

2022年9月

中港股市观点

市场的夏末夜梦

摘要

这是个充满戏剧性的夏天。激动、困惑、惊悚、悬疑的情节交替上演，让投资者绞尽脑汁。剧情随着2022年7月「烂尾楼」风波、房贷断供事件的爆发而展开。佩洛西于8月2日访台，将紧张局势推向高峰。不久之后，中国人民银行宣布减息刺激信贷，令市场大跌眼镜。

另一方面，中美达成有关美国预托证券（ADR）审计的协议、中国对民营房地产开发商债券发行提供全额担保，以及即将成立的房地产纾困基金，让投资者看见曙光，但深圳和成都随后却因疫情反弹而收紧防控措施。

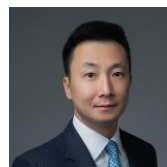
现在，中共第二十次全国代表大会定于2022年10月16日召开，势将成为市场焦点，投资者主要关注关键党内高层任命。目前而言，中国政府并不缺乏刺激经济计划，但其在地方层面的落实却有所落后。我们认为，地方政府对刺激政策的实施，将可能为市场带来正面讯号。

重点行业值得留意的发展

- **中国ADR除牌**：美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）与中国证监会签署审计监管合作协议，建立中国ADR审计底稿检查框架。这是双方监管机构首次就可能导致所有中国ADR退市的争议达成共识。
- **中国新能源车**：中国新能源车品牌在销量排行榜上的排名出现了明显调整，反映消费者偏好有所改变。
- **中国消费**：尽管整体形势未必乐观，但部分消费品的零售销售实际上却有所增长，包括烟酒、体育休闲、家电和影音设备。
- **中国石油天然气**：中国油气巨企2022年上半年业绩均录得可观增长。鉴于其丰厚的股息率，我们继续看好该板块股份。
- **香港房地产**：整体而言，我们对香港房地产商持审慎态度。其中，我们较看好收租股，而非房地产开发商。

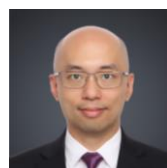
徐启敏

亚洲区股票咨询部主管
法国巴黎银行



李永琛

亚洲区股票咨询部投资顾问
法国巴黎银行



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界

市场的夏末夜梦

这是个充满戏剧性的夏天。激动、困惑、惊悚、悬疑的情节交替上演，让投资者绞尽脑汁。剧情随着2022年7月「烂尾楼」风波、房贷断供事件的爆发而展开。佩洛西于8月2日访台，将紧张局势推向高峰。不久之后，中国人民银行宣布减息刺激信贷，令市场大跌眼镜。另一方面，中美达成有关美国预托证券（ADR）审计的协议、中国政府对民营房地产开发商债券发行提供全额担保，以及即将成立的房地产纾困基金，让投资者看见曙光，但深圳和成都随后却因疫情反弹而收紧防控措施。现在，中共第二十次全国代表大会定于2022年10月16日召开，势将成为市场焦点。

中美关系一直在演变。我们认为，美国《晶片法案》（CHIPS法案）获通过，以及对中实施先进半导体和晶片设计软件的新出口禁令，是最近具有长远影响力的事件。CHIPS法案为美国半导体研究、开发、制造和人才发展提供超过500亿美元资金，白宫更明确表示此法案将「抗衡中国」。同时，美国商务部禁止向中国出口电子电脑辅助设计（ECAD）软件和高端人工智能晶片。尽管中美关系紧张，但国家主席习近平与美国总统拜登仍有可能于2022年11月在峇里G20峰会上首次亲身会晤。

2022年8月14日，人民银行宣布下调1年期中期借贷便利（MLF）利率和7天期逆回购利率10个基点，以维持「银行体系流动性合理充裕」，市场对此大感意外。一星期后，人民银行下调了贷款市场报价利率（LPR）。虽然我们认为在MLF利率下调后，LPR下调属市场意料中事，但LPR曲线趋平却令人意外。其中，1年期LPR下调5个基点至3.65%，而5年期LPR则下调15个基点至4.30%，这也是1年期LPR降幅首次小于1年期MLF利率。中国人民银行还表示，大型金融机构（特别是国有银行）应保障房地产合理融资需求。

然而，2022年8月也有让市场松一口气的消息。首先，中美监管机构终于就ADR退市问题达成协议。此外，一家在港上市的中国民营房地产开发商在国有中债公司的全额担保下，成功发行15亿元人民币债券。中央电视台报道指，住房和城乡建设部、财政部和人民银行将联合推出政策，为陷入停顿的住房项目提供资金。而据本地媒体财新报道，中国政策性银行将设立初期规模为2,000亿元人民币的房地产纾困基金。尽管初始规模可能有所不足，但我们相信，基金的成立是解决住房交付不确定性及房贷停供问题有意义的第一步。

另外，中国共产党确定于2022年10月16日在北京召开第二十次全国代表大会，市场主要关注关键党内高层任命。目前而言，中国政府并不缺乏刺激经济计划，但其在地方层面的落实却有所落后。我们认为，地方政府对刺激政策的实施，将可能为市场带来正面讯号。

重点行业值得留意的发展

1) 中国ADR除牌

2022年8月26日，美国PCAOB与中国证监会签署审计监管合作协议，建立中国ADR审计底稿检查框架。这是两国监管机构首次就可能导致所有中国ADR在三年内退市的争议达成共识。

尽管达成一定共识，双方在措辞上却存在明显差异。例如，PCAOB表示，该机构可全权选择任何ADR的审计进行检查，但中国证监会强调，检查必须在中国监管机构的参与和协助下进行。美国证券交易委员会主席Gary Gensler形容，协议「只是过程中的一步」。我们相信市场清楚了解到这些差异，也许还对框架的可行性持怀疑态度。我们还认为，双方需要取得更多进展，以消除近两年来一直困扰中国ADR的退市风险。尽管如此，中国ADR价格当日对



消息的反应正面，我们预期在中美双方消除分歧后，市场将会有更多正面反应。

2) 中国新能源车

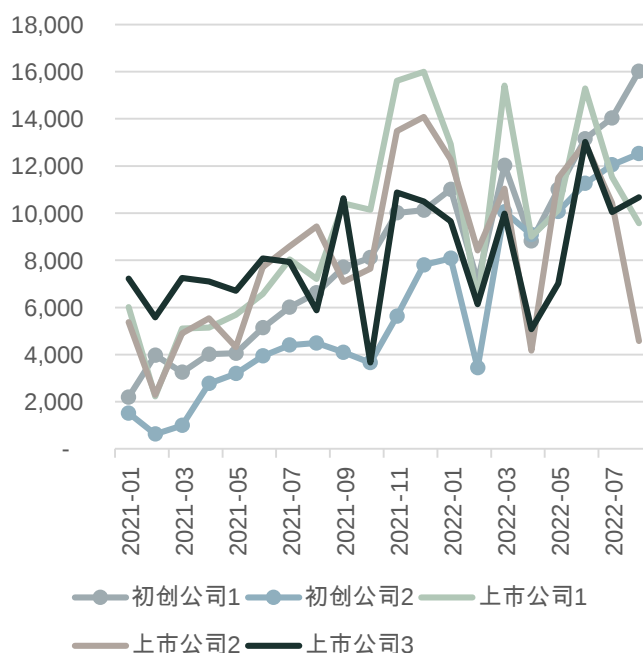
过去两个月，中国新能源车（NEV）品牌在销量排行榜上的排名出现了明显调整，我们认为这反映中国消费者对NEV的偏好有所改变。其中，行业的领先企业依然独占鳌头，产量超过15万辆，是榜上紧随其后5家中国纯NEV企业总和的两倍多。事实上，2022年首六个月，中国NEV龙头在全球NEV排行榜（电池电动车和插电式混合动力汽车销量）同样位居榜首，抢占达15%全球市场份额，销量超过64万辆。

排名第二和第三的是两家民营初创企业（见图表1），两家公司都被视为专攻入门价格市场（15万人民币以下）的二线NEV品牌。另一边厢，在美国和香港上市的三家中国NEV企业却波折重重，由年初至今都难以实现销售增长。受汽车半导体短缺及上海防疫措施影响，这些公司都在4月和5月缩减产量。此外，这三家企业均遇上不同营运问题，例如为新车型及车型升级改造组装线，在积极提升产能后出现产能过剩，新车型试驾发生事故后引发媒体关注等。这三家企业的月度销量于2022年7月录得同比增长，但环比则有所下滑。

这三家NEV企业中的两家，于2022年7月底 / 8月初加大折扣优惠，但似乎仍未能成功刺激销售增长。这两家公司公布的2022年第三季度交付量展望低于预期，预示8月和9月的交付量或将进一步减少。

同时，一家知名美国投资控股公司决定减持中国NEV龙头股份获利，打击了投资者信心。就基本因素而言，在强劲的结构性和中国政府具体政策的支持下，我们对中国NEV行业持正面观点。但我们相信，市场仍需一段时间消化减持消息，因此现在还不是趁低吸纳的理想时机。

图表 1. 中国纯新能源车品牌月度销量（辆）



资料来源：公司数据，截至2022年9月2日

3) 中国消费

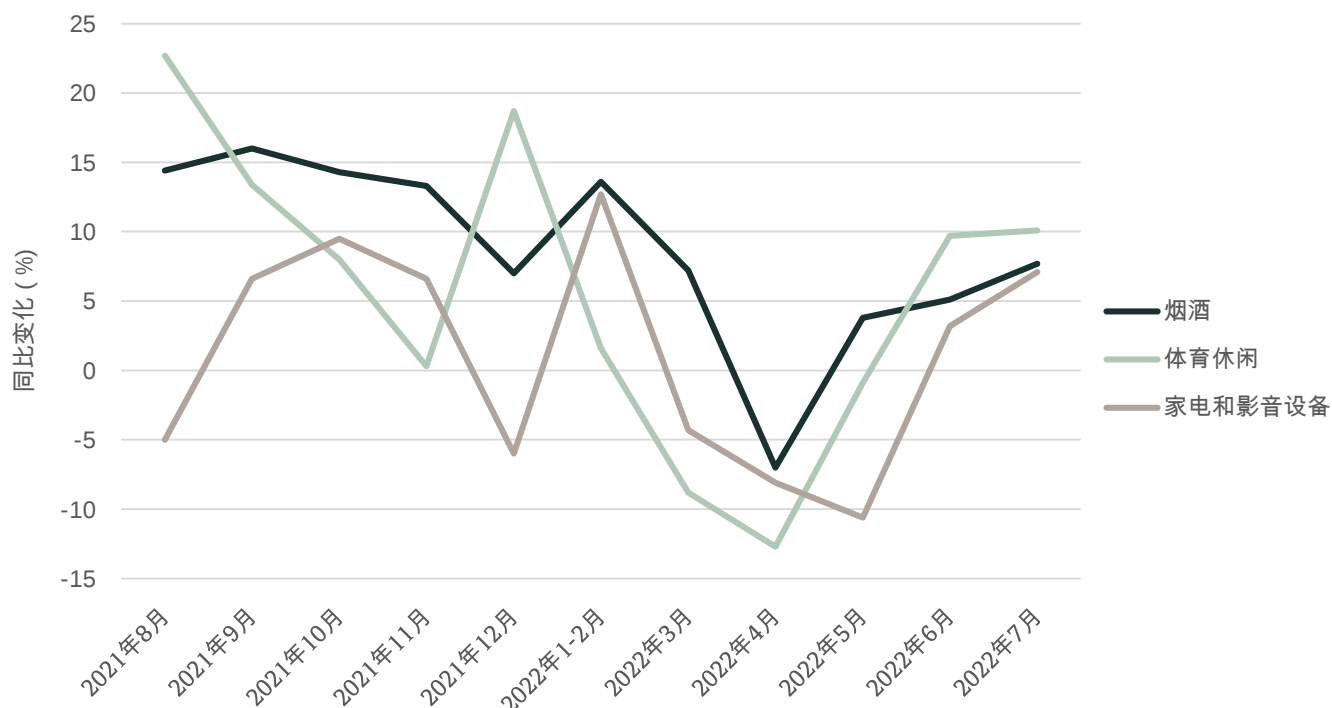
中国新增确诊数目受控，但不同城市仍在应对新的变种病毒，而消费者情绪亦因经济放缓而被抑制。国家统计局数据指，中国零售销售同比增长率由2022年6月的3.1%放缓至7月的2.7%。尽管整体形势未必乐观，但部分消费品的零售销售实际上却有所增长，包括烟酒、体育休闲、家电和影音设备三类（见图表2），我们分别在这些板块看到2022年下半年的投资机会。

中国白酒及啤酒

烟酒零售销售同比增长率由2022年5月的3.8%上升至6月的5.1%，并于7月进一步提速至7.7%。受主要城市放宽社交距离措施带动，餐饮业的销售跌势亦由5月的21.1%同比跌幅，收窄至6月的4%及7月的1.5%。尽管疫情重燃仍可能是一个短期威胁，但我们相信新疫苗和更高的接种率将有助中国降低病毒传播。



图表 2. 中国部分消费品零售销售增长



资料来源：中国国家统计局，截至2022年8月15日

中国白酒行业一向是我们最看好的板块之一，原因是蒸馏酒厂商过去一直能够将成本上涨压力透过加价转嫁给消费者。我们相信，超高端中国白酒品牌拥有强劲的独特优势，疫情过后的增长潜力亦非常可观。这是一个可以受益于长期财富增长主题的必需消费品板块。

与此同时，随着亚洲消费复苏，中国啤酒厂商2022年上半年业绩优于预期。尽管原材料及包装成本上涨仍对该等公司构成短期挑战，但我们相信「优质化」趋势（即销售组合重心由低价品牌转向高端品牌）将可于下半年支持其股价走势。

展望未来，啤酒行业的主要短期股价催化剂包括：(1) 现场消费随着防疫措施放宽而复苏，(2) 中国有记录以来最严重的热浪或将有助刺激销售，以及 (3) 与2022年世界杯足球赛（11月开赛）有关的四年一度需求。

中国体育用品

随着物流问题缓解，体育用品销售自2022年6月以来迅速复苏。体育休闲用品零售销售增长强劲，由4月的12.7%同比跌幅收窄至5月的0.9%，并分别于6月及7月同比增长9.7%及10.1%。

国内领先体育用品品牌均公布了令人鼓舞的2022年上半年业绩和下半年前瞻指引。它们于7月及8月成功从外国品牌赢得市场份额，同时维持销售增长势头。此外，近期棉花价格回落，或可缓解体育用品生产商的毛利率压力。



家用电器

我们对家电及影音设备的强劲销售感到惊喜（2022年6月及7月分别同比上升3.2%及7.1%）。从2020年底开始的房地产市场调整，导致2021年以来住房建设减少，从而拖累家电销售跌至低迷水平。我们预期，多个政府部门讨论已久的全国家电补贴计划的推出，将可能刺激家电生产商的销售显著增长。

4) 中国石油天然气

中国油气巨企2022年上半年业绩均录得可观增长，主要由于勘探及生产利润和存货收益增加所致。下半年，我们相信中游及下游业务的炼油利润率上升及销量复苏，将接棒带动盈利增长。

我们在2022年8月刊提到，中国油气股拥有高于正常水平的毛利，并能提供双位数股息率。由于丰厚的股息率可为投资者在波动的市况中提供下行缓冲，我们继续看好中国油气巨企股份。

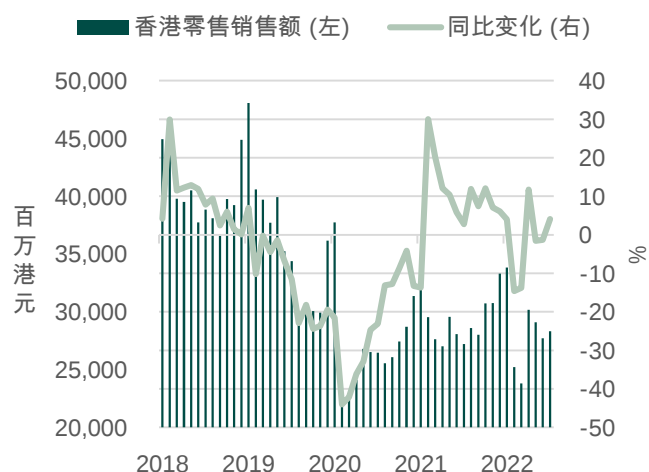
5) 香港房地产

整体而言，我们对香港房地产商持审慎态度。尽管香港房地产商拥有稳健的财务纪律及资产负债表，但加息步伐加快或将对股价造成一定影响。

以子行业细分，我们较看好收租股，而非房地产开发商。社交距离措施放宽及第二轮消费券的推出，正在刺激零售销售于2022年下半年反弹，继而支持营业额租金回升。据香港政府统计处，香港零售总额在2022年6月同比下跌4.1%，随后于7月反弹至上升4.1%。然而，我们预期零售及办公室租金的固定部分不会于下半年显著反弹，原因是中港通关的时间仍未明朗，而零售总额仍较2018年水平低约三成（见图表3）。尽管如此，香港重新开放国际旅客入境的机会越来越大（我们认为这可能于2023年发生），将是有利收租股估值的因素。

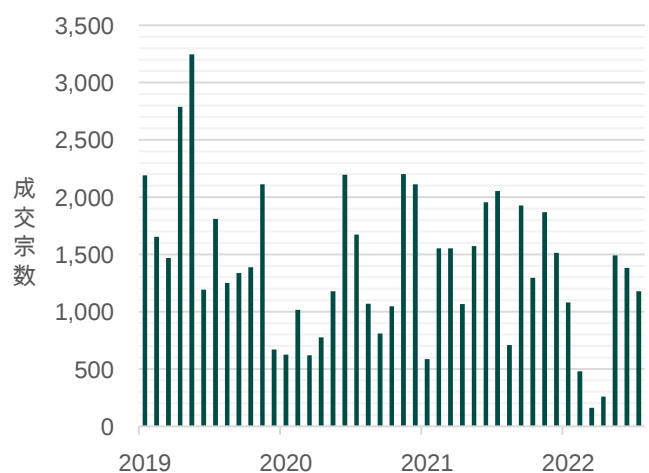
另一方面，我们对香港房地产开发商的股价走势保持审慎。一手市场住宅销售明显呈下降趋势（见图表4），市场已迅速消化与2022年3月至4月严格防疫措施有关的被压抑需求。住宅楼宇买卖数目亦由5月的1,492宗下降至6月的1,382宗，以及7月的1,177宗。物业销售放缓对部分开发商的杠杆比率构成压力，因而增加发展物业估值下调的机会。由于香港利率已开始上升（两家主要银行已于8月上调按揭利率上限），我们相信宏观不利因素正在加剧。

图表 3. 香港零售数据



资料来源：香港政府统计处，彭博，截至2022年8月31日

图表 4. 香港一手市场住宅销售



资料来源：香港土地注册处，截至2022年8月31日



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，亦不应用以代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性产品，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。





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账户的条款及条件第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账户的条款及条件第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、计算代理人或/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提的任何发行人招揽、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。

图片源自© Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版权所有。

