

2022年5月

中港股市观点

刺激措施接踵而至

摘要

中国今年第一季经济同比增长4.8%，较去年第四季的4.0%有所加速。虽然增长率低于政府2022年增长5.5%的目标，但仍胜过市场预期。然而，工业和服务生产等月度经济数据所描绘的情况并不太理想。最近席卷中国的Omicron疫情，预计将于4月对经济造成沉重打击。尽管基础设施投资增长自3月以来有所加快，但我们预期此增长仍无法完全抵消制造业及房地产投资增长之下滑。

自政府在今年3月初「全国两会」重申其「保持经济增长在合理区间」的目标以来，市场一直对大规模刺激政策抱有憧憬。为了实现今年的5.5%经济增长目标，为经济提供重大提振实属必需。至今，我们看到的主要是货币政策，而非财政政策。人民银行于2022年4月15日宣布下调存款准备金率，并于2022年4月25日宣布下调外汇存准率。4月18日，人民银行与国家外汇管理局联合公布23项振兴经济措施。相反，财政政策则一直未见踪影。中国仍在实行「动态清零」政策，政府官员有可能因此暂缓推出刺激措施。然而，我们认为当内地疫情受控后，货币及财政刺激措施仍有望同步推出。

重点行业值得留意的发展

- **中国网络游戏**：经历持续九个月的游戏审批暂停后，监管当局于2022年4月11日恢复批出新游戏版号。这反映整体游戏行业很可能已满足了相关合规要求，并可能标志着「监管重置」的结束。
- **新能源汽车**：中国新能源汽车销量继续于2022年第一季录得三位数增长，但投资者仍忧虑汽车晶片供应持续紧张及锂电池成本上涨等问题。然而，我们认为投资者低估了高端新能源汽车品牌将上涨成本转嫁至消费者的能力。
- **中国银行业**：中国最近一次降准的幅度较市场预期小。人民银行看似谨慎的举动，反映降准的空间较有限，而减息压力正与日俱增。
- **中国体育用品**：受疫情封控措施影响，中国体育用品销售自2022年3月下旬以来急剧下跌。尽管如此，我们认为领先的国内品牌凭借稳健的财务状况及依然健康的存货周转率，将有能力应对挑战。

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



刺激措施接踵而至

中国今年第一季经济同比增长4.8%，较去年第四季的4.0%有所加速。虽然此增长率低于政府2022年增长5.5%的目标，但仍胜过市场预期。然而，工业和服务生产等月度经济数据所描绘的情况并不太理想。中国今年3月工业生产同比增长5%，低于1-2月的7.5%；服务业生产指数更从1-2月的同比增长4.2%下降至3月的-0.9%。在需求端，零售销售同比增长率由6.7%放缓至3.5%，其中非必需消费品明显收缩。最近席卷中国的Omicron疫情，预计将于4月对经济造成沉重打击。尽管基础设施投资增长自3月以来有所加快，但我们预期此增长仍无法完全抵销制造业及房地产投资增长之下滑。

自政府在今年3月初「全国两会」重申其「保持经济增长在合理区间」的目标以来，市场一直对大规模刺激政策抱有憧憬。我们认为，为了实现今年的5.5%经济增长目标，为经济提供重大提振实属必需。至今，正如我们上个月所预测，我们看到的主要是货币政策，而非财政政策。人民银行于2022年4月15日宣布下调存款准备金率，并于2022年4月25日宣布下调外汇存准率。4月18日，人民银行与国家外汇管理局联合公布23项振兴经济措施。相反，财政政策一直未见踪影，我们未见任何支持消费、工业活动或私人投资的举措。中国仍在实行「动态清零」政策，政府官员有可能因此暂缓推出刺激措施。然而，我们认为当内地疫情受控后，货币及财政刺激措施仍有望同步推出。

重点行业值得留意的发展

1) 中国网络游戏

2022年4月11日，国家新闻出版署恢复游戏审批，在其网站公布一份包括45款国产游戏的获批名单，是2021年7月暂停发放新游戏版本号以来的首次。这

次审批暂停持续了约九个月，与上一次暂停（2018年）相似。

尽管两大游戏开发商/发行商在最新获批游戏名单上缺席，但市场期待已久的恢复审批，基本上打消了市场对监管当局干预游戏行业的担忧。我们认为恢复游戏审批，反映整体网络游戏行业可能已满足了保护未成年人及净化游戏内容方面的合规要求，并可能标志着「监管重置」的结束。基于上一个监管周期所发生的情况，未来几个月可能有更多游戏获批。在2018年的审批暂停和复批中，大型发行商的游戏同样不被列入第一批获批名单，而是在随后一至两个月内的几轮审批中获批。图表1显示了中国两大游戏开发商在2018年游戏审批恢复前后六个月的股价表现。

恢复游戏审批亦将有利于游戏广告，受益者主要是串流视频平台。最后，恢复审批将可能提振投资者对中国互联网行业的情绪，因为人们可能会将此解读为监管力度已经见顶。

图表 1. 2018年游戏审批恢复前后之股价表现



资料来源：彭博
过往表现并非目前或未来表现的指标。



2) 中国新能源汽车

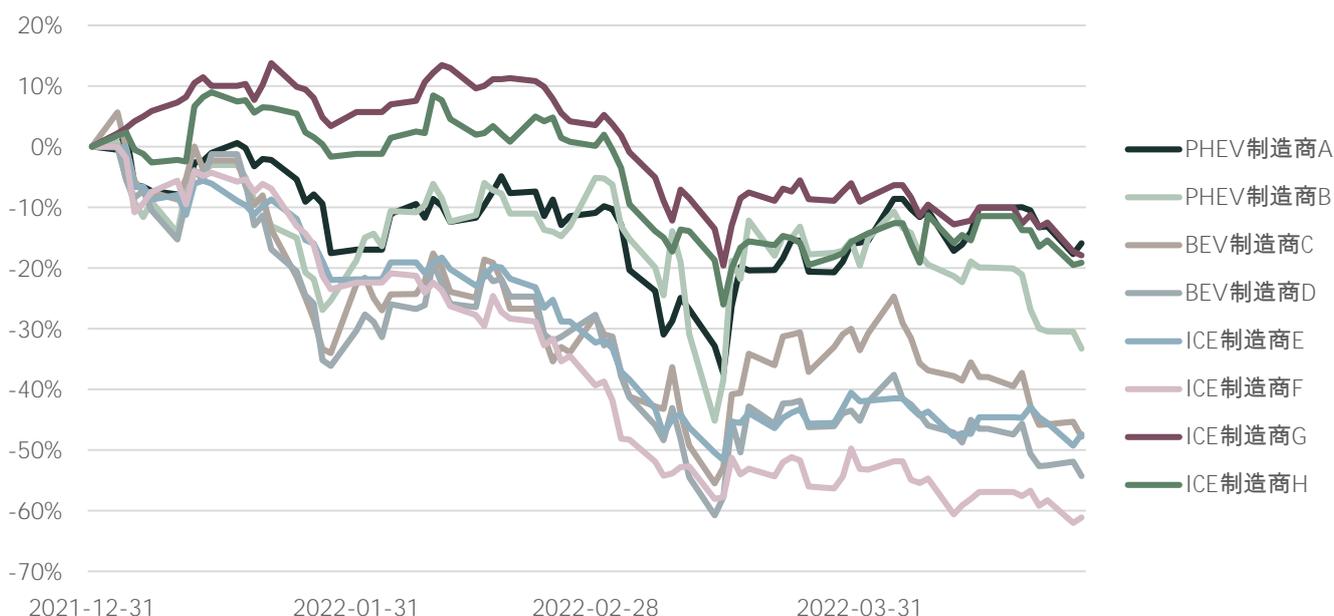
中国新能源汽车 (NEV) 销量继续录得三位数增长，并在抢占传统内燃机汽车 (ICE) 的市场份额。中国汽车工业协会数据显示，2022年第一季，新能源汽车乘用车销量同比增长140.7%，而内燃机汽车销量则于同期下降5.4%。然而，年初至今，新能源及内燃机汽车制造商的股价呈现同步下跌走势（见图表2）。除了由于央行较预期提早退市，增长股普遍表现欠佳外，投资者亦忧虑汽车晶片供应持续紧张及锂电池成本上涨，可能窒碍新能源汽车行业增长。但我们认为，投资者低估了高端新能源汽车品牌转嫁上升成本的能力。我们相信在股价回落后，中国新能源汽车行业的吸引力正在增加。

新能源汽车龙头制造商中，我们注意到插电式混合动力汽车 (PHEV) 制造商的股价表现优于纯电动车 (BEV)。至于传统汽车制造商方面，在电动车开发方面较落后的厂商，其股价则跑赢有清晰电动车转型策略的厂商。尽管新能源汽车的市场份额从

2021年3月的11.0%攀升至2021年12月的21.3%，以至2022年3月的25.1%，创下历史新高，但市场仍然对新能源汽车股票有所却步。这可能是由于市场担心，由于电池原材料成本上涨，纯电动车的毛利率或会迅速恶化。然而，我们认为这些忧虑乃由于投资者并未了解以下事实：(1) 上涨的成本将转嫁至消费者，以及 (ii) 在车价上升后，新能源汽车出货量仍维持强劲增长。到目前为止，车价上涨并没有成为中国新能源汽车行业的一个增长障碍。值得注意的是，电动车制造商的主要利润驱动力，应该是透过规模经济，实现销量增长和成本效益的提高。只要新能源汽车制造商能捍卫毛利率，我们并不担心原材料成本上涨的问题。

与此同时，上海疫情封锁措施导致的供应链中断，仍然是一个短期忧虑。某些汽车制造商已恢复生产，但规模有限。目前，情况仍未见明朗。

图表 2. 中国汽车制造商年初至今股价表现



资料来源：彭博，截至2022年4月26日
过往表现并非目前或未来表现的指标。

3) 中国银行业

2022年3月初，政府公开要求金融机构降低贷款利率并削减费用，我们当时曾感到忧虑。此后，多个政府机构重申了此要求，但并无宣布任何具体细节。直至4月中旬，国务院暗示将下调存款准备金率，人民银行亦随后降准25个基点，自4月25日起生效。仅在单一省份经营的城市商业银行和存款准备金率5%以上的农商银行，可额外降准25个基点。降准后，大型银行的存款准备金率为11.25%（见图表3），中型银行为8.25%，存款准备金率本身为5%的小型银行则保持不变。此次降准预计为银行系统注入5,300亿元人民币流动性，但降准幅度较市场预期小（降准50基点为多年来的常态）。我们认为，人民银行看似谨慎的举动，反映降准的空间较有限，正如人民银行高级官员曾经提到的一样。存款准备金率有必要保持在一定水平，以预防风险。

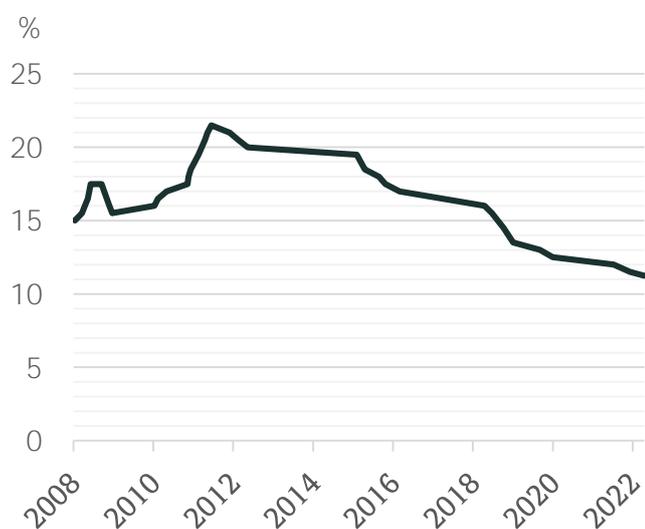
降准后，市场曾预期利率将随即下调，但这并没有实现。不过，人民银行与外管局联合发布了一份关于疫情防控和加强金融服务以支援经济的通知。该通知提出23项举措，与2020年2月疫情爆发初期，为应对疫情而发布的政策清单类似。简言之，当局

鼓励银行延长贷款期限，且不鼓励银行削减贷款限额。让我们较放心的是，与2020年不同，该通知并无明确提出将银行利润转移至经济的目标。2022年4月25日，人民银行再将外汇存准率下调100个基点至8%。然而，我们相信减息压力正与日俱增。

4) 中国体育用品

中国体育用品品牌于2022年首两个月录得强劲销售增长，但销售自2022年3月下旬起因封锁措施而急剧下跌。由于店铺人流减少及物流中断，货品未能准时交付至仓库/消费者，故线下及线上销售双双受压。有体育用品龙头企业展望，2022年第二季表现将远差于第一季，但仍有信心在2022年实现双位数销售增长。我们相信，疫情导致的物流中断持续，加上去年棉花争议所导致的较高基数，短期内将压低体育用品行业的销售增长。尽管如此，我们认为国内领先的体育用品品牌凭借稳健的财务状况及依然健康的存货周转率（截至2022年3月而言），将有能力应对挑战。此外，我们认为（1）消费者升级至使用优质体育用品，以及（2）基于民族自豪感而偏好国内品牌的长期投资主题仍未改变。

图表 3. 中国大型银行存款准备金率



资料来源：中国人民银行，截至2022年4月15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、暗示或预测显著有别。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提及的任何发行人招揽、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。



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界