

国都证券研究所晨报 20220719

【财经新闻】

- 项目资金齐“到位” 投资持续稳定增长可期
- 稳经济一揽子政策持续显效 下半年主要指标有望逐季回升
- 30 亿元“10 连”纪录终结 逆回购重上百亿元

【行业动态与公司要闻】

- 自动驾驶“进城”提速 各路资本抢时间“上车”
- 多地发放消费券助力市场回暖

【国都策略视点】

- 策略观点：“近期续宽松+中期弱复苏”宏观组合，指数震荡结构轮动为主

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3278.10	1.55
沪深 300	4292.59	1.04
深圳成指	12532.65	0.98
中小板综指	12724.31	1.27
恒生	20846.18	2.70
国企	7168.89	3.03
恒生 AH 溢价	144.32	-0.66
标普 500	3830.85	-0.84
NASDAQ	11360.05	-0.81
MSCI 新兴市场	980.48	1.94

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	环保	2033.52	4.59
2	煤炭	2251.46	4.16
3	房地产	3749.61	3.06
4	公用事业	5422.67	2.80
5	计算机	2676.40	2.73

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	102.09	4.63
纽约期金	1707.00	0.03
伦敦期铜	7384.50	2.93
伦敦期铝	2427.00	3.72
波罗的海干散货	2162.00	0.56

资料来源：Wind、国都证券

研究员：傅达理

电话：010-84183343

Email：fudali@guodu.com

执业证书编号：S0940519040003

联系人：王景

电话：010-84183383

Email：wangjing@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】**■ 项目资金齐“到位” 投资持续稳定增长可期**

【上海证券报】“从投资先行指标看，上半年新开工项目 13.4 万个，比去年同期增加 2.6 万个；新开工项目计划总投资同比增长 22.9%；投资项目（不含房地产开发投资）到位资金增长 18.8%，有利于投资持续稳定增长。”国家统计局固定资产投资统计司司长翟善清分析表示。

近期，多部门、市场专业机构对上半年中国经济“答卷”进行解读，普遍认为，作为拉动经济增长的“三驾马车”之一，投资持续稳定增长可期。

有效投资规模持续扩大 6 月增势更明显

国家统计局最新数据显示，今年上半年，各地区各部门积极谋划投资项目，扎实有效推动项目开工建设，加快建设进度，多措并举扩大有效投资，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.1%。从环比看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.95%，连续 2 个月保持正增长。

“从投资先行指标看，前 5 个月新开工项目数同比增长 26.1%，新开工项目计划总投资增长 23.3%。”国家发展改革委综合司司长袁达明确表示，近期又新增政策性银行信贷额度 8000 亿元，创设政策性、开发性金融工具 3000 亿元，项目建设保障力度加大，投资关键支撑作用进一步凸显。

一组卫星数据可以印证。据四象科技公司提供的卫星数据显示，6 月份，三大核心经济区域（京津冀、长三角、珠三角）新增施工面积总量环比增长 111.46%，延续了 5 月固定资产投资的回暖趋势，且三大区域新增施工面积绝对值均创 2022 年上半年以来单月最高。

“从国家公路未来建设需求看，根据匡算，国家高速公路中仍有约 2.8 万公里待建路段，另有约 3 万公里繁忙路段需要扩容改造，普通国道中有约 11 万公里需要建设和改造。”国家发展改革委基础设施发展司副司长周小棋在近日专题发布会上回答上海证券报记者提问表示，未来建设任务仍然繁重，国家公路建设对于拉动有效投资将继续发挥关键作用，为稳住经济大盘提供有力支撑。

投资结构进一步优化 高技术制造业成新增长点

在整体投资平稳增长的同时，投资结构也在进一步优化。

据国家统计局数据，上半年，制造业投资同比增长 10.4%，增速比全部投资高 4.3 个百分点，拉动全部投资增长 2.5 个百分点。其中，装备制造业投资增长 20.2%，消费品制造业投资增长 16.6%。同期，高技术制造业投资同比增长 23.8%，其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 28.0%，计算机及办公设备制造业投资增长 20.2%。

“积极扩大有效投资，不是盲目铺摊子、上项目。”国家发展改革委产业所高技术室主任、副研究员张于喆向记者表示，积极扩大有效投资，不是搞“大水漫灌”式的强刺激，而是聚焦经济社会发展的关键领域和薄弱环节，精准有序实施一批既利当前、又利长远的投资项目，其中新基建和高技术制造业是重要抓手。

“高技术产业、技术改造等成为投资新增长点。随着投入效益逐步显现，将为产业链供应链优化升级注入强劲动力。”国家发展改革委高技术司副司长赵志丹说。

稳经济政策进一步落地见效 投资持续稳定增长可期

从资金面上来看，6 月政府债券单月增速环比明显提速。

“地方政府专项债券是落实积极财政政策的重要抓手。截至今年 6 月末，各地发行新增专项债券 3.41 万亿元。今年用于项目建设的新增专项债券额度基本发行完毕。”财政部预算司一级巡视员兼政府债务研究和评估中心主任宋其超表示，专项债券在带动扩大有效投资、稳定宏观经济大盘等方面发挥着重要作用。

翟善清表示，下阶段，要加快实施“十四五”规划 102 项重大工程，补充重大项目库；积极推进在建项目加快建设，尽早形成实物工作量；坚持“要素跟着项目走”，盘活存量资产，用好专项债，做好金融服务对接，全力保障重大项目土地、资金需求，发挥好有效投资关键作用。

“稳经济各项政策进一步落地见效，下半年经济有望继续保持回升势头。”袁达表示，随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效持续显现，宏观政策效应进一步释放，下半年经济有望继续回升、运行在合理区间。

■ 稳经济一揽子政策持续显效 下半年主要指标有望逐季回升

【证券日报】随着中国经济“半年报”的出炉，可以看到，即便在二季度受国内外等超预期因素的影响，上半年，我国GDP仍实现了同比2.5%的增长，且经济运行总体呈现企稳回升态势。

“期中考”后中国经济如何再发力？接受《证券日报》记者采访的多位业内专家认为，随着稳经济一揽子政策的持续显效，三季度将是重要的稳增长窗口期。总体来看，下半年中国经济向好势头将会持续。

下半年经济增速将好于上半年

国家统计局数据显示，在4月份主要经济指标深度下跌下，二季度中国经济仍顶住压力实现正增长，即GDP同比增长0.4%。结合上半年GDP同比增长2.5%这一数据来看，这也预示着下半年要想实现全年的发展目标，难度不小。

东北证券研究所总经理助理沈新风在接受《证券日报》记者采访时表示，即便以今年3月份之前的经济环境来看，要想实现全年5.5%左右的发展目标，仍需较大力度的政策提振才能努力实现。而3月底上海等地的疫情影响在预期之外，较大地拖累了全年经济增长。因此，下半年至少需要达到8%以上的增速才能实现全年发展目标。但从近年来的GDP同比增速看，实现的难度不小。

沈新风认为，随着稳经济一揽子政策的实施，从6月份的数据来看，已有积极反映。如企业新增中长期贷款大幅度高于历史同期次高水平，企业生产投资的信心已有大幅改善，固定资产投资中基建（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）、制造业投资显著改善。可以说，目前已有的稳经济政策已经比较充分，如果下半年能继续充分落实，发挥出政策实际效益，这本身就会形成强有力的政策托底提振效果。在政策提振下，预计下半年经济同比增速将显著好于上半年的情况，全年GDP同比增速有望达到4%以上。

东方金诚首席宏观分析师王青在接受《证券日报》记者采访时表示，展望下半年，在稳增长政策效果持续显现的情况下，经济向好势头将会持续，第三、第四季度的GDP同比增速会逐步向潜在增长水平回归，预计有望分别达到5.0%和5.5%左右。结合上半年GDP同比增速为2.5%，预计今年全年GDP增速将在4.1%至4.5%之间。

“考虑到上半年疫情及国际地缘政治因素都远超年初设定经济增长目标时的预期，这一实际增长水平并不算低。”王青表示，更重要的是，伴随稳增长政策逐步发力，就业市场将逐步修复，预计年末城镇调查失业率有望回落至5.5%的控制目标之下。

消费仍存较大回升空间

尽管二季度中国经济企稳回升势头明显，但从结构上看，消费数据仍稍显“低迷”。国家统计局数据显示，二季度，社会消费品零售总额同比下降4.6%，明显落后于二季度GDP增速。

“疫情影响下居民消费场景受限、消费心理更趋谨慎，加之部分人群收入受到一定影响，因此消费方面往往受到的冲击较大、修复偏缓。”在王青看来，下半年消费修复将是宏观政策需要重点解决的问题。

不过，消费数据已有积极信号开始显现，特别是6月份以来大宗商品消费带动作用明显。国家统计局数据显示，乘用车购置税减半等促进重点领域消费政策出台落地，促进了汽车、家电等大宗商品消费改善。6月份，限额以上单位汽车类、家用电器和音像器材类商品零售额同比分别增长13.9%和3.2%，比上月明显回升，拉动当月社零增速超过1.5个百分点。

王青认为，这表明政策在促消费方面仍大有可为。下半年只要政策找准发力点，包括出台并落地支持汽车、家电等大宗消费品销售的措施，较大力度向低收入群体发放消费券和消费补贴等，无论是商品消费还是服务消费都存在较大回升空间。总的来看，预计下半年宏观政策在促消费方面将集中发力，社会消费品零售总额将在上半年同比下降0.7%的基础上，反弹至4.5%左右，且不排除消费在下半年会有超预期表现的可能。

一位来自交通银行金融研究中心不愿具名的研究员告诉《证券日报》记者，得益于有效的疫情防控，在“动态清零”总方针下，疫情对消费的影响将逐步减小，预计下半年消费状况将得到改善。其中，汽车类消费增速有望继续回升，特别是新能源汽车消费增长较快。整体上看，二季度或是全年消费的低点，下半年增速可能高于7%，预计全年社会消费品零售总额增速在3%至4.5%左右。

楼市将在三季度末前后出现趋势性回暖

相较于二季度其他经济数据的企稳回升，对房地产开发投资来说，摆在眼前的仍是如何企稳的问题。数据显示，上半年，房地产开发投资同比下降5.4%。其中，二季度房地产开发投资同比下降9.1%，与固定资产投资整体同比增长4.2%形成鲜明对比。

沈新风认为，房地产开发投资尚未企稳的根本原因，在于企业端资金压力较大，拿地和新开工的能力和意愿不足。

“二季度房地产开发投资下滑，与疫情关系不大，主要还是行业自身处在下行周期。”王青认为，考虑到当前房贷利率仍然高于一般贷款利率，并且处于历史平均水平附近，由此判断，下半年为推动楼市尽快企稳，在5年期以上LPR报价继续下调驱动下，预计房贷利率还有较大下行空间。这意味着房地产市场最快可能在三季度末前后出现趋势性回暖，进而带动房地产施工、投资、土地购置等指标全面触底反弹。房地产市场在下半年有望恢复良性循环，将是缓解经济下行压力的关键点。

值得一提的是，结合国家统计局数据看，虽然上半年全国商品房销售面积和商品房销售额同比降幅均在20%以上，但5月份以来，伴随着疫情影响的逐渐弱化、楼市调控政策的持续显效以及稳经济一揽子政策的持续，房地产市场交易规模已触底回升，商品房销售面积和销售额累计同比下行趋势得到缓解。即1月份至6月份，商品房销售面积和销售额较前5个月分别收窄1.4个百分点和2.6个百分点，6月份单月同比降幅较5月份分别收窄13.5个百分点和16.9个百分点。

58安居客房产研究院分院院长张波在接受《证券日报》记者采访时曾表示，总的来说，目前房地产开发投资的内在动力仍有不足，市场信心恢复面临较大压力。未来需要在房企侧出台更多灵活性政策，以便在防控风险的同时实现投资方面的稳增长。

■ 30亿元“10连”纪录终结 逆回购重上百亿元

【上海证券报】央行7月18日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行当日以利率招标方式开展7天120亿元逆回购操作。此举终结了已连续10个交易日的每日30亿元投放量的纪录。

业内人士表示，目前银行间市场流动性仍宽松，央行此举或是为了对冲税期缴款对资金面带来的扰动和稳定整个金融市场运行，表明稳健货币政策取向不改。

自7月4日开始，央行逆回购操作从此前常规的100亿元缩量至30亿元，这样的操作一直延续至7月15日。此举曾引发投资者对于央行可能收紧流动性的担忧。业内人士表示，实际上，央行并未收紧甚至提供了增量流动性。7月18日，央行采取120亿元逆回购操作。此外，财政资金仍在加速投放，这也是释放流动性的重要渠道。

在7月13日国新办举行的上半年金融统计数据新闻发布会上，央行货币政策司司长邹澜表示，将有序推进政策性、开发性金融工具落地。政策性、开发性金融工具稳步运行需要项目、资金、监管等多方面配套政策支持。下一步，人民银行将与有关部门一道，有序推进政策性、开发性金融工具落地。

邮储银行银行研究员姜飞鹏认为，总体来看，央行仍然坚持稳健的货币政策，旨在保持流动性合理充裕。从资金市场面来看，DR007（存款类机构质押式七天期回购利率）仍然处在较低水平，流动性较为充裕。

截至7月18日，DR007加权均价已连续14日维持在1.6%以下，远低于政策利率水平。隔夜利率情况也是如此，DR001已连续多日徘徊在1.2%附近，GC001（上交所1天国债逆回购利率）也维持在1.5%至1.6%左右。

有投资经理认为，目前我国正处于经济修复阶段，央行此次恢复常规操作，一方面维持了流动性合理充裕，另一方面也有利于经济修复进程，提振市场信心，进一步促进宽信用。

央行结束小额逆回购的操作引发市场关注。中信证券首席经济学家明明认为，央行此次加量操作主要是为了对冲税期对资金面的扰动和维持金融市场稳定运行。

姜飞鹏认为，7月是传统缴税大月，在对冲到期的基础上净投放流动性，有助于满足各类主体流动性需求。后续来看，预计央行将会在货币政策总体保持稳健的思路下，根据市场情况投放流动性，为稳增长提供适宜的流动性环境。

兴业证券固收团队认为，当前，资金利率同样大幅低于政策利率，但央行仍维持每日逆回购操作，7月中期借贷便利（MLF）仍然是等量平价续做，显示央行态度偏“稳”而非“紧”，向市场传递“稳”的信号。

【行业动态与公司要闻】

■ 自动驾驶“进城”提速 各路资本抢时间“上车”

双手放开，方向盘自己转动起来，走街串巷穿越人流行驶在早晚高峰，你愿意让它带你城市里穿行吗？

让手离开方向盘，这个简单动作背后是对技术、法规的极度信赖。要让自动驾驶像一个见多识广的“老司机”，业内立下的及格线甚至是绕地球路测44万圈，算法还对Corner Case（特殊场景）有强烈的渴求，以至于有企业表示“广东一刮台风，我们就特别高兴”。

自动驾驶进城，关乎日常交通方式的变革，也关乎一众企业的生意经。自动驾驶企业盈利压力迫在眉睫，车企也需要握紧王牌迎战智能化角逐。各种迹象显露，自动驾驶离家门口似乎越来越近了。

对标“老司机”

在手机软件上选择起终点，在规定上车点上车，落座后排，向语音系统报出手机号后四位，一趟 Robotaxi 旅程就开始了。期间，方向盘自行转动，道路上的车辆行人状况会简化成一个个小图标，实时投射在你面前的屏幕上，它绝不会闯红灯、绝不会压实线，但它会变道甚至会加塞，有时还会急刹车。这就是一个 L4 级别自动驾驶的基本体验。

按照技术成熟度由低到高，业内将自动驾驶分为 L0~L5 六个级别，其中 L3 到 L4 的跨越意味着驾驶权由人转到车，再往上将基本甚至完全不需要人类驾驶员接管车辆。目前汽车采用的自动驾驶功能大多处于 L2 级别。IDC 数据显示，一季度的中国汽车市场中，L2 的乘用车新车渗透率为 23.2%；L3 在少数车型中规划量产，L4 相对遥远，L5 甚至被认为难以实现。

级别划分相当于明确了“考卷”，但自动驾驶尤其 L4 以上需要实际路测“答题”，怎样“判卷”尚不清晰。证券时报记者采访到的多位业内人士都表示，L4 能力的成熟度在封闭场景中能够得到测试，但在城市开放环境中的评价体系还有待探索。

业内流行的一种判断标准是路测里程。战略研究智库兰德公司曾经发布报告指出，要在数学上证明自动驾驶比人安全，需测试 110 亿英里（约 177 亿公里）。这相当于沿着赤道绕地球 44 万圈。

现在场上的玩家看起来差距还比较远。谷歌兄弟公司 Waymo 路测里程或已超过 2000 万公里；国内较为领先的是百度 Apollo，今年 3 月公布的里程超 2500 万公里，小马智行和文远知行分别为 1300 万公里和 1100 万公里。

除了里程长度，场景丰富度也影响测试效果。文远知行相关负责人告诉证券时报记者，文远知行在中国、美国都有测试项目，相同距离下在中国遇到的 corner case 是美国的 30 倍，“因此虽然中国自动驾驶头部企业的里程长度不如 Waymo 等美国企业，但我们认为与它们的技术差距只有一年左右。”

运载树木的车辆是不是树、婚车上的人像照片是不是人，这些场景少见却影响驾驶判断，因此学习尽可能多的 corner case 是算法成熟的关键。调研机构 Fourin 中国调查部部长周锦程告诉证券时报记者，主流方法只能靠不断上路积累数据，但 corner case 是无法穷尽的，最终的理想效果可能是自动驾驶的事故率落到一个可以接受的容忍度区间。

也有一些非主流的技术路线试图提供解决方案。创业公司哆来目通过一种人眼视觉仿生技术来做碰撞预测，公司相关负责人对证券时报记者表示，除了识别感知之外，人眼的另一个通道是运动感知，“比如在余光范围内，你不需要清晰的识别出它是什么，但你能察觉到它在移动，并在必要时做出避让。”

城市是各类场景密度最高的地方，也是自动驾驶最难攻克的题目。元戎启行副总裁刘念邱表示，城市中交通参与者多、对象的复杂度高、且道路交错开放，因此会大大提升对预测能力的要求。

交通规则和行人安全往往在自动驾驶算法逻辑中拥有最高权重。不过，把交规教给算法并不简单。“很多交规内容是无法量化的，比如合流车道限速多少、提前多久打转向灯其实都是靠驾驶员经验。另外交规也有模糊空间，比如前方有车停靠时能不能压一点实线，自动驾驶也要学会判断。”周锦程表示。

仅仅懂规则并不能开好车，自动驾驶需要更像个“老司机”。在企业路测视频和记者的试乘体验中，经常会出现临近公交站或侧旁来车时过度急刹的情况，影响乘坐的舒适度。

“出现这种情况的原因是算法策略比较保守。”元戎启行副总裁刘轩介绍称，最早期行业内的决策规划都是依照既定规则；后来会优化出几条决策路线，根据评分高低做选择；更高阶的是运用强化学习和博弈论，让算法自己去学，目前能做到的企业比较少。

城市场景的差异性特别考验自动驾驶的适应能力。刘轩举例称：“我们的车在路上不怕别人加塞，有时还会加塞别人。因为一线城市交通拥堵，比如从主路变道到辅路车特别多，如果一直等就会永远过不去。”

小马智行接受证券时报采访时也表示，各地路况和天气都有所不同，本质上车辆需要理解开车行为的关键准则，比如通过路口的时间和黄灯的关系，或者不同天气下传感器信号的处理方式，“我们的理念是用一套系统在不同地方实现自动驾驶，在北京和广州基本花两周时间，车就能在当地跑得比较好了。”

算清成本账

自动驾驶不仅是一项技术，更是一门生意。车企要让自动驾驶功能足够便宜，消费者才能接受；自动驾驶企业运营 Robotaxi（自动驾驶出租车）服务，运营车成本至少应该与出租车持平。

成本负担首先来自硬件。与特斯拉仅靠摄像头的纯视觉路线不同，国内普遍选择搭载更多、更强的传感器和更大算力的芯片。在近期新上市的中高端车型中，激光雷达等零部件几乎成为标配，硬件配置颇有“堆料”之势。

一些自动驾驶企业也陆续抛出自家的成本报价。百度 Apollo 与极狐合作量产共享无人车 Apollo Moon, 宣称整车成本价为 48 万元; 元戎启行称自动驾驶硬件采购成本不到 1 万美元, 量产后还能下降 70%; 轻舟智航则表示其量产成本低至 1 万元。

值得注意的是, 上述企业主要运营 Robotaxi 服务, 成本回收的方式与乘用车销售不同。此外, 有业内人士提醒, 报价以量产为前提, 而车企大规模采购并搭载上车的阶段还没有到来, 因此现在谈成本还比较“虚无”。

自动驾驶能力需要软硬件相互配合, 如果为压降成本舍弃了一部分硬件性能, 也就意味着软件方面要更强。刘轩表示, 虽然固态激光雷达的价格更便宜了, 但其点云质量实际上不如原来的机械式激光雷达, 如果想把它用好, 就需要在算法上做更多优化和补偿; 同样, 如果不用大算力芯片, 就需要更好的推理引擎技术。

除了硬件成本, 自动驾驶企业还需要考虑安全员的人工成本。证券时报记者了解到, 安全员一般是自动驾驶企业的全职员工, 甚至还是担任测试任务的技术人员, 其工资至少与出租车司机相当, 甚至高于后者。

“实现盈利本质上是车辆利用率的问题。在我们硬件成本足够低的前提下, 不考虑研发成本摊销, 只要安全员和车辆数量比值小于 1:1, 就能突破盈亏平衡点。后期我们也可以通过跑早晚高峰、机场线等路段提高车辆利用率。”刘念邱表示。

当前 Robotaxi 只能在限定范围内运营, 例如北京亦庄、广州南沙、深圳福田等, 车辆数量不够多, 且需要在固定地点上下车, 在一定程度上折损了对用户的吸引力。

业内普遍认为 Robotaxi 距离真正盈利还有相当一段距离, 因此近两年企业业务也在发生转向。一方面是从 L4 向 L2、L3 “降维”, 例如文远知行获得博世战略投资, 双方在 L2 和 L3 级自动驾驶大规模量产及市场化应用方面开展合作; 另一方面是拓宽场景, 文远知行、小马智行和元戎启行都纷纷涉足自动驾驶小巴、环卫车、轻卡等商用车业务。

“Robotaxi 代表着最核心也是最具挑战的场景, 小巴、环卫车与它的共同点是都在城市内驾驶, 虽然产品不同, 但是研发工程师需要解决的场景问题都是一样的, 因此我们的核心算法是可以通用的。并且小巴和环卫车的运营路线比较固定, 商业化相对容易, 可以在通往 Robotaxi 的过程中为我们创造盈利。”文远知行相关负责人表示。

企业背后的投资方也不希望等待太久。“解决 corner case 问题需另辟蹊径。投资人不会永远拿钱无休止地支持自动驾驶企业研发下去, 对于给予企业支持的政府也可能有对赌或业务落地要求, 所以自动驾驶或者说智能辅助驾驶一定要是可落地的。这不仅是对投资人的保障, 也是对企业自信心的提振, 以及企业自身良性循环的内在要求。”松禾资本董事总经理闫阳对证券时报记者表示。

新业务同样需要产生规模效应。“我们自动驾驶轻卡业务还在早期, 在现阶段成本很难替代掉司机。我们要做的就是逐步扩大运营规模和时间, 和主机厂一同向低成本上量的方向推动。”刘轩称。

谁主前路?

智能化被视为车市竞争的下半场, 自动驾驶则是智能化的核心功能之一, 因此吸引来车企、L4 自动驾驶企业、Tier1 (车厂一级供应商)、互联网公司各路资本纷纷押注。

最受瞩目的两股力量来自车企和自动驾驶企业, 二者分别倾向于循序渐进和一步到位两种技术路线。在刘念邱看来, 由于驾驶主体责任的差别, 商品车车主需要随时接管车辆, 车企追求的是车主更好的体验感, 因此其自动驾驶开发是功能化的, 先从相对简单的高速领航、车道保持等功能做起, 每一个功能都有限定的场景; 而 L4 企业追求零接管, 需要在全场景都能运营起来。

二者有时会互相借力并构建起多种方式的联结。车企需要更多的行驶数据, 除了从自家车辆方面收集之外, Robotaxi 是一个很好的渠道; 自动驾驶企业则需要与车企合作开发量产车型, 或者直接将能力以产品的方式供应给车企。因此市场上经常出现“车企+自动驾驶企业+出行平台”的三角形合作, 更积极的诸如特斯拉、小鹏则计划亲自下场做 Robotaxi。

不同主体之间纵横捭阖, 常见的模式大致有: 车企全栈自研自动驾驶技术; 车企孵化、投资自动驾驶企业或建立战略合作; 自动驾驶企业将能力供给 Tier1, 再输送给车企等。上述模式中车企和自动驾驶技术的距离由近及远。

“在融资中我们非常看重主机厂和 Tier1 的参与, 它们能够带来更多产业资源。比如我们和战略投资人宇通集团一起研发前装量产的无人驾驶小巴和环卫车; 与博世的合作能够借助其百年的工程化能力, 让我们的算法更稳定、规模化地上车。”文远知行相关负责人称。

不过, 车企把握着终端产品, 最有可能居于核心生态位。“汽车行业是一个有着百余年历史的行业, 国内外的车企和上下游企业都有自己一套严密的逻辑和体系, 包括生产管理、成本控制、车规质量要求和产品工艺流程等, 所以创业公司的技术和产品最好贴合这些企业的现状和需求, 如果没办法融入他们的逻辑和体系, 那可能会比较难受。”闫阳直言。

实际上, 车企往往选择多条腿走路, 同时和多家自动驾驶企业合作, 并且自身也在研发自动驾驶技术。闫阳认为, 这

是车企根据自身情况而为之，车企本质上并不愿意将自动驾驶技术拱手让人，而自动驾驶企业似乎也不会向车企开放核心算法，因此双方的合作现阶段很可能若即若离。如今自动驾驶企业境外上市的道路遭遇阻碍，而车企在资金和话语权方面更胜一筹，二者难以形成同台对垒。

在头部车企都争相自研的环境下，自动驾驶企业需要尽快找到合适的生存空间。周锦程表示，现在车企的竞争节奏很快，自动驾驶也需要抢时间。有些车企可能没办法在短期内建立能力，有大型车企就曾出现过自动驾驶部门领导的工资不如挖来的程序员高，足以见组建团队的成本，并且一些优秀的主机厂也很愿意接受来自外部的技术刺激。因此自动驾驶企业还有很多可以发挥的空间。

■ 多地发放消费券助力市场回暖

18日，北京启动餐饮消费券发放。当天上午10时活动启动时，消费券便受到热抢。有平台数据显示，消费券对餐饮市场回暖起到了明显带动作用。不只北京，《经济参考报》注意到，近期以来，河北、上海、山东、江苏、天津、广州等地都在发放消费券，涉及餐饮、家电、汽车等多个领域。分析认为，消费券在直接降低消费成本的情况下，将有效助推消费回暖，并带动上下游产业链恢复，对经济发展起到促进作用。

据介绍，本次活动由政府 and 提供餐饮类服务的平台企业共同出资，推出外卖类、到店类、养老助残类三种消费券累计1亿元，惠及在京消费者及餐饮企业。预计线上线下各类餐饮商户超7万家参与，覆盖正餐、快餐、火锅、烘焙、茶饮等各类餐饮场景。

不少市民抢到后立马下单。美团数据显示，外卖消费券上线一小时，与一周前的11日同时段相比，茶饮、冷面等“夏日供给”订单量增长超30%；餐饮堂食消费券上线后两个小时，平台上线到店堂食套餐、代金券等订单量更是增长超83%，北京菜、川菜、自助餐、小吃快餐的浏览量增长明显。

美团相关负责人表示，消费券核销速度可以体现市民消费的动力，消费券的发放也将进一步提振本地消费。

中国商业联合会专家委员会委员赖阳对《经济参考报》记者表示，政府发放消费券将对餐饮市场起到直接的促进作用。他进一步分析，本次消费券力度比较大，且可以叠加平台和商家的优惠一起使用，真正让消费者获得实惠，降低了消费成本，将进一步激活前期被抑制的餐饮消费。

记者了解到，此前，北京启动了绿色节能消费券发放。6月至10月，在京消费者每月在同一参与企业的线上平台可领取1份券包，包含8张消费券，总金额1500元，当月领取的消费券包当月有效，适用于手机、笔记本电脑、平板电脑等21类商品。

赖阳表示，尽管疫情之下，我国居民收入短期内受到一定影响，但是整体消费升级的意愿和趋势明显。其中，绿色节能家电、智能电子产品以及新能源汽车等领域，消费需求较大。消费券的发放，在一定程度上可以激发这些潜在的消费需求加快释放。消费潜力的释放，不仅仅作用于消费市场，还将带动上下游企业的共同复苏。“促消费举措通过产业链层层传导，会带动整个经济链条运转更加顺畅，对经济发展的拉动效应值得期待。”

【国都策略视点】

■ 策略观点：“近期续宽松+中期弱复苏”宏观组合，指数震荡结构轮动为主

1、“近期续宽松+中期弱复苏”宏观组合。去年四季度起，国内经济放缓压力逐步加大，国内宏观政策取向已转为“宽货币、扩财政”，尤其是2月底俄乌冲突加剧外需放缓、3月国内多个主要城市疫情轮番复发促使国内经济快速探底，疫后经济复苏动能偏弱过程较长。国内经济探底后的小复苏，尤其在经济复苏巩固确立前，货币宽松政策有望延续。同时，经济周期正由底部缓慢修复，企业盈利自底部逐步回暖，中期国内经济复苏前景较为确定。

7月以来，央行连续地量逆回购操作并实行资金净回笼，猪油共振下三季度国内通胀上升至3%上方，使得近期市场担忧国内流动性边际收敛。然而，结合二季度、上半年我国GDP同比+0.4%、+2.5%，较全年预期目标存在较大差距，尤其考虑到7月以来国内疫情再次散发、经济恢复动能转弱，预计近期货币宽松政策有望延续。这一点从央行行长近期在G20会议的发言得到印证。

2、但经济恢复力度偏弱。5、6月消费、工业增速自4月低谷反弹，6月消费、投资增速均好于预期；6月消费增速受汽车消费激励政策好于预期转正至+3.1%，工业增速进一步修复至+3.9%，固定资产投资受房地产拖累继续放缓至+6.1%，但当月基建、制造业投资增速均上升至+12%、+10%。同时，此前公布的6月出口贸易增速反弹至高位+18%，出口贸易韧性好于预期；制造业、

服务业 PMI 环比回升，6 月新增社融信贷总量与结构双双改善，企业中长贷同比多增，居民中长贷同比降幅显著收窄。

综合来看，本轮疫情冲击高峰已过，经济正平稳有限恢复，就业状况也同步好转，全国城镇调查失业率已回落至 5.5% 疫情前水平，31 个大中城市调查失业率也由前月纪录新高 6.9% 快速回落至 5.8%。

后续经济恢复态势有望延续，但恢复动能或偏弱，主要系：

一房地产行业拖累或将持续，尤其是近期部分期房停工导致的断供事件，使得此前系列地产松绑政策对于全国新房销售提振效应有所减弱，同时房企现金流压力不减，拿地、新开工及施工等同比降幅短期扩大，继续成为拖累经济一大因素，前期地产松绑政策见效仍需时日，近期断供事件有待妥善处置。

二居民收入预期明显改善前，消费回暖力度或有限。6 月汽车购置激励政策下，提振当月消费增速好于预期；然而，考虑到国内疫情屡有反复，居民收入预期偏低，且预防性储蓄意愿偏高。22 年上半年全国居民可支配收入名义/实际同比+4.7%/+3.0%，与历史数据对比，仅好于 20H1。综合判断，在居民收入预期明显改善前，预计消费回暖力度或有限。

3、六月新增社融信贷总量与结构双双改善，但持续性存疑。6 月新增社融同比+1.5 万亿元并创 20 年 4 月以来新高，主要系信贷、地方政府专项债各同比+0.74、+0.86 万亿元贡献；22H1 新增社融同比+3.3 万亿元，其中信贷、政府债券、企业债券各同比+0.64、+2.20、+0.46 万亿元，政府债券贡献近七成，为稳经济主要抓手。

6 月实体经济、居民新增贷款总量与结构双双改善，其中，企业中长贷同比多增 0.61 万亿元，创近一年新高，主要系政府债券、政策性银行增加信贷提振基建融资所致。展望下半年，随着政府债券剩余发行量锐减，企业中长贷能否扭转 21 年 7 月以来同比缩量趋势？仍有待观察。6 月居民中长贷同比少增 989 亿元，同比降幅较前 5 个月的月均同比降幅 3500 亿元明显收窄，与 6 月疫后地产成交面积脉冲性回补一致，从七月首周 30 大中城市地产销面同比降幅再度扩大四成以上来看，后续能否持续回暖也有待观察。

社融增速已自底部趋势回升八个月，22Q2 大概率为本轮经济增速底。6 月社融、信贷总量与结构双双改善，与 6 月以来疫后扩投资稳经济、工业生产继续修复、地产汽车销售回暖等一致，预计 6 月工业、消费增速较 5 月进一步明显修复回升。

同时，6 月 M2、社融存量同比各 11.4%、10.8%，环比均升 0.3 个百分点并分别创近五年半、近一年新高，主要系当月地方政府债券发行放量、财政投放加快所致；同时信贷存量增速环比连升四个月至 11.1%，此前连降 12 个月；趋势来看，M2 增速自 21 年 4 月阶段触底 8.1% 后，已震荡上行 14 个月，同时社融存量增速于 21 年 9-10 月触底 10.0% 后，已趋势上行 8 个月，按社融增速一般领先经济增速两个季度经验判断，22Q2 大概率为本轮经济增速底。

风险提示：美国经济步入滞胀、国内经济恢复动力显著减弱、俄乌局势恶化、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上