

2022年9月

中港股市觀點

市場的夏末夜夢

摘要

這是個充滿戲劇性的夏天。激動、困惑、驚悚、懸疑的情節交替上演，讓投資者絞盡腦汁。劇情隨着2022年7月「爛尾樓」風波、房貸斷供事件的爆發而展開。佩洛西於8月2日訪台，將緊張局勢推向高峰。不久之後，中國人民銀行宣佈減息刺激信貸，令市場大跌眼鏡。

另一方面，中美達成有關美國預託證券（ADR）審計的協議、中國政府對民營房地產開發商債券發行提供全額擔保，以及即將成立的房地產紓困基金，讓投資者看見曙光，但深圳和成都隨後卻因疫情反彈而收緊防控措施。

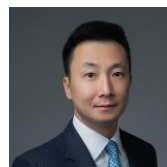
現在，中共第二十次全國代表大會定於2022年10月16日召開，勢將成為市場焦點，投資者主要關注關鍵黨內高層任命。目前而言，中國政府並不缺乏刺激經濟計劃，但其在地方層面的落實卻有所落後。我們認為，地方政府對刺激政策的實施，將可能為市場帶來正面訊號。

重點行業值得留意的發展

- **中國ADR除牌**：美國上市公司會計監督委員會（PCAOB）與中國證監會簽署審計監管合作協議，建立中國ADR審計底稿檢查框架。這是雙方監管機構首次就可能導致所有中國ADR退市的爭議達成共識。
- **中國新能源車**：中國新能源車品牌在銷量排行榜上的排名出現了明顯調整，反映消費者偏好有所改變。
- **中國消費**：儘管整體形勢未必樂觀，但部分消費品的零售銷售實際上卻有所增長，包括煙酒、體育休閒、家電和影音設備。
- **中國石油天然氣**：中國油氣巨企2022年上半年業績均錄得可觀增長。鑑於其豐厚的股息率，我們繼續看好該板塊股份。
- **香港地產**：整體而言，我們對香港地產商持審慎態度。其中，我們較看好收租股，而非地產發展商。

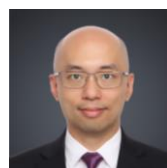
徐啟敏

亞洲區股票諮詢部主管
法國巴黎銀行



李永琛

亞洲區股票諮詢部投資顧問
法國巴黎銀行



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

市場的夏末夜夢

這是個充滿戲劇性的夏天。激動、困惑、驚悚、懸疑的情節交替上演，讓投資者絞盡腦汁。劇情隨着2022年7月「爛尾樓」風波、房貸斷供事件的爆發而展開。佩洛西於8月2日訪台，將緊張局勢推向高峰。不久之後，中國人民銀行宣佈減息刺激信貸，令市場大跌眼鏡。另一方面，中美達成有關美國預託證券（ADR）審計的協議、中國政府對民營房地產開發商債券發行提供全額擔保，以及即將成立的房地產紓困基金，讓投資者看見曙光，但深圳和成都隨後卻因疫情反彈而收緊防控措施。現在，中共第二十次全國代表大會定於2022年10月16日召開，勢將成為市場焦點。

中美關係一直在演變。我們認為，美國《晶片法案》（CHIPS法案）獲通過，以及對中國實施先進半導體和晶片設計軟件的新出口禁令，是最近具有長遠影響力的事件。CHIPS法案為美國半導體研究、開發、製造和人才發展提供超過500億美元資金，白宮更明確表示此法案將「抗衡中國」。同時，美國商務部禁止向中國出口電子電腦輔助設計（ECAD）軟件和高端人工智能晶片。儘管中美關係緊張，但國家主席習近平與美國總統拜登仍有可能於2022年11月在峇里G20峰會上首次親身會晤。

2022年8月14日，人民銀行宣佈下調1年期中期借貸便利（MLF）利率和7天期逆回購利率10個基點，以維持「銀行體系流動性合理充裕」，市場對此大感意外。一星期後，人民銀行下調了貸款市場報價利率（LPR）。雖然我們認為在MLF利率下調後，LPR下調屬市場意料中事，但LPR曲線趨平卻令人意外。其中，1年期LPR下調5個基點至3.65%，而5年期LPR則下調15個基點至4.30%，這也是1年期LPR降幅首次小於1年期MLF利率。中國人民銀行還表示，大型金融機構（特別是國有銀行）應保障房地產合理融資需求。

然而，2022年8月也有讓市場鬆一口氣的消息。首先，中美監管機構終於就ADR退市問題達成協議。此外，一間在港上市的中國民營房地產開發商在國有中債公司的全額擔保下，成功發行15億元人民幣債券。中央電視台報道指，住房和城鄉建設部、財政部和人民銀行將聯合推出政策，為陷入停頓的住房項目提供資金。而據本地媒體財新報道，中國政策性銀行將設立初期規模為2,000億元人民幣的房地產紓困基金。儘管初始規模可能有所不足，但我們相信，基金的成立是解決住房交付不確定性及房貸停供問題有意義的第一步。

另外，中國共產黨確定於2022年10月16日在北京召開第二十次全國代表大會，市場主要關注關鍵黨內高層任命。目前而言，中國政府並不缺乏刺激經濟計劃，但其在地方層面的落實卻有所落後。我們認為，地方政府對刺激政策的實施，將可能為市場帶來正面訊號。

重點行業值得留意的發展

1) 中國ADR除牌

2022年8月26日，美國PCAOB與中國證監會簽署審計監管合作協議，建立中國ADR審計底稿檢查框架。這是兩國監管機構首次就可能導致所有中國ADR在三年內退市的爭議達成共識。

儘管達成一定共識，雙方在措辭上卻存在明顯差異。例如，PCAOB表示，該機構可全權選擇任何ADR的審計進行檢查，但中國證監會強調，檢查必須在中國監管機構的參與和協助下進行。美國證券交易委員會主席Gary Gensler形容，協議「只是過程中的一步」。我們相信市場清楚了解到這些差異，也許還對框架的可行性持懷疑態度。我們還認為，雙方需要取得更多進展，以消除近兩年來一直困擾中國ADR的退市風險。儘管如此，中國ADR價格當日對



消息的反應正面，我們預期在中美雙方消除分歧後，市場將會有更多正面反應。

2) 中國新能源車

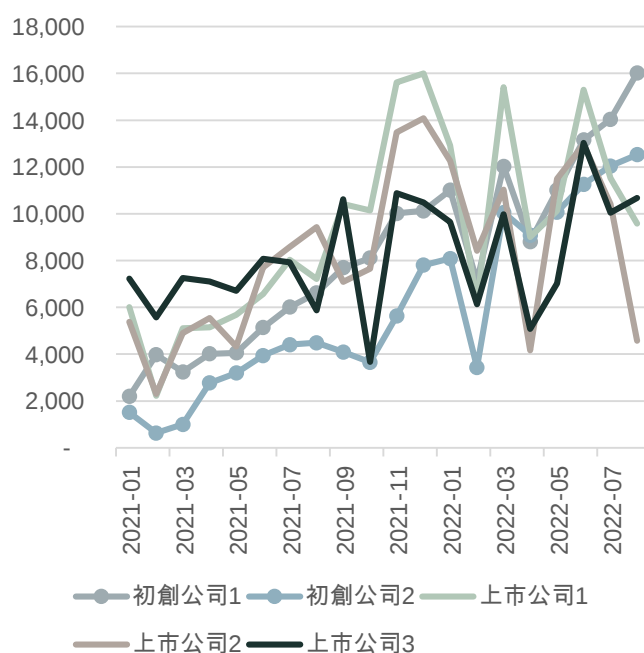
過去兩個月，中國新能源車（NEV）品牌在銷量排行榜上的排名出現了明顯調整，我們認為這反映中國消費者對NEV的偏好有所改變。其中，行業的領先企業依然獨佔鰲頭，產量超過15萬輛，是榜上緊隨其後5間中國純NEV企業總和的兩倍多。事實上，2022年首六個月，中國NEV龍頭在全球NEV排行榜（電池電動車和插電式混合動力汽車銷量）同樣位居榜首，搶佔達15%全球市場份額，銷量超過64萬輛。

排名第二和第三的是兩間民營初創企業（見圖表1），兩間公司都被視為專攻入門價格市場（15萬元人民幣以下）的二線NEV品牌。另一邊廂，在美國和香港上市的三間中國NEV企業卻波折重重，由年初至今都難以實現銷售增長。受汽車半導體短缺及上海防疫措施影響，這些公司都在4月和5月縮減產量。此外，這三間企業均遇上不同營運問題，例如為新車型及車型升級改造組裝線，在積極提升產能後出現產能過剩，新車型試駕發生事故後引發媒體關注等。這三間企業的月度銷量於2022年7月錄得按年增長，但按月則有所下滑。

這三間NEV企業中的兩間，於2022年7月底 / 8月初加大折扣優惠，但似乎仍未能成功刺激銷售增長。這兩間公司公佈的2022年第三季度交付量展望低於預期，預示8月和9月的交付量或將進一步減少。

同時，一間知名美國投資控股公司決定減持中國NEV龍頭股份獲利，打擊了投資者信心。就基本因素而言，在強勁的結構性需求和中國政府具體政策的支持下，我們對中國NEV行業持正面觀點。但我們相信，市場仍需一段時間消化減持消息，因此現在還不是趁低吸納的理想時機。

圖表 1. 中國純新能源車品牌月度銷量（輛）



資料來源：公司數據，截至2022年9月2日

3) 中國消費

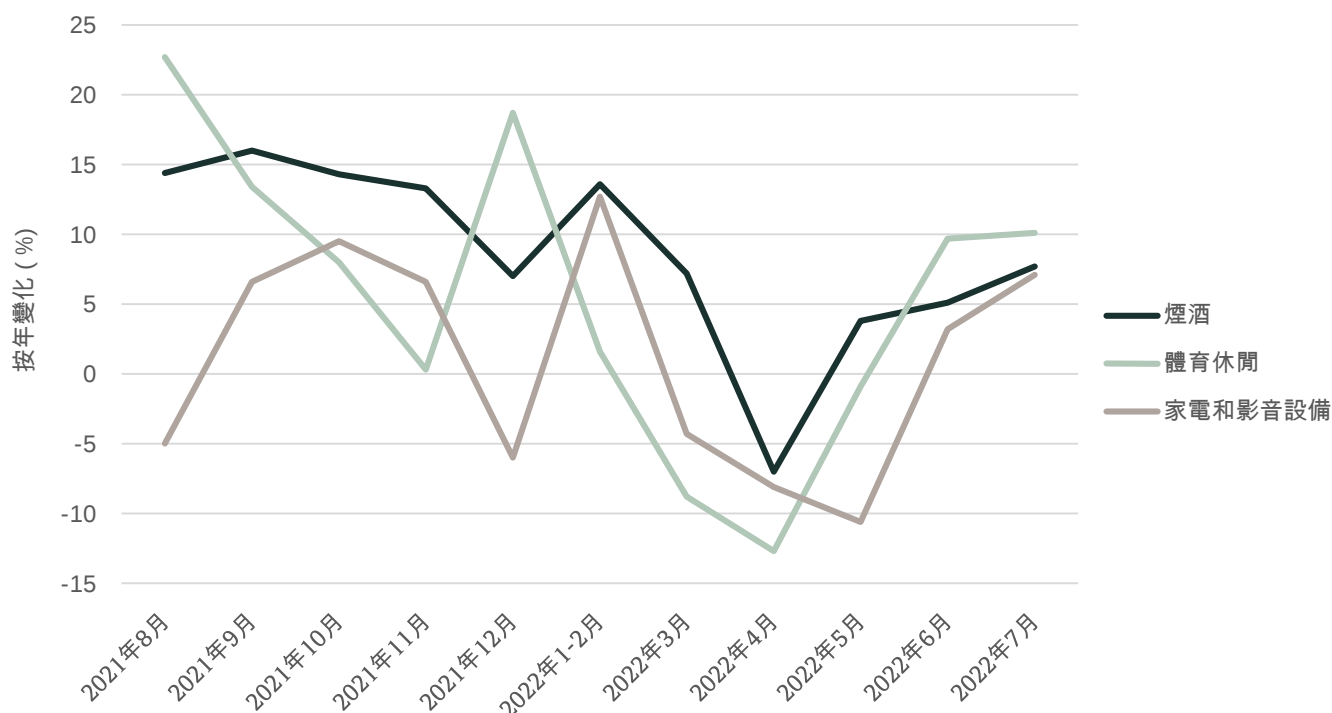
中國新增確診數目受控，但不同城市仍在應對新的變種病毒，而消費者情緒亦因經濟放緩而被抑制。國家統計局數據指，中國零售銷售按年增長率由2022年6月的3.1%放緩至7月的2.7%。儘管整體形勢未必樂觀，但部分消費品的零售銷售實際上卻有所增長，包括煙酒、體育休閒、家電和影音設備三類（見圖表2），我們分別在這些板塊看到2022年下半年的投資機會。

中國白酒及啤酒

煙酒零售銷售按年增長率由2022年5月的3.8%上升至6月的5.1%，並於7月進一步提速至7.7%。受主要城市放寬社交距離措施帶動，餐飲業的銷售跌勢亦由5月的21.1%按年跌幅，收窄至6月的4%及7月的1.5%。儘管疫情重燃仍可能是一個短期威脅，但我們相信新疫苗和更高的接種率將有助中國降低病毒傳播。



圖表 2. 中國部分消費品零售銷售增長



資料來源：中國國家統計局，截至2022年8月15日

中國白酒行業一向是我們最看好的板塊之一，原因是蒸餾酒廠商過去一直能夠將成本上漲壓力透過加價轉嫁給消費者。我們相信，超高端中國白酒品牌擁有強勁的獨特優勢，疫情過後的增長潛力亦非常可觀。這是一個可以受益於長期財富增長主題的必需消費品板塊。

與此同時，隨着亞洲消費復甦，中國啤酒廠商2022年上半年業績優於預期。儘管原材料及包裝成本上漲仍對該等公司構成短期挑戰，但我們相信「優質化」趨勢（即銷售組合重心由低價品牌轉向高端品牌）將可於下半年支持其股價走勢。

展望未來，啤酒行業的主要短期股價催化劑包括：(1) 現場消費隨着防疫措施放寬而復甦，(2) 中國有記錄以來最嚴重的熱浪或將有助刺激銷售，以及 (3) 與2022年世界盃足球賽（11月開賽）有關的四年一度需求。

中國體育用品

隨着物流問題緩解，體育用品銷售自2022年6月以來迅速復甦。體育休閒用品零售銷售增長強勁，由4月的12.7%按年跌幅收窄至5月的0.9%，並分別於6月及7月按年增長9.7%及10.1%。

國內領先體育用品品牌均公佈了令人鼓舞的2022年上半年業績和下半年前瞻指引。它們於7月及8月成功從外國品牌贏得市場份額，同時維持銷售增長勢頭。此外，近期棉花價格回落，或可緩解體育用品生產商的毛利率壓力。



家用電器

我們對家電及影音設備的強勁銷售感到驚喜（2022年6月及7月分別按年上升3.2%及7.1%）。從2020年底開始的房地產市場調整，導致2021年以來住房建設減少，從而拖累家電銷售跌至低迷水平。我們預期，多個政府部門討論已久的全國家電補貼計劃的推出，將可能刺激家電生產商的銷售顯著增長。

4) 中國石油天然氣

中國油氣巨企2022年上半年業績均錄得可觀增長，主要由於勘探及生產利潤和存貨收益增加所致。下半年，我們相信中游及下游業務的煉油利潤率上升及銷量復甦，將接棒帶動盈利增長。

我們在2022年8月刊提到，中國油氣股擁有高於正常水平的毛利，並能提供雙位數股息率。由於豐厚的股息率可為投資者在波動的市況中提供下行緩衝，我們繼續看好中國油氣巨企股份。

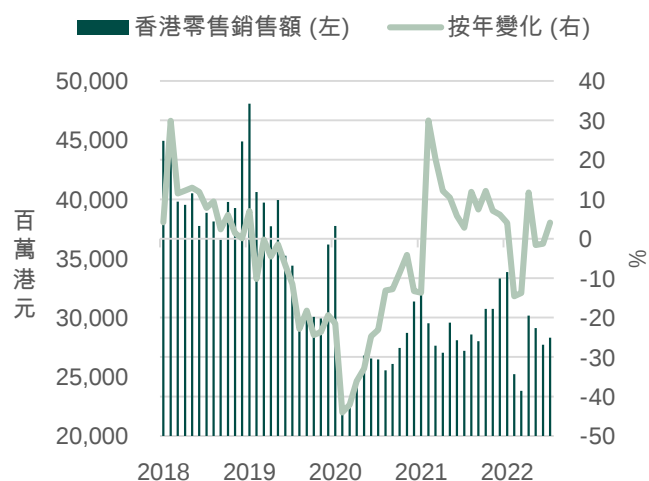
5) 香港地產

整體而言，我們對香港地產商持審慎態度。儘管香港地產商擁有穩健的財務紀律及資產負債表，但加息步伐加快或將對股價造成一定影響。

以子行業細分，我們較看好收租股，而非地產發展商。社交距離措施放寬及第二輪消費券的推出，正在刺激零售銷售於2022年下半年反彈，繼而支持營業額租金回升。據香港政府統計處，香港零售總額在2022年6月按年下跌4.1%，隨後於7月反彈至上升4.1%。然而，我們預期零售及辦公室租金的固定部分不會於下半年顯著反彈，原因是中港通關的時間仍未明朗，而零售總額仍較2018年水平低約三成（見圖表3）。儘管如此，香港重新開放國際旅客入境的機會越來越大（我們認為這可能於2023年發生），將是利收租股估值的因素。

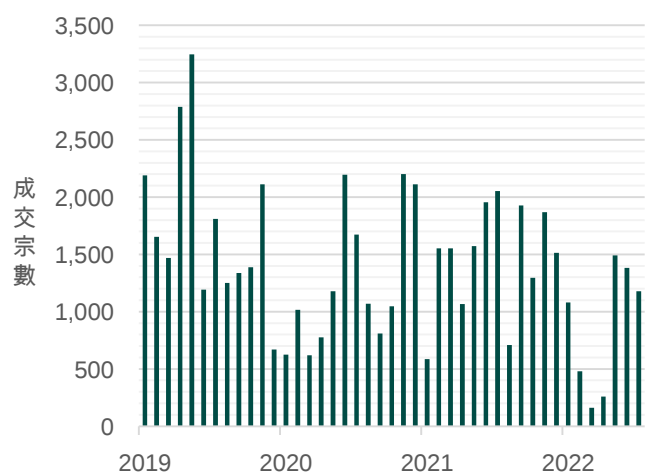
另一方面，我們對香港地產發展商的股價走勢保持審慎。一手市場住宅銷售明顯呈下降趨勢（見圖表4），市場已迅速消化與2022年3月至4月嚴格防疫措施有關的被壓抑需求。住宅樓宇買賣數目亦由5月的1,492宗下降至6月的1,382宗，以及7月的1,177宗。物業銷售放緩對部分發展商的槓桿比率構成壓力，因而增加發展物業估值下調的機會。由於香港利率已開始上升（兩間主要銀行已於8月上調按揭利率上限），我們相信宏觀不利因素正在加劇。

圖表 3. 香港零售數據



資料來源：香港政府統計處，彭博，截至2022年8月31日

圖表 4. 香港一手市場住宅銷售



資料來源：香港土地註冊處，截至2022年8月31日



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、計算代理人或/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。

