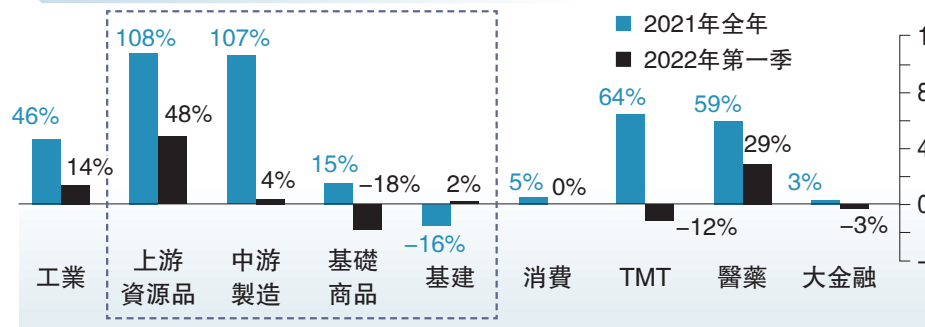


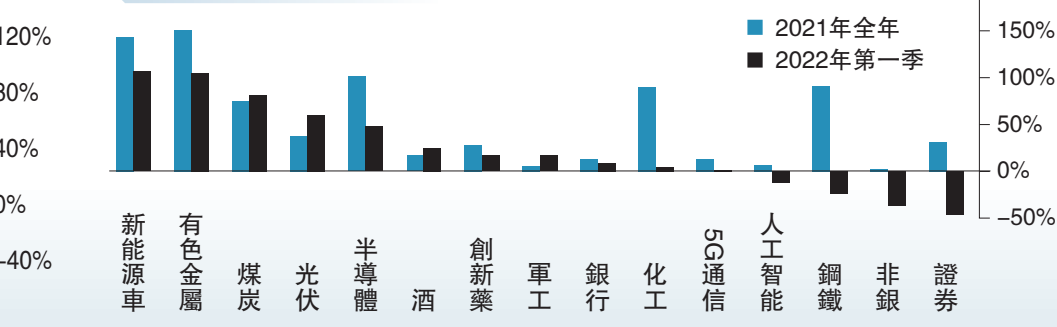
穩經濟勢加碼 逢低布局A股港股

瑞銀孟磊：企業盈利改善 提振投資者信心

上季工業上游資源品與中游製造盈利分化加劇



各主題概念指數淨利潤增速



投資人語

瑞銀證券中國策略分析師孟磊表示，美聯儲加息、地緣政治衝突，及內地疫情的散發，加大了中國經濟的下行壓力，A股上市公司盈利增長也面臨壓力，加之流動性尚未流入股市，第二季度A股將處在「震盪磨底」階段。他相信，企業基本面、市場流動性，以及政策面的變化，將在未來半年影響A股大勢，估計待市場風險釋放後，投資者信心將慢慢恢復，第三季度A股或迎來反彈行情。

大公報記者 倪巍晨

內地股市頻繁波動，滬綜指一度連續跌穿3000點和2900點關鍵點位，深證成指、創業板指數波動亦較明顯。孟磊分析，年初海外流動性偏緊，使「抱團股」在春節前出現一定瓦解，而俄烏衝突則令春節後全球市場整體環境雪上加霜。伴隨着中概股退市風險在3月的顯現，國務院金融穩定發展委員會（金穩委）於當月16日發聲傳遞正面積極信號，市場由此迎來一波反彈行情，但受內地疫情散發影響，投資者對經濟的憂慮有所加大。

今年以來，股票基金發行情況處於低迷狀態，3月規模是350多億元（人民幣，下同），去年4月的發行規模為700多億元，而今年4月前26天股票型和混合型基金合計發行規模僅80億元，孟磊指出，這樣的低迷情況，說明在經濟宏觀面承壓、疫情的影響下，新增資金的入市意願並不強。他認為，企業基本面、市場流動性，以及政策面的變化，將在未來半年影響A股大勢。

減息降準 信貸增長提速

上市公司盈利方面，去年三季度A股盈利增速放緩1%，非金融板塊盈利增速放緩6%。去年四季度，能源供給緊張、房地產行業下行壓力加大，到今年，在疫情散發等因素影響之下，A股上市公司2021年四季報和今

年一季報大概率延續疲弱態勢。市場流動性方面，目前貨幣市場利率約2%，10年期國債收益率約2.8%至2.9%，顯示人行4月中旬降準25個百分點，帶來了較充沛的宏觀流動性。與此同時，人行也採取系列「穩信用」舉措，3月剔除股票後的總體信貸增速已顯著回升至10.4%，隨着「穩信用」力度的加碼，2022年中剔除股票後的信貸增速有望進一步加快至11%，孟磊預期，一系列措施有助企業渡過難關。

下半年A股盈利料升10%

孟磊認為，在宏觀經濟承壓環境中，A股上市公司盈利增長受壓，上半年A股盈利增速或處於零水平附近。加上流動性尚未流入股市，政策面也「托而不舉」，二季度A股將處在「震盪磨底」階段。但伴隨市場的短期盤整，待市場下行風險釋放後，包括疫情受控、後續政策寬鬆力度加碼等，投資者信心有望逐漸修復，「預計三季度A股有望迎來反彈」。

他補充說，未來一旦疫情得到控制，A股將迎來快速反彈。從上市公司盈利看，若疫情在本季得到有效控制，下半年A股盈利增速有望反彈至10%。另一

方面，後續政策寬鬆力度若進一步加碼，包括LPR（貸款市場報價利率）的調降，及降準操作等，A股也會隨之明顯回升。

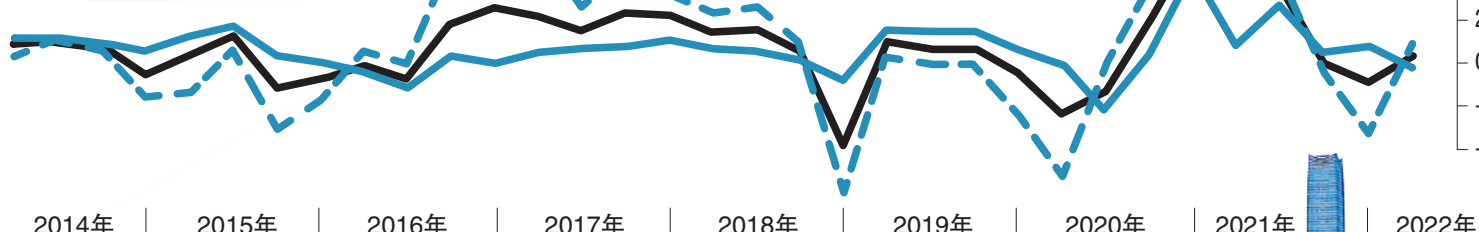
港股方面，雖然疫情正逐步受控，但港股也受中資股的盈利增長較為疲軟、美聯儲緊縮政策環境下整體流動性疲弱等因素影響。孟磊坦言，港股要打破「區間盤整」，走出明顯的反彈行情需具備兩大條件：一是內地疫情得到有效控制；二是中國的監管政策與「中概股退市」問題得到明確解決。他預計二季度港股或仍處底部區間震盪並等待機會的階段。不過，孟磊也指出，內地投資者對中國經濟基本面有信心，更看好中國經濟長期增長潛力，大部分的內地投資者正等待「抄底港股、布局港股」的機會。該行已關注到部分南下資金開始逢低布局港股，料未來陸續有來。

瑞銀對中國宏觀經濟增速預測

指標	2022年(%)		2023年(%)	
	原預測	新預測	原預測	新預測
實際GDP增速	5	4.2	5.2	5.4
固定資產投資	4.7	4.4	4.1	4.3
消費	4.8	3.6	6.0	6.2
淨出口(對GDP的貢獻)	0.4	0.5	0.2	0.2
CPI(平均增速)	2.7	2.4	1.8	1.8
整體信貸增速(調整社融)	10.3	10.3	9.2	9.2
人民幣兌美元匯率(年末)	6.5	6.6	6.5	6.5

大公報記者倪巍晨整理

過去兩季A股盈利處磨底階段



均衡配置

收益穩定 吼食品飲料新能源

對於個別行業投資前景，孟磊坦言，疫情反覆背景下，出行、旅遊等相關消費需求有所減弱，但是作為必需消費品的食品飲料行業，在2020到2021年的整體盈利增長仍達15%左右，顯示出良好的穩定性。具體而言，食品飲料中的白酒、乳製品行業盈利增長均約20%左右，「食品飲料風險收益比較為穩定，在整體盈利增長下行及宏觀經濟承壓背景下，可關注具有高質量增長特質的消費股」。

相對於食品飲料，家電行業同樣值得超配。孟磊分析，家電板塊估值目前已處歷史最低水平，且白色家電龍頭盈利增速逾10%，表明疫情對該行業的影響並不大。至於可再生能源、國防軍工、動力電池相關行業，市場整體預期較為正面，因此值得關注。

孟磊觀察到，現時「價值股」的估值極低，「增長股」的估值亦回歸至歷史均值水平，可以說「價值股便宜，而增長股也不貴，因此投資者應均衡配置」。

在孟磊看來，今年增長股總體面臨一定下行壓力，上半年盈利或零增長，因此盈利表現較好的增長股具有稀缺性。價值股方面，價格上漲中的材料，以及具有防禦屬性的銀行等板塊，在短期「穩增長」主題下仍受市場追捧；不過，由於材料價格走勢主要取決於國際地緣政治環境，目前看長期資金或仍在等待更長期的機會。

戰術配置方面，瑞銀證券建議，超配食品飲料、家用電器、可再生能源、國防軍工、動力電池相關行業，同時低配銀行、汽車零部件、休閒服務、紡織、房地產等行業（見附表）。



▲瑞銀認為，消費股值得留意，特別是生活必需品例如食品飲料等行業相關股。

瑞銀對行業配置建議

超配	低配
食品飲料 整體盈利增長下行和宏觀壓力下，偏好具有「高質量成長」特質的消費板塊	銀行 淨息差面臨下行風險，且高風險開發商仍有違約風險。近期銀行板塊因「防禦」屬性跑贏市場，未來市場一旦回升，該趨勢恐難維持
家用電器 在顯著上升的成本壓力下，多個子品類有望持續提價，目前行業估值更具吸引力	汽車零件 汽車零部件公司利潤率，在材料價格高企環境中承壓
動力電池相關 整體需求保持強勁，電池製造商將部分成本壓力轉嫁至下游	休閒服務 疫情反覆帶來更多出行限制，對中國的旅遊、餐飲、酒店及服務行業構成約束
可再生能源 可再生能源的成本雖然較高，但其需求增長動能仍強勁	紡織 出口及零售放緩，將使紡織行業盈利增長動能減弱
國防軍工 板塊對流動性放鬆較敏感，股價回調後估值更有吸引力	房地產 行業基本面未現實質性改善，近期因政策放鬆預期帶來的投機性股價反彈不可持續

大公報記者倪巍晨整理

監管風險降溫 外資料再度流入

瑞銀證券提供的數據顯示，今年前兩個月，北上資金淨流入規模約600億元，但3、4月卻流出約800億元。孟磊解釋，3月地緣政治風險的發酵，及中概股面臨的退市風險，令海外投資者風險偏好大幅下行。進入4月後，由於海外投資者對中國防疫政策缺乏了解，部分外資開始回撤。他直言，海外資金的回歸需要一些時間，總體看「今年外資不會大幅撤出中國，全年外資仍有望實現小幅淨流入」。

孟磊表示，疫情若能在本季得到有效控制，海外投資者對中國經濟前景的預期就會明顯回暖，由此帶動大量外資的回歸。

另外，在互聯網監管以及在美上市中概股方面，國務院金融穩定發展委員會在這方面雖然已有定調，並明確了政策面的支持態度，不過，中美監管部門在中概股問題具體執行層面尚未達成最後共識。外資對「中國資產」仍持觀望態度，外資的迅速回歸可能還需要一些等待的時機。

中美監管部門磋商後，若能保持中概股在美國市場的上市地位；同時，中國對互聯網行業的監管措施出現一定的放鬆，海外投資者對中國市場的理解也會較此前轉暖，海外投資者情緒將明顯復甦。隨着投資者信心逐漸修復，全年外資仍有望實現小幅淨流入。

疫情受控 下季經濟恢復在望

受內地疫情散發影響，孟磊表示，瑞銀證券調降了對中國全年消費增速的預期，短期出口增速亦將承壓，基建將成為今年投資領域的最大亮點，二季度或是全年經濟的低點，隨着疫情得到有效控制，三季度宏觀經濟料開始恢復，「我們宏觀組預計，2022年全年中國GDP同比增速或在4.2%左右，較此前5%的預測值略低一些」。

孟磊指出，疫情散發及相關防控措施背景下，消費短期將會承壓；出口方面，去年基數較高，近期國際地緣政治風險發生變化，今年中國出口增速相對較去年要偏弱。行業投資方面，今年製造業投資或處相對穩定狀態，房地產投資將繼續面臨下行壓力，惟基建將成為今年「穩增長」最重要的動力來源。他相信，二季度或是年內經濟低點，隨着疫情逐漸得到控制，三季度宏觀經濟料開始恢復。

孟磊留意到，市場短期擔憂的不在於消費或房地產領域的變化，更多在於供應鏈是否受到壓力。鑒於近期決策層正努力解決供應鏈端的問題，相信企業部門在合理、合規方式下將出現一定的復工復產。他指出，年初制定全年GDP預期目標時，並未看到新一波疫情的影響，地緣政治問題亦未進一步發酵，由於當前中國經濟遇到新的困難，決策層有必要採取積極措施。

人行在4月25日全面降準0.25個百分點，釋放約5300億元人民幣的長期流動性。昨日更大幅下調5年期以上LPR（貸款市場報價利率）。他判斷，未來政策仍有望出現一定的寬鬆，人行或再度降準1次或2次，但MLF（中期借貸便利）利率未必進一步下調，「政策正處在「托而不舉」的狀態，沒有必要推出大規模灌漑式寬鬆」。



▲隨着內地疫情得到有效控制，第三季度宏觀經濟料開始恢復。