

中国平安 PINGAN

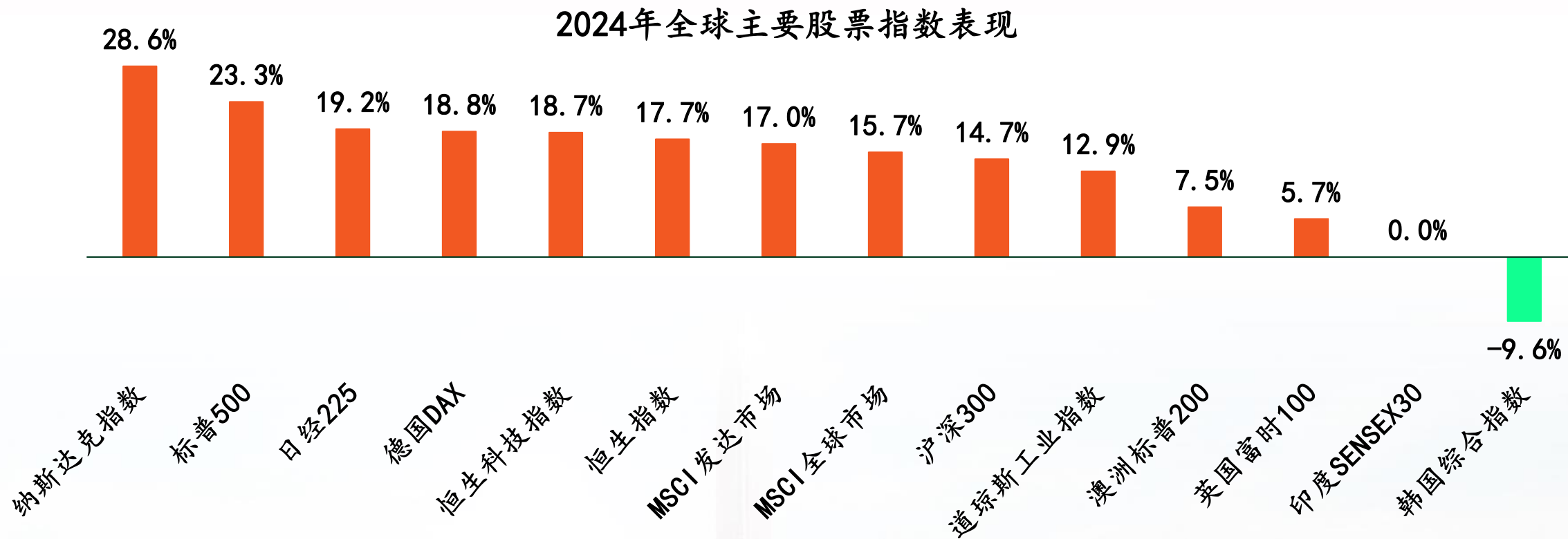
专业·价值

PINGAN

资本市场月报

2025年1月

2024年全球主要股票指数表现

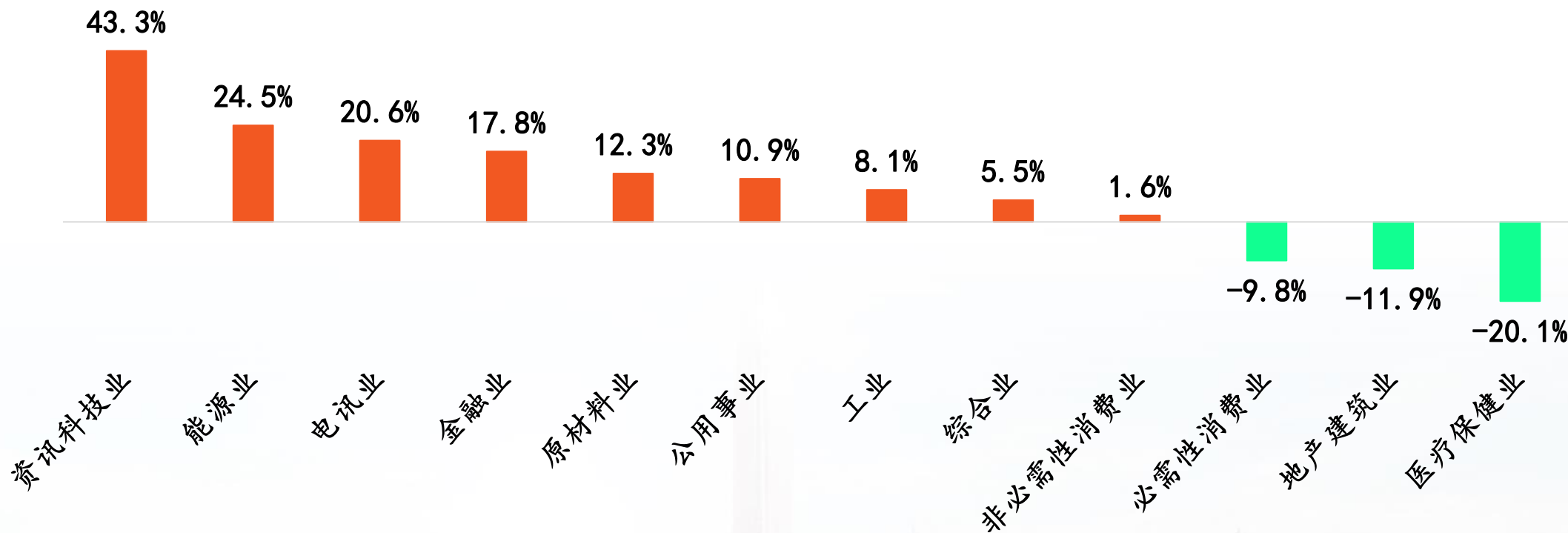


2024年全球股市普涨，美股表现较为亮眼，纳指、标普年度涨幅分别达28.6%、23.3%；港股亦取得不错表现，恒科、恒指年度涨幅分别达18.7%、17.7%；韩指年度下跌9.6%。

来源：Wind；注：数据更新至2025年1月1日

2024年港股恒生行业指数表现

2024年港股恒生行业表现

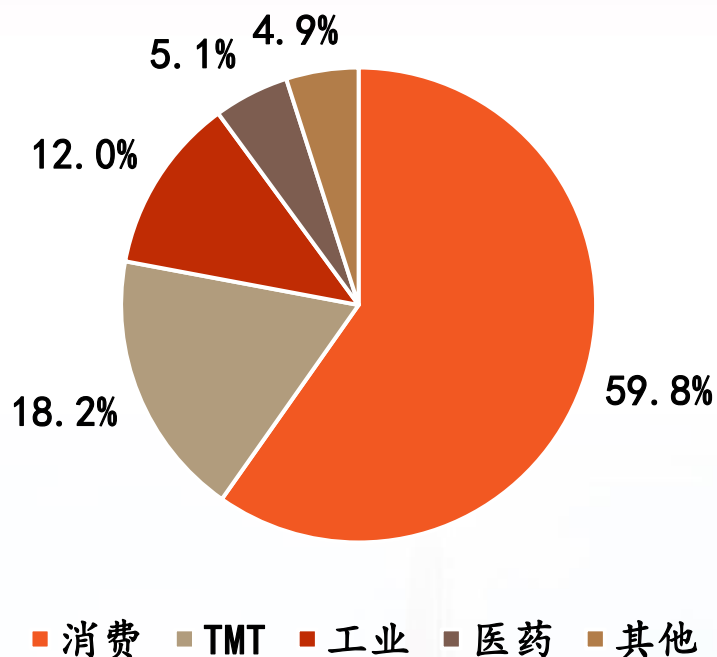


2024年恒生行业涨多跌少，其中资讯科技业年度大涨43.3%，能源业、电讯业年度涨幅分别达24.5%、20.6%；医疗保健业、地产建筑业、必需性消费业表现较差，年度跌幅分别达20.1%、11.9%、9.8%。

来源：Wind；注：数据更新至2025年1月1日

2024年港股IPO融资概况

2024年港股IPO融资行业分布



2024年港股IPO市场共计招股上市70只新股，合计集资约873亿港元。行业分布，主要集中在消费、TMT、工业等行业。其中，按照集资金额排序的前十大新股依次为美的集团（300.HK）、地平线机器人（9660.HK）、顺丰控股（6936.HK）、华润饮料（2460.HK）、茶百道（2555.HK）、毛戈平（1318.HK）、西锐（2507.HK）、英诺赛科（2577.HK）、德翔海运（2510.HK）、速腾聚创（2498.HK）。股价首日表现方面，新股整体的首日破发率约35.7%，首日平均上涨8.6%。市场热度方面，共有5只新股公开发售超额认购超1000倍，其中草姬集团（2593.HK），超购超6000倍成为年度超购王。

海外宏观：2025年美国软着陆、再通胀、缓降息，政策组合为宽财政+宽货币

- 展望2025年，我们认为美国经济基准情形为软着陆、再通胀、缓降息，政策组合维持宽财政+宽货币：
- (1) 宽财政为基准情形，将延续高债务长期化趋势，但宽松程度或有限，关键在于特朗普政策实施节奏以及削减财政支出措施的效果；(2) 预计美联储25年上半年或还有2-3次降息，下半年受再通胀等风险的影响将停止降息。
- 三大宏观主线：
- 一是全球右翼势力崛起，政策预期转向是最大的变量之一，不确定性加剧。美国方面，预计特朗普执政2.0逆全球化、做多赤字、做高通胀效果或更强，同时地缘政治风险加大。短期视角下，市场风险偏好抬升，特朗普交易或延续到其正式上任。中期视角下，特朗普系列政策或推动非美货币贬值及资本流出的压力加大，资金倾向于流入美国，同时强美元+高利率将进一步增强资金流入美国的趋势，或将形成特朗普大循环，但循环程度或相对有限。长期视角下，制造业回流持续，全球供应链重构，部分经济体与美国供应链关系或将更紧密，将有所利好，同时中国中端产业出海、高端产业自主可控或迎来结构性机会。欧洲方面，政策连续性以及经济增长下行风险或加剧，避险情绪抬升。
- 二是全球央行或持续降息+逆行者日本央行继续加息，全球流动性或是最大的预期差。在本轮降息周期结束前海外市场可能提前交易反转，即美债利率、美元反弹时间或早于持续降息的时间，则海外流动性未必会在明年出现持续宽松。
- 三是AI科技创新仍为全球主要增长点。24年AI Agent百花齐放，25年或迎来商用的爆发，将成为下一轮投资热点板块，延续AI投资的火热。

中国宏观：破浪有时

- 预计2025年中国实际GDP增速目标仍在5%左右，其挑战主要在于外部经贸环境不确定性增强。预计中国宏观政策将在促进居民消费回升、助力房地产市场止跌回稳两个方向积极发力。考虑到外贸冲击和政策见效的节奏差，预计二、三季度中国实际GDP增速下探，低点在4.7%左右，到四季度企稳回升，实现十四五的顺利收官。基准假设下，预计CPI同比增速中枢升至0.8%左右，PPI同比增速中枢提升至-1.5%附近。
- 外贸冲击的节奏差。（1）外贸总量与份额面临双重挑战。一方面，海外需求未必能够维持强劲增长。另一方面，以上一轮加征关税的影响做静态推算，短期内将使中国商品在美国进口中的份额回落7个百分点左右，对应占近一年中国出口总额的1.2%。（2）可能存在的节奏差与应对措施。第一，关税落地之前，可能存在短暂的抢出口的效应。第二，人民币贬值能够在一定程度上对冲加征关税的影响。若美国针对中国加征关税的幅度处于20%至30%区间，参照上一轮节奏，人民币汇率相对美元指数超额贬值约5%，或可在一定程度上缓冲负面冲击。第三，中国可降低对其他国家的进出口关税，加强与欧洲及亚非拉的联系。
- 2025年财政发力的突破口。一是，积极利用可提升的赤字空间，我们预计2025年赤字率提升到4-4.5%。二是，扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域。我们预计2025年地方专项债发行规模从2024年的3.9万亿扩大至4.5-5万亿，或主要用于支持房地产止跌回稳。三是，继续发行超长期特别国债。预计2025年特别国债支持两新规模扩大至5000亿，支持两重规模略减少至5000亿，加上支持国有大型商业银行增加核心一级资本的1万亿，预计2025年特别国债规模在2万亿。四是，加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。我们认为，中央财政加强对民生领域的投资更为关键（例如支持房地产收储、促进生育、增加社保支出等）。

中国宏观：破浪有时（续）

- 综上，为应对特朗普关税冲击，2025年财政政策需额外提供2万亿以上增量。前述各项规模加总基本可以应对外部冲击，但要扭转居民和企业家的预期与信心，促使经济走上正向循环的轨道，还需要在此基础上更大力度的财政增量安排。
- 货币政策立场的转向。（1）降息的三点必要性。首先，从配合财政政策角度看，若降息推动国债利率曲线下行20-50bp，预计每年可节省利息支出1560-3900亿元；若货币政策配合推动城投有息负债成本从2023年末约5%下行至3%以内，预计每年可节省利息支出约1.5万亿元，节约比例达40%。其次，为对冲私人部门收入及投资回报率下滑的影响，一般贷款的名义利率需要在当前基础上下行20-30bp，以对冲前期盈利回落的影响。再次，为维持合理适度的实际利率水平，需推动实际利率与潜在GDP增速的差值提升至0.8个百分点以上，对应名义一般贷款利率有必要降低30bp以上。综上，考虑到支持性的货币政策立场，预计2025年以7天逆回购为代表的政策利率至少需要下行30bp。
- （2）净息差并非紧约束。若货币政策维持近三年的支持力度和降息节奏，商业银行净息差的降幅将在 20bp左右，2025 年尚不会触碰理论底线。2025年稳息差仍有余力，可能的方向包括：进一步疏通利率传导机制；在流动性投放过程中，降低商业银行负债成本（如进一步降准0.5到1个百分点等）；推动贷款按风险水平合理定价；补充商业银行资本金。
- （3）汇率弹性有待释放。2025年人民币汇率可能面临四股逆风，预计央行在人民币汇率方面还将严阵以待，在贬值预期较极端的关键节点，央行可能阶段性延后降息操作，并推出抑制人民币贬值的政策工具。不过，稳增长才能稳汇率，要适度保持汇率弹性，不为守点位而守点位

市场展望：港股反弹易，或以震荡为主，短期关注互联网、出海、自主可控板块，同时红利仍有长期配置价值

- **展望2025年，预期港股或仍以震荡为主，反弹较易，企业盈利的好转仍待更多国内政策支持：**风险溢价及无风险利率回落空间或均有限，明年或仍以震荡为主。风险溢价方面，9月底港股大幅反弹以后，港股风险溢价已从反弹前的9.64快速下行，最低降至6.92%。截至12月9日，风险溢价回调至9.11%，距离2024年最高点仍有一定距离，但空间已相对有限。无风险利率方面，截至12月9日，10年中债、美债利率分别为1.92%、4.20%，其中中债受市场情绪等影响，12月初再度出现利率下行，往后看，受银行净息差、稳汇率等因素制约，中债利率进一步下行空间有限；美债此前受特朗普交易影响，出现利率大幅上行，步入12月后进入回调，但仍处于4.1%-4.2%的高位区间，短期内仍有一定下行空间，但受后续长端美债发行规模上行、特朗普2.0政策等的影响，美债利率中枢或将出现抬升，预期3.8%-4.1%是相对合理的10年美债中枢，短期下行空间已有限。
- **多项指标显示当下的港股仍处于估值便宜区域，较A股更有性价比，反弹较易。**截至12月9日，一是最新AH溢价指数为150.1，即港股相对A股的折价率达到50.1%，高于均值+1倍标准差，处于2014年以来86.7%分位；二是当前港股恒生指数过去12个月的股息率达到3.88%，显著高于10年期中债收益率1.92%，两者的比值处于2014年以来98.4%分位。
- **配置建议方面，2025年建议关注三大主线：**一是供给出清后需求再度回升且盈利趋势平稳的**互联网板块**；二是继续关注政策支持和产业转型方向，包括**中端制造业出海、高端制造业自主可控板块**；三是**红利板块**。

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。

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)并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。

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所载的投资建议并非特别为阁下而设。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相等于或高于该公司的市场资本值的1%或该公司就新上市已发行股本的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)集团成员公司可能曾任本报告提及的任何机构所公开发售证券的经理人或联席经理人,或现正涉及其发行的主要庄家活动,或在过去12个月内,曾向本报告提及的证券发行人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)集团成员公司可能在过去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,未获平证证券(香港)事先书面同意前,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。