



# 從上海車展擁抱中國汽車工業黃金時代

全球觀察

樓佳、牛卓琳、孫藝萌 中銀國際研究有限公司

第二十屆上海國際汽車工業展覽會已於4月27日圓滿結束，在本次車展中，共有1,200款車亮相，其中全球首發車型達到93款。本次車展以「擁抱新時代」為主題，為大眾展現了中國汽車工業發展新階段的機遇和挑戰。

自主品牌電氣化遙遙領先，主流合資品牌黯然失色。無論是以比亞迪、造車新勢力為代表的新能源車企，還是吉利、長城、長安等傳統車企，中國自主車企展出的車型均以新能源車為主。也表現出積極的電動化轉型態度，其新能源車型佔據了總覽車型半數以上。

## 自主品牌正加速佔領市場

與之形成對比的是，大眾市場合資品牌滯後的電氣化轉型進程，以兩田、日產為代表的主流市場合資品牌展車仍以燃油車為主。從需求端來看，參展觀眾對自主品

牌新能源汽车表現出極大的熱情，與主流合資品牌的展區形成鮮明對比。筆者認為，伴隨着勢不可當的電氣化趨勢，中國自主品牌正加速佔領每個汽車細分市場，取代曾經壟斷燃油車市場的合資品牌的主導地位。

雖然傳統自主品牌新品數量超出新勢力品牌，但產品思路大多借鑒新勢力現有產品，尤其在車身設計、座艙配置等方面。例如，長城汽車魏牌藍山 DHT-PHEV 以理想 ONE 為參考，同樣定位向家庭用戶的大六座 SUV，亦同樣採用了全場景四維交互、寬敞的車內乘坐空間、靈活的座椅調節等營銷賣點。廣汽傳祺 E9 MPV 更是參照了騰勢 D9 的設計。考慮到新能源車產品外觀設計、動力性能和座艙配置逐漸趨同，筆者認為中國新能源汽车市場的同質化競爭日趨激烈，導致大部分主機廠被迫通過價格競爭搶奪市場份額。

## 自動駕駛料成品牌「分水嶺」

新勢力車企高級自動駕駛進展領先，依託差異化戰略脫穎而出。本次車展同樣展示了乘用車自動駕駛技術及應用的最新進展，在過去一年中，行業大部分車企持續推進城市領航輔助駕駛的量产上車進度，並對「BEV 前融合算法+transformer 大模型處理」的「脫高精地圖」路線達成共識，其中極少數技術領先的頭部新勢力車企已基本完成網絡架構部署，最快在今年下半年或明年上半年實現城市領航駕駛功能的量产落地。

傳統車企高級智能自動駕駛方面布局與應用較為保守，量产車型天花板仍在 L2 級水平。筆者認為，隨着新能源車在電氣化配置和功能方面趨於同質化，汽車智能化配置，尤其是自動駕駛功能將有助於車企實現差異化補位，並迅速擴大品牌知名

度。

本土整車企業崛起驅動供應鏈技術升級，國產一級、二級供應商迎來發展機遇。本土新能源車企快速崛起，驅動汽車供應鏈向智能化、電氣化技術升級，為國內一級、二級供應商帶來發展機遇。以地平線為代表的國內自動駕駛芯片初創公司在技術水平、量产經驗等方面取得顯著突破，大大加強中國車企自動駕駛芯片的供應安全。此外，整車電子電氣架構由域控向中央控制發展的趨勢也不斷推進着更高集成度的零部件的應用。

總的來說，筆者認為本屆上海車展不單反映出當前中國新能源車日益激烈且同質化的競爭環境，更反映出自主品牌領先的電氣化、智能化變革進程，以及面對轉型滯後的合資品牌時日漸強大的產品力以及品牌力。考慮到合資品牌 2022 年在中國市場仍有接近 1,200 萬台銷量水平，筆者相信

中國自主品牌有望憑借強勢的產品周期以及富有競爭力的產品線大幅搶佔合資品牌市場份額（或超 50%），中國自主品牌正加速邁入黃金時代。

## 自動駕駛發展正邁新階段

同時，筆者預計自動駕駛技術的差異化、易感知特徵將更加顯著，考慮到新能源車電氣化配置、電氣化功能趨同，筆者認為以自動駕駛技術為代表的整車智能將成為車企尋求差異化定位的下一個戰地。隨着基於 BEV+transformer 全新感知架構的城市領航駕駛功能進入量产元年，筆者認為消費者對於高階輔助自動駕駛功能的體驗將達到臨界點水平。儘管自動駕駛的直接變現模式尚不明朗，但筆者相信，自動駕駛水平領先的車企有望打造差異化競爭優勢，並在新能源車競爭的下半場脫穎而出。

# 幣策傾向漸變 小心減息風險

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美聯儲當前的評估，顯然有別於 3 月初，亦因此才有大幅度的轉向。不錯，3 月初尚在說加息 50 點子是正常，3 月中已經要修正，配合當時的形勢，其實通脹回落勢頭雖在，但未必真的極為明顯。

顯然，真正關鍵是 3 月中出現的歐美銀行危機。作為美聯儲，儘管口裏說多放心，外界也認定這只是用來粉飾太平，畢竟，銀行體系這一回事，跟目前的貨幣制度一樣，一個信字，只要保持到信心，一切好辦，相反，則萬事皆空。

## 現代財金存乎信心

的確，信用體系內，沒有信心，什麼都不行。君不見，貨幣固然是大家共同接受的交易媒介，如今的紙幣，甚至電腦內一連串的字符，其實沒有以往的金本位制時的保障，沒有明顯的與任何實物資產掛鉤，信心，無論是對央行的信心，又或者對於機制設計的信心，都在乎信。

同樣道理，銀行在部分儲備制度下，把大部分的存款放貸出去，最終收回多少是一回事，但中間過程，任何的風吹草動，萬一出現存戶的不信任，一下子要全部存款拿回的話，任何銀行都承受不了。一家如是，火燒連環船般，更加

是。如此一來，難怪局方雖然面對通脹，而通脹其實遠未及當局所堅持的中長期目標，但亦要適應當前環境，看着銀行危機隨時是冰山一角，當然要知所進退，不能硬碰，只能順勢而為，因勢利導，把加息步伐降慢，然後不加息，不久後再減息。

## 數據每多滯後 卻可客觀避嫌

美聯儲期望管理的精神在漸變，上周出台的經濟數據，證明這樣的取態，的確有道理。可不是嗎？當外界一面倒似的，認為美聯儲的決策落後於形勢，只以本質上明顯屬於滯後的數據來做決定，猶如看着倒後鏡去開車，鮮少有不出事。

外界對於美聯儲預測能力，過去兩年多，不少詬病和批評，認為一眾央行官員落後形勢云云。不能否認的是，局中技術官僚，本質上是看數據做主，尤其面對龐大政治壓力，要保持中立，談何容易，畢竟貨幣政策牽涉很多人的既得



◆美聯儲 5 月加息 25 點子，而且對未來評估，顯然有別於 3 月初。市場正憧憬當局將中止加息，甚至減息。圖為美聯儲中樓。

利益，必須極度小心，要避嫌已不容易，何況完全不受影響？故此，最終一招，必然是訴諸程序和數據，即使這樣可能影響決策的即時性，但起碼有依據，不用擔心招來話柄也。

## 勞工市場熾熱 減息尚可商榷

然而，就在大家以為，央行理應加快進度，不單是降速加息，以至不加息，甚至應該減息，大家也應同樣考慮一下，局方所說的，不但通脹壓力仍在，更何況，勞工市場仍是熾熱，不能有足夠空間，馬上減息，這一點，單純在美聯儲主席於議息決定後的記者會上說，

似不足夠，大家再看看上周末之前公布的數據，便有另一番領會。

無論如何，一如這裏所說，局方不會封死自己的退路，一定留有後着，即使如今擺明車馬是不加息的，也只會暗示，不會明言，更何況仍有大商榷餘地的減息！

此之所以，當真的減息來臨，大家小心，風險資產未必受惠太多，純粹由現金流折現推算出來的資產估值受惠貼現率下降，未必抵得上減息背後的环境理由！（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。）

# 美國加息終止？

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

全球經濟展望和環球金融體系，到底是穩定還是處於危險狀態？上星期美國聯邦銀行行長鮑威爾談論有關避免經濟衰退的可能性，而他給大家一個堅定且肯定的答案，無疑給市場打了一支強心針。但美國就業市場的數據都顯示出強勁的聘僱和薪酬增長，這將會是美聯儲在未來需要深入研究和考慮的地方。而歐洲央行則開始減慢加息速度，但停止加息的方案仍不在考慮中。

美國經濟展望暗淡、美國經濟能否實現軟著陸，則取決於現時美國銀行體系的情況。矽谷銀行事件後，股票市場表現仍未反映所在問題，雖然相關銀行行業股票受到影響，但整體股票市場和債券市場，亦未因此而受壓，標普 500 指數及納指到 4 月中時更創全年新高。雖然摩根大通主席古德曼在完竣收購第一共和銀行後表示銀行危機已經完結，但美國市場則持有另一觀點。

## 市場相信將迎信貸緊縮時期

部分投資者於 4 月底開始搜尋整個銀行體系的漏洞，並進行沽空或購買股票熊證來作短期對沖。5 月初在美國舉行的米爾肯研究院 2023 環球講座的大部分參加者都認為小型銀行因為突如其來的高息環境，而導致仍未處理好長短期資產負債管理問題，整體美國經濟收縮是不容置疑。而大部分投資者都認為美聯儲利息政策的最終結果將會是製造一個加速經濟放緩的環境或因銀行問題而引致信貸緊縮經濟下滑的時期。

銀行業自 4 月份開始陸續公布業績，但目前仍未能充分反映現實情況，而主要關心的問題會是銀行業將收緊多少貸款。例如第一共和銀行被拖垮是因為早前在矽谷處理一系列珍寶按揭，當 3 月份出現銀行流動性警號時，第一共和銀行其實已經開始受到影響。而其他地區性銀行例如阿萊因斯西部銀行（西太平洋銀行），第一地平線銀行在 5 月初亦陸續受到衝擊。

國內國外部分大行分析報告覺得這次美國銀行體系的結構性問題對內地及香港投資者影響不大，但我們需注意問題不應放在監管上，而是認知銀行業的營運的方式大致一樣，特別是一些在香港境內有國際性地位的銀行，其投資的產品和美國境內的銀行大同小異，所以不應認為這事只影響美國中小型銀行。反觀內地銀行體制和營運方式跟國外的有所不同，目前內地銀行存在的是對所持有的內房地產債券風險，可見內地銀行暫沒有出現資產債務時差的問題。加上現時內房債券市場情況慢慢好轉，有興趣銀行業的投資者更應容易在中美兩者間作選擇。

# 新興市場經濟增長加快對投資者的啟示

David Rees 施羅德投資資深新興市場經濟師

根據施羅德投資的經濟預測，新興市場的國內生產總值增長將輕鬆超越已發展市場。雖然這對投資者而言應是好消息，但在很大程度上，新興市場的經濟增長步伐加快，是因中國放寬新冠疫情限制措施後的經濟重啟推動所致。至於其餘大多數主要新興市場方面，未來數月或面臨着經濟增長下行的風險。上述情況將對資產配置產生重要影響。

在我們最新的經濟預測當中，其中一項主要預測是新興市場 2023 年的經濟增長速度將較已發展市場大幅超前，並可望於 2024 年保持相對較快的增長步伐。我們預料新興市場的經濟增長速度，將較已發展市場快四個百分點左右。即使有任何使實際情況偏離預測的事，近期在已發展市場發生的銀行業危機將有可能令信貸環境進一步收緊，而新興市場

的表現亦有可能因此領先更多。

## 增長幾乎全部來自中國

不過，雖然我們已就 2023 年的新興市場國內生產總值增長預測作出上調，但當中的增長幾乎全部來自中國。隨着內地政府放寬新冠防疫政策，預料中國於 2023 年的經濟表現將勝於預期，並有可能錄得 6.2% 左右的國內生產總值

增長。中國經濟重啟及隨後由服務業帶動的復甦或可為 A 股股市提供支持，而一些依賴中國遊客的亞洲較小的經濟體系亦預料可隨國際旅遊恢復而受惠，但除此之外，我們認為對環球其他地區的溢出效應或相對有限。事實上，我們更擔心的是其餘為數不少的新興市場意外地出現經濟下行的可能性。

（摘錄）

# 交椅洲人工島計劃須「坐言起行」

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

交椅洲人工島初步方案已於 4 月底結束公眾諮詢。香港特區政府發展局共收到約 7,800 份公眾意見，包括約六十多份來自團體或組織，約六成人支持、兩成半人反對。支持意見認為有助增加整體土地供應和完全區域性運輸網絡策畧；反對者則主要關注環境生態和公共財政負擔。其實這份諮詢結果不意外，因為都是反映各界社會人士普遍觀點，反而各種專業界別表態支持，並且認為大部分疑慮可以透過研究解決，正反映這些問題不是「無懈可擊」的。

先回顧一下「交椅洲人工島」計劃的「前世今生」。早在 2018 年施政報告內，時任行政長官林鄭月娥提出了「明日大嶼願景」，建議進行大型填海工程，興建 1,700 公頃的人工島，造價估計是 6,240 億元（只包含首期 1,000 公頃人工島及其他費用），可容納多達一百一十萬人居住。

## 為香港發展不可或缺一環

特首換人、計劃也換名了。根據《香港 2030+》最終建議的概念性框架，交椅洲人工島變身為維港都會區的延伸部分，

整項計劃修改為 1,000 公頃。2022 年施政報告進一步指出交椅洲人工島將為香港發展擴容擴量，提升香港作為金融、商業和貿易中心的競爭力，並將交椅洲人工島部分土地（一千公頃中約三百公頃）納入未來十年全港 3,280 公頃可供發展土地預算。三百公頃已佔上整體 9.1%，成為不可或缺的一部分。

李家超特首銳意「搶人才、搶企業」，主動引領龍頭企業落戶香港。4 月底發展局局長表明當局正研究透過直接批地，羅列各發展區經濟或產業用地供應分布。作為七大主要發展區之一，交椅洲人工島地位吃重，主要經濟用地類型為核心商業區，佔上整體三成，也是唯一劃成「核心商業區」地帶。

## 淺析計劃的公共財政負擔

筆者試圖分析最具爭論性的公共財政負擔的顧慮。鑑於近期土地價格調整和工程造價上升，特區政府再修訂土地收益由 9,740 億至 11,430 億元（2019 年 2 月）下調至 7,500 億元（2022 年 11 月），而總工程造價粗略推算由 5,000 億元（2018 年 9 月）

上調至 5,800 億（2022 年第二季），兩者結餘是 1,700 億元。

再仔細分析其土地收入計算。一千公頃土地中，約 250 公頃為住宅地，即可建 250 萬平方米住宅地，再以平均 7 倍地積比計，即可建住宅總樓面面積約 1.88 億平方呎。由於公營是七三比，私人住宅總樓面積佔三成，約有 5,640 萬平方呎出售；而公營住宅可建總樓面面積 1.316 億平方呎，當中假設三成是資助出售房屋，約有 3,948 萬平方呎居屋樓面可出售，特區政府從中可收回 1.8 億平方呎。假如私樓平均樓面地價為每方呎 7,000 元計，則私樓賣地收入+資助出售房屋土地回收地價收入約為 3,948 億+829 億 = 4,777 億元。

根據交椅洲公布規劃方案，商業樓面可建 5,382 萬平方呎，如以樓面地價 5,000 元/平方呎計算，商業賣地總收入是 2,691 億元。總括來說，交椅洲人工島總賣地收入是 4,777 億+2,691 億 = 7,468 億，這與特區政府估算 7,500 億元非常接近！但如果住宅樓面地價平均下降至 5,000 元/平方呎或 6,000 元/平方呎，則總賣地收入會銳降至 6,103 億及 6,786 億元，也比 5,800 億高少

許，當然風險情形會大增了！賣地收入是受到市場情況影響，是較難預期的，投資者主要看香港未來經濟前景。

特區政府最新工程總造價估計約為 5,800 億，包括填海工程費用及基建、交通及其他公共設施興建工程費用。筆者從工程界朋友了解後，假設後者佔上總數的七成，這部分是建設一個高於 50 萬人口的新發展區同樣需要支付的。單純填海造地佔上其餘二成半至三成，則約為 1,450 億至 1,740 億元，取平均數是 1,595 億元，則約 1,600 億元，平均填海造地的成本是 1.6 億元，遠遠高於最新公布政府第一級別農地補償金額的 1.267 億元！不過，這組農地補償金額是依照市價政府定期調整，去年還是超過 1,500 元/平方呎（即合算 1.5 億元/畝），同樣地受到市場情形左右！

## 雖存變數 收入料高於成本

把收入和成本互相比較，不難看到現時收入還是高於成本，但是存在不少變數。為了使項目長遠地經濟性可行，特區政府必須小心把關，盡情控制成本，時刻引用最新技術壓縮建造成本及時間。

## 計劃有助取得土地主動性

無疑交椅洲填海造地提供特區政府全新製造土地的契機，可以有效平衡「北部都會區」收地的風險，幫助政府取得土地擁有權的主動性。填海地提供理想處女土地，為特區創造理想城市、海綿城市的載體，有效地推進未來科技發展，值得全力支持。回顧現時兩大 CBD 地帶，CBD1 的中環核心商業區全是金融/專業用途，且已呈飽和情形，CBD2 的九龍東核心商業區租戶較多是工業及後勤服務，也在規劃層面多次修訂如地下街接駁改變及單軌列車被擱置令到商業環境吸引力被大幅削弱。特區政府應好好把握 CBD3 的規劃契機，引入有別於前者兩大 CBD 區的用途，如教育創科、創新創業、新能源/新材料、安老醫療、文化產業等等新型產業用途，打造 CBD3 成為未來特區新經濟新熱點！CBD3 賦予特區商業新遠景，是香港的未來動力。

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。