價格戰蔓延至燃油車 內地車市靜待政策催化

全球觀察

樓佳、牛卓琳、孫藝萌 中銀國際研究有限公司

近期，在東風系等合資品牌大力去庫存的背景下，新能源車價格戰蔓延到燃油車領域。從政策面來看，年初至今多個地方政府出台汽車消費刺激政策，包括延續新能源車置換補貼、發放新車購買補貼和發放消費券等。

展望2023年，筆者認為如果汽車終端需求恢復持續低於預期，或將有國家層面消費刺激政策出台。短期來看，筆者認為遍及全行業的價格戰壓力不會趨緩，並將進一步增加整車廠、經銷商的盈利下行風險。 然而，考慮到中央政府穩定經濟、擴大消費的決心，筆者預計在新一屆中央政府上任後，汽車行業或迎來更有利的政策環境。

近期，年初由特斯拉降價引發的新能源車價格戰開始蔓延到燃油車領域，以東風系、奔馳、寶馬為代表的部分合資品牌先後宣布空前降價優惠，進一步加劇了市場對於汽車消費需求的擔憂。

價格戰料來源自去庫存壓力

筆者認為，本輪燃油車前所未有的降價活動主要反映了合資品牌迫切的去庫存需求。據筆者了解，部分合資品牌在去年年底樂觀估計了2023年初市場需求恢復情況，彼時去庫存力度較為溫和，疊加部分不符合國六B標準的庫存亟待今年上半年出清，導致目前庫存水平高企。此外，在價格戰愈演愈烈、媒體不斷造勢的背景之下，消費者持幣觀望情緒大幅走強，進一步弱化了終端消費需求，加劇合資品牌去庫存壓力。

筆者認為部分特定品牌的去庫存降價行為對於行業整體影響有限。另外，考慮到國家第六階段機動車污染物排放標準A（國六A）切換國六B的過渡時間長達三年，市場和車廠預期充分，部分頭部自主品牌（長城、吉利等）已提前完成國六A切換國六B的產品切換，筆者認為本輪國六A切換國六B帶來的行業層面去庫存壓力較小。但與此同時， 筆者認為日益激烈的價格競爭以及輿論場中海量關於降價的虛假消息將進一步干擾投資者近期的購買決策。

汽車消費刺激政策力度或加大

年初以來，多地政府接連出台汽車消費刺激政策，接力業已退坡的國家新能源車補貼以及燃油車購置稅優惠。以上海、北京、重慶、湖南為代表的地區官宣延續新能源車置換補貼，多以托底2023年上半年汽車消費為目標。以湖北武漢、山東、吉林為代表的地區則通過新車購置補貼、汽車消費券等形式刺激汽車消費，多以刺激短期消費為目標。

筆者認為當前各地的地方性汽車消費刺激政策力度並不遜於2022年，同時，考慮到中央經濟工作會議將「着力擴大國內需求」作為2023年重點工作任務，提出把恢復和擴大消費擺在優先位置，筆者預計如果汽車消費終端需求持續疲軟，或將有國家層面的汽車消費刺激政策出台。

筆者認為近期由新能源車波及燃油車的價格戰將增強消費者持幣觀望的情緒，進一步阻礙近期汽車消費恢復勢頭。另一方面，考慮到多地政府密集推出的區域汽車消費刺激政策或將持續到年中、4月上海車展多款新車上市提振情緒，以及兩會後潛在的國家層面刺激政策出台，筆者預計終端需求將從二季度起開始修復，較同期低基數有明顯增長。

新能源車增長料仍領先燃油車

考慮到燃油車疲弱的需求以及主流自主品牌堅定轉型新能源車的決心，筆者預計2023年全年乘用車銷量很難錄得正增長，然而，筆者預計全年新能源乘用車有望實現30%以上銷量增長，其中插混銷量可能有超預期表現。

銀行危機下 耶倫的抉擇

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

歐美銀行危機，並未絕對安全，事實上，近來似乎形成一個趨勢，每周末之前，總有最少一家銀行成為出事焦點，過去幾星期，由美國矽谷銀行至今，未有停止。如此一來，難怪投資者不可以真的放心。大家似乎一直在找尋下一個出事的目標，容易成驚弓之鳥。

當然，從風險管理角度看，人人都知道有風險，努力找出系統上的漏洞，反而可以加速完成，市場效率亦可以由此彰顯。相反，人人都以為什麼都有人包底，則萬一沒有官方政策當局的拯救或背書，便會造成恐慌。

消息面充滿隨機性

目前最關鍵的，反而是美國財金政策當局的取態，對於存款保障，是可以全面進行，當中的表態，有點左搖右擺，反而增加市場的不明朗因素。無論如何，短期而言，投資者的焦點，繼續是上述尋找下一家出事對象的博弈，以及關注官員的表態，如此一來，市況充滿隨機性，消息面相對重要。

隨着美聯儲議息結果塵埃落定，市場焦點轉往美國財長耶倫，其對於拯救當地銀行危機，特別是為存款保彈是否全面大規模推行，意見每多左右市場氣氛。

是的，過去幾天，隨着她的說法不同，整體金融市場，特別是美股，當中自然又以銀行股，反應最為明顯。在美聯儲議息結果公布當天，她表示不會全面推行，外界馬上收起樂觀情緒，尤其近期有一定回穩反彈的銀行股，又再捱沽。可能見到有此反應，她又要再度澄清，如果有需要，相關計劃可以擴大而行之。

耶倫連番言論本身，只是說明很基本的事實，坦白說，任誰都知道，政府不可能無限量包底，為銀行背書，以免造成道德風險，而存款規模在乘數效應下，一定遠高於銀行的儲備，這是部分儲備制度的本質。不過，她顯然低估了外界的一廂情願程度。

投資者小心 汰弱留強

無論如何，一定程度為大家作出心理準備，而不任由想像空間發揮，短期可能有點令人失望，但長期來說卻是負責任的做法。整體美股以至風險胃納，繼續留意其言論與市場人士的互動。

這正是她的困局所在。固然，道理上，是非常清楚，大家作為存戶，有買家小心的責任，不能把一切都推卻到政府或監管機構，這樣一來，原則上，才可以在市場機制中競爭，汰弱留強。

◆歐美銀行危機並未完全解除，投資者對銀行業仍存憂慮。圖為紐約證券交易所的交易員。 資料圖片

系統性風險壓力大

然而，這只是某種理想情況下的結果，真實世界中，除非有關當局完全放手不管，才會迫使市場參與者絕對放棄當局必要時拯救的想法。

但實際上，根本不會等到那一步，已經被迫要出手，否則銀行一家一家接二連三的倒閉，當中系統性風險和相關壓力，根本不會容許上述近乎教科書式的理想情景出現。

以此觀之，正如美國財政上限一直不負責任地往上推，耶倫如今面對大眾要求更多存款保障，即使多想避免道德風險的出現，但作為一個官僚，只是過客，一定以避免任內有重大麻煩，最終必然會妥協於增加存款保障的壓力。

如此一來，對於金融市場而言，應該可望紓緩部分投資者擔憂，至於長遠而言要納稅人分擔更多，則是後話。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

國際事態稍息 內房環境趨暖

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

美歐隱憂再臨？3月中接踵而來便是美國矽谷銀行擠提（**編按：其後該行宣布破產**），以及歐洲瑞信銀行引發之銀行信用爆破，但幸好所有巨量級的大火都在每個周一前被各國央行和政府撲熄，沒有引發更大的危機。上周美國通脹問題又再成熱門話題，美國央行最終維持承諾，加息25個點子，同時又傳來美國不同行業的公司再度裁員。假若通脹壓制不了，失業浪潮又再揭起，這有機會引致短期內經濟硬着陸，生產力衰退，真正的步入下滑周期。

內房漸露曙光，上星期接二連三收到有關內房債券較為利好的消息。恒大物業最終和海外債券投資者達成協議，以其他資產來抵債，避免觸及更嚴重之後果。而其他房地產企業即將到期的債券，亦得到市場正面回應，陸續完成再融資（Refinance）程序。這真正能給予低迷的內房行業提振作用。

上月在大學授課時，有學生提出關於內地不動產信託基金（REITs）的未來發展方向。在美國境內，此類型房託基金差不多有二百多間，在內地這10多年間，雖然金融領域不斷開發新產品，但房託基金仍只局限於基礎設施領域（Infrastructure REITs）。當然，背後原因始於政府希望控制房地產近年瘋狂發展而延後這類委託產品的推出時間。

截至上年中為止，內地房託基金只有11家，而在今年年初，已經增至16家。今年2月，京東房地產信託基金在上海交易所上市，是內地第一家私人公司以旗下位於中國境內的物流和倉庫公司為標的的信託基金。及後在兩會期間，成員都在討論如何在可控風險下支持正步入衰退的房地產行業。經商討後，在現時宏觀情況下，推出更多不動產投資信託基金是相對安全的選擇，故上星期五中國證監會聯同多間交易所和證券業協會等宣布進一步推進房託基金的常態化發行。聲明中指出，將集中支持百貨商場、購物中心、農貿市場等城鄉商業項目，保障基本民生社區商業項目而發行基礎設施基金。

冀望未來大型REITs加入滬港通

雖然大方向仍維持不允許商品住宅開發業務或相關融資的大方向，但此類新房託基金可配合整體經濟發展，對擴大內地需求、增強消費能力、改善消費條件等都會提供莫大幫助。在嚴格監管經營情況下，房託基金比傳統地產發展商更受市場追捧，因為信託基金需要符合分派最低限額（90%）淨利潤的條件，故可提供相對穩健的股息收入，銀行及保險業都樂意選取此類型產品作為主要策略投資之一。相信在未來時間，一些大型房託基金將在滬港通的名單上出現，屆時香港投資者便能直接參與和中國經濟緊扣之投資產品，擴闊現時香港市場上僅有11家房託基金的選擇。

企業債券「中間地帶」存在具吸引力機會

Peter Harvey 施羅德投資信貸投資組合經理

交叉信貸涵蓋介乎投資級別與高收益之間的企業債券，可提供一些具吸引力的投資選擇。

雖然大多數企業債券基金專注於投資級別或高收益債券，但我們認為在這兩類之間的邊界內存在一些最具吸引力的投資機會，即為交叉信貸。

交叉信貸首要指由主要評級機構評為「BB」級的債券。相對於投資級別發行人，這些企業通常具有更多債務或更強的周期性。

BB級債券的企業槓桿率（債務與息稅折舊前利潤的比率）通常為三至四倍。按價值衡量，此市場板塊約佔全球高收益債券機會的一半，而涵蓋一系列經濟板塊，包括電訊、汽車、能源、醫療保健、消費品及金融服務。

整體而言，我們認為這些發行人提供合理的經風險調整回報。截至2023年2月底，全球BB級企業的平均美元孳息率約為7%。雖然BB級板塊被歸類為「非投資級別」，但我們相信其中多數企業完全有能力在中期內償還其債務。

自1983年以來，穆迪的數據顯示，BB級發行人的平均損失率很小，通常每年低於1%。組別之間的差異可使平均值產生誤導，但我們認為這種債務拖欠水平為可控，尤其是在主動型債券的管理下。違約率並不是唯一的考慮因素，還有其他因素需要作考慮，例如流動性風險及降級風險，但我們認為BB級債券整體上能提供具吸引力的風險回報。

無需承擔許多「信貸崩潰」風險

總括而言，我們認為BB級市場為企業債券基金經理提供一個不錯的選擇，他們可從非投資級別債券中獲得一定收益，而無需承擔許多「信貸崩潰」風險。

不確定因素漸消退 內地樓市由谷底轉穩

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

上周尾，中國恒大宣布跟債權人簽訂重組支持協議，公司會發行191億美元票據換舊債，並以旗下物管和車企股票作抵押品。被外界喻為全球負債最多的中國房地產公司，恒大集團通過「自救計劃」緩解境外債務償還的壓力，為恢復正常營運而贏取時間。這也意味着內地房地產公司由談判重組階段，逐漸步入具體解決步伐，正式結束不明朗債務重組日子，叫停內地樓市不明朗情形，為未來市場復常踏出重要的步伐。

2022年是中央密集式「穩樓市」政策年，繼第四季陸續落地的「三支箭」外，中證監落實中央經濟工作會議要求的舉措。中國證監會表示，支持房地產市場平穩發展，包括容許允許符合條件的房企「借殼」同業上市，容許房地產和建築相關行業上市公司實施重組，擴大資本開放及維護資本市場平穩運行，加快平台企業境外上市「綠燈」案例落地，以及引導社保基金、保險基金、企業年金等中長期資金加大入市力度。

今年二月中，《求是》刊登習近平總書記重要文章，強調防範房地產業引發系統性風險，做好風險應對工作，確保房地產市場平穩發展。

穩樓市政策起效 信心恢復

連番密集式出招後，內地樓市情況初現轉穩情況，從最新相關數據得以引證。二月份內地樓市成交量按月急增32%、按年仍減7.6%，交易量回升情況明顯。其中尤以二、三線城市表現較強勁，分別急升43.9%和63.8%，三線城市更按年升42.9%。在一線眾城市中，廣州及深圳表現突出，分別按月急升79%及57%，一洗污氣，但上海則按月跌13%、按年跌32%，一線城市可謂「表現參差」！作為行業龍頭的百強房企，升溫市場對她們銷售得益匪淺！2月份百強房企銷售年增及月增15%及29%，相比1月錄得按年、按月金額雙跌情況，2月份明顯是兔年好開始，也是多月來的重要轉勢。筆者認為樓市悲觀情緒開始減退，市民入市信心開始恢復，對後市朝着樂觀方向。

在中央召開兩會前夕，各省區市已舉行地方兩會活動，並且交出未來今年GDP增速目標，發達省份和直轄市的今年增速目標都在4%以上，例如北京的4.5%、江蘇的5%、廣東的5%、山東的5%、上海的5.5%、福建的6%等等，反映疫後各省區市齊齊重新谷經濟，未來全國整體經濟增長是可堪期待的。請注意廣東和江蘇省的5%左右目標其實已不俗了，因為去年她們GDP分別已突破12萬億元人民幣以上，高基數下有5%增長已是非常理想呢！

大灣區內地9市回暖可期

展望今年，筆者看好廣東省增長應可達標。三月初粵政府正式發布《2023年廣東金融支持經濟高質量發展行動方案》，具體列出六大重點，包括以橫琴、前海、南沙三大平台金融開放創新為主、共構建粵港澳大灣區國際金融樞紐，倡議「深港通」支持企業赴港上市、聚焦穩外貿、穩投資、促消費、加強對經濟增長的金融服務保障、落實支持房地產市場平穩健康的各項金融政策，推動房地產與金融形成良性循環等等。作為所有行業及生活載體，廣東省尤其大灣區房地產業前景應可被看好一線！美聯物業中國部最新公布的大灣區內地9個城市（下稱9市）2月樓市表現，便充分反映9市陸續轉興市況。在9市之中，尤其以佛山、中山、江門一手成交齊齊按月急升100%上，廣州、東莞及珠海市一手成交勁升60%上，整體九市可謂表現凌厲，一洗頹勢。如上述廣東省未來五年新經濟舉措表示，這個新五年規劃內廣東省經濟發展仍可保持強勢，繼續領跑全國和其他省份，9市樓市升勢回復是可堪期待的。

面對仍然未解的內房企債務情形，準買家應該特別注意以下各點：選擇現樓買樓、選擇良好信用的發展商、選取較成熟社區（包括交通便利性、附近設施完備性、社區外發展進度性、社區人口結構接受性、未來交通前景可行性、物業管理水平性、按揭物業可達性等等）。注意今天內地房地產市已是「買家市場」，不存在迫切入市需要，多觀察、多分析、多理解是入市重要手段。準業主應有合理預期，內地樓市價格短期（指三年內）急升幾率不高，買樓應以自住心態為主，投資投機獲短利基本上不再出現了！

整體樓市初步浮現轉穩

2022年是中央和地方政府密集穩樓市年頭，2023年已初步浮現轉穩現象，實是兔年中國經濟增長的好兆頭。不過轉穩勢頭剛剛出現，還待持續性政策維護，尤其出台助需求端的具體政策。期望疫後全中國步入經濟復常道路，地方經濟得到持續復甦增長，協助房地產市道陸續回穩向上！

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。