



中国平安 PINGAN

专业·价值

2024年市场展望



2024年展望框架概览：港股市场春暖花开



2024年海外宏观展望：美国经济将持续放缓，风险偏上行，但仍有较强韧性

- 展望 2024 年，我们判断**美国经济将实现软着陆**，政策组合将由“宽财政”+“紧货币”向“**财政收敛**”+“**货币转松**”转向，主要包括（1）在大选年两党博弈加剧、利息支出受高利率影响被动增加等影响下，**财政难以大幅扩张，但预计不会有明显下降**；（2）在经济持续放缓、通胀温和下行等情形下，美联储将开启温和降息，降息时点将多次博弈，**首次降息可能发生在明年年中，大选有可能推动降息时点提前**，同时降息幅度的主要考虑点或主要不在于通胀，而在于届时金融条件情况。
- 主要的宏观主线有四条：
 - （1）**躲不开的货币周期，除日本央行外，2024 年全球央行预计将迈入降息阶段**。复盘 1990 年以来美联储四轮加息周期美元资产变现，历史胜率上，末期加息至首次降息期间，美债占优，胜率100%，美股、黄金次之；降息周期开启后，黄金明显占优，美债、美股同样上行。
 - （2）**全球大选年，预期转向是最大的变量之一**。目前美国两党博弈加剧下，财政或难以大幅扩张，政策组合或将由“宽财政”+“紧货币”向“**财政收敛**”+“**货币转松**”转向。复盘自 1980 年代以来历次紧财政+宽货币阶段，黄金、成长股、债券表现领先，美元指数落后。
 - （3）**全球科技创新浪潮持续腾飞**。AIGC 人工智能的突破引发全球创新腾飞，后续以 AI 为核心的细分行业都将受益，此轮美股科技板块牛市或将持续，同时医药创新周期+美联储降息开启，医药行业或有望逐步走出底部，关注创新药方向。
 - （4）**能源价格的冲击魅影**。复盘五次中东战争，对原油市场均造成一定冲击，同时也带动美国通胀的走高/反弹。

2024年中国宏观展望：“外循环”将修复，“内循环”再平衡，宏观政策需续力

- 展望 2024 年，中美及全球制造业周期有望弥合并同步向好。得益于全球制造业和商品贸易复苏，中国出口修复和增长的大方向较为确定。全球产业链调整压力，可能影响中国出口地区和产品份额，但对总量的影响不必过忧。我们预计，**2024 年中国出口“弱修复”，出口增速有望达4%以上。**
- 我们预计，**2024年GDP增速为4.8%，其中消费增速或达 5%以上，投资增速或达 4.5%-5%左右。**实现该目标，需充分释放“内循环”潜力，在新旧力量的此消彼长中寻求“再平衡”。一是，**消费领域的“再平衡”。巩固居民收入复苏势头，助力居民消费持续回温。**在地产后周期耐用品消费趋降的当下，需以扩大服务消费为支点，寻求商品消费的新增长点，**提升居民消费倾向。**二是，**投资领域的“再平衡”。**在房地产市场持续调整，民营房企投资乏力的当下，**固定资产投资结构面临进一步转变。**一方面，在基建地产等传统建筑投资领域，发挥国有资本的牵引作用，弥补民间投资下行的拖累。另一方面，营造良好的投资环境，**助力制造业新动能和服务业新兴领域投资持续较快增长。**

以东盟为代表的新兴和发展中经济体在中国出口中的占比不断提升



来源：IMF、平安证券研究所

2015-2019年服务消费增速持续高于总体



来源：国家统计局、Wind、平安证券研究所

2012年以来，高新技术相关的服务业投资增速高于总体



来源：Wind、平安证券研究所

2024年中国宏观展望：“外循环”将修复，“内循环”再平衡，宏观政策需续力（续）

- 财政政策方面，财政赤字率有必要保持较高水平，以缓解房地产转型对经济增长、地方债务化解与金融稳定带来的额外压力。**预计狭义赤字率或在3.6-4%左右**；节奏上，可能“前置”发力，与2023年的“后置”有机衔接；结构上，在保证经济事务、住房建设等支出的基础上，有望更向民生和社会保障倾斜。
- 货币政策方面，降准降息支持仍有必要，以配合财政、激发私人部门融资需求、维持实际利率合理适度等。其中，**政策利率和存款利率或需调降25bp以上，存款准备金率的下行幅度在0.5个百分点左右**；**预计2024年末的M2增速在8.8%左右，社融增速在9.8%左右**。人民币贬值压力有望缓解，可为货币政策腾挪更大空间。考虑到美元指数中枢下移，且中国经济“预期差”或收窄，外需及出口前景向好，**预计美元兑人民币汇率有望逐步回归6.8-7.0区间**。

2024年公共财政+政府性基金广义赤字预测



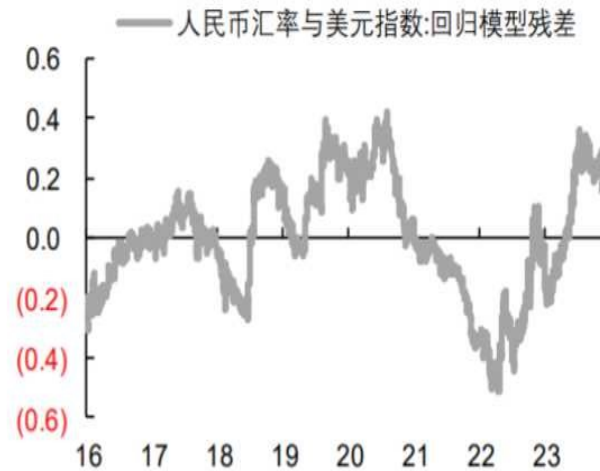
来源：Wind、平安证券研究所

2023年以来基础货币投放趋缓，M2增速回落



来源：Wind、平安证券研究所

2023年人民币汇率相对美元指数“超跌”

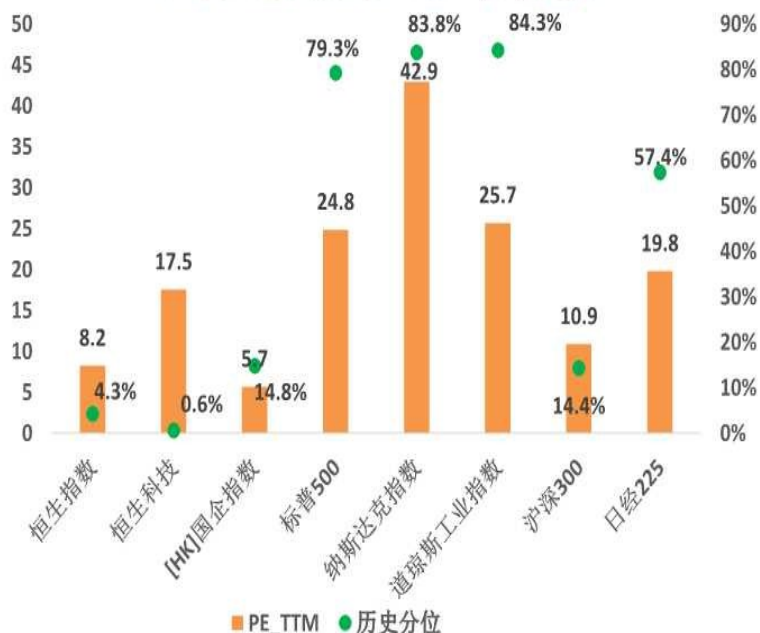


来源：Wind、平安证券研究所

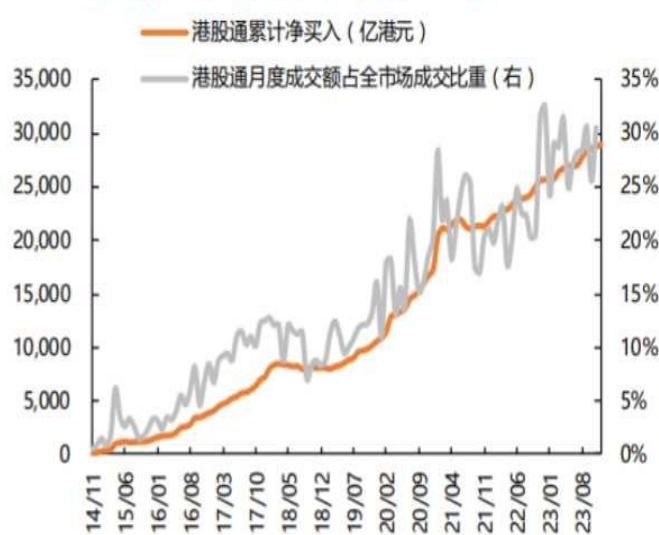
2024年港股展望：多因素驱动港股市场回暖，反弹可期

- 目前港股市场主要指数估值已处于**历史绝对低位水平**，截止2023年12月31日，恒生指数PE估值为8.2x，位于历史4.3%的分位水平；恒生科技指数PE估值为17.5x，处于历史0.6%的分位水平。
- 港股市场已经历了连续三年下跌，**整体交易情绪处于历史低位水平**，目前整体二级市场月度换手率降至2018H2-2019H1水平附近。
- **南向资金的交易力量逐渐抬升**，2023年月度成交占比平均在28%左右，预计未来的成交额比例仍有很大的提升空间，主因港股通在不断持续优化措施。例如去年3月港股通进一步扩大合资格证券范围，包括了香港主要上市的合资格国际公司。预计随着更多的国际公司获纳入港股通，内地投资者通过港股通投资其股票，逐步提振改善股票流动性，此外亦或吸引更多国际公司来港上市。

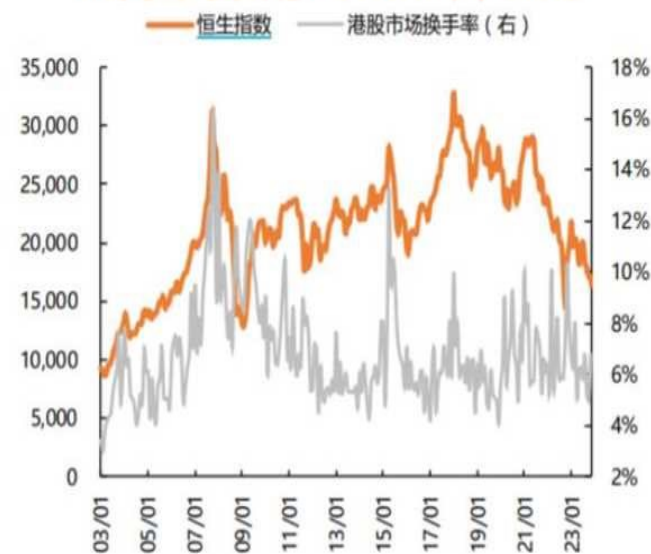
全球主要股指估值及近10年历史分位



南向资金在港股市场成交占比升至25%以上



目前港股成交热度回落至2019年中枢附近



来源: Wind、平安证券研究所

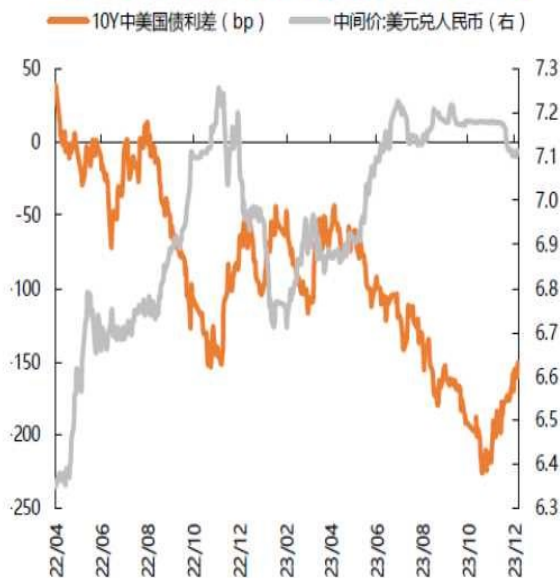
来源: Wind、平安证券研究所

来源: Wind、平证证券香港研究部，数据截止2023年12月31日

2024年港股展望：多因素驱动港股市场回暖，反弹可期（续）

- 随着国内经济继续恢复以及内外部货币周期错位的收敛，长端中美利差有望震荡回升，叠加中美关系在波折中前进，**人民币单边贬值压力将逐步缓解，港股资产估值约束也有望缓和。**
- 根据《经济学人》的统计，2024年全球将有总计覆盖41.7亿人口的76个国家举行大选。其中美国大选方面，我们复盘1984年以来的10次大选，**大选当年财政难扩张，货币政策无显著倾向，大选后一年通常会推出财政刺激法案。**
- 港股新股市场方面有望迎来复苏，随着更多高质量的新股上市，或有机会提振市场情绪。**主要推动因素包括特专科技公司上市；GEM改革推动中小企上市；透过特殊目的收购公司进行de-SPAC并购交易；于2023年决定延迟上市的大型上市项目或于息口见顶后重新启动上市计划；早前市场传出的A股主板IPO“红绿灯”行业（餐饮、白酒、家电家具等消费行业）最新受理政策，或有机会带动部分受限企业改变计划转移至香港境外上市等。

中美利差有望回升缓解人民币贬值压力



人民币贬值压力对港股的约束有望缓解



中美关系的边际变化对市场风险偏好影响



来源: Wind、平安证券研究所

来源: Wind、平安证券研究所

来源: Wind、平安证券研究所

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：1)所有在本报告所表达的意见真实地反映其对公司及其证券当时的市场分析的个人意见。2)其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有(1)在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任该公司的高级人员；(4)持有该公司的任何财务权益。

免责声明

本报告由平证证券(香港)有限公司(下称“平证证券(香港)”)提供。平证证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(“SFC”)第1类(证券交易)和第4类(就证券提供意见)受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平证证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平证证券(香港)并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承担任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证，此外任何价格并不一定能够反映平证证券(香港)以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由平证证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易(包括涉及金融衍生工具的交易)会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，敬请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问(如需)，以评估投资建议是否合适。

平证证券(香港)有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司(下统称“中国平安证券(香港)集团”)可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能等于或高于该公司的市场资本值的1%或本报告所讨论的该公司证券的1%。一位或多位中国平安证券(香港)集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。中国平安证券(香港)集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等(不包括分析员)，将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具(包括期权和认股权证)；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。中国平安证券(香港)集团成员公司曾任本报告提及的该公司的联席保荐人、联席全球协调人和联席账簿管理人等，或现正参与或涉及本报告所讨论证券的庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的该公司提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。中国平安证券(香港)集团成员公司在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平证证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平证证券(香港)可保留一切相关权利。