

2022年8月

中港股市觀點

聚焦優質股份

摘要

中國2022年上半年GDP按年增長2.5%至56.3萬億元人民幣。第二季度，儘管新冠疫情嚴峻，但GDP仍能保持正增長，按年增長0.4%。隨着中央及地方政府推出財政刺激措施推動消費，在工業產出及零售銷售帶動下，6月經濟強勁反彈，抵銷了受防疫措施影響的4月和5月的急劇下降。

雖然6月經濟迅速復甦，但我們認為5.5%的全年經濟增長目標越來越遙不可及。由於今年上半年經濟增長率只有2.5%，中國需要在下半年實現8%以上增長，方能達到全年目標（中國最近一次實現高於8%經濟增長是在2012年）。此外，自2022年7月以來，疫情輕微回升，以及全國各地爆發房貸停貸/違約事件，是中國經濟增長的兩大障礙。國務院總理李克強在世界經濟論壇的發言，意味中國政府將「對經濟增長目標採取靈活態度」，我們認為這暗示政府或會遲早調整GDP增長目標。

我們建議投資者留意受政策及有利宏觀經濟背景支持的行業，並從中精選優質股份。我們看到的機遇包括：(1) 新能源汽車；(2) 國內消費品牌；(3) 公共基礎設施；及 (4) 香港大型銀行。另一方面，我們繼續認為中國銀行和房地產行業的下行風險較高。

1. ETF：交易所買賣基金

重點行業值得留意的發展

- 「爛尾樓」停貸事件：中國多個已預售房地產項目「爛尾」延期交付，觸發購房者停止償還貸款。我們認為停貸將對銀行資產質素構成壓力，但較不可能威脅到銀行的償債能力。
- 旅遊業：國內旅遊業於2022年6月和7月出現令人鼓舞的復甦。
- 中國石油天然氣：中國油氣巨企股價隨着原油價格下跌，加上派發中期股息後而大幅回落。
- ETF¹納入滬深港通：滬港通/深港通於7月擴大範圍，將ETF納入合資格名單。我們認為此舉的象徵意義大於對價格的影響。
- 香港銀行：香港銀行同業市場流動資金自5月以來萎縮一半，進而推高了香港銀行同業拆息，最終將促使銀行在未來數月上調最優惠利率。

徐啟敏

亞洲區股票諮詢部主管
法國巴黎銀行



李永琛

亞洲區股票諮詢部資深顧問
法國巴黎銀行



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

聚焦精選行業的優質股份

國家統計局數據顯示，中國2022年上半年GDP按年增長2.5%至56.3萬億元人民幣。第二季度，儘管新冠疫情嚴峻，但GDP仍能保持正增長，按年增長0.4%。6月經濟強勁反彈，主要由於規模以上工業增加值按年增長3.4%，加上零售銷售按年增長3.1%，抵銷了受防疫措施影響的4月和5月的急劇下降。零售銷售反彈，則是受中央及地方政府推出財政刺激措施推動消費（特別是減稅及購車補貼）所致。據中國汽車工業協會統計，今年6月汽車銷量達250萬輛，按年增長23.8%。

雖然6月經濟迅速復甦，但我們認為5.5%的全年經濟增長目標越來越遙不可及。事實上，市場早已普遍認為，3月公佈的官方GDP增長目標過於樂觀，而策略師和分析師預測，2022年GDP增長率或介乎3%至5%之間。由於今年上半年經濟增長率只有2.5%，中國需要在下半年實現8%以上增長，方能達到5.5%的全年目標。中國最近一次實現高於8%經濟增長是在2012年，而當時GDP總量還不及今天的一半。此外，自2022年7月以來，每日新增新冠確診個案輕微回升，以及全國各地爆發房貸停貸/違約事件，是中國經濟增長的兩大障礙。國務院總理李克強於7月19日在世界經濟論壇的發言，意味中國政府將「對經濟增長目標採取靈活態度」，我們認為這暗示政府或會遲早調整GDP增長目標。

鑑於全球經濟衰退風險上升，我們建議投資者留意受政策及有利宏觀經濟背景支持的行業，並從中精選優質股份。我們看到的機遇包括：(1) 仍處於長期增長趨勢初期的新能源汽車；(2) 受惠於「疫後」被壓抑需求的國內消費品牌；(3) 獲政策扶持的公共基礎設施；及 (4) 受益於利率上升的香港大型銀行。另一方面，我們繼續認為中國銀行和房地產行業的下行風險較高。

重點行業值得留意的發展

1) 「爛尾樓」停貸事件

中國多個已預售房地產項目「爛尾」延期交付，觸發購房者停止償還貸款。自2022年7月初以來，關於業主集體請願的報道迅速引起公眾關注，隨後中國各地出現多達數百宗「停貸斷供」事件。這些「爛尾樓」大部分位於低線城市，但亦有深圳、上海及南京等一線城市的項目。

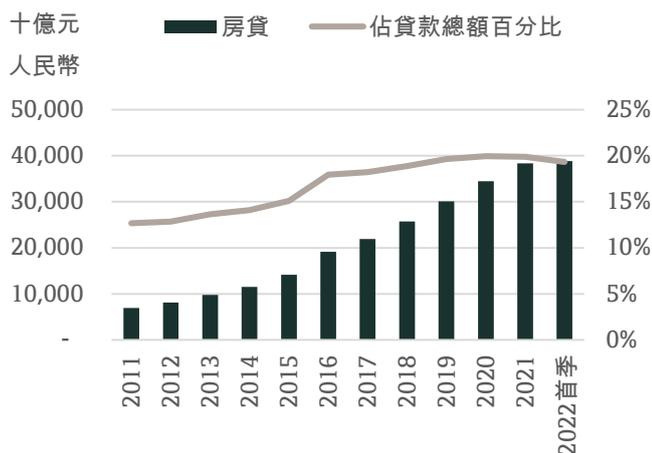
中國銀保監表示，將保持房地產金融政策的連續性和穩定性。當局將引導金融機構參與風險處置，並加強與住房和城鄉建設部及人民銀行協調，以「保交樓」為重。有報道指，監管部門已召開緊急會議，與銀行和地方當局評估情況。我們認為，銀保監發聲要求維持房地產融資穩定性，是為了讓銀行暫緩追討房貸還款，同時繼續為在建房地產項目提供資金。儘管監管機構正在合力降低貸款違約風險，但銀行業將可能首當其衝，受到潛在資產撇銷的影響。

大型銀行紛紛發出公告，以安撫公眾。部分銀行披露，面臨風險的房貸價值遠低於其貸款總額的0.1%。儘管我們認為這些數字可能被低估，但我們同意風險仍然可控。

我們認為停貸將對銀行資產質素構成壓力，但較不可能威脅到銀行的償債能力。人民銀行數據顯示，截至2022年第一季末，未償還房貸和房地產開發貸款總額約為38.8萬億元人民幣，佔金融機構貸款總額19%（見圖表1）。然而，這38.8萬億元大部分為已竣工項目和現有住房的貸款，並非直接與事件有關。據國家統計局，2021年1月至2022年6月期間，住宅物業銷售總額為22萬億元人民幣。而人民銀行數據則指，房貸發放額一向相當於物業銷售額約40%。因此，過去18個月出售物業相關的房貸規

模應在8.8萬億元左右。由於目前估計約有5%至10%房地產項目延期交付，面臨風險的房貸規模約為4,400億至8,800億元人民幣，佔金融機構貸款總額約0.2%至0.4%。即使假設在極端情況下，過去18個月售出房產的20%均無法完工，而銀行亦須將相關貸款撇銷，其影響也只相當於貸款總額的0.8%。

圖表 1. 中國房地產相關貸款



資料來源：中國人民銀行

據路透社報道，國務院已批准設立房地產基金的建議，收購資不抵債、未完成的房地產項目。房地產基金的初始規模為2,000億至3,000億元人民幣，其中由一間國有銀行出資500億元，人民銀行出資300億元，餘額將從資本市場籌集。我們認為，設立房地產基金，並從市場移除不良資產固然可取，但對比每年數以萬億元計的房地產銷售，基金規模未免過小。

2) 旅遊業

2022年6月和7月，國內旅遊業出現令人鼓舞的復甦。國內航班從5月底放寬防疫措施前每日不到4,000班航班，反彈至7月第二週每日超過11,000班航班。我們預期，國內航班航運力將可及時恢復，把握暑假旺季被壓抑的需求。

國際旅遊方面，我們注意到隨着全球經濟穩步復甦，國際航空運輸協會預計全球航空運輸復甦趨勢將可

於今年持續，並將達到2019年水平的86.9%。旅遊限制放寬，釋放了被壓抑的需求，預計預訂乘客人數將達到38億人，為2019年水平的82.4%。同時，航空貨運需求保持強勁，預計今年貨物運量將超過6,800萬噸，創下歷史新高。雖然受貿易環境輕微回軟影響，貨運單位收益預期較2021年下跌10.4%，但這只會部分抵銷2020年52.5%及2021年24.2%的收益升幅。

國務院總理李克強在世界經濟論壇上指，中國將在防疫的安全前提下，進一步有序增加國際客運航班。此外，中國民航局於7月初表示，當局正與部分國家就逐步增加國際客運航班進行討論。

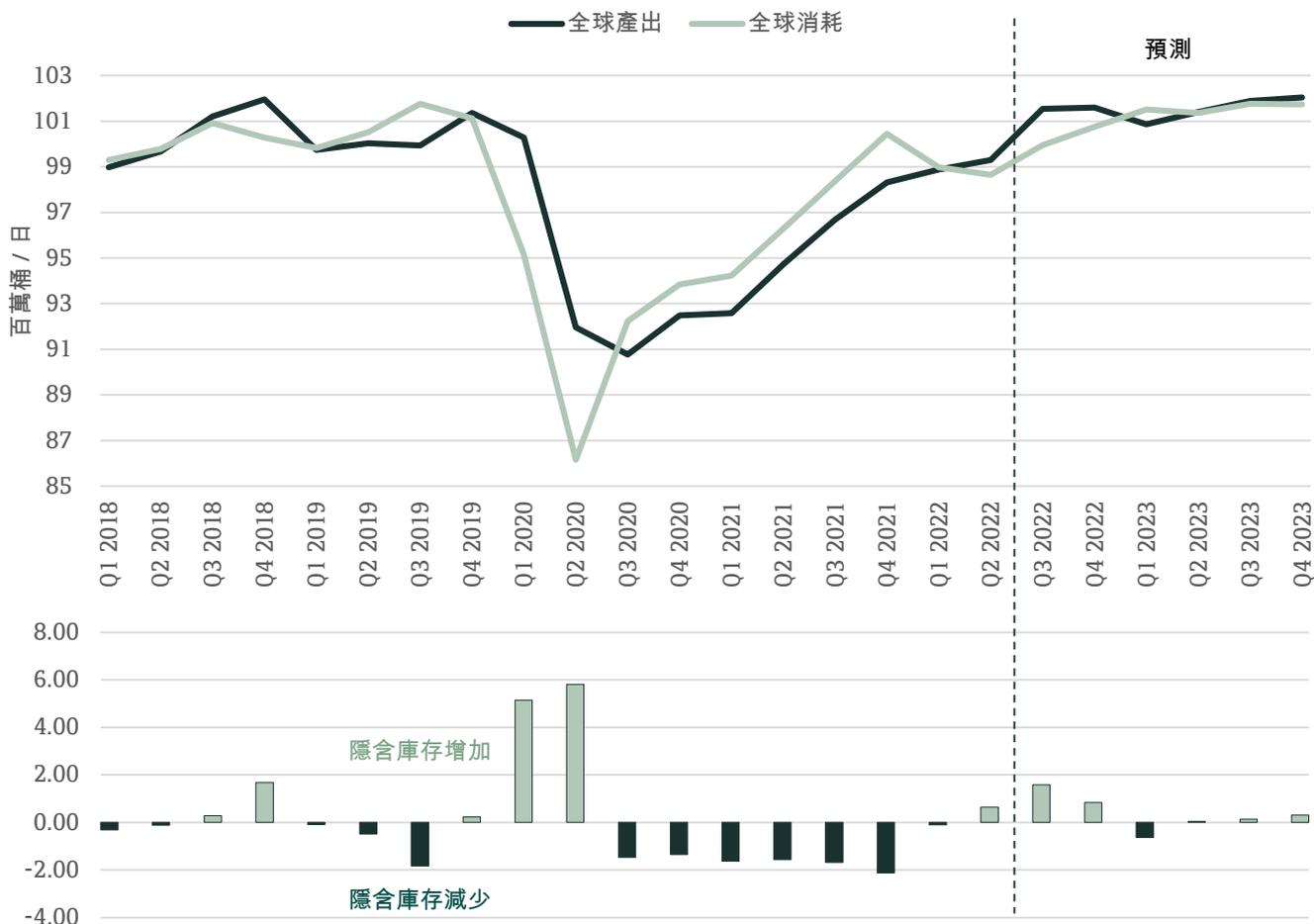
假設中國不會再次大幅收緊防疫措施，我們預期線上旅行社及航空公司的表現將於2022年第二季觸底，繼而在下半年復甦。

3) 中國石油天然氣

自2022年6月以來，中國油氣巨企股價隨着原油價格下跌，加上派發中期股息後而大幅回落。全球石油供應增長預計將暫時超越需求增長（見圖表2），原油價格可能因此在2022年第三季見頂。不過，中國油氣股高達雙位數的股息率，將可為投資者提供下行緩衝。

2022年7月，路透社報道稱，儘管中國能源需求受防疫措施影響而減少，但中國於6月繼續從俄羅斯大量進口低價石油。中國的俄羅斯石油進口量估計約為每日200萬桶，佔中國原油需求15%。報道指，部分進口石油是以大幅折扣購買，價格最低較基準價格便宜每桶20美元。我們認為，作為俄羅斯石油最大買家的中國油氣巨企，將能從石油進口業務中獲取高於正常水平的毛利，而此額外收益或可在短期內支持它們分派豐厚的股息。

圖表 2. 全球液態燃料生產與消耗平衡



(Q1) 第一季度；(Q2) 第二季度；(Q3) 第三季度；(Q4) 第四季度
資料來源：美國能源資訊署，截至2022年7月

4) ETF納入滬深港通

滬港通/深港通（連接香港和中國內地股市的互联互通機制）於2022年7月擴大範圍，將ETF納入合資格名單。其中，港股通（南向）新增4隻在港上市ETF，而滬股通/深股通（北向）則納入83隻A股ETF。

滬港通/深港通合資格名單擴大，無疑有利於證券交易所和ETF流動性，但我們認為此舉的象徵意義大於對價格的實際影響，首批獲納入的ETF亦不會因此大為受益。此舉措的主要對象為散戶投資者，他們可能早已在投資類似的上市基金。在ETF獲納入後的首15個交易日（7月4至22日），港股通ETF

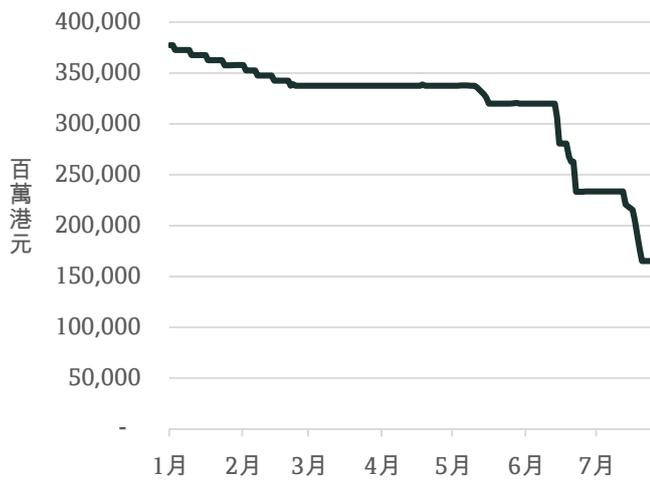
成交額僅佔港股通總成交額1%，以及香港股市總成交額0.1%。

5) 香港銀行

我們注意到，香港部分小型銀行為1年期定期存款提供高達3%利率，高於新按揭貸款的最優惠利率。香港銀行同業市場流動資金（在香港金融管理局的總結餘）自2022年5月以來萎縮一半（見圖表3），進而推高了香港銀行同業拆息（見圖表4），最終將促使銀行在未來數月上調最優惠利率。本地大型銀行的往來及儲蓄存款比率（CASA比率）一般較高，因此我們預計這些銀行的淨息差將於2022年下半年迅速擴大。



圖表 3. 香港銀行同業市場流動資金



資料來源：香港金融管理局

圖表 4. 香港銀行同業拆息 (1個月期)



資料來源：香港銀行公會
過往表現並非目前或未來表現的指標。

免責聲明

本文件/通訊/資料(統稱「文件」)由法國巴黎銀行,透過其新加坡分行在新加坡提供,並由法國巴黎銀行,透過其香港分行在香港提供。法國巴黎銀行是一家在法國成立的公眾有限公司(société anonyme),其成員承擔有限法律責任。法國巴黎銀行,透過其香港分行為受香港金融管理局監管的持牌銀行,及《證券及期貨條例》(香港法例第571章)所指的註冊機構;於香港證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)註冊,獲准進行第1、4、6及9類受規管活動(證監會中央編號:AAF564)。法國巴黎銀行,透過其新加坡分行(單一機構識別號碼/註冊編號:S71FC2142G)為受新加坡金融管理局監管的持牌銀行。「法國巴黎銀行財富管理」乃法國巴黎銀行營運之財富管理業務之名稱。「法國巴黎銀行財富管理」(單一機構識別號碼/註冊編號:53347235X)是根據Business Names Registration Act 2014在新加坡註冊之企業名稱。

本文件僅供一般參考,不應用作訂立任何特定交易的參考。閣下不應對本文件的資料和意見加以依賴,亦不應用以取替閣下的任何決定或尋求獨立專業意見(如不論是財務、法律、會計、稅務或其他意見)的需要。本文件不擬作為進行買賣或訂立交易的要約或游說。此外,本文件及其內容不擬作為任何類別或形式的廣告、誘因或聲明。法國巴黎銀行保留權利(但並無責任)隨時在不發出通知的情況下更改本文件的資料,而且,除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定,否則法國巴黎銀行毋須對有關變動所引致的任何後果負責。

本文件所載資料僅擬作討論用途,若投資者決定進行有關交易,將受制於有關交易的最終條款所約束。它並不代表(1)交易的實際條款,(2)任何現有交易可以解除的實際條款,3)交易提早終止後應支付金額的計算或估算,或4)法國巴黎銀行在其財務報告賬目中給出的交易實際估值。交易的最終條款將載於條款清單、適用條款合同和/或確認書。另請參閱有關文件所載之免責聲明,以及本行收費表中有關費用、收費及/或佣金的披露及其他重要資料。

若本文件是交易完成/交易確認書,請仔細檢查本文件中所列出的資料,如發現任何差異,請閣下立即與我們聯絡。本文件的內容取決於我們隨後以郵件形式寄出之銀行結單中的最終交易詳情/資料及/或建議(如有)。本文件包含僅供上述收件人使用之機密資料。若閣下並非收件人,請勿傳播、複製或依據本文件採取任何行動。若閣下誤收到本文件,請立即通知法國巴黎銀行並刪除/銷毀本文件。

儘管本文件提供的資料和意見可能取自或源自被視為可靠的已發佈或未發佈的來源,而且在擬備本文件時已採取一切合理審慎的措施,但法國巴黎銀行並無就其準確性或完整性作出任何明示或隱含的聲明或擔保,而且,除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定,否則法國巴黎銀行毋須就任何不確資料、誤差或遺漏承擔責任。本文件所載的所有估計及意見構成法國巴黎銀行在截至本文件刊發日期的判斷,而所表達的意見可予更改,毋須另行通知。本文所載資料可能包含前瞻性陳述。「認為」、「預期」、「預計」、「預測」、「估計」、

「預估」、「有信心」、「具信心」等字詞和其他類似用語亦旨在表明前瞻性陳述。此等前瞻性陳述並非歷史事實,而是法國巴黎銀行根據當前可用資料所建立的現行信念、假設、預期、估計和預測,並包括已知和未知風險及不確定因素。此等前瞻性陳述並非未來表現的保證,並附帶各種風險、不確定因素和其他因素,部份無法控制及難以預估。因此,實際結果可能與此等前瞻性陳述所表達、暗示或預測顯著有別。投資者應自行獨立判斷任何前瞻性陳述,並自行諮詢專業意見以理解該等前瞻性陳述。法國巴黎銀行概不保證更新有關前瞻性陳述。當投資者考慮關於產品/投資表現的任何理論歷史資料時,投資者應注意有關過往表現的任何提述不應被視為未來表現的指標。法國巴黎銀行並無就任何投資/交易的預期或預計成效、盈利能力、回報、表現、結果、影響、後果或利益作出任何擔保、保證或聲明。除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定,否則法國巴黎銀行集團公司或實體概不會就使用或依賴本文件或所提供的資料的任何部份而直接或間接引致的任何損失承擔任何責任。

結構性交易為複雜的交易,可能涉及的損失風險甚高,包括可能損失所投資的本金。若本文件所述的任何產品是涉及衍生工具的結構性產品,除非閣下已完全了解並同意接受所有風險,否則閣下不應對該產品進行投資。若閣下對任何產品/交易有任何疑問,應尋求獨立專業意見。

各投資者/認購方在訂立任何一項交易前,應充份了解產品/投資的條款、條件及特點,以及訂立交易/投資的風險、優點及適用性(包括與發行人相關的任何市場風險),並在作出投資前諮詢其本身獨立的法律、監管、稅務、財務及會計顧問。投資者/認購方應充份了解有關投資的特點,而且具有承擔投資損失的財力,和願意承擔所有相關風險。除非另有明確書面協定,否則(1)若法國巴黎銀行無向投資者/認購方游說出售或建議任何金融產品,其於任何交易中均非以財務顧問的身份為投資者/認購方行事,以及(2)無論如何,法國巴黎銀行於任何交易中均非以受信人的身份為投資者/認購方行事。

在本文件刊發之前或之後,法國巴黎銀行及/或它的聯繫人或關連人士可能或經已為其本身進行有關本文件所述的產品或任何相關產品的交易。在本文件刊發當日,法國巴黎銀行、它的聯繫人或關連人士及其各自的董事及/或代表及/或僱員可能就本文件所述的產品,或以該產品為基礎的衍生工具進行坐盤交易,並可能持有長倉或短倉或其他權益,或進行莊家活動,及可能隨時在公開市場或其他市場以主事人或代理或市場莊家的身份購入及/或沽售投資。此外,法國巴黎銀行及/或它的聯繫或關連人士在過去十二個月內可能擔任投資銀行,或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的產品提供重要的意見或投資服務。

本文件屬機密性質,並僅擬供法國巴黎銀行、它的聯營公司、其各自的董事、高級職員及/或僱員和本文件的收件人使用。在未獲得法國巴黎銀行的事先書面同意前,本文件不可由任何收件人向任何其他人士派發、發佈、複製或披露,亦不可在任何文件中引用或提述。





wealthmanagement.bnpparibas/asia

免責聲明

香港：本文件由法國巴黎銀行，透過其香港分行在香港派發。本文件在香港僅派發予專業投資者（定義見《證券及期貨條例》（香港法例第571章）附表一第一部）。本文件所述的部份產品或交易在香港可能未經許可，及不可向香港投資者發售。

新加坡：本文件由法國巴黎銀行，透過其新加坡分行在新加坡僅派發予認可投資者（定義見新加坡法例第289章《證券及期貨法》），並不擬向並非認可投資者的新加坡投資者派發，而且不應向任何該等人士傳送。本文件所述的部份產品或交易在新加坡可能未經許可，及不可向新加坡投資者發售。

除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定，否則本文件的資料僅供擬定收件人傳閱，不擬作為向本文件的收件人提供的建議或投資意見。本文件的收件人在作出購買或訂立任何產品或交易的承約前，應就產品或交易的合適性（經考慮收件人的特定投資目標、財務狀況和特別需要），以及有關產品或交易所涉及的風險，諮詢其本身的專業顧問的意見。

請注意，本文件可能與法國巴黎銀行作為發行人的產品有關，在此情況下，本文件或本文件所載資料可能由法國巴黎銀行作為產品發行人的身份編制（「發行人文件」）。當發行人文件由法國巴黎銀行，透過其香港分行，或由法國巴黎銀行，透過其新加坡分行，以分銷商的身份提供給閣下時，亦受制於法國巴黎銀行財富管理適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條所約束。如發行人文件的條款與法國巴黎銀行財富管理適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條之間存在任何不一致，概以後者為準。

請注意：任何投資產品或交易所涉及各方、其投資專業人士和/或其聯營公司的整體投資活動或角色，可能會導致各種潛在和實際利益衝突。具體而言，交易對手/發行人/提供商或其相關實體或聯營公司可能提供或管理其他投資，其利益可能與閣下在該投資產品或交易中的投資利益有所不同；或當產品交易對手或發行人是法國巴黎銀行或其相關實體或聯營公司時，法國巴黎銀行亦可能是同一產品的分銷商、擔保人、計算代理人和/或安排人。法國巴黎銀行及其聯屬公司以及與其有聯繫或有關連的人士（統稱「法國巴黎銀行集團」）可能以莊家身份或可作為委託人或代理人買賣本文件所述證券或有關衍生產品。法國巴黎銀行集團可能於本文件所載的發行人中擁有財務權益，包括於持有其證券的長倉或短倉及/或有關

期權、期貨或其他衍生工具。法國巴黎銀行集團（包括其高級職員及雇員）可能或已經出任本文件所述任何發行人的高級職員、董事或顧問。法國巴黎銀行集團可能於過去12個月內不時為本文件所提述的任何發行人招攬、進行或已進行投資銀行、包銷或其他服務（包括作為顧問、經辦人、包銷商或放款人）。法國巴黎銀行集團可在法律准許的情況下，於本文件所載的資料刊發之前，依據有關資料或據此進行的研究或分析行事，或使用有關資料或據此進行的研究或分析。法國巴黎銀行集團的成員公司可能對於有關結構性產品項下若干責任有利益衝突。例如，其及其聯屬公司可能為其本身或為其他人士進行相關產品的交易。其或其聯屬公司可能收取任何相關產品的部分管理或其他費用。法國巴黎銀行可向與相關產品有關的實體提供其他服務並獲支付酬金。所有此等活動均可能導致有關法國巴黎銀行的若干財務權益出現利益衝突。

如本文件涉及房地產，請注意，法國巴黎銀行透過其香港分行在香港提供的房地產服務僅限香港以外的物業。具體而言，法國巴黎銀行，透過其香港分行並未持有牌照處理位於香港的任何物業。法國巴黎銀行，透過其新加坡分行並未持有牌照處理及不提供房地產服務，本文件亦不可這樣被詮釋。

法國巴黎銀行之客戶及交易對手有責任確保自身遵守美國第13959號行政命令(EO)（經修訂）適用之規定（及後續所有官方指引）。有關該行政命令的全部詳情，請閣下參閱以下網頁：如需查閱該行政命令全文，請訪問 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美國財政部外國資產管理辦公室(OFAC)就該行政命令發佈之最新指引，請訪問 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

閣下一經接納本文件，即同意受以上限制所約束。如中英文版本有任何含糊不清或歧異，概以英文版本為準。在與法國巴黎銀行透過其新加坡分行進行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版將不予以考慮。

圖片源自© Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版權所有。

