

2022年8月

中港股市观点

聚焦优质股份

摘要

中国2022年上半年GDP同比增长2.5%至56.3万亿元人民币。第二季度，尽管新冠疫情严峻，但GDP仍能保持正增长，同比增长0.4%。随着中央及地方政府推出财政刺激措施推动消费，在工业产出及零售销售带动下，6月经济强劲反弹，抵销了受防疫措施影响的4月和5月的急剧下降。

虽然6月经济迅速复苏，但我们认为5.5%的全年经济增长目标越来越遥不可及。由于今年上半年经济增长率只有2.5%，中国需要在下半年实现8%以上增长，方能达到全年目标（中国最近一次实现高于8%经济增长是在2012年）。此外，自2022年7月以来，疫情轻微回升，以及全国各地爆发房贷停贷/违约事件，是中国经济增长的两大障碍。国务院总理李克强在世界经济论坛的发言，意味中国政府将「对经济增长目标采取灵活态度」，我们认为这暗示政府或会迟早调整GDP增长目标。

我们建议投资者留意受政策及有利宏观经济背景支持的行业，并从中精选优质股份。我们看到的机遇包括：(1) 新能源汽车；(2) 国内消费品牌；(3) 公共基础设施；及 (4) 香港大型银行。另一方面，我们继续认为中国银行和房地产行业的下行风险较高。

1. ETF：交易所买卖基金

重点行业值得留意的发展

- 「烂尾楼」停贷事件：中国多个已预售房地产项目「烂尾」延期交付，触发购房者停止偿还贷款。我们认为停贷将对银行资产质量构成压力，但较不可能威胁到银行的偿债能力。
- 旅游业：国内旅游业于2022年6月和7月出现令人鼓舞的复苏。
- 中国石油天然气：中国油气巨企股价随着原油价格下跌，加上派发中期股息后而大幅回落。
- ETF¹纳入沪深港通：沪港通/深港通于7月扩大范围，将ETF纳入合资格名单。我们认为此举的象征意义大于对价格的影响。
- 香港银行：香港银行同业市场流动资金自5月以来萎缩一半，进而推高了香港银行同业拆息，最终将促使银行在未来数月上调最优惠利率。

徐启敏

亚洲区股票咨询部主管
法国巴黎银行



李永琛

亚洲区股票咨询部资深顾问
法国巴黎银行



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界

聚焦精选行业的优质股份

国家统计局数据显示，中国2022年上半年GDP同比增长2.5%至56.3万亿元人民币。第二季度，尽管新冠疫情严峻，但GDP仍能保持正增长，同比增长0.4%。6月经济强劲反弹，主要由于规模以上工业增加值同比增长3.4%，加上零售销售同比增长3.1%，抵销了受防疫措施影响的4月和5月的急剧下降。零售销售反弹，则是受中央及地方政府推出财政刺激措施推动消费（特别是减税及购车补贴）所致。据中国汽车工业协会统计，今年6月汽车销量达250万辆，同比增长23.8%。

虽然6月经济迅速复苏，但我们认为5.5%的全年经济增长目标越来越遥不可及。事实上，市场早已普遍认为，3月公布的官方GDP增长目标过于乐观，而策略师和分析师预测，2022年GDP增长率或介乎3%至5%之间。由于今年上半年经济增长率只有2.5%，中国需要在下半年实现8%以上增长，方能达到5.5%的全年目标。中国最近一次实现高于8%经济增长是在2012年，而当时GDP总量还不及今天的一半。此外，自2022年7月以来，每日新增新冠确诊个案轻微回升，以及全国各地爆发房贷停贷/违约事件，是中国经济增长的两大障碍。国务院总理李克强于7月19日在世界经济论坛的发言，意味中国政府将「对经济增长目标采取灵活态度」，我们认为这暗示政府或会迟早调整GDP增长目标。

鉴于全球经济衰退风险上升，我们建议投资者留意受政策及有利宏观经济背景支持的行业，并从中精选优质股份。我们看到的机遇包括：(1) 仍处于长期增长趋势初期的新能源汽车；(2) 受惠于「疫后」被压抑需求的国内消费品牌；(3) 获政策扶持的公共基础设施；及 (4) 受益于利率上升的香港大型银行。另一方面，我们继续认为中国银行和房地产行业的下行风险较高。

重点行业值得留意的发展

1) 「烂尾楼」停贷事件

中国多个已预售房地产项目「烂尾」延期交付，触发购房者停止偿还贷款。自2022年7月初以来，关于业主集体请愿的报道迅速引起公众关注，随后中国各地出现多达数百宗「停贷断供」事件。这些「烂尾楼」大部分位于低线城市，但亦有深圳、上海及南京等一线城市的项目。

中国银保监会表示，将保持房地产金融政策的连续性和稳定性。当局将引导金融机构参与风险处置，并加强与住房和城乡建设部及人民银行协调，以「保交楼」为重。有报道指，监管部门已召开紧急会议，与银行和地方当局评估情况。我们认为，银保监会发声要求维持房地产融资稳定性，是为了让银行暂缓追讨房贷还款，同时继续为在建房地产项目提供资金。尽管监管机构正在合力降低贷款违约风险，但银行业将可能首当其冲，受到潜在资产撤销的影响。

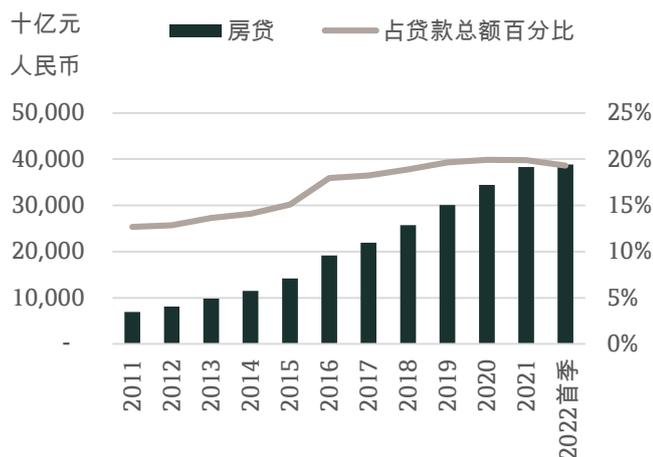
大型银行纷纷发出公告，以安抚公众。部分银行披露，面临风险的房贷价值远低于其贷款总额的0.1%。尽管我们认为这些数字可能被低估，但我们同意风险仍然可控。

我们认为停贷将对银行资产质量构成压力，但较不可能威胁到银行的偿债能力。人民银行数据显示，截至2022年第一季末，未偿还房贷和房地产开发贷款总额约为38.8万亿元人民币，占金融机构贷款总额19%（见图表1）。然而，这38.8万亿元大部分为已竣工项目和现有住房的贷款，并非直接与事件有关。据国家统计局，2021年1月至2022年6月期间，住宅物业销售总额为22万亿元人民币。而人民银行数据则指，房贷发放额一向相当于物业销售额约40%。因此，过去18个月出售物业相关的房贷规



模应在8.8万亿元左右。由于目前估计约有5%至10%房地产项目延期交付，面临风险的房贷规模约为4,400亿至8,800亿元人民币，占金融机构贷款总额约0.2%至0.4%。即使假设在极端情况下，过去18个月售出房产的20%均无法完工，而银行亦须撤销相关贷款，其影响也只相当于贷款总额的0.8%。

图表 1. 中国房地产相关贷款



资料来源：中国人民银行

据路透社报道，国务院已批准设立房地产基金的建议，收购资不抵债、未完成的房地产项目。房地产基金的初始规模为2,000亿至3,000亿元人民币，其中由一家国有银行出资500亿元，人民银行出资300亿元，余额将从资本市场筹集。我们认为，设立房地产基金，并从市场移除不良资产固然可取，但对比每年数以万亿元计的房地产销售，基金规模未免过小。

2) 旅游业

2022年6月和7月，国内旅游业出现令人鼓舞的复苏。国内航班从5月底放宽防疫措施前每日不到4,000班航班，反弹至7月第二周每日超过11,000班航班。我们预期，国内航班航空运力将可及时恢复，把握暑假旺季被压抑的需求。

国际旅游方面，我们注意到随着全球经济稳步复苏，国际航空运输协会预计全球航空运输复苏趋势将可

于今年持续，并将达到2019年水平的86.9%。旅游限制放宽，释放了被压抑的需求，预计预订乘客人数将达到38亿人，为2019年水平的82.4%。同时，航空货运需求保持强劲，预计今年货物运量将超过6,800万吨，创下历史新高。虽然受贸易环境轻微回软影响，货运单位收益预期较2021年下跌10.4%，但这只会部分抵销2020年52.5%及2021年24.2%的收益升幅。

国务院总理李克强在世界经济论坛上指，中国将在防疫的安全前提下，进一步有序增加国际客运航班。此外，中国民航局于7月初表示，当局正与部分国家就逐步增加国际客运航班进行讨论。

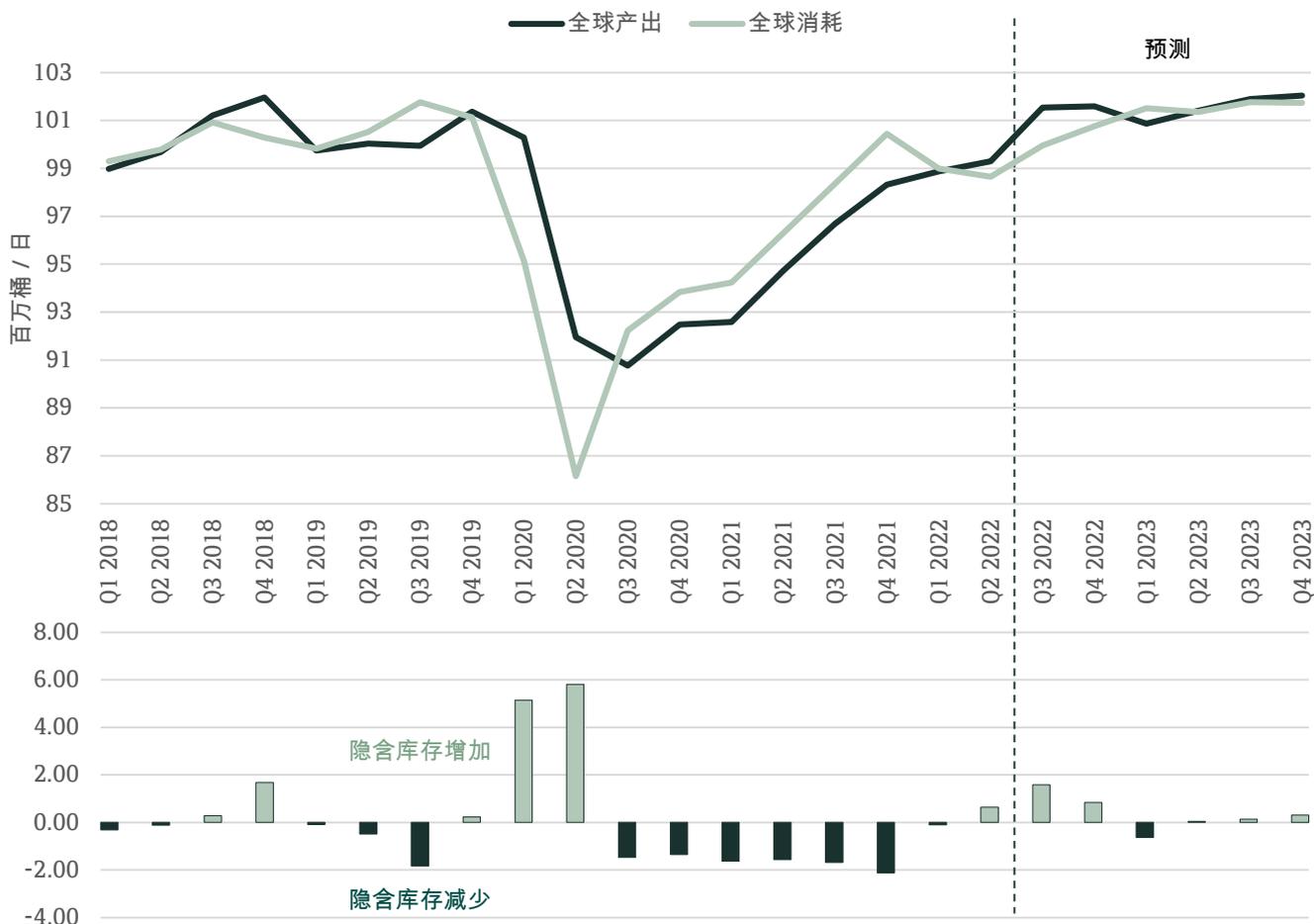
假设中国不会再次大幅收紧防疫措施，我们预期线上旅行社及航空公司的表现将于2022年第二季触底，继而在下半年复苏。

3) 中国石油天然气

自2022年6月以来，中国油气巨企股价随着原油价格下跌，加上派发中期股息后而大幅回落。全球石油供应增长预计将暂时超越需求增长（见图表2），原油价格可能因此在2022年第三季见顶。不过，中国油气股高达双位数的股息率，将可为投资者提供下行缓冲。

2022年7月，路透社报道称，尽管中国能源需求受防疫措施影响而减少，但中国于6月继续从俄罗斯大量进口低价石油。中国的俄罗斯石油进口量估计约为每日200万桶，占中国原油需求15%。报道指，部分进口石油是以大幅折扣购买，价格最低较基准价格便宜每桶20美元。我们认为，作为俄罗斯石油最大买家的中国油气巨企，将从石油进口业务中获取高于正常水平的毛利，而此额外收益或可在短期内支持它们分派丰厚的股息。

图表 2. 全球液态燃料生产与消耗平衡



(Q1) 第一季度；(Q2) 第二季度；(Q3) 第三季度；(Q4) 第四季度
资料来源：美国能源信息署，截至2022年7月

4) ETF纳入沪深港通

沪港通/深港通（连接香港和中国内地股市的互联互通机制）于2022年7月扩大范围，将ETF纳入合资格名单。其中，港股通（南向）新增4只在港上市ETF，而沪股通/深股通（北向）则纳入83只A股ETF。

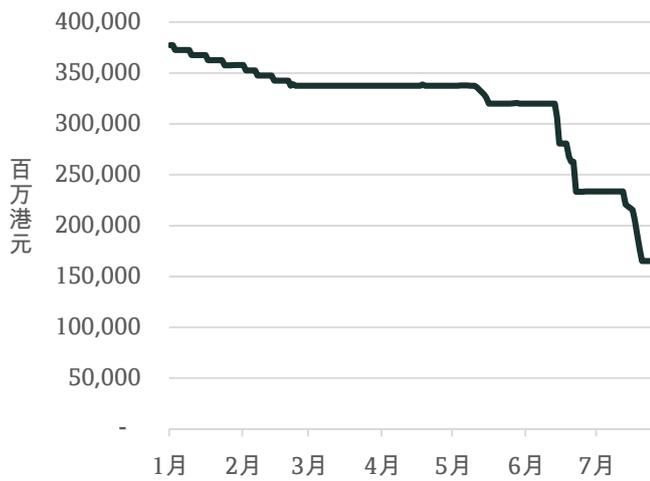
沪港通/深港通合资格名单扩大，无疑有利于证券交易所和ETF流动性，但我们认为此举的象征意义大于对价格的实际影响，首批获纳入的ETF亦不会因此大为受益。此举措的主要对象为散户投资者，他们可能早已在投资类似的上市基金。在ETF获纳入后的首15个交易日（7月4至22日），港股通ETF

成交额仅占港股通总成交额1%，以及香港股市总成交额0.1%。

5) 香港银行

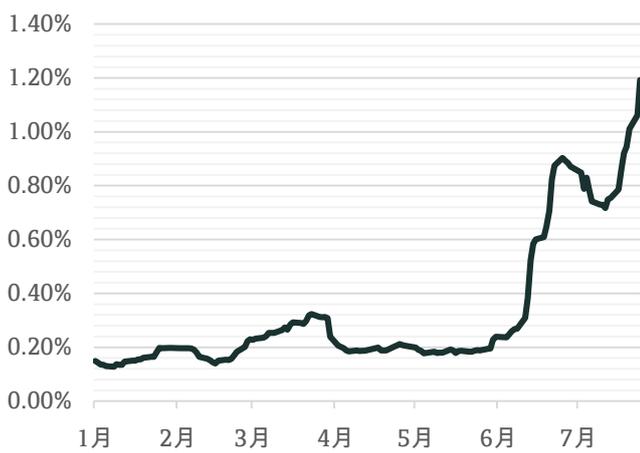
我们注意到，香港部分小型银行为1年期定期存款提供高达3%利率，高于新按揭贷款的最优惠利率。香港银行同业市场流动资金（在香港金融管理局的总结余）自2022年5月以来萎缩一半（见图表3），进而推高了香港银行同业拆息（见图表4），最终将促使银行在未来数月上调最优惠利率。本地大型银行的往来及储蓄存款比率（CASA比率）一般较高，因此我们预计这些银行的净息差将于2022年下半年迅速扩大。

图表 3. 香港银行同业市场流动资金



资料来源：香港金融管理局

图表 4. 香港银行同业拆息 (1个月期)



资料来源：香港银行公会
过往表现并非目前或未来表现的指标。

免责声明

本文件/通讯/信息（统称“文件”）由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡提供，并由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港提供。法国巴黎银行是一家在法国成立的公众有限公司（société anonyme），其成员承担有限法律责任。法国巴黎银行，透过其香港分行为受香港金融管理局监管的持牌银行，及《证券及期货条例》（香港法例第571章）所指的注册机构；于香港证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，获准进行第1、4、6及9类受规管活动（证监会中央编号：AAF564）。法国巴黎银行，透过其新加坡分行（单一机构识别号码/注册编号：S71FC2142G）为受新加坡金融管理局监管的持牌银行。“法国巴黎银行财富管理”乃法国巴黎银行营运之财富管理业务之名称。“法国巴黎银行财富管理”（单一机构识别号码/注册编号：53347235X）是根据Business Names Registration Act 2014在新加坡注册之企业名称。

本文件仅供一般参考，不应用作订立任何特定交易的参考。阁下不应对本文件的资料和意见加以依赖，亦不应用以取替阁下的任何决定或寻求独立专业意见（如不论是财务、法律、会计、税务或其他意见）的需要。本文件不拟作为进行买卖或订立交易的要约或游说。此外，本文件及其内容不拟作为任何类别或形式的广告、诱因或声明。法国巴黎银行保留权利（但并无责任）随时在不发出通知的情况下更改本文件的资料，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须对有关变动所引致的任何后果负责。

本文件所载资料仅拟作讨论用途，若投资者决定进行有关交易，将受制于有关交易的最终条款所约束。它并不代表（1）交易的实际条款，（2）任何现有交易可以解除的实际条款，（3）交易提早终止后应支付金额的计算或估算，或（4）法国巴黎银行在其财务报告账目中给出的交易实际估值。交易的最终条款将载于条款清单、适用条款合同和/或确认书。另请参阅有关文件所载之免责声明以及本行收费表中有关费用、收费及/或佣金的披露及其他重要资料。

若本文件是交易完成/交易确认书，请仔细检查本文件中所列出的资料，如发现任何差异，请阁下立即与我们联系。本文件的内容取决于我们随后以邮件形式寄出之银行对账单中的最终交易详情/信息及/或建议（如有）。本文件包含仅供上述收件人使用之机密信息。若阁下并非收件人，请勿传播、复制或依据本文件采取任何行动。若阁下误收到本文件，请立即通知法国巴黎银行并删除/销毁本文件。

尽管本文件提供的资料和意见可能取自或源自被视为可靠的已发布或未发布的来源，而且在拟备本文件时已采取一切合理审慎的措施，但法国巴黎银行并无就其准确性或完整性作出任何明示或隐含的声明或担保，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须就任何不正确资料、误差或遗漏承担责任。本文件所载的所有估计及意见构成法国巴黎银行在截至本文件刊发日期的判断，而所表达的意见可予更改，毋须另行通知。本文所载资料可能包含前瞻性陈述。“认为”、“预期”、“预计”、“预测”、“估计”、“预估”、“有信心”、“具信心”等字词和其他类似用语亦旨在表明前瞻性

陈述。此等前瞻性陈述并非历史事实，而是法国巴黎银行根据当前可用资料所建立的现行信念、假设、预期、估计和预测，并包括已知和未知风险及不确定因素。此等前瞻性陈述并非未来表现的保证，并附带各种风险、不确定因素和其他因素，部份无法控制及难以预估。因此，实际结果可能与此等前瞻性陈述所表达、暗示或预测显着有别。投资者应自行独立判断任何前瞻性陈述，并自行咨询专业意见以理解该等前瞻性陈述。法国巴黎银行概不保证更新有关前瞻性陈述。当投资者考虑关于产品/投资表现的任何理论历史资料时，投资者应注意有关过往表现的任何提述不应被视为未来表现的指标。法国巴黎银行并无就任何投资/交易的预期或预计成效、盈利能力、回报、表现、结果、影响、后果或利益作出任何担保、保证或声明。除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行集团公司或实体概不会就使用或依赖本文件或所提供的资料的任何部份而直接或间接引致的任何损失承担任何责任。

结构性交易为复杂的交易，可能涉及的损失风险甚高，包括可能损失所投资的本金。若本文件所述的任何产品是涉及衍生工具的结构产品，除非阁下已完全了解并同意接受所有风险，否则阁下不应对该产品进行投资。若阁下对任何产品/交易有任何疑问，应寻求独立专业意见。

各投资者/认购方在订立任何一项交易前，应充份了解产品/投资的条款、条件及特点，以及订立交易/投资的风险、优点及适用性（包括与发行人相关的任何市场风险），并在作出投资前咨询其本身独立的法律、监管、税务、财务及会计顾问。投资者/认购方应充份了解有关投资的特点，而且具有承担投资损失的财力，和愿意承担所有相关风险。除非另有明确书面协定，否则（1）若法国巴黎银行无向投资者/认购方游说出售或建议任何金融产品，其于任何交易中均非以财务顾问的身份为投资者/认购方行事，以及（2）无论如何，法国巴黎银行于任何交易中均非以受信人的身份为投资者/认购方行事。

在本文件刊发之前或之后，法国巴黎银行及/或它的联系人或关连人士可能或经已为其本身进行有关本文件所述的产品或任何相关产品的交易。在本文件刊发当日，法国巴黎银行、它的联系人或关连人士及其各自的董事及/或代表及/或雇员可能就本文件所述的产品，或以该产品为基础的衍生工具进行坐盘交易，并可能持有长仓或短仓或其他权益，或进行庄家活动，及可能随时在公开市场或其他市场以主事人或代理或市场庄家的身份购入及/或沽售投资。此外，法国巴黎银行及/或它的联系或关连人士在过去十二个月内可能担任投资银行，或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的产品提供重要的意见或投资服务。

本文件属机密性质，并仅拟供法国巴黎银行、它的联营公司、其各自的董事、高级职员及/或雇员和本文件的收件人使用。在未获得法国巴黎银行的事先书面同意前，本文件不可由任何收件人向任何其他人士派发、发布、复制或披露，亦不可在任何文件中引用或提述。



联系我们



wealthmanagement.bnpparibas/asia

免责声明

香港：本文件由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港派发。本文件在香港仅派发予专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章）附表一第一部）。本文件所述的部份产品或交易在香港可能未经许可，及不可向香港投资者发售。

新加坡：本文件由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡仅派发予认可投资者（定义见新加坡法例第289章《证券及期货法》），并不拟向并非认可投资者的新加坡投资者派发，而且不应向任何该等人士传送。本文件所述的部份产品或交易在新加坡可能未经许可，及不可向新加坡投资者发售。

除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则本文件的资料仅供拟定收件人传阅，不拟作为向本文件的收件人提供的建议或投资意见。本文件的收件人在作出购买或订立任何产品或交易的承诺前，应就产品或交易的合适性（经考虑收件人的特定投资目标、财务状况和特别需要），以及有关产品或交易所涉及的风险，咨询其本身的专业顾问的意见。

请注意，本文件可能与法国巴黎银行作为发行人的产品有关，在此情况下，本文件或本文件所载资料可能由法国巴黎银行作为产品发行人的身份编制（“发行人文件”）。当发行人文件由法国巴黎银行，透过其香港分行，或由法国巴黎银行，透过其新加坡分行，以分销商的身份提供给阁下时，亦受制于法国巴黎银行财富管理适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条所约束。如发行人文件的条款与法国巴黎银行财富管理适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条之间存在任何不一致，概以后者为准。

请注意：任何投资产品或交易所涉及各方、其投资专业人士和/或其联营公司的整体投资活动或角色，可能会导致各种潜在和实际利益冲突。具体而言，交易对手/发行人/提供商或其相关实体或联营公司可能提供或管理其他投资，其利益可能与阁下在该投资产品或交易中的投资利益有所不同；或当产品交易对手或发行人是法国巴黎银行或其相关实体或联营公司时，法国巴黎银行亦可能是同一产品的分销商、担保人、计算代理人和/或安排人。法国巴黎银行及其联属公司以及与其有联系或有关连的人士（统称“法国巴黎银行集团”）可能以庄家身份或可作为委托人或代理人买卖本文件所述证券或有关衍生产品。法国巴黎银行集团可能于本文件所载的发行人中拥有财务权益，包括于持有其证券的长仓或短仓及/或有关

期权、期货或其他衍生工具。法国巴黎银行集团（包括其高级职员及雇员）可能或已经出任本文件所述任何发行人的高级职员、董事或顾问。法国巴黎银行集团可能于过去12个月内不时为本文件所述的任何发行人招揽、进行或已进行投资银行、包销或其他服务（包括作为顾问、经办人、包销商或放款人）。法国巴黎银行集团可在法律准许的情况下，于本文件所载的资料刊发之前，依据有关资料或据此进行的研究或分析行事，或使用有关资料或据此进行的研究或分析。法国巴黎银行集团的成员公司可能对于有关结构性产品项下若干责任有利益冲突。例如，其及其联属公司可能为其本身或为其他人士进行相关产品的交易。其或其联属公司可能收取任何相关产品的部分管理或其他费用。法国巴黎银行可向与相关产品有关的实体提供其他服务并获支付酬金。所有此等活动均可能导致有关法国巴黎银行的若干财务权益出现利益冲突。

如本文件涉及房地产，请注意，法国巴黎银行透过其香港分行在香港提供的房地产服务仅限香港以外的物业。具体而言，法国巴黎银行，透过其香港分行并未持有牌照处理位于香港的任何物业。法国巴黎银行，透过其新加坡分行并未持有牌照处理及不提供房地产服务，本文件亦不可这样被诠释。

法国巴黎银行之客户及交易对手有责任确保自身遵守美国第13959号行政命令（EO）（经修订）适用之规定（及后续所有官方指引）。有关该行政命令的全部详情，请阁下参阅以下网页：如需查阅该行政命令全文，请访问 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美国财政部外国资产管理办公室(OFAC)就该行政命令发布之最新指引，请访问 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

阁下一经接纳本文件，即同意受以上限制所约束。如中英文版本有任何含糊不清或歧异，概以英文版本为准。在与法国巴黎银行透过其新加坡分行进行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版将不予以考虑。

图片来源© Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版权所有。