	6.26%	7.39%

注 1：市值=截至 2023 年 11 月末内地投资者持有股票数量× 股价

注 2：指内地投资者通过沪港通持有于香港上市股票的比例。

来源：香港联交所、农银国际证券



8. 新能源汽车市场：差异化表现

图表 22：新能源汽车制造商的业绩矩阵

	纯新能源汽车制造商	新能源汽车和内燃机汽车制造商
2023 年首 9 个月实现盈利：		
新能源汽车 1-10/2023 期间销量增长超过 27%	比亚迪 (1211 HK) 理想汽车 (2015 HK)	吉利汽车 (175 HK) 长城汽车 (2333 HK) 广汽 (2238 HK) 长安汽车 (000625 CH)
新能源汽车 1-10/2023 期间销量增长低于 27%		东风集团 (489 HK) 上汽集团 (600104 CH) 江淮汽车 (600418 CH)
2023 年首 9 个月的亏损：		
新能源汽车 1-10/2023 期间销量增长超过 27%	蔚来 (9866 HK) 北汽新能源 (600733 CH)	
新能源汽车 1-10/2023 期间销量增长低于 27%	零跑汽车 (9863 HK) 小鹏汽车 (9868 HK)	赛力斯 (601127 CH)

注：NEV 指新能源汽车；ICE 汽车指的是内燃机汽车

备注：国家统计局数据显示，2023 年前 10 个月新能源汽车产量同比增长 26.7%

来源：农银国际证券

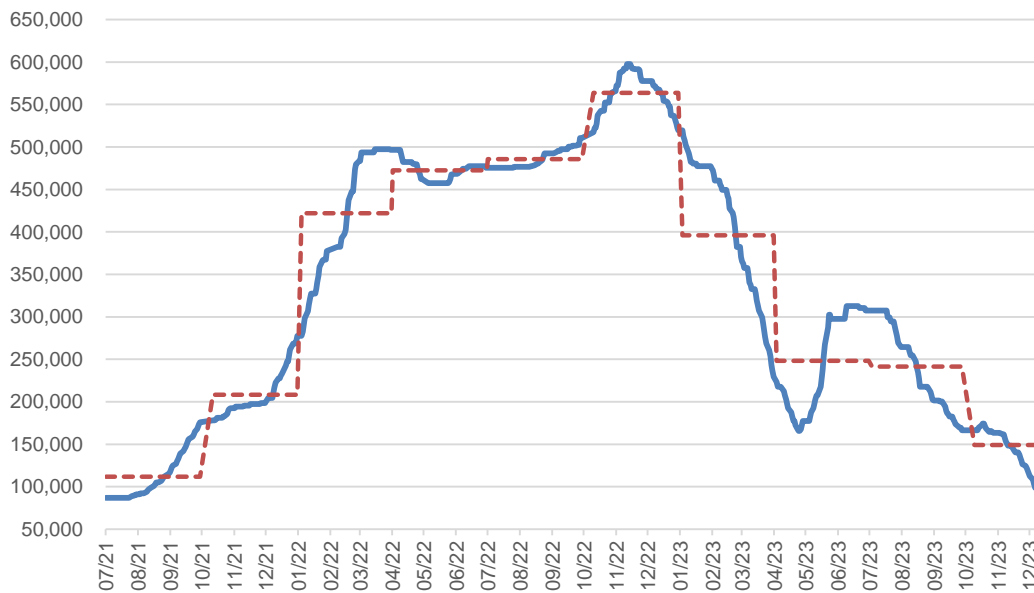
新能源汽车属于耐用消费品。2023 年 1-10 月，新能源汽车产量同比增速高达 26.7%，超过整体汽车产量 4.9% 的同比增速。新能源汽车市场是汽车行业高增长的业务领域之一。新能源汽车制造商正在根据定价、电池功率、内饰设计、娱乐功能、安全性和自动驾驶技术等多种因素来推广其产品。

投资者正在积极寻找新能源汽车领域表现优异的企业。我们认为，新能源汽车厂商的销量走势是其产品整体竞争力的重要体现。此外，盈利能力是财务业绩的重要指标，揭示了商业模式是否能够推动内部有机增长并提高股东价值。汽车行业以其资本密集型的特点而闻名。最终，有盈利的汽车制造商利用内部资源通过快速开发产品并保持竞争优势的能力。

展望 2024 年，由于电池成本预计下降，我们预计新能源汽车和内燃机汽车制造商之间的竞争将加剧。碳酸锂均价从 2022 年第四季度的 52.3 万元/吨跌至 2023 年上半年的 32.1 万元/吨，随后第三季度均价跌至 24.2 万元/吨，2023 年 10-11 月均价跌至 14.9 万元/吨。2023 年 11 月下旬现货价格接近 10 万元/吨。尽管中国新能源汽车产量快速增长，但电池成本的大幅下降表明供给增速高于需求增速。电池成本的大幅降低使新能源汽车制造商能够以具有竞争力的价格为其车辆定价，并从内燃机汽车制造商那里获得市场份额。由于价格战可能进一步升级，预计 2024 年的商业环境将对内燃机汽车制造商不利。



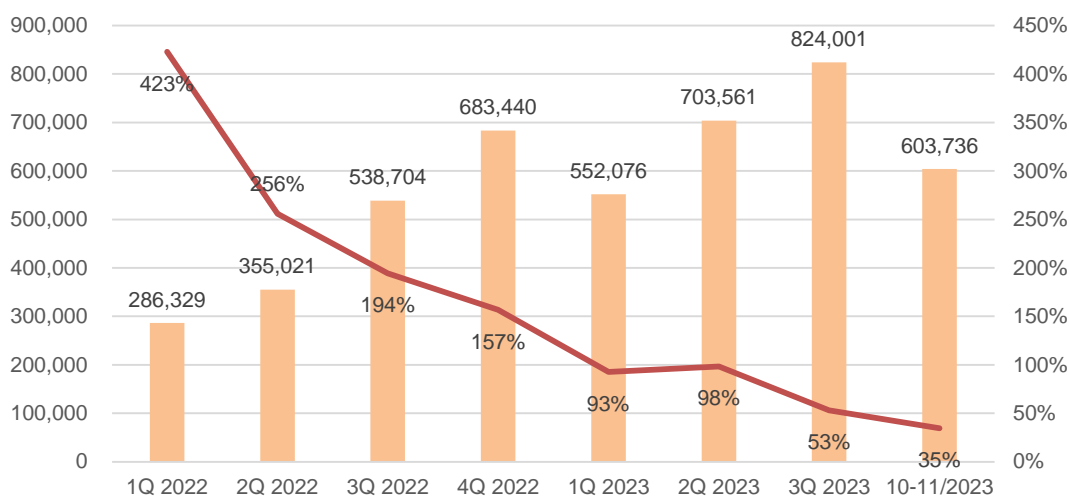
图表 23: 中国碳酸锂现货价格 (人民币/吨)



红点线: 季度平均

资料来源: 彭博、农银国际证券

图表 24: 比亚迪 (1211 HK, 002594 CH) 新能源汽车销量, 同比变化

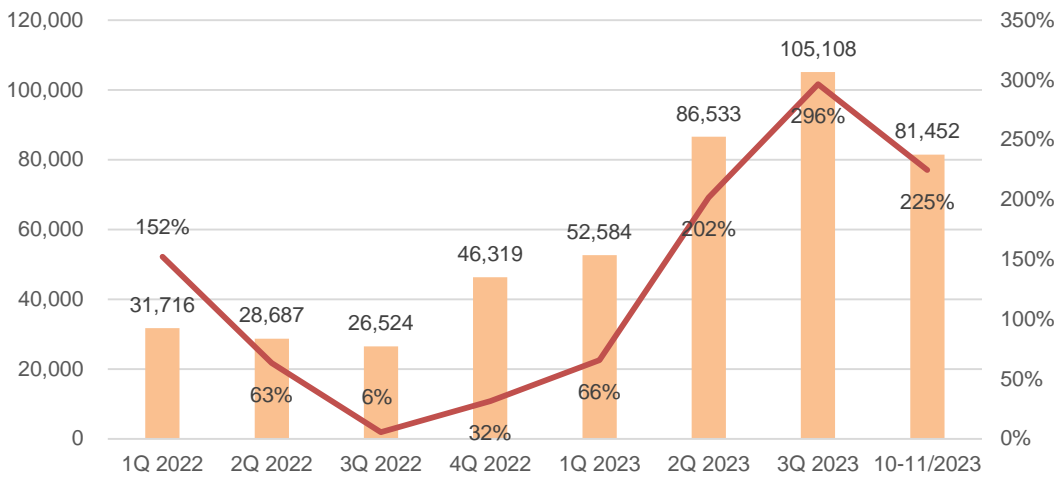


注: 季度数据为月度数据总和 (未经审计)

来源: 公司公告、农银国际证券



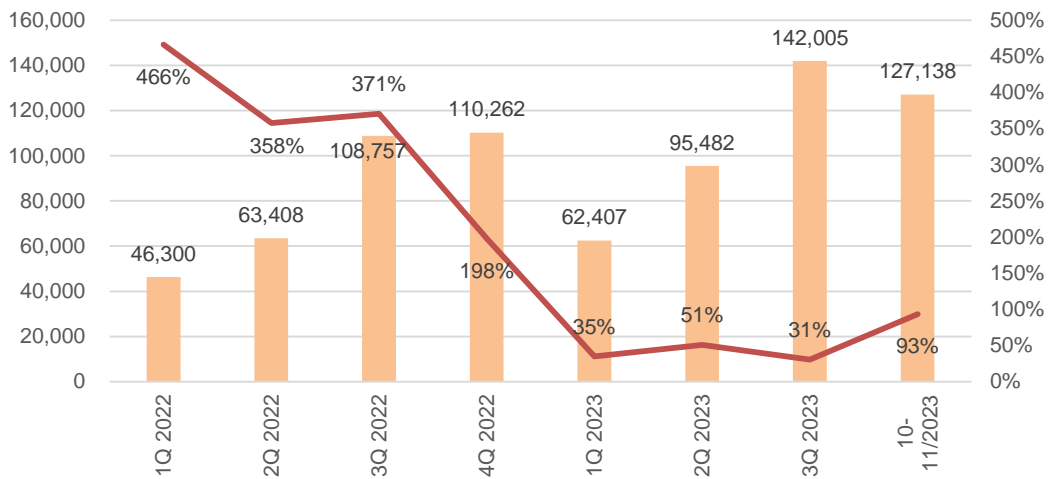
图表 25: 理想汽车 (LI US, 2015 HK) 新能源汽车交付量, 同比变化



注: 季度数据为月度数据总和 (未经审计)

来源: 公司公告、农银国际证券

图表 26: 吉利汽车 (175 HK) 新能源汽车销量, 同比变化

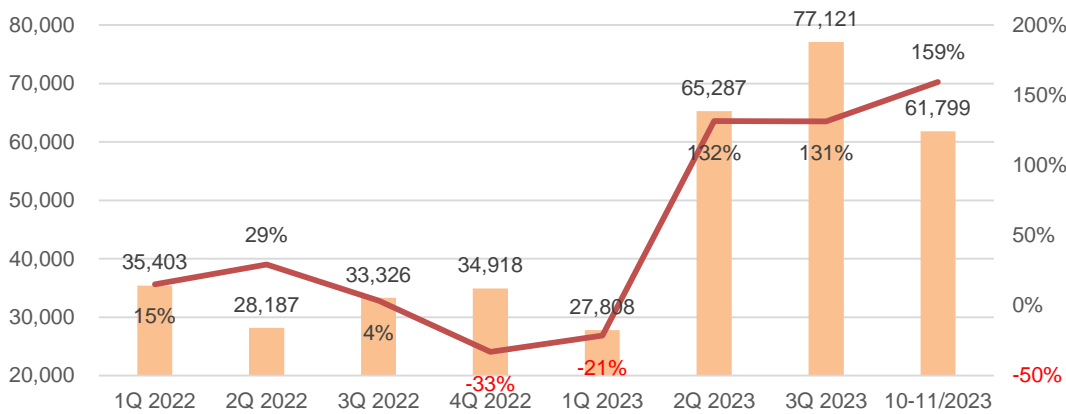


注: 季度数据为月度数据总和 (未经审计)

来源: 公司公告、农银国际证券



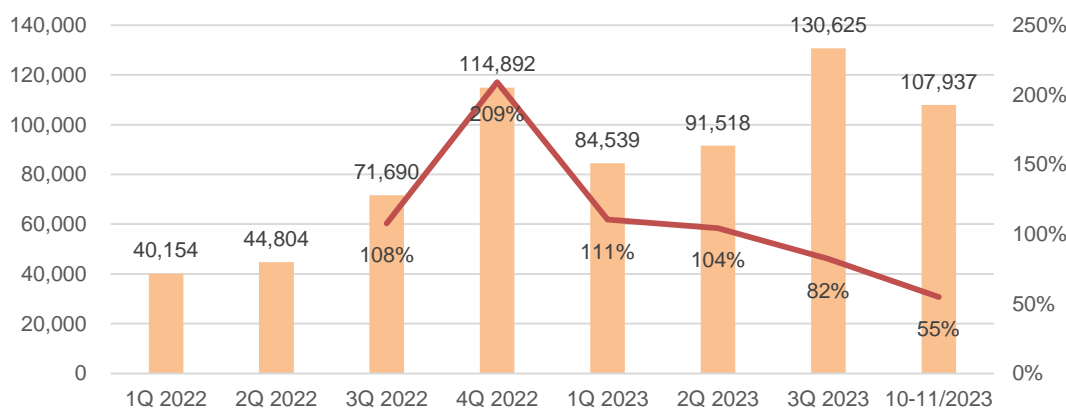
图表 27: 长城汽车 (2333 HK) 新能源汽车销量, 同比变化



注: 季度数据为月度数据总和 (未经审计)

来源: 公司公告、农银国际证券

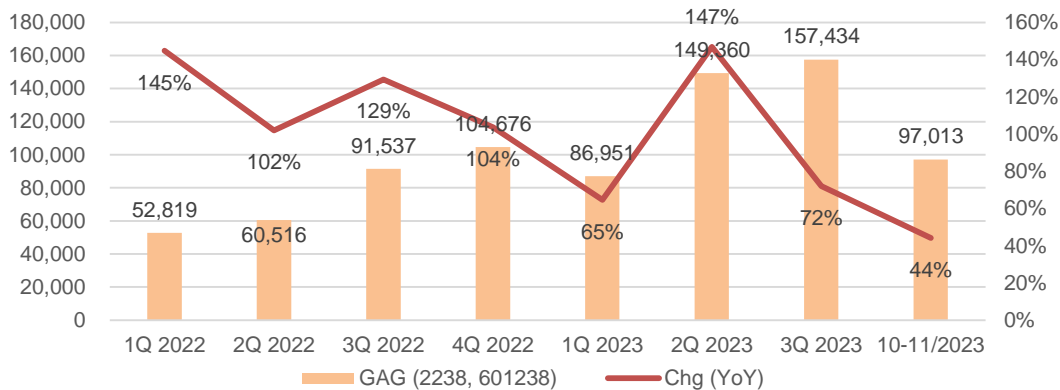
图表 28: 长安汽车 (000625 CH) 新能源汽车销量, 同比变化



注: 季度数据为月度数据总和 (未经审计)

来源: 公司公告、农银国际证券

图表 29: 广汽 (2238 HK) 新能源汽车销量, 同比变化



注: 季度数据为月度数据总和 (未经审计)

来源: 公司公告、农银国际证券



9. 恒生指数 (HSI)

- 2024 年估值区间：8.0-11.0 倍 P/E，相当于 17200-23600
- 利润增长预期较低限制估值上涨空间
- 各种宏观和微观经济因素限制了指数中权重板块的收入增长
- 消费相关股票对房价周期和财富效应敏感

过去五年，恒指预测市盈率平均为 11.38 倍，最高/最低分别为 17.12 倍/8.29 倍。鉴于目前预测市盈率为 8.3 倍，我们认为大部分负面因素已被消化。我们认为，预计 2023 年和 2024 年利润增长动力较低是对指数估值施加下行压力的关键因素。由于该指数中的大多数大盘股或权重股已披露 2023 年前 9 个月的业绩，预计 2023 财年的盈利冲击将减少。目前，市场预计每股收益 2023 年指数将增长约 6%，2024 年将增长约 9%。

我们认为，2024 年盈利增长预期存在潜在下行风险。预计全球经济较 2023 年将进一步减速，在这宏观经济背景下，大盘股公司实现利润（不含非核心利润项目）大幅增长将面临挑战。在恒生指数中，金融板块和电子商务/互联网板块分别占指数总权重约 33%和 28%。我们的行业分析师预计，中资银行的营业收入增长将受到净息差收缩和净手续费及佣金收入增长缓慢的不利影响。此外，我们认为主要提供在线零售服务的主要电子商务和互联网平台运营商收入快速增长的时期已经过去。该预测基于在线零售渗透率的稳定趋势，2021 年、2022 年和 2023 年 10 个月的渗透率分别约为 24.5%、27.2% 和 26.7%，意味着在线零售过去的高增长是通过取代线下零售商的市场份额来实现的，这种现象很难重复。恒生指数中两个最大权重板块的收入增长势头放缓，将限制该指数 2024 年的盈利增长。

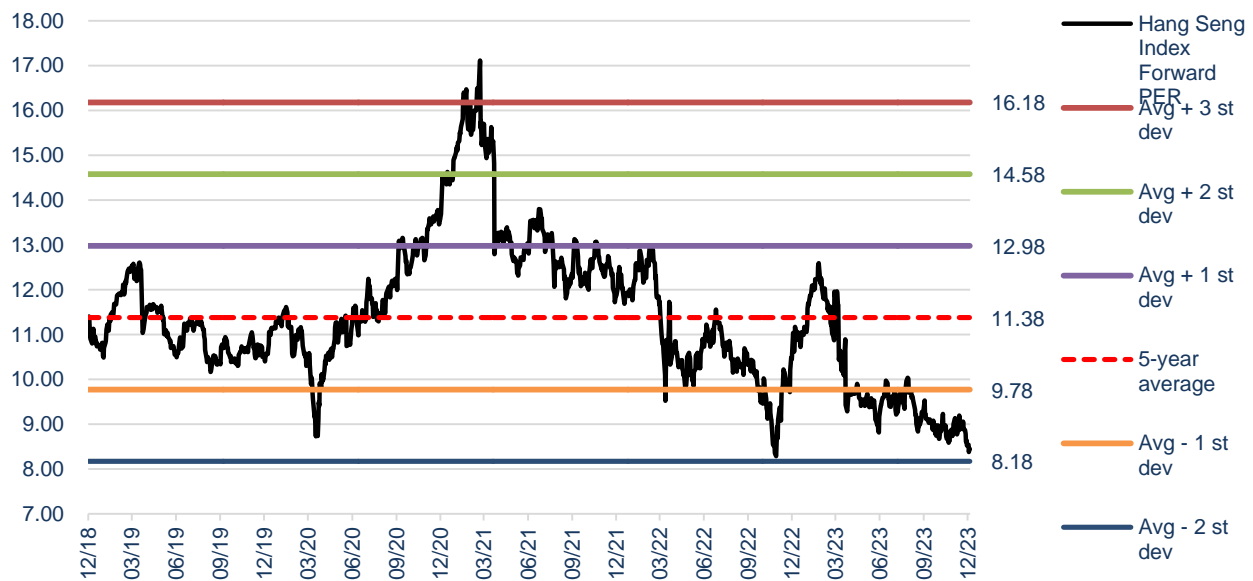
对中国和香港房地产业的担忧预计将持续整个 2024 年，从而造成挥之不去的不确定性。虽然地产股的表现对市场情绪有显著影响，但其对指数的影响相对较小，因为该板块的权重占比不足 6%。此外，我们相信投资者将密切关注中国内地和香港的房价；财富效应，无论是正面还是负面，都会影响 2024 年的消费。根据香港特区政府的数据，截至 2023 年 10 月，香港住宅物业价格指数创下 2017 年 4 月以来的新低。国家统计局数据显示，自 2022 年 4 月以来，中国 70 个城市新建住宅平均价格指数已连续 19 个月同比下降。我们预计投资者将谨慎行事，并可能要求消费品和服务行业供应链内的股票计入更高的风险溢价（亦即降低估值）。

我们预计价值股或收益股将优先于成长股主导香港股市的大盘股。在这种情况下，优先考虑价值股和收益股的投资者可能会增加仓位，而关注成长股的投资者可能会考虑减持。

考虑到历史估值区间、普遍盈利增长预测以及当前市场预期的潜在下行风险，我们预计恒指 2024 年市盈率估值区间将在 8.0-11.0 倍之间（中位值为 9.5 倍）。考虑到当前 2024 年盈利预测的预期下行风险，我们将市盈率区间的下限定位在五年历史低点以下。预计恒指将在 17200 点至 23600 点（四舍五入百位）区间波动。



图表 30: 恒生指数预测市盈率, 基于指数和市场持续变化每股收益预测



5年平均远期市盈率: 11.38倍; 标准差(st.dev): 1.60x

标准差/平均值 = 14.1%

来源: 彭博共识预测、农银国际证券

图表 31: 恒生指数的市场估值

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
每股盈利 (HK\$)	2,417	2,156	2,076	1,862	1,968	2,150	2,343
同比变化	0.5%	-10.8%	-3.7%	-10.3%	5.7%	9.2%	9.0%
P/E (注*)	-	-	-	8.8	8.3	7.6	7.0
每股净值(HK\$)	22,345	23,705	20,801	17,908	17,563	18,989	20,700
同比变化	10.1%	6.1%	-12.2%	-13.9%	-1.9%	8.1%	9.0%
P/B (注*)	-	-	-	0.9	0.9	0.9	0.8
每股分红 (HK\$)	992	634	594	666	689	759	776
同比变化	-1.1%	-36.1%	-6.3%	12.2%	3.5%	10.2%	2.3%
股息率 (注*)	-	-	-	4.1%	4.2%	4.6%	4.8%
每股盈利/每股净值	10.8%	9.1%	10.0%	10.4%	11.2%	11.3%	11.3%
每股分红/每股盈利	41%	29%	29%	36%	35%	35%	33%

注*: 基于 2023 年 12 月 6 日恒生指数 16327.86

来源: 彭博共识预测、农银国际证券



图表 32: 恒生指数预期估值范围

	2023F	2024F	2025F
市盈率区间			
高点	11.5	11.0	10.5
低点	8.2	8.0	8.0
中点	9.9	9.5	9.3
收盘	8.3	9.0	9.5
市净率区间			
高点	1.29	1.25	1.19
低点	0.92	0.91	0.91
中点	1.11	1.08	1.05
收盘	0.93	1.02	1.08
收益率区间			
高点	4.3%	4.4%	4.1%
低点	3.0%	3.2%	3.2%
中点	3.6%	3.8%	3.6%
收盘	4.2%	3.9%	3.5%

来源: 农银国际证券预测

香港 IPO 市場展望

分析员:周秀成

2023 年前 11 个月香港 IPO 市场筹资 47 亿美元，而 2022 年为 134 亿美元

IPO 市场受到经济疲软、全球地缘政治风险等多种因素的冲击。这些因素或会在短期内持续影响市场

2023 年前 11 个月（截至 2023 年 11 月 23 日），香港 IPO 市场筹资 47 亿美元，而 2022 年为 134 亿美元。2023 年前 11 个月，共有 53 宗 IPO 发行，平均发行规模为 0.9 亿美元。

在行业结构方面，工业和医疗保健各占 2023 年前 11 个月 IPO 数量的 22%，其次是必需消费品(19%)、非必需消费品 (15%)、科技(7)和其他 (15%)。特别是，规模较大的 IPO 数量较少，2023 年前 11 个月的平均交易规模较小，为 0.9 亿美元，而 2022 年为 1.6 亿美元。

香港联交所最近推出了针对特专科技公司的新上市制度，包括新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保、新食品及农业技术。但这些措施暂时对市场帮助有限。

总的来说，香港 IPO 市场受到经济环境疲软、地缘政治局势等因素的影响。展望未来，这些因素或会在短期内持续影响市场。

图表 1: 2023 年前 11 个月香港 IPO 市场

行业*	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
工业	1,033	10
医疗保健	1,023	8
必需消费	915	5
非必需消费	689	8
科技	325	6
其他	718	16

*按彭博行业分类

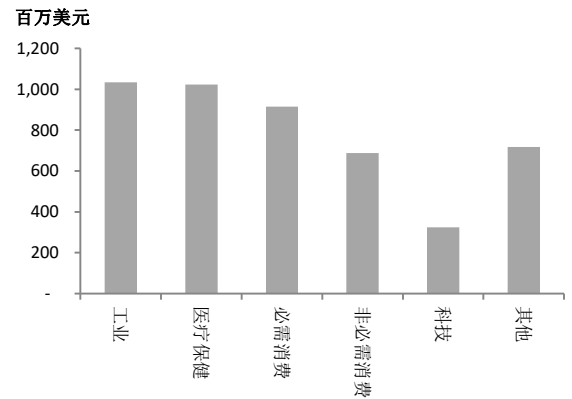
来源: 彭博, 农银国际证券

图表 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



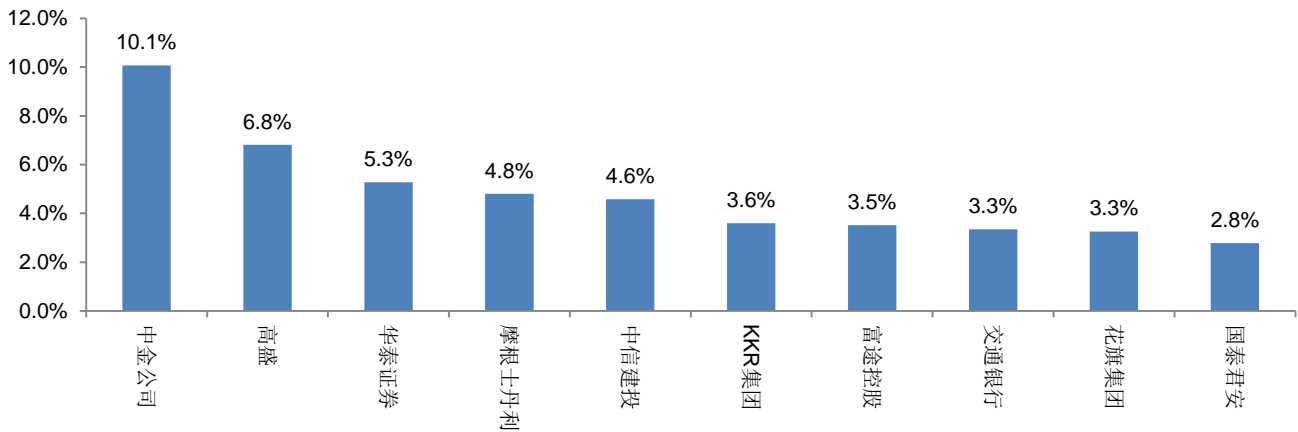
来源: 彭博、农银国际证券

图表 3: 香港 IPO 集资额行业*分布 (2023 年首 11 个月)



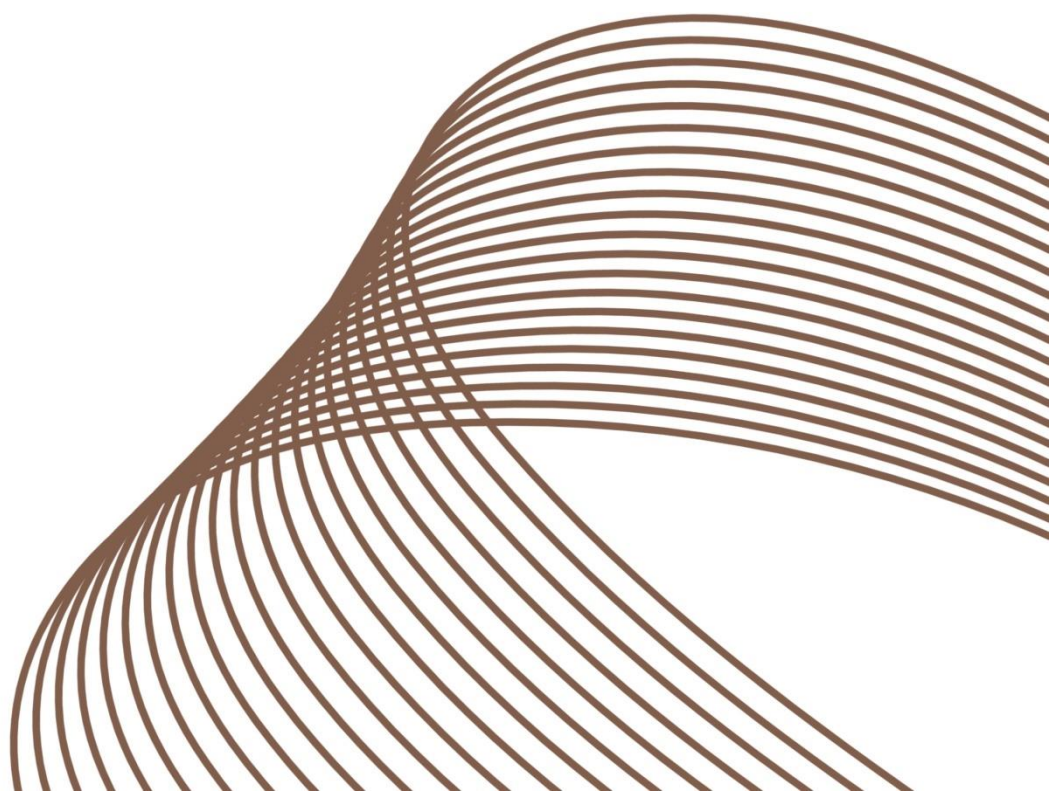
*按彭博行业分类
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 主要承销商市场份额 (2023 年首 11 个月)



来源: 彭博、农银国际证券

行业展望





正面 中国银行业-营收增长拐点备受关注 欧宇恒

主要数据		行业表现	绝对值 (%)	相对值 (%)
H 股		H 股 (相对于 MSCI 中国指数)		
2024 年市盈率均值(x)	3.40	1 个月	2.8	(3.7)
2024 年市净率均值(x)	0.35	3 个月	7.1	7.2
2024 年股息率均值(%)	9.24	6 个月	(10.5)	(8.4)
A 股		A 股相对于 CSI300 指数)		
2024 年市盈率均值(x)	3.40	1 个月	0.3	1.2
2024 年市净率均值(x)	0.35	3 个月	2.6	7.8
2024 年股息率均值(%)	9.24	6 个月	(1.4)	3.7
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 行业平均净息差仍面临压力，但收窄幅度有望降低 ➤ 净手续费收入增速仍取决于宏观经济恢复情况 ➤ 投资者对资产质量的忧虑正在下降；关注焦点转向至未来营收增长前景 ➤ 重申对 A 及 H 股银行业的正面评级，我们维持偏好大型银行稳中向好的盈利能力及股息收益率 				

行业平均净息差下行压力有望减轻。受政策驱动，银行自 2023 年 9 月下旬开始调整存量个人房贷的利率水平，根据央行公告，存量个人房贷利率调整已于在 11 月初完成。其中，超过 22 万元人民币的个人房贷利率平均下降 73 个基点；为超过 5 千万个人房贷个案每年节省约 1,600 亿至 1,700 亿元的利息。随着存量个人房贷利率调整完成，我们认为银行净息差下行的最大负面因素已经消除，这意味着从环比看，行业平均净息差或在 4Q23 录得较大降幅，但在往后季度，行业平均净息差下行压力有望减轻。考虑到 2023 年 6 月和 2023 年 8 月两次 LPR 下调的贷款复位价影响，以及受到定存利率下降及存款结构改善所带动的平均存款利率下行，我们预期行业平均净息差压力有望从 1Q24 得到缓解，行业平均净息差环比收窄幅度将减低。中国人民银行数据显示，2023 年 9 月新增贷款平均贷款利率较 2023 年 6 月环比下降 5 个基点至 4.14%。然而，如果宏观增长复苏未能持续，进一步降息的可能性或为行业净息差前景带来额外压力。根据全国银行间同业拆借中心的数据，1 年期和 5 年期 LPR 已从 2022 年 12 月的 3.65%和 4.30%下调至 2023 年 11 月的 3.45%和 4.20%。我们预期 1 年期和 5 年期 LPR 到 2024 年底将进一步降至 3.25%和 4.00%。根据金监总局数据，3Q23 行业平均净息差环比收窄 1 个基点至在 1.73%，或同比收窄 21 个基点。从类别来看，大型银行的净息差收缩幅度更大，因为大型银行承担了更大的社会责任；3Q23，大型银行的平均净息差同比收窄 26 个基点，对比同期股份制银行/城商行/农商行同比下降 14-20 个基点。资产负债表增速和结构优化仍将是抵御净息差压力的关键因素。整体而言，我们预计 FY24E 行业平均净息差将同比下降 10-15 个基点。

净手续费收入重拾增长动力需时。在银行 3Q23 业绩所反映的情况看到，大多数银行 2023 年首九个月的净手续费收入出现负增长，这主要是由于过去几个季度资本市场表现较弱及零售消费需求疲软所致。我们认为，消费相关的手续费收入增长很大程度上取决于经济复苏的步伐。另一方面，考虑到平均存款利率逐步下降，我们预期理财相关手续费收入有望从 4Q23 起出现小幅改善。假设宏观前景稳步改善，我们预计 FY24E 部分银行的净手续费收入将回归至同比正增长。加上



银行净息差下行压力放缓，我们估计较具实力的银行可以在 2H24 恢复营收同比增长至低单位数。

市场对资产质量前景的忧虑有所下降。受惠于政府对金融高质量发展以及监管机构高度重视风险集中管理，投资者在 2023 年对银行资产质量风险的忧虑明显逐渐减轻。从 3Q23 业绩可以看到，三季度大部份银行不良贷款率环比表现稳定。随着房地产相关资产质量风险持续受控，部分银行 3Q23 对公房地产行业的不良贷款率环比有所下降。总的来说，我们预计 FY24E 行业平均不良贷款率将继续保持在较稳定水平。然而，由于银行资产质量高度与中国宏观形势挂钩，任何不利情况都会将市场焦点重新转移至银行的风险因素上。据金监总局统计，截至 2023 年 9 月末，行业平均不良贷款率较 6 月末下降 1 个基点至 1.61%。2023 年 9 月末行业平均拨备率与 6 月末持平于 3.35%，行业平均拨备覆盖率则环比上升 176 个基点至 207.89%。2023 年首三季度行业净利润同比增长 9.0%。值得注意的是，为了支持长期宏观增长，维持银行净息差及盈利能力在合理水平已成为目前的政策重点之一。

长线展望

政策和宏观经济风险仍然是影响中国银行业的关键因素，其中大型银行无可避免需承担更大社会责任来支持国家发展。而在政策层面上，集中监管及自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素，但短期股价将因政策不确定性增加而波动。

短线展望

营收增长的拐点是当前投资者重点关注之一，而这与中国的宏观经济展望息息相关。因此，未来几个季度的经济增长势头将是行业估值水平的关键因素。同时，我们认为价值型投资者仍将以更保守的态度来观察基本面持续改善的证据。

股票推荐

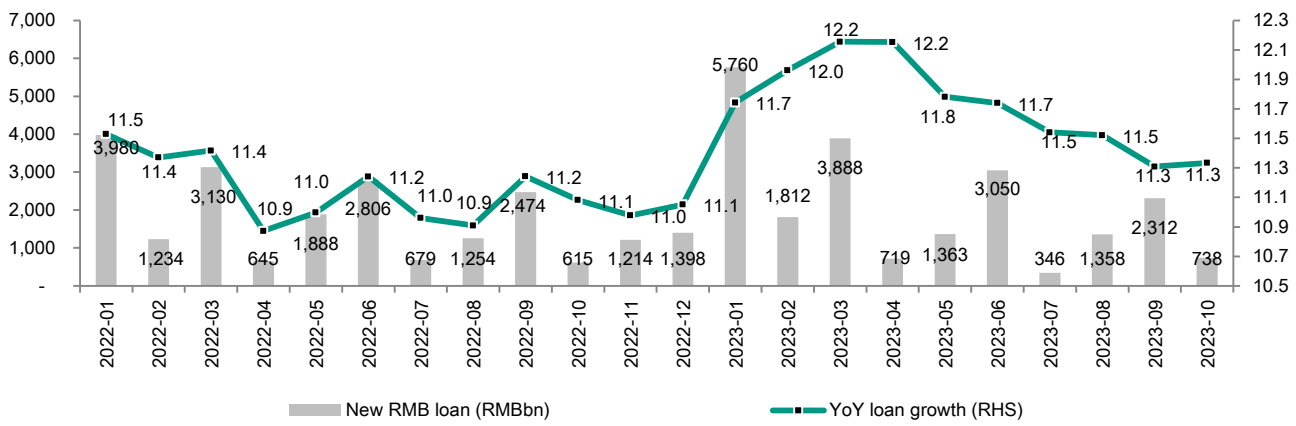
我们重申对 A/H 股市场中资银行板块的正面评级，这是由于我们认为当前估值水平尚未充分考虑到宏观经济恢复对行业带来的正面影响。然而，行业估值修复的时间点将取决于未来中国的经济步伐和银行基本面上的改善。我们偏好大型银行，因其业务多元化及股息收益率均较稳定。

风险因素

1) 行业基本面受宏观经济不确定性影响; 2) 特定区域的资产质量急速恶化; 3) 进一步降息或为净息差带来额外压力; 4) 净手续费收入恢复较预期慢。

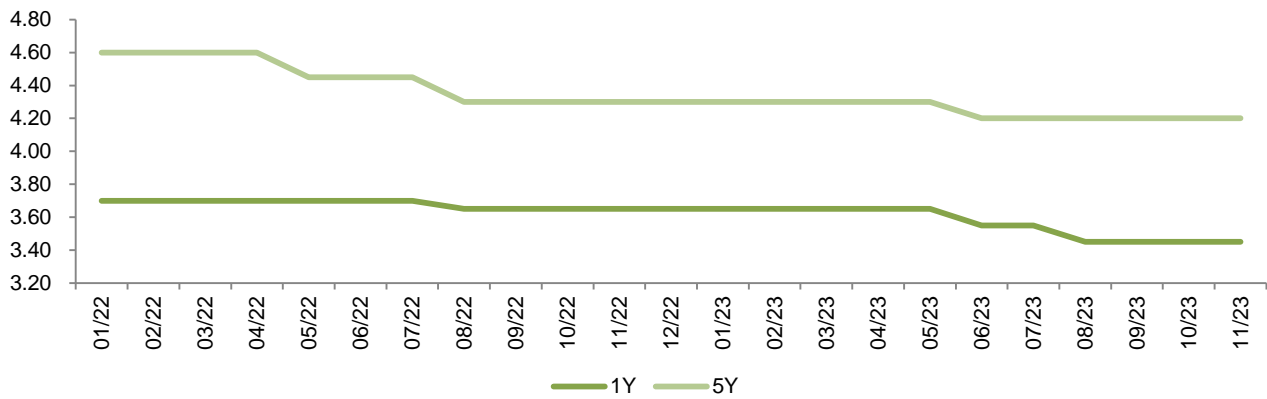


图表 1: 每月新增人民币贷款(亿元)与金融机构人民币各项贷款总额同比增长(%)



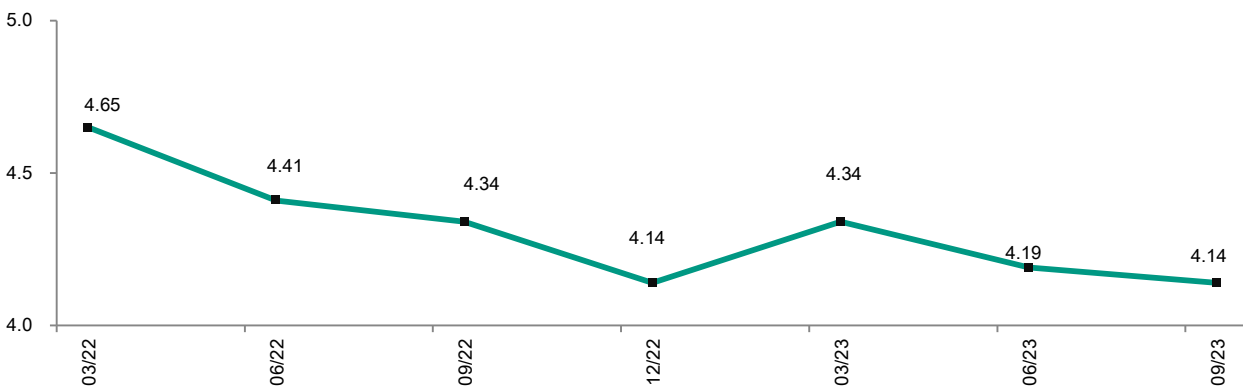
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 2: 中国 LPR (%)



来源: 全国银行间同业拆借中心、农银国际证券

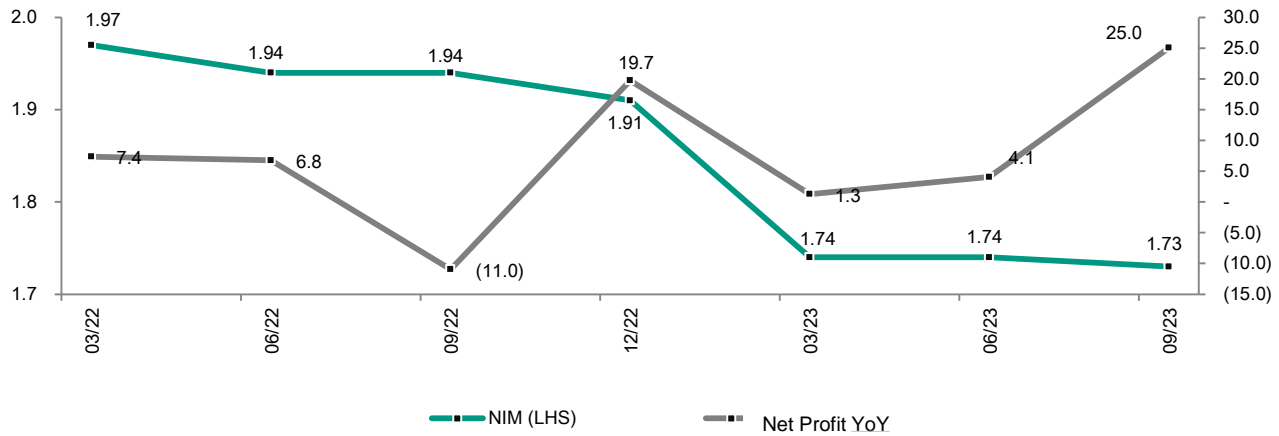
图表 3: 平均贷款收益率(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

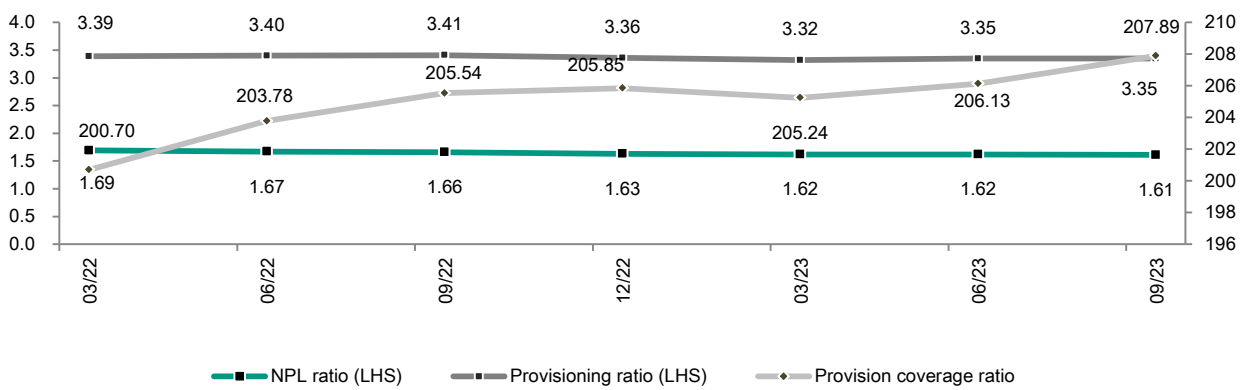


图表 4: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)



(左)NIM: 行业平均净息差; (右)Net Profit: 行业净利润同比增长
来源: 金监总局、农银国际证券

图表 5: 主要资产质量指标(%)

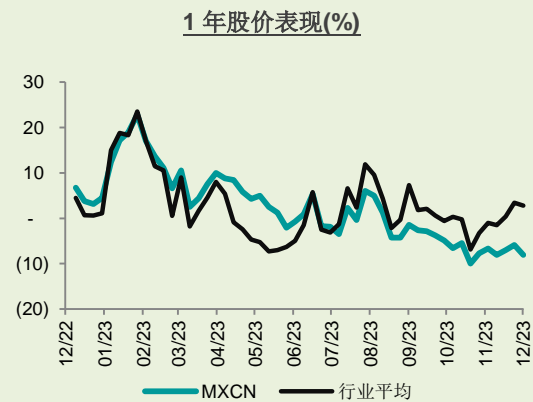


(左) NPL ratio:行业平均不良贷款率; (左) Provisioning ratio: 行业平均拨备率; (右) Provision coverage ratio:
行业平均拨备覆盖率
来源: 金监总局、农银国际证券



正面 中国互联网业 – 机遇与挑战 周秀成

主要数据		行业表现(相对于 MXCN)	绝对值 (%)	相对值 (%)
24E 市盈率均值(x)	13.0	1 个月	(5.6)	(4.2)
24E 市净率均值(x)	2.5	3 个月	(17.2)	(8.1)
24E 股息率均值(%)	0.7	6 个月	(10.7)	(2.9)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		



- 电子商务增长势头正在放缓
- 直播电商正在受到越来越多的关注
- 食品和杂货电商正在整合

电子商务增长放缓。 据国家统计局数据,2023 年首 9 个月,实物商品网上销售同比增长 8.9%。特别是,2023 年首 9 个月 8.9%的行业增长率低于 2023 年上半年 10.8%的行业增长率,反映近月由于宏观环境疲软以及基数较高而放缓。从好的方面来看,近年网购渗透率呈上升趋势,反映消费从线下转向线上。从产品类别来看,食品、杂货和服装的网上销售额在 2023 年首 9 个月分别增长 10.4%、8.5%和 9.6%。

消费者更重视价格。 各大电商平台近月都在通过加大用户激励和价格补贴等方式来提升销售,例如主要电商平台都大力推广其“百亿补贴”频道以吸引消费者。我们认为过去几年受疫情和经济环境疲软的影响,消费者对价格变得较敏感,促使电商平台增强价格竞争力。

直播电商正在受到越来越多的关注。 据商务部统计,2023 年首 9 个月直播电商销售额同比增长 60.6%,占网络销售总额的 18.3%,其增长率大大高于整体网上销售增长率。我们将其日益受欢迎的原因归因于:1)直播电商产品价格普遍较低,较能吸引一般大众消费者;2)直播电商较传统的搜索电商模式具有更多的交互功能,令消费者得到更佳体验。抖音、快手等短视频平台是这一新兴领域的主要参与者,给传统电商平台带来竞争压力。另一方面,阿里巴巴一直在积极发展直播业务,以捍卫其市场地位。

食品和杂货电商正在整合。 食品和杂货电商出现了行业整合。例如,每日优鲜(MF US)和叮咚买菜(DDL US)最近几个季度大幅缩减了业务规模。此外,由于对传统杂货店/菜市场的潜在影响,社区团购平台对用户补贴的监管也被收紧。社区团购平台也正在合理化其扩张计划并整合其业务。宏观方面,疫情期间封城导致食品杂货电商需求激增,社区团购平台因此受益。但到了后疫情时代,情况发生了逆转,消费者对食品杂货电商的需求已经趋于理性化。

短线展望

面对疲弱的宏观经济环境,中国电子商务行业的总体增长在短期内预计将会减缓。此外,消费者对价格的敏感度预计会提高,并且行业竞争可能会进一步激化。然而,值得注意的是,某些领域,例如直播电商,仍有望呈现增长势头。



股票推荐

拼多多 (PDD US): 拼多多最近几季实现了强劲的收入增长, 这意味着市占率持续增长。这可归因于: 1) 经济低迷时期消费者转向性价比较高的平台; 2) 营运改善驱动变现能力提升; 3) 深化品牌合作, 持续投资农业等领域, 带动产品结构优化; 4) 新兴业务贡献增加。我们认为拼多多目前在中国电子商务市场占据 2 成多的市场份额, 对阿里巴巴 (9988 HK、BABA/US) 等企业构成挑战。

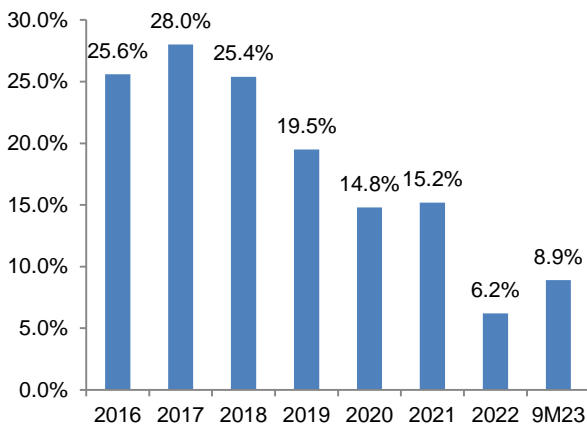
快手 (1024 HK): 公司近年来成功进军直播电商领域。现在它是中国三大直播电商平台 (阿里巴巴、抖音和快手) 之一, 预计在整个电商市场中的市场份额为中个位数。我们估计与电商活动 (电商商家的线上广告支出、服务费等) 相关的收入份额大致在 3 成左右

阿里巴巴 (9988 HK/ BABA US): 尽管消费低迷, 但阿里巴巴仍是中国最大的电商平台, 估计市占率在 4 成多。公司最近决定不进行云智集团的全面分拆, 并暂停盒马鲜生的 IPO, 引发了人们对股东回报的担忧。经过最近的股价调整后, 该股目前的估值不高。我们认为, 虽然近期波动可能仍然持续, 但当前的低估值意味着中期复苏潜力。

风险因素

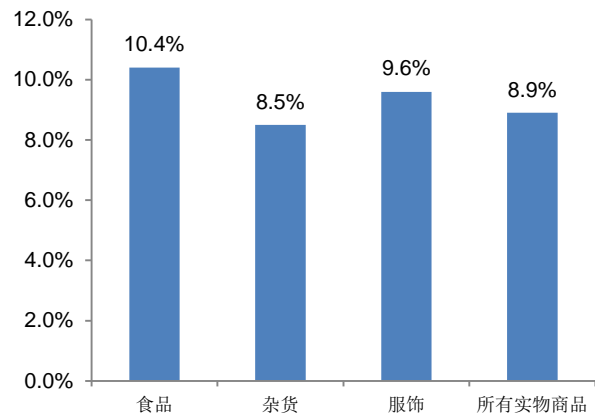
1) 反垄断调查等监管风险; 2) 电子商务和互联网金融业务放缓; 3) 非美国通用会计准则财务。

图表 1: 中国实物商品网上销售同比增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

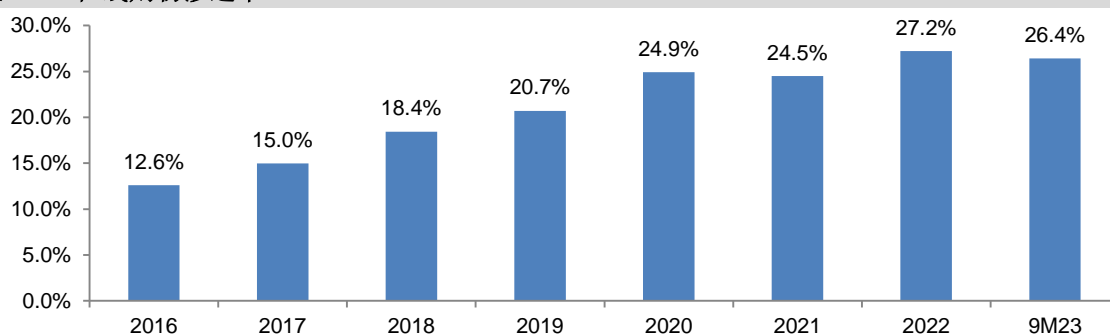
图表 2: 中国实物商品网上销售同比增长 (2023 年首 9 月) (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券



图表 3: 在线购物渗透率



来源: 国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2023 年 12 月 4 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY23E 市销率 (x)	FY24E 市销率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
阿里巴巴-SW	9988 HK	买入	HK\$110	53.6	53.6	1.4	1.3	8.4	7.7	1.8
快手	1024 HK	买入	HK\$85	48.6	48.6	2.0	1.7	27.5	18.2	NA
拼多多	PDD US	买入	US\$180	24.1	24.1	6.5	4.9	26.0	21.5	NA

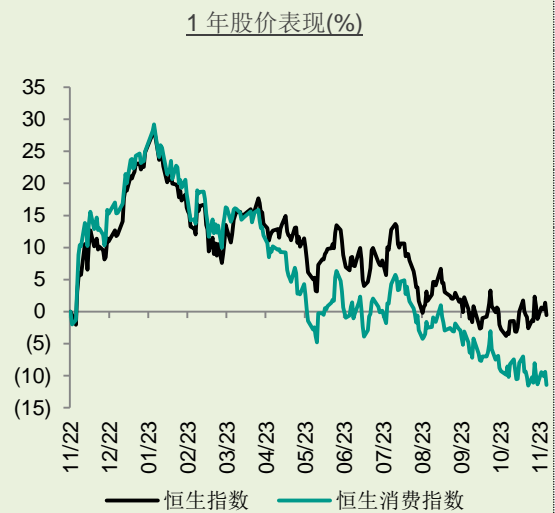
来源: 彭博、农银国际证券预测



正面 中国消费行业 – 消费市场将继续受制于宏观经济环境 潘泓兴

主要数据		行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
23E 市盈率均值(x)	20.5	1 个月	(2.4)	(4.6)
23E 市净率均值(x)	2.8	3 个月	(8.2)	(6.6)
23E 股息率均值(%)	3.0	6 个月	(13.7)	(4.0)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 消费市场的复苏仍充满挑战
- 低通胀环境反映需求复苏缓慢
- 我们预期短期内消费行业内的竞争将会加剧
- 消费行业企业的表现将会继续分化；企业需要适应新的宏观环境形势，并从中寻找新的增长机会
- 百胜中国(YUMC US/9987 HK)仍是我们的行业首选，主要由于餐饮行业整体增长仍优于其他消费子行业，且该公司一直致力于扩大市场份额



来源:彭博、农银国际证券

消费市场复苏步伐缓慢。全国零售销售同比增速在 2023 年出现较大的波动，在 10 月份达到 7.6%。在过去几个月，网上零售销售的累计同比增速持续放缓，在 10 月份下降至 11.2%。此外，零售行业的子行业表现参差；餐饮行业的零售销售同比增长仍维持较高的增速，在 10 月份达到 17.1%；然而，其他子行业的同比增长表现则参差不齐，甚至有些出现下降。其中，建筑及装潢材料的零售销售在 10 月份同比下跌 4.8%。不同子行业的参差表现主要受到今年年初疫情残留、2022 年部分月份的低基数效应、其他行业对宏观经济的持续挑战、消费者因可支配收入和支出增速变动所产生的对于性价比要求的提升这几个因素所影响。受到宏观经济环境影响，在今年头三个季度，居民平均可支配收入同比增速动能逐渐减弱，而平均消费支出同比增速在二三季度均保持较高水平；在三季度，居民平均可支配收入同比增速达到 5.9%，而居民平均消费支出同比增速则达到 10.9%。收入增速较低对整体消费需求有负面影响，而高支出增速显示高生活成本将会进一步削弱消费者的消费的欲望。我们预期消费行业环境仍将充满挑战，零售销售增长在短期内将继续出现波动。若宏观经济环境出现根本性好转，居民收入增长前景变得明朗，整体消费需求将会回升，而消费行业也将会复苏。

低通胀水平反映需求复苏缓慢。通胀水平在过去几个月持续下降。在 10 月份，CPI 的同比下降 0.2%，环比下降 0.1%，累计同比增长 0.4%。此外，部分主要产品的通胀水平在今年也较低。猪肉的周均批发价格在 2023 年 8 月中曾出现上涨，但随后则反复回落，在 11 月第二周达到约 25 元人民币/斤的水平。其他主要肉类产品的周均批发价格也出现相同的走势。我们相信，相对较低的通胀水平反映了整体消费需求复苏缓慢。随着可支配收入增速放缓，消费者对于性价比要求变得更高，进一步通胀上升的压力。

市场竞争将在短期内加剧。我们相信，消费市场复苏缓慢以及消费者对于性价比要求提高使消费市场的竞争加剧，行业内新老企业均在抢占市场份额方面下功夫。为了吸引消费者，商家企业将会提供更多的优惠折扣，但这也会进一步削弱其盈利水平。以电商行业为例，淘宝最近宣布今年



将会取消“双十二购物节”，并取而代之举办“年终好价节”，所提供的折扣优惠也比上年有所提高。我们预期，消费行业竞争将会在短期内因受累市场增速而持续加剧。

行业表现将继续分化。充满挑战的宏观经济环境以及持续加剧的行业竞争格局将会导致行业表现继续分化。各个子行业的零售销售增长速度将会维持参差不齐的状态。行业内企业的基本面表现也将会出现波动及分化，其估值水平也将会受到影响。

长线展望

随着宏观环境风险持续蔓延，收入增长前景的不确定性以及经济增速放缓将会影响到消费者的行为。尽管消费行业仍存在增长的机会，但消费者变得更为保守，对行业内企业整体来讲是不利的。我们预期，行业内企业需要保持运营和战略的灵活性，以应对消费行业内趋势转变以及来自本地及全球范围的竞争。

短线展望

消费行业复苏步伐低于预期，这将会使运营环境变得更具挑战性。我们相信，市场内的竞争将会加剧，消费者对于性价比要求提高，市场内的新兴企业持续涌现并满足消费者日新月异的需求。行业内的企业需要适应竞争格局的转变，从而捉住每一个增长机会。

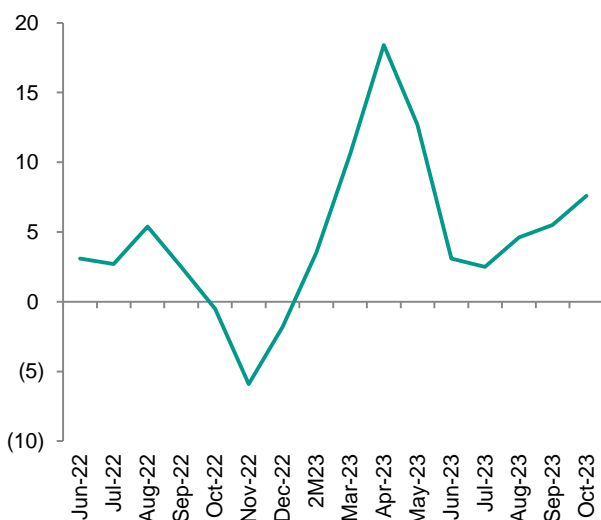
行业评级

我们对于行业的评级为“**正面**”。宏观经济环境疲弱，消费市场竞争加剧，将会导致各行业内企业的表现将会继续分化，但行业的长期增长潜力可期，行业内领头羊的抗风险能力仍较强。我们的行业首选是百胜中国（YUMC US/ 9987 HK），主要由于我们预期餐饮行业的增速仍将会优于其他子行业，同时公司将会持续扩大其市场渗透率，并定下了在 2026 年要将其总店数增加到 2 万家的目标。

风险因素

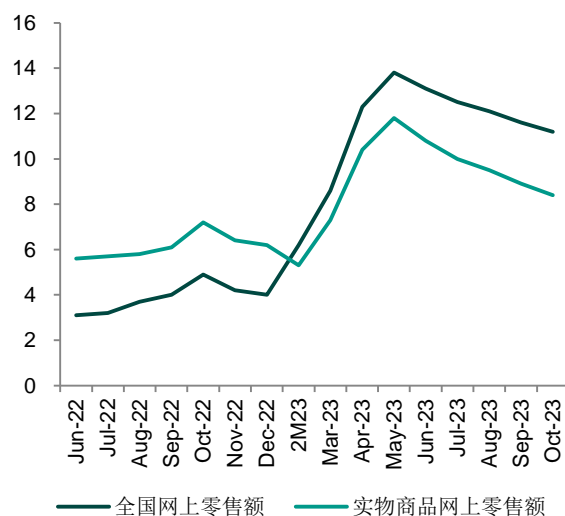
1) 宏观经济风险；2) 持续的新冠疫情风险；3) 原材料价格上升风险；4) 政策法规风险；5) 产品质量安全风险；6) 消费者偏好转变。

图表 1: 零售销售变动 (同比 %)



来源：国家统计局、农银国际证券

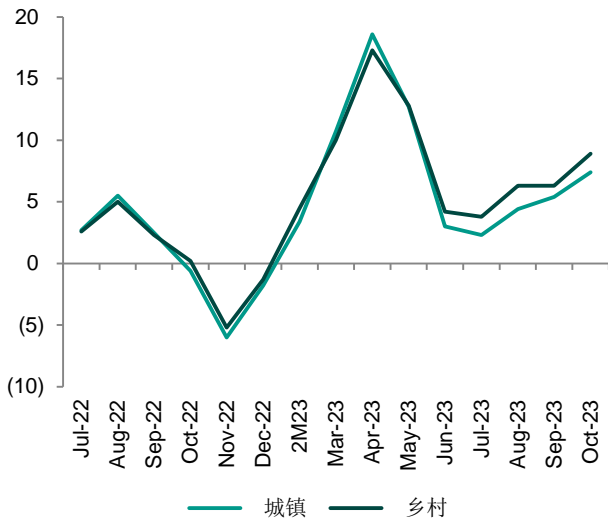
图表 2: 网上零售销售变动 (累计同比 %)



来源：国家统计局、农银国际证券

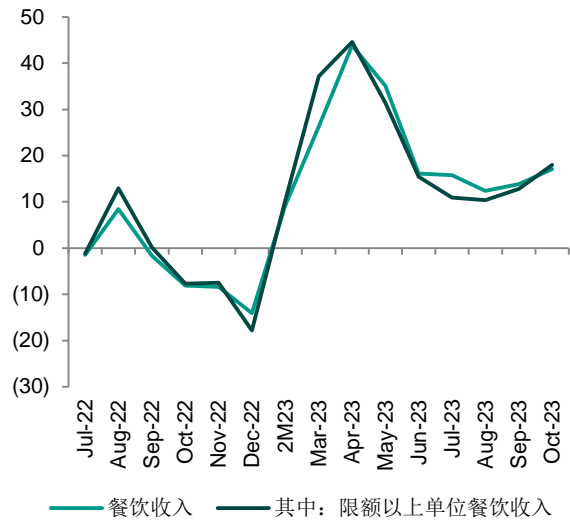


图表 3: 地区零售销售 (同比 %)



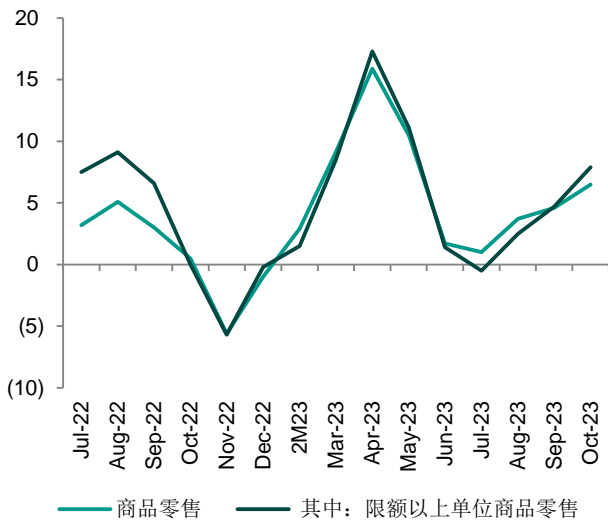
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: 餐饮零售销售变动 (同比 %)



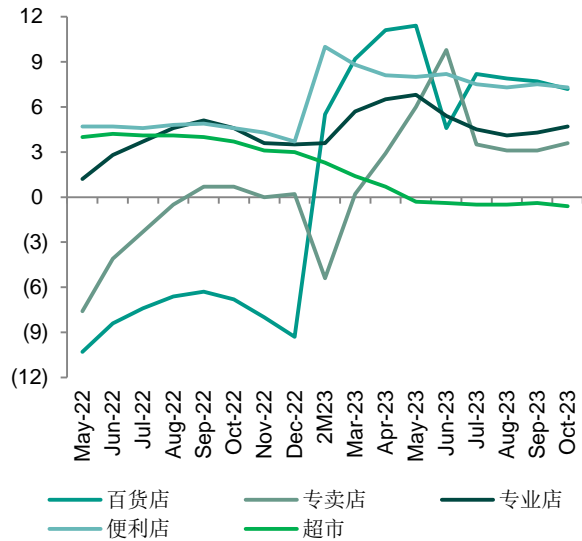
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 5: 商品零售销售 (同比 %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

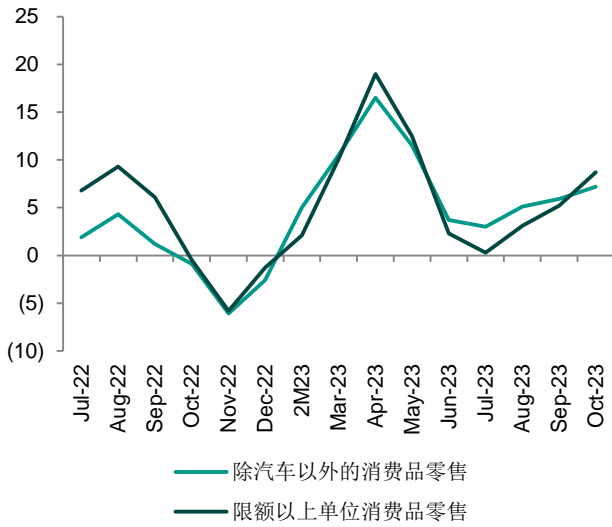
图表 6: 不同店铺模式零售销售 (累计同比 %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

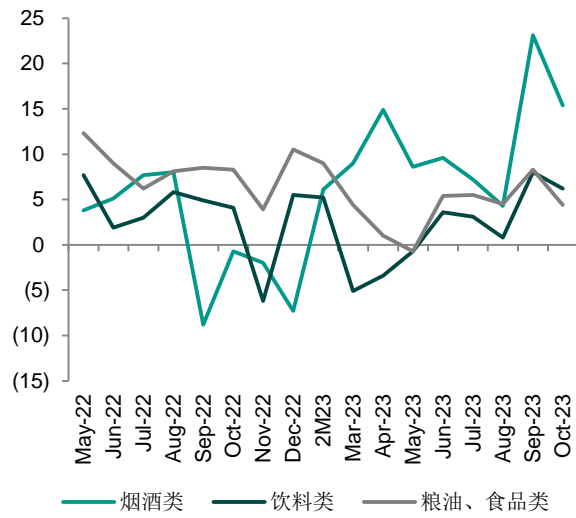


图表 7: 除汽车以外的消费品零售及限额以上单位消费品零售 (同比 %)



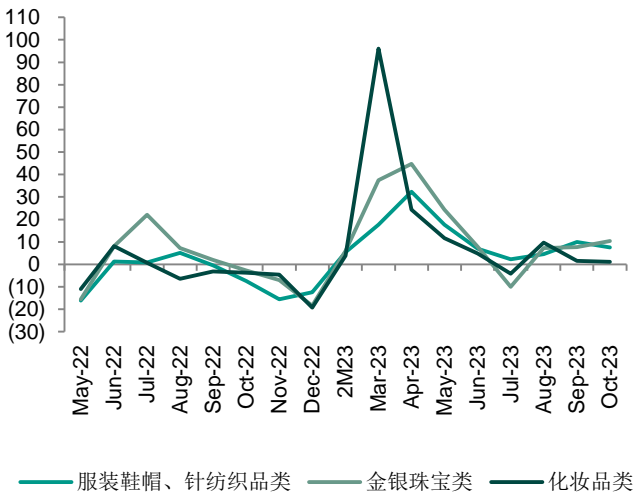
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 8: 部分商品零售销售 (同比 %)



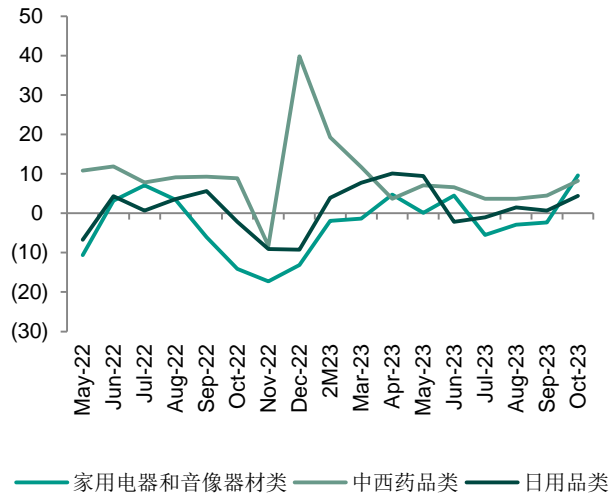
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 9: 部分商品零售销售 (同比 %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

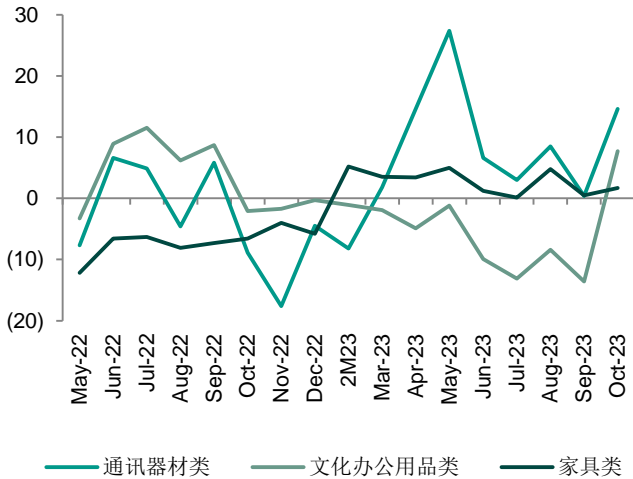
图表 10: 部分商品零售销售 (同比 %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

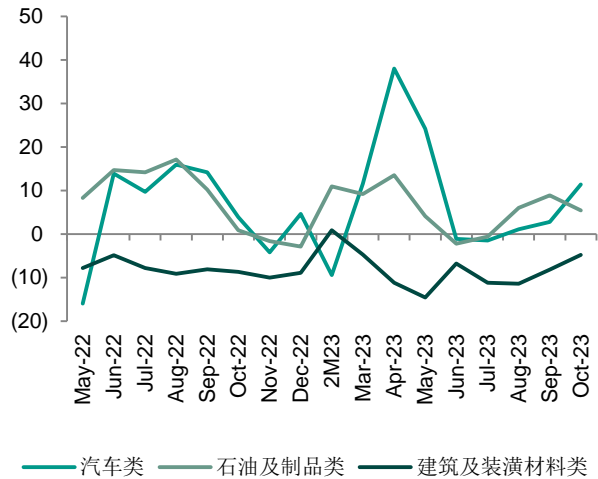


图表 11: 部分商品零售销售 (同比 %)



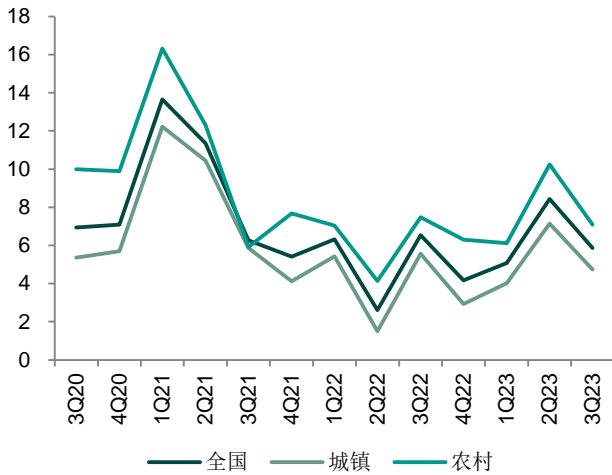
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 12: 部分商品零售销售 (同比 %)



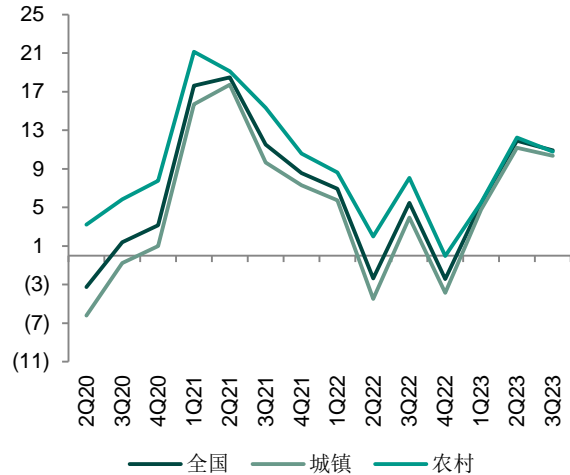
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 13: 平均居民可支配收入变动 (同比 %)



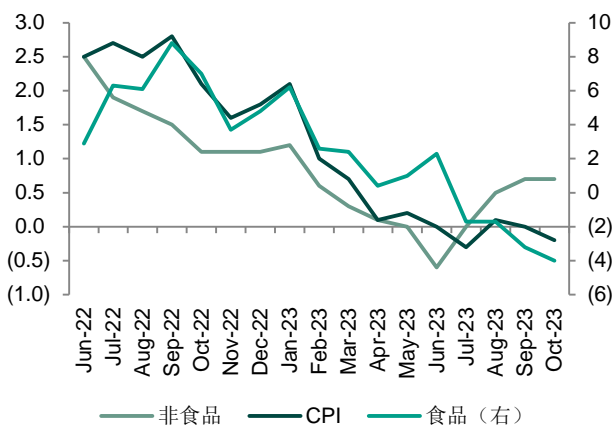
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 14: 平均居民支出变动 (同比 %)



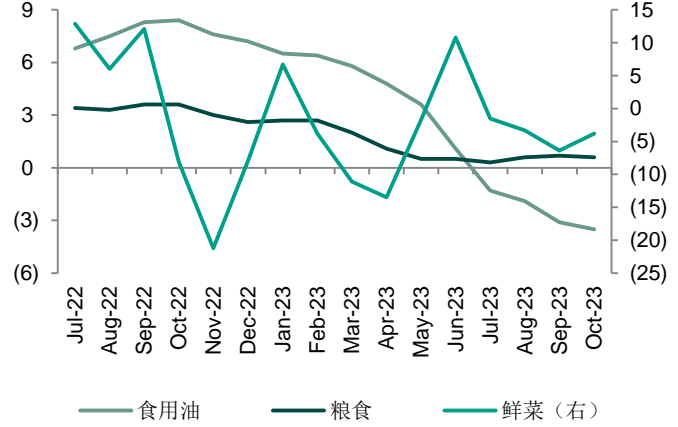
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 15: CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

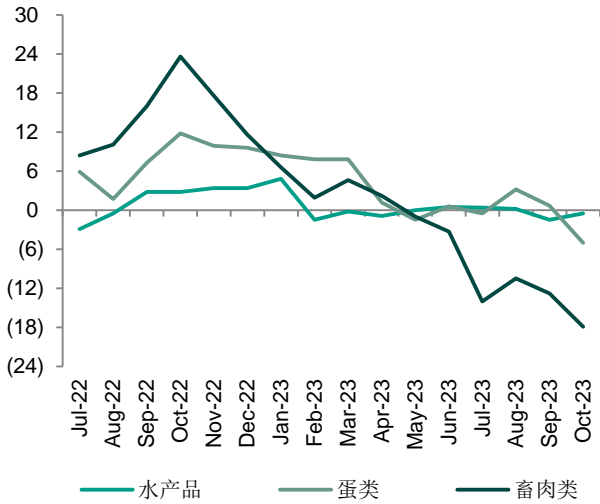
图表 16: 部分食品烟酒产品 CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

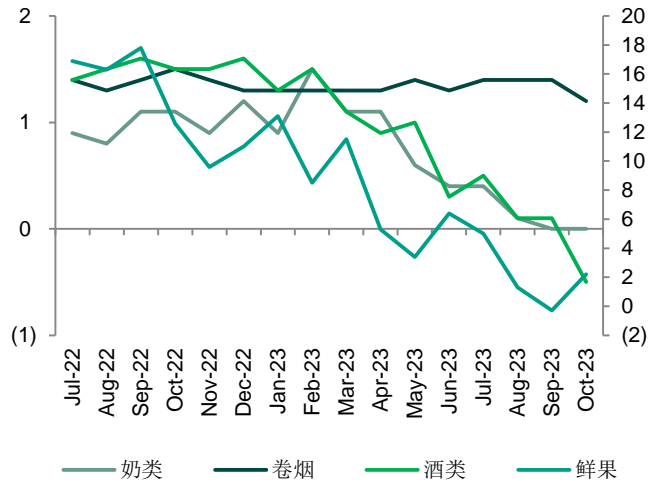


图表 17: 部分食品烟酒产品 CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 18: 部分食品烟酒产品 CPI (同比%)



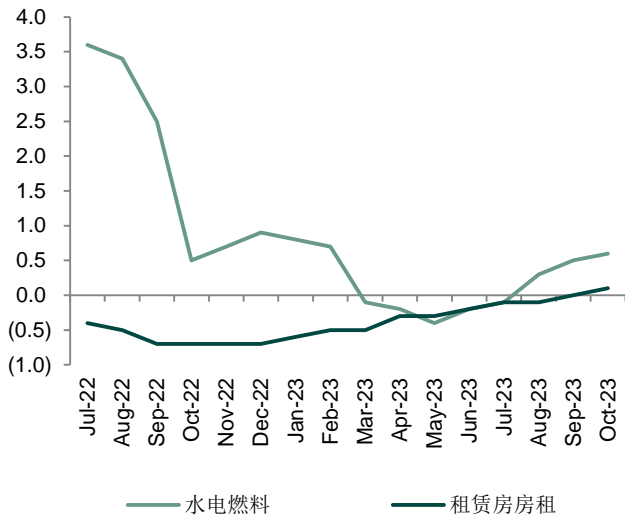
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 19: 衣着类 CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

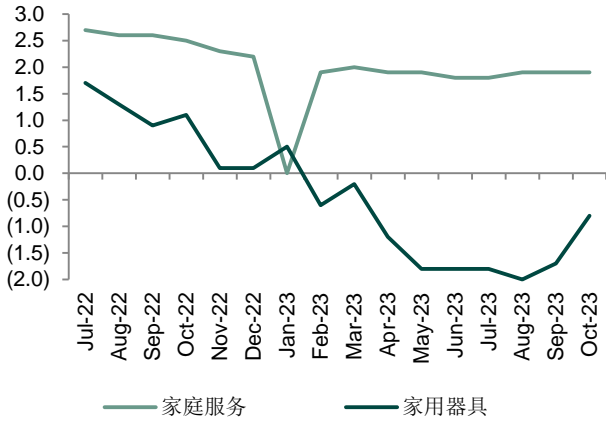
图表 20: 居住类 CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

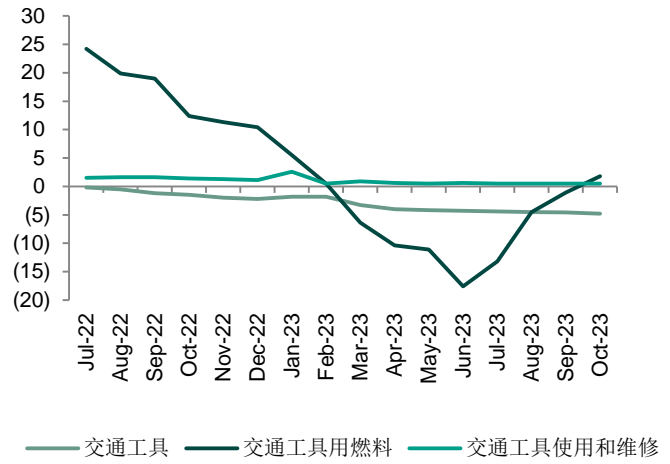


图表 21: 生活用品及服务类 CPI (同比%)



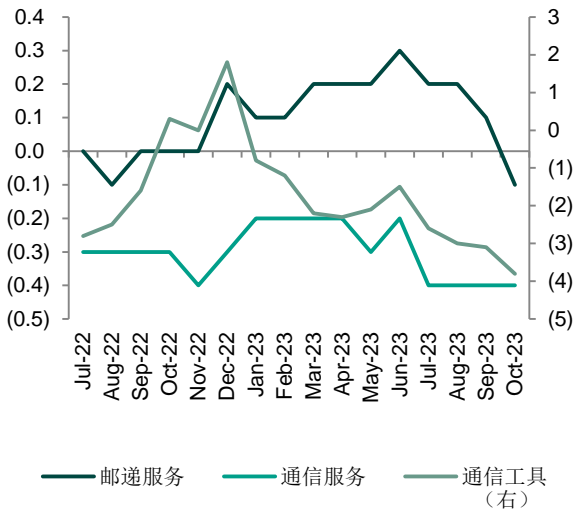
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 22: 交通通信类 CPI (同比%)



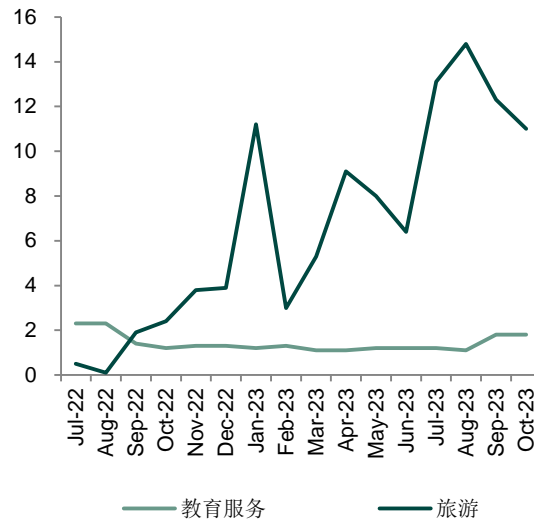
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 23: 交通通信类 CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

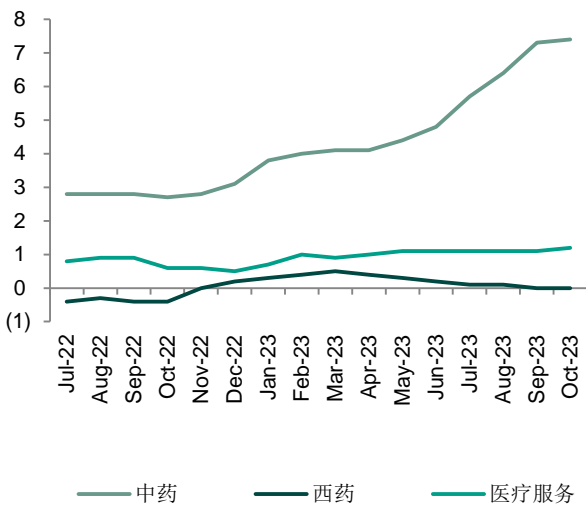
图表 24: 教育文化娱乐类 CPI (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

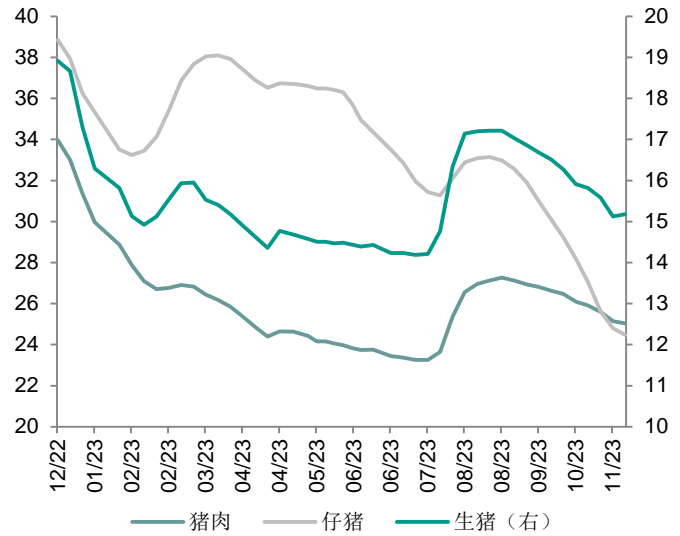


图表 25: 医疗保健类 CPI (同比%)



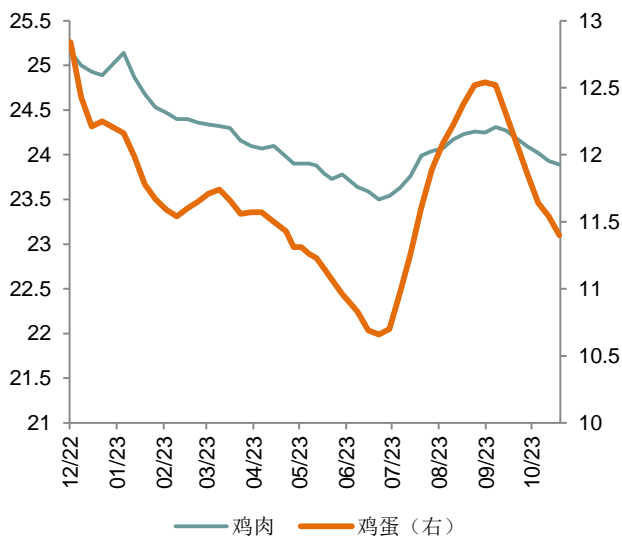
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 26: 周均批发价格 - 猪肉、仔猪、生猪 (同比%)



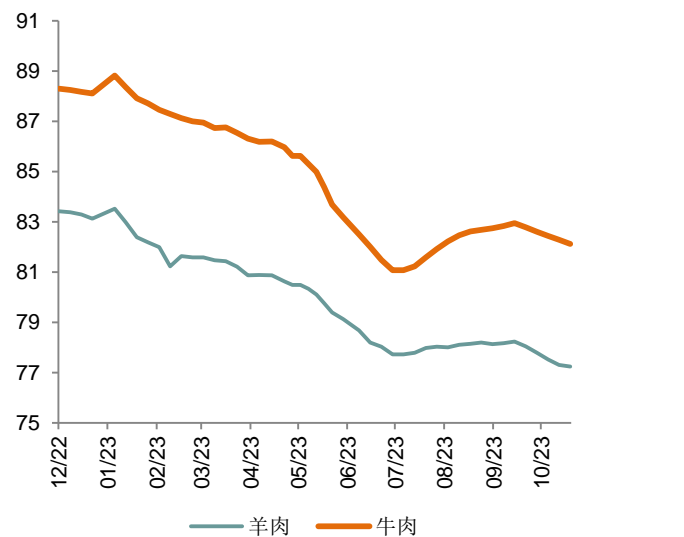
来源: 农业农村部、农银国际证券

图表 27: 周均批发价格 - 鸡肉、鸡蛋 (人民币/公斤)



来源: 农业农村部、农银国际证券

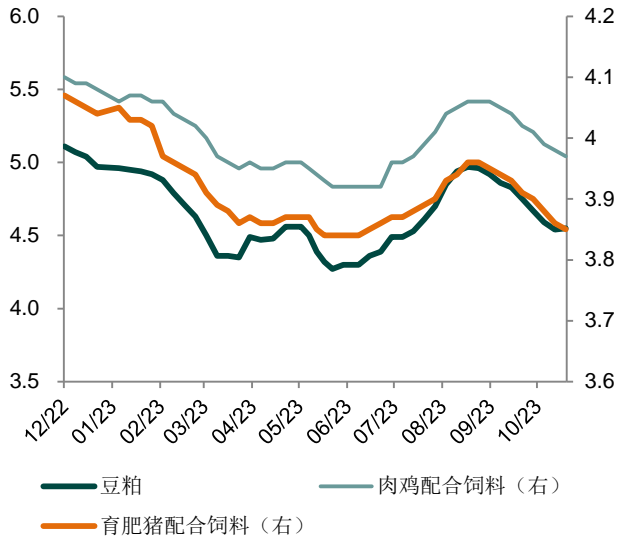
图表 28: 周均批发价格 - 牛肉、羊肉 (人民币/公斤)



来源: 农业农村部、农银国际证券

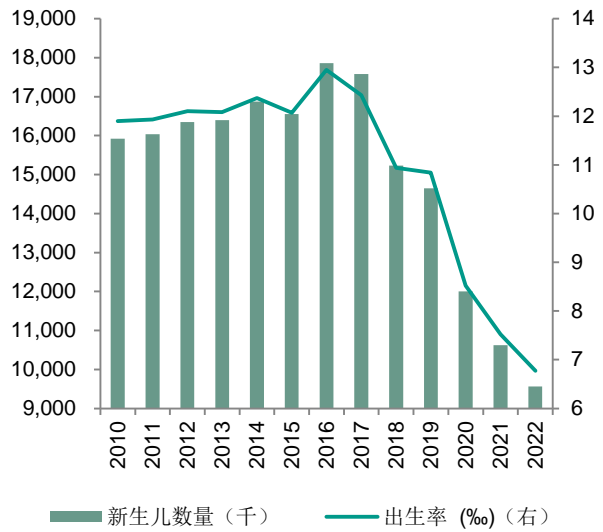


图表 29: 周均批发价格 - 豆粕及饲料(人民币/公斤)



来源: 农业农村部、农银国际证券

图表 30: 新生儿数量及出生率



来源: 国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2022 年 11 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价	上升空间 (%)	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市净率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
百胜中国	YUMC US	买入	US\$ 62.6	40.0	22.70	19.41	2.79	2.39	1.16	1.16
	9987 HK	买入	HK\$ 489.2	41.1	22.54	19.27	2.77	2.37	1.17	1.17

来源: 彭博、农银国际证券预测



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、潘泓兴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(除以下披露权益)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/或与其附属公司，曾在过去12个月内，与本报告提及的腾讯、建设银行、交通银行、工商银行、比亚迪、广汽集团、华泰证券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 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

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 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

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 2023 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、复制或以任何其他形式分发

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) 2868 2183