政策力撐 內地汽車銷售年底前繼續升

全球觀察

樓佳、牛卓琳、孫藝萌 中銀國際研究有限公司

年初以來，受益於中央和地方政府的政策支持、主機廠持續的促銷補貼以及出口的強勁拉動，內地乘用車同比增長6.7%到1,560萬輛，商用車則得益於疫情後客車、卡車需求大幅反彈，銷量同比增長16.4%。

出口方面，1-8月汽車出口同比攀升62%至294萬輛，其中乘用車出口量佔比穩定在80%以上。分動力類型來看，8月新能源車出口同比小幅上漲8.1%、環比下降11.2%，明顯落後於燃油車同比41%、環比9.2%的增幅。前十大出口企業中，除新能源汽車龍頭比亞迪和特斯拉外，其餘大部分均為中國傳統自主品牌，出口車型以燃油車居多。分地區來看，俄羅斯是今年以來中國汽車最大出口目的地（佔出口銷量16.7%），其次是墨西哥（8.1%）和比利時（5.4%）。

純電車增速放緩 插混車大升74%

新能源車方面，純電車增速進一步放緩，在行業洗牌加速背景下車企差距持續拉大。根據乘聯會數據，1-8月新能源乘用車銷量同比增長39%，其中純電車增速進一步放緩，8月同比僅增長12%至54.8萬輛，插混車在大量新品發布與消費者認可度大幅提高的推動下同比上揚74%。競爭格局方面，年初以來自主品牌市佔率接近80%，總體穩定，但其中上汽通用五菱、奇瑞汽車在微型車需求急劇萎縮的拖累下市場份額明顯下降，而新能源龍頭及少數一線新能源品牌份額逆勢向上，比亞迪市佔率提升6.5個百分點、理想提升2個百分點、廣汽埃安提升1.9個百分點。外資品牌中，特斯拉保持擴張勢頭，市佔率較2022年提升1.3個百分點至12.3%。

庫存方面，隨着終端需求復甦，庫存壓力得到緩解。根據中國汽車流通協會的數據，8月經銷商庫存系數為1.54，較7月的1.7有所下降，但仍略高於1.5的警戒線。其中合資品牌庫存壓力偏大，庫存系數高達1.72，顯著高於自主品牌1.57。

政策組合拳頻出 提振行業信心

7月21日，國家發展改革委、工業和信息化部等13部門聯合印發《關於促進汽車消費的若干措施》，提出優化汽車限購管理政策、支持老舊汽車更新消費、加快培育二手車市場、加強新能源汽車配套設施建設、降低新能源汽車購置使用成本等十項措施，明確表態多措並舉支持汽車產業發展。

9月1日，工信部等七部門關於印發汽車行業穩增長工作方案（2023-2024年）的通知，方案提到各地不得新增汽車限購措施，鼓勵實施汽車限購地區在2022年購車指標基礎上增加一定數量購車指標，同時，2023年力爭實現全年汽車銷量2,700萬輛左右，同比增長約3%，其中新能源汽車銷量900萬輛左右，同比增長約30%，這也是中央層面近年來首次明確提出汽車產業發展年度銷量目標。

在中央利好政策定調下，多地政府相繼出台地方性支持政策。9月7日，上海市商務委員會等8部門和單位印發《上海市搞活汽車流通擴大汽車更新消費若干措施》，為老舊汽車「以舊換新」提供一次性2,800元燃油車購車補貼，延續實施1萬元新能源車置換補貼。9月8日，廣東省政府發布《廣東省擴大內需戰略實施方案》，優化廣州、深圳汽車限購政策，完善購車資格規定，推動汽車由購買管理向使用管理轉變，優化二手車市場流通管理，加快推進高速公路服務區等區域充電樁和公路沿線充電基礎設施建設，逐步實現有條件的小區和經營性停車場充電設施全覆蓋。

◆政策利好之下，內地汽車銷售維持升勢，出口更錄強勁增長。 資料圖片

筆者認為，7月以來中央密集發聲支持和指引各地出台促進汽車消費政策舉措，彰顯了政府穩定和擴大汽車消費的態度和信心。伴隨着中央到地方政府打出新一輪的促進汽車消費、助力經濟復甦政策組合拳，筆者預計居民消費信心將被明顯提振，汽車產業景氣度也將加速恢復。

看好年底前汽車銷量持續改善

去年四季度受疫情封控影響壓制了乘用車消費旺季表現，4季度銷量環比呈現反季節性下跌。考慮到同比低基數影響，以及在政策刺激、車企降價/促銷潮、新車型密集上市催化作用下的消費者信心持續修復，筆者預計今年四季度乘用車銷量同比及環比有望呈現亮眼增長。

另一方面，筆者認為行業當前正加速出清，儘管短期內價格戰仍然無法避免，但長期來看，將成為行業優勝劣汰、實現高質量可持續發展的必經之路。因此，雖然行業層面盈利仍有壓力，但筆者相信行業「強者恒強」的現狀將持續深化，具備規模化優勢、富有競爭力的產品線以及強勢產業定價權地位的新能源車龍頭將明顯在盈利層面跑贏行業。

全年來看，筆者預計乘用車批發銷量有望同比增長8%到2,540萬台，其中出口銷量有望同比增長超50%到395萬台，國內銷量預計小幅增長；在強勁的出口需求刺激下，今年總體乘用車銷量或將創下2017年以來新高。另外，筆者預計全年新能源車銷量為915萬台，其中包括871台新能源乘用車、44萬台新能源商用車。

超級央行周 市場估美聯儲暫緩加息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

本周陸續有央行相關的決策公布，當然，重中之重，最備受關注的，自然是美聯儲的9月份議息，之前鋪天蓋地的，由Jackson Hole全球央行年會至今，都在猜想其意向。

◆美聯儲議息備受全球關注，圖為聯儲局主席鮑威爾。 資料圖片

目前主流意見估計，局方傾向於暫停加息，但不會封掉本身的退路，凡事留一手，必要時可以繼續加息云云，但總的來說，就是一如早前表述的，希望把較高利率水平，維持較長日子，以時間換取空間，以收到同樣效果，而不用真的加息。

保留政策彈性 進可攻退可守

這樣一來，好處是給予局方更多政策彈性，進可攻，退可守，暫停加息，不等於之後一定不加息，同樣地，既然暫時維持，可以一直暫時下去，屆時若經濟衰退，有必要減息的話，亦是相當容易有轉圜餘地。

上周陸續有經濟數據公布，但關注程度不及美國CPI，值得留意，即使美國CPI核心部分在六個月以來首次再加速，但外界似乎無甚反應，顯示投資者已有一定共識。據此，投資者的心態已經很清楚。正常而言，上述訊息已經廣泛流傳，按道理，作為期望管理，算是深入民心，當真的宣布時，應該無甚驚喜或意外，大致上市況應相對平靜，一切料無大礙。

歐央行加息立場逐漸軟化

更何況，儘管上周歐央行已經宣布加息，但態度上傾向軟化，不會執着於繼續加息。由此可見，即使之前態度強硬如歐央行的，在近一兩次的議息決策上，亦已經逐漸改變，變成不再強調加息的必要性，亦不再勉強一定要把話說得太滿太死。

總而言之，原來打通脹的，儘管通脹距離那個中長期2%目標，仍然相去甚遠，但為了顧及其他政策目標，包括盡量不打擊經濟增長，希望有所軟着陸，目前若再加大力度，一味加息，太進取的話，未免有點冒險，萬一稍後真的不只放緩，甚至衰退，則一下子急速回頭減息，不是不可以，但效果肯定不理想，倒不如現在去放話，即使再加息，亦已很接近不用再加的水平了。

另一邊廂，日本央行即使有變革，亦只會循序漸進，不會一步到位，估計本周內亦無真正重大動作。其多年欠缺通脹，倒想通脹繼續的，倒想繼續以貨幣政策刺激，起碼不要收緊，君不見日本央行新人事，但真的要有新作風，步伐也是可以理解的慢，而不是年初大家想像中的馬上推行，信心滿滿的樣子。

外資買日股增 提防賺價蝕匯

在利率存在明顯差距之下，若要美元跌或日圓升，關鍵在上述幣策轉向何時才能真正落實。究竟何時才有美聯儲放慢收緊，而日本央行又停止寬鬆，兩者最好同時存在，才有條件可以帶動，美元回落，日圓回升。不過，暫時看來，日央行的動作不似那麼快速。

值得留意，年內很多市場參與者，從日本股市方面賺到錢，繼續把資金安排投進去日股的，應該是大勢所趨，方興未艾的。正是這個趨勢下，要為環球市場資金配置的，給予一點風險提示，因為股價升而賺錢是一回事，假如在匯價虧了，最終未必真的是很划算的部署。

（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。）

另一角度談國家長遠經濟策略

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

國家現在面臨的許多挑戰是因為習主席決心改變前任主席們以債務推動經濟增長的模式，這種改變有利於國家經濟的長遠發展。如今房地產危機加深，中央政府採取有限度措施去緩解其對社會的衝擊，這促使多家大型投行預測今年中國經濟增長率將低於國家設定的5%目標。很多經濟學家研究分析，認為國家經濟已入深潭，但事實又是否那般表面呢？

經濟增長的方法取捨在美方，拜登選擇用凱恩斯主義經濟學（Keynesian economics）理論：增加國債去推動經濟營運，刺激家庭和基礎設施支出以推動經濟增長。而習主席放棄以往那些傳統經濟理論，旨在擺脫國內通過投機性住宅和低回報專案來推動經濟增長的依賴，用一個更準確的局部性投放資源策略刺激增長。

改變靠舉債推動經濟模式

習主席早前已意識到國家經濟增長是要有方向，有調理，有素質的，盲目刺激或錯誤投入資源只會在數字上作出反應，對長遠策略起不了幫助，甚至會成為日後錯誤的源頭，如2003年美國過分借貸（次貸問題）導致全球金融危機。管理層決心要改變國家以往經濟增長模式，尤其是要減少對債務的依賴，目的是為解決過去國家開放以來造成並積累的經濟問題，並在目前追求自動化，人工智慧化及低人力參與的年代，經濟政策布局需要適度調整。所以，面對房產危機和經濟增長放緩的挑戰，長遠而言，中央明白部分行業需要整改，亦因如此，他們只採取緩慢措施來應對這些問題，希望在最低程度干預下，由企業和社會推動下使這些行業自我復元。

需鼓勵創新實現可持續發展

內憂外患——不時警惕亦可激勵更多元發展，目前國家需要通過加強內需，鼓勵創新和技術進步來實現可持續發展。同時，政府還需採取一系列刺激措施，將經濟重點轉移，以促進消費和投資，並加強對某些行業的支持，如基礎設施建設和高新技術產業。當然，國家面對的挑戰不容忽視。外國投資者的撤離和中美經濟關係緊張，都給國家經濟帶來不穩定性。這些問題需要政府繼續採取適當政策來維持經濟增長。

國策之方向，不在於一時三刻，而是國與國之間的良性競爭，中央正努力應對當前的經濟挑戰，並以推動經濟結構轉型和可持續發展為原則，以確保人民生活水平提高以及國家長期繁榮。那些謬誤分析忽略了更高層次的國家方向，過往學術經濟研究已不適用於中國長期發展，正確道路是需要配合國與國之間的策略，不能以短期數據去判斷對錯。

美元轉強 港流動性指數走弱

趙文利、宋林 建銀國際證券研究部

過去一個月，我們的香港市場流動性指數走弱。拖累指數的因素是美元指數走強、港元和人民幣走弱、HIBOR-SOFR利差擴大以及新興市場資金外流。支撐指數的是更為強勁的南下淨買盤。

過去一個月，市場流動性指標好壞參半。SOFR/HIBOR息差在9月初見頂後回落；雖然息差擴大，但港元在過去一個月成功避免觸及弱方可兌換保證。

人民幣對美元進一步走弱，跌破此前的低點，但對貿易加權一籃子貨幣走強。市場預計，在人民銀行9月中旬發表聲明後，干預的可能性會上升。

香港8月外匯儲備減少32億美元至4,184億美元。香港的基礎貨幣增加69億港元至1.88萬億港元，而總結餘則穩定在447億港元左右。

南向流動資金繼續上升，由3,051億港元增至3,476億港元。日平均南向流量基本為151億港元不變。8月，南向淨流量從158億港元上升至660億港元。

出人意料的是，8月，iShanghai MSCI香港ETF出現2021年2月以來的最大月流入。

8月，新興市場貨幣指數環比下跌-1.5%，而MSCI新興市場指數環比下跌-6.4%。亞洲新興市場連續4個月的淨流入也被打破，轉為淨流出，股市淨流入降至14個月低點。

滯後數據繼續顯示出觸底的跡象。7月M3貨幣增速由1.5%升至2.3%，存款總額同比增長小幅升至2.5%，創11個月新高。例外的是疲弱的貸款數據，下降至-4.7%的21個月低點。過去一個月，建銀國際香港市場流動性指數與恒生指數之間的累積價差繼續以大致相同的速度擴大。以目前的價值來看，流動性條件仍然對恒指有利，再加上一系列的支持政策，可能會對市場起到支撐作用。

全球央行緊縮近尾聲

雖然這一過程比大多數人預期的要長，但目前的預期是，許多全球央行已處於或接近緊縮周期的尾聲。許多央行都按兵不動，中國人民銀行和其他幾家央行（包括巴西和波蘭）都轉向了鴿派立場。流動性狀況可能在未來幾個月企穩，不過市場仍然預計，更多央行轉向寬鬆政策還需要一段時間。

各地央行政策分化或加劇

Thomas Poullaouec及其團隊
徠仕亞太區多元資產解決方案主管

全球經濟增長喜憂參半。舉例來說，美國和日本經濟更穩健，但美國近期公布的就業數據反應經濟或出現降溫的迹象。歐洲經濟溫和衰退，而通脹持續攀升。

雖然環球央行緊縮政策或將見頂，但各國通脹降溫的方式和速度各不相同，這可能導致央行政策分化加劇。

環球市場面臨的主要風險包括增長放緩速度超過預期、央行政策失誤、通脹再次升溫和地緣政治緊張局勢。

高息債收益率仍吸引

在固定收益領域，我們相對看好高收益債券和新興市場債券，其絕對收益率仍然吸引，並且基本面具支撐。

鑑於通貨再膨脹和企業管治水平改善，我們仍然看好日本股票。面對全球經濟放緩的風險，日圓疲軟為其出口行業帶來支持。然而，若全球經濟顯著放緩，日本企業的盈利或低於預期。

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。