

2022年6月

# 中港股市观点

## 刺激措施如箭在弦

### 摘要

全球经济同步衰退的威胁或许仍在笼罩市场，但我们认为，中国（更准确地说是中国股市）很快将可扭转局面。毫无疑问，近几个月来，全球经济因为主要央行收紧货币政策、能源和粮食价格上涨，以及消费者信心减弱而有所放缓。此外，中国经济数据疲弱，正为此火上浇油。

在最近与投资者的会面中，我们注意到他们对中国经济及其“动态清零”政策的忧虑，但我们相信现在是“在别人恐惧时贪婪”的时刻。我们不认为中国政府会袖手旁观，特别是在2022年下半年召开中共二十大之前。由于中国必须争分夺秒战胜逆境，我们认为政府或将尽快推出大规模的刺激计划。根据我们的经验，股市总会对大规模财政刺激作出正面反应。

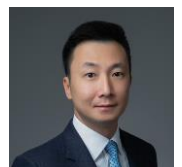
事实上，自2022年5月中旬以来，我们已注意到多个正面信号：(1) 上海正在逐步解封；(2) 人民银行下调首套房抵押贷款利率下限；(3) 国务院副总理刘鹤重申对数字经济及民营经济的支持；(4) 人民银行不对称减息；(5) 国务院就六个方面提出33项具体措施，以进一步稳定经济；以及 (6) 人民银行和银保监会要求银行加大贷款投放，支持贷款增长。

### 重点行业值得留意的发展

- **中国基建**：我们预期，基础设施投资即将出现爆发式增长，成为重振中国经济的主要工具之一，建筑服务公司、设备制造商、钢铁厂及公用事业企业均将受惠。
- **中国汽车制造商**：国有媒体《中国证券报》报道指，新一轮购车补贴可能在2022年6月初推出。另外，国务院提出减征600亿元人民币乘用车购置税，并延长汽车贷款支付期限。
- **中国互联网及电子商务**：大部分龙头企业都已公布2022年第一季度业绩。整体而言，它们都能够保持稳定收入，并通过成本控制减轻疫情干扰。展望未来，疫情在第二季仍然是一个变数。然而，我们的观感是，这些企业对营商环境于2022年余下时间获得改善，持审慎乐观态度。

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



## 刺激措施如箭在弦

全球经济同步衰退的威胁或许仍在笼罩市场，但我们认为，中国（更准确地说是中国股市）很快将可扭转局面。

毫无疑问，近几个月来，全球经济因为主要央行收紧货币政策、能源和粮食价格上涨，以及消费者信心减弱而有所放缓。国际货币基金组织总裁 Kristalina Georgieva 警告，全球经济正面临“第二次世界大战以来最大的考验”。此外，中国经济数据十分疲弱，正为此火上浇油。中国核心消费物价指数（CPI）同比增长下滑至1%以下，住房销售同比萎缩超过30%，采购经理指数（PMI）跌至2020年武汉首波新冠疫情高峰以来的最弱水平，而月度新增贷款增速则不及市场预期的一半。投资银行的经济师正忙于下调中国国内生产总值（GDP）增长预测，进一步低于2022年增长5.5%的官方目标。

在最近与投资者的会面中，我们注意到他们对中国经济及其“动态清零”政策的忧虑。我们同意在风险显现时保持观望是可理解的决定，过去数月的情况便是如此。但我们亦相信，现在是“在别人恐惧时贪婪”的时刻。我们不认为中国政府会袖手旁观，让经济自由落体式下坠，特别是在2022年下半年召开中共二十大之前。由于中国必须争分夺秒战胜逆境，我们认为政府或将尽快推出大规模的刺激计划。根据我们的经验，股市总会对大规模财政刺激作出正面反应，鲜有例外。

在实施严格的疫情防控措施，尽量减少面对面互动接触时，推出刺激经济的措施很可能会徒劳无功。由于上海新增病例数目大幅下降，其他城市亦无爆发新一波疫情的迹象，抢救经济的机会正在来临。事实上，自2022年5月中旬以来，政府已陆续公布多项正面消息：

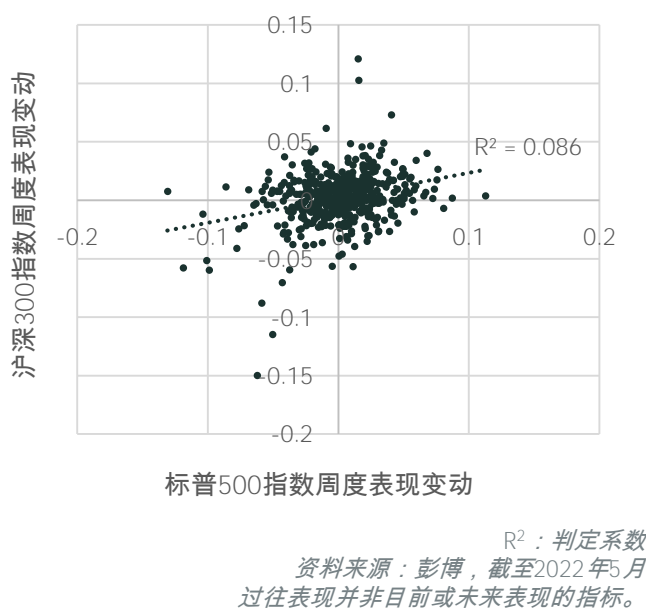
- 上海正在逐步解封，循序渐进地依计划恢复交通网络，并取消其他限制。
- 5月15日，人民银行下调首套房抵押贷款的下限利率，由“5年期贷款市场报价利率（LPR）”下调至“5年期LPR减20个基点”。
- 5月17日，国务院副总理刘鹤在全国政协专题商会发表讲话，有近百名委员出席会议，包括多名科技企业负责人。刘鹤在会上重申对数字经济和民营经济的支持，并指出要“处理好政府与市场关系”。
- 5月20日，人民银行宣布不对称减息，以支持房地产市场和基础设施融资。5年期LPR下调15个基点至4.45%，为2019年LPR改革以来的最大降幅，也比市场平均预测的下调5-10个基点幅度更大，至于1年期LPR则维持在3.6%不变。首套房抵押贷款利率下限在一周内下调了两次，从4.6%降至4.4%，然后降至4.25%。
- 5月23日，国务院在财政、金融、供应链、消费/投资、能源安全、就业六个方面提出33项具体措施，旨在进一步稳定经济，其中包括退税1,400亿元人民币。这些措施还包括：(1) 减征600亿元人民币乘用车购置税；(2) 就不同城市推出针对性房地产措施；(3) 推出增加煤炭生产等一系列能源项目；及(4) 促进国内/国际航班。
- 5月24日，人民银行和中国银行保险监督管理委员会（银保监会）要求银行加大贷款投放，支持贷款增长。

尽管如此，我们不认为有任何措施可以立刻重振GDP增长，中国经济可能在短期内继续向软着陆方向发展。此外，发达国家的大多数中央银行（日本



银行除外)都在收紧资本市场的过剩流动性,这对中国经济亦非利好。然而,股票市场是反映未来前景的投票机器,而非专注于近期的增长轨迹。只要中国政府仍致力于实现其进取的GDP增长目标,我们相信其股票市场仍将向好。多年来,中国股票与其他股票市场的相关性一向较弱(见图表1)。我们建议投资者在全球市场仍可能动荡时,趁机吸纳优质的H股及A股。

**图表 1. 中国沪深300指数与美国标普500指数周度表现变动比较**



## 重点行业值得留意的发展

### 1) 中国基建

我们预期,基础设施投资即将出现爆发式增长,成为重振中国经济的主要工具之一,这对公共建设行业而言无疑是好消息。

在2022年5月初的中央政府会议上,国家主席习近平提出要“全面加强”基础设施建设,包括一系列覆盖水利、智能电网、云计算和人工智能、机场、铁路等多方面的基础设施项目。多间国有媒体指出,中国可能会加快发行专项债以援助经济。据财政部

统计,今年4月,尽管由于上海、北京、吉林等城市疫情重燃,导致整体债券发行速度有所减慢,但地方政府仍合共发行了价值2,000亿元人民币的专项债。2022年1月至4月期间,中国已合共发行1.65万亿元人民币专项债,占全年发行额度3.65万亿元人民币的45%。

自2021年12月以来,政府一直有意通过基础设施投资促进经济增长,但其实施可能因为2022年3月下旬以来,在全国范围爆发的疫情而被中断(见图表2)。

**图表 2. 中国年初至今固定资产投资同比增长率**



资料来源: 中国国家统计局

如今,由于疫情已在大型城市受控,我们认为政府将积极通过增加基础设施投资刺激经济。我们预期建筑服务公司及设备制造商未来数季的订单数量将有所增加,钢铁厂和公用事业企业亦可能受益于鼓励建设新产能的政策。

我们认为，钢铁行业的供求动态十分值得留意。由于碳排放法规收紧，中国钢铁总产能一直处于下滑趋势。2022年4月，国家发改委与工信部联合宣布，中国应在年内继续减少粗钢产量。同时，铁矿石价格自2021年年中见顶后大幅下跌（见图表3），原因是库存水平较高。另一方面，基础设施建设或将提振对钢筋的需求。我们认为，强制关闭小型运营商的低效率钢厂，加上铁矿石价格及钢筋需求等利好因素，将支持中国钢铁行业的毛利率扩张。

**图表 3. 铁矿石现货价格指数  
(进口62%粉矿, CFR, 青岛港)**



CFR: 成本加运费

资料来源: 彭博, 截至2022年5月  
过往表现并非目前或未来表现的指标。

## 2) 中国汽车制造商

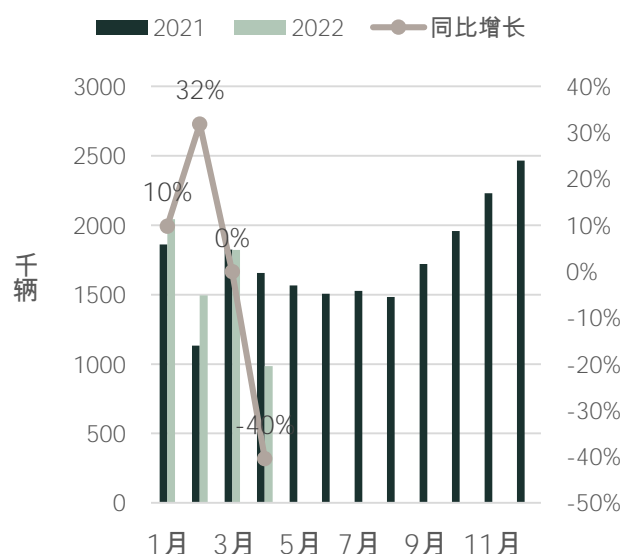
2022年5月中旬，国有媒体《中国证券报》报道，新一轮购车补贴可能于6月初推出。包括新能源汽车（NEV）和传统内燃机汽车（ICE）在内，售价低于15万元人民币的汽车，将有资格获得每辆3,000-5,000元人民币补贴。有估计指，此轮补贴将推动30万至50万辆NEV销售，以及20万至30万辆ICE销售。据中国乘用车协会统计，中国于2021年合共销售约2,000万辆乘用车，当中包括300万辆NEV和1,700万辆ICE。

后来于5月23日，国务院公布33项稳定经济具体措施，其中包括（1）减征600亿元人民币乘用车购置税，及（2）延长汽车贷款支付期限。我们相信，国务院的减税措施，是上述购车补贴以外的另一项刺激措施。ICE的现行标准购置税为10%，而NEV购置税则获豁免（即0%）至2022年底。

最新一波疫情，对中国汽车行业造成严重打击。许多汽车制造商被迫减产，因为它们无法从供应商采购足够的半导体和其他部件。中国汽车流通协会表示，2022年4月，汽车经销商库存处于相对较高水平，而尽管汽车销售有所改善，预计5月份库存仍未会正常化。

我们认为，这是推出购车补贴和减税的绝佳时机，以达到“一石三鸟”的效果：（1）在疫情防控措施过后，重燃消费者情绪，（2）帮助汽车经销商清理过剩存货，以及（3）鼓励汽车制造商尽快恢复生产。汽车产业的供应链很长，所以汽车销量上升的效应会传递至多个行业，包括原材料、机床和机器人、汽车融资及保险等。2022年4月，中国乘用车总出货量已急剧下跌（见图表4），同比下跌40%，环比则下跌46%。

**图表 4. 中国乘用车每月出货量**



资料来源: 中国乘用车协会

### 3) 中国互联网及电子商务

大部分中国互联网及电商龙头企业均已于2022年5月底公布今年第一季度业绩。整体而言，中国互联网及电商企业在宏观经济环境欠佳的情况下，仍能保持稳定收入（较去年同期而言）。另一个正面的共通点是，它们通过成本控制，成功缓解疫情防控措施造成的干扰。展望未来，疫情仍然是一个变数，将继续为第二季度业绩带来不确定性。然而，我们在业绩电话会议后的观感是，公司管理层对营商环境在2022年余下时间获得改善，持审慎乐观态度。

网络游戏业务方面，两间行业龙头正计划缩减游戏开发规模，以推出数量较少但质量更高的作品。虽然国家新闻出版署恢复游戏审批，是有助重振行业的正面信号，但业内人士评论指，游戏审批程序仍然相当严格。他们预计，与2021年7月暂停审批前的时期相比，新获批名单的游戏数量将更为有限。

社交媒体及广告方面，由于部分垂直市场（如电商、旅游）大幅削减广告开支，整体广告市场情绪依然疲弱。随着上海于6月起重开，预期经济活动将逐步复苏，但复苏的能见度仍然有限。许多广告商已暂停营销活动，并在大幅削减预算。

电子商务方面，与2020年首波疫情爆发相比，由Omicron变种病毒掀起的疫情，对更多城市和消费者造成影响。供应链亦面临更大压力，导致2022年4月和5月取消订单激增。正面来看，情况在踏入5月后逐渐正常化（上海除外），物流实力雄厚的平台将能抢占更多市场份额。



# 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