2020 年 09 月 15 日

“微观大势”系列之二

汽车：拉动经济的“第三支柱”

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **汽车行业产值大、产业链长、消费占比高，对经济拉动广泛、是重要支柱产业**

汽车行业产值大、消费占比高，产出拉动能力仅次于房地产和基建投资，是拉动经济的“第三支柱”。2017 年，汽车制造业增加值、总产值占制造业的比重，分别为 7.0%和 7.2%，在制造业中排名居前；汽车消费占居民非食品类商品消费的比重达 19.3%，是占比最高的支出项。在对各行业的产出拉动能力方面，仅次于房屋建筑(房地产投资)和土木工程建筑(基建投资)，是重要的国民经济支柱产业。

汽车的上游产业链，深入各主要生产和服务领域；主要拉动中上游制造业，对下游制造业、服务业也有拉动。汽车制造业中间投入品，主要包括钢铁有色、通用设备等中上游制造品，并对化工品、电子设备等形成间接拉动。其中，有色金属开采和冶炼压延，对汽车制造业的产出弹性最大，弹性系数约为 0.25。此外，汽车生产和消费过程中，批发零售等配套服务，石油制品等互补产品，也显著受益。

● **汽车消费是逆周期调节的重要抓手，在政策影响下呈现出明显的结构性特征**

汽车消费经济拉动能力强、是逆周期调节的重要抓手；在政策影响下，弱领先于经济变化。2009 和 2015 年，中央先后出台了购置税减半、“汽车下乡”、“以旧换新”等政策，通过大规模财政补贴刺激汽车消费，汽车销量分别创下 45.5%和 13.9%的阶段性增速高点。汽车消费还受宏观政策溢出效应影响，呈现出和房地产、货币等相似的周期波动。在政策影响下，汽车消费弱领先于宏观经济走势。

前几轮政策推动下的汽车消费改善，结构特征明显；小排量、中低档乘用车，受益最为显著。2009 和 2015 年，购置税减半政策重点支持小排量乘用车，“汽车下乡”政策重点支持适用农村的交叉性乘用车。相关车型销售均受到明显提振，2009 年，小排量乘用车、交叉型乘用车出现了连续 7 个月 90%以上的销售增速。

● **年初以来维稳政策的溢出效应，拉动高端消费增长；中低端车型改善仍需关注**

2020 年初以来的稳增长政策，主要拉动高端汽车消费大幅增长，呈现出和以往不同的结构性特征。往年在政策支持下，中低端汽车消费通常更为受益；而年初以来，稳增长政策的溢出效应，抬升了高收入群体对房地产、汽车、奢侈品等高价值商品的消费倾向，拉动高端汽车消费快速增长。8 月高档和豪华 SUV 销量同比增长 67.7%、大幅高于中低档 7.5%的增速；中高档轿车的销售也增长明显。

短期内，政策溢出效应对汽车消费或仍有支撑；中期来看，伴随居民就业和收入改善，中低端汽车消费也值得关注。未来一段时间，广义财政支出加快落地、信用环境持续修复，稳增长政策对汽车消费或仍有支撑。中期来看，伴随经济的持续回升、居民就业和收入水平的滞后改善，中低端车型的消费或值得进一步关注。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-外资行为，与市场逻辑》-2020.9.13

《宏观经济专题-美国疫情，至暗时刻或已过》-2020.9.13

《宏观经济点评-信贷平稳，结构改善延续》-2020.9.12

目 录

1、 汽车产业举足轻重，是拉动经济的“第三支柱” 4
1.1、 汽车行业产值大、消费占比高，在国民经济中举足轻重 4
1.2、 中上游工业制品及生产性服务，均受汽车产业显著拉动 6
2、 汽车消费受政策影响，呈现明显的结构性特征 9
2.1、 汽车消费是稳增长重要抓手，政策影响下弱领先于经济 9
2.2、 传统的汽车消费政策，对中低端的结构性提振最为显著 10
3、 政策的“溢出效应”，对高端汽车消费形成支撑 12
3.1、 年初以来稳增长政策，带动高端汽车消费出现快速改善 12
3.2、 高端消费爆发带动产业景气，中低端消费修复仍需关注 16
4、 研究结论 18
5、 风险提示 19

图表目录

图 1: 汽车制造业占制造业增加值和总产出比重上升 4
图 2: 汽车制造业占制造业总产出比重 7.2% 4
图 3: 汽车制造业营收占制造业营收比重快速上升 4
图 4: 汽车制造业投资占制造业总投资比重较高 4
图 5: 汽车占居民最终消费的比重持续上升 5
图 6: 居民最终消费中，汽车是占比最高的非食品类商品 5
图 7: 限额以上商品零售额中，汽车类占比近 30% 5
图 8: 乘用车占汽车销量的 80%以上 5
图 9: 汽车制造对国民经济的产出拉动能力，仅次于房地产和基建投资 6
图 10: 汽车生产过程中，直接或间接拉动诸多行业 7
图 11: 汽车制造业中间投入占比显著高于总体 7
图 12: 汽车制造业对有色金属、钢铁等投入较大 7
图 13: 汽车制造业对有色、化工等商品拉动规模较大 8
图 14: 有色金属、橡胶塑料等行业对汽车制造业弹性大 8
图 15: 批发零售等受汽车制造业的直接拉动 8
图 16: 成品油等汽车互补品，也受到汽车消费的支撑 8
图 17: 在部分年份，汽车消费和人均收入走势“相反” 9
图 18: 汽车消费和总体消费增速也会出现走势背离 9
图 19: 政策影响下，汽车消费弱领先于经济变化 9
图 20: 汽车库存和工业库存基本同步或弱领先 9
图 21: 汽车消费和房地产销售周期具有一致性 10
图 22: 汽车消费和货币周期具有一致性 10
图 23: 2008-2009、2015-2016 年，我国经济阶段性承压 10
图 24: 消费和出口均出现了明显下行 10
图 25: 2008-2009 年、2015 年，乘用车均出现连续负增长 11
图 26: 在销量拖累下，汽车相关生产和消费均陷入低迷 11
图 27: 我国在 2009 年和 2015 年，出台汽车政策促进消费 11
图 28: 2009 年交叉型先回暖，2016 年轿车边际改善最大 12

图 29: 1.6 升以下的小排量汽车销量受政策提振明显 12
图 30: 2009 年大规模的政策举措，对总量消费形成提振 12
图 31: 汽车消费的改善，会明显带动生产端上行 12
图 32: 2018 年下半年以来，经济下行压力加大 13
图 33: 汽车消费快速回落，销量同比降幅超过 15% 13
图 34: 2020 年初以来，疫情对经济带来较大冲击 13
图 35: 1 季度乘用车销量大幅低于往年 13
图 36: 2018H2-2019，汽车销量大幅低于往年同期 14
图 37: 剔除基数影响，2019 年下半年仍大幅负增长 14
图 38: 面对疫情冲击，我国高收入群体消费表现相对更好 15
图 39: 政策等因素影响下，资本市场的快速回暖带来“财富效应” 15
图 40: 政策溢出效应，推动汽车消费的回暖 15
图 41: 部分地方提供数千元的购车补贴 15
图 42: SUV 销量增长快于其他车型 16
图 43: 年初以来，高档 SUV 销量明显好于中低档 16
图 44: 年初以来，高档轿车销售显著好于中低档 16
图 45: 各档车辆价格平稳的情况下，市场均价持续抬升 16
图 46: 2 季度以来，汽车的产销同步回暖 17
图 47: 轮胎开工率保持相对高位，橡胶价格也显著回升 17
图 48: 汽车制造业增加值快速反弹 17
图 49: 汽车制造业营收显著增长 17
图 50: 实体融资需求改善，经济持续修复 18
图 51: 居民中长期融资扩张明显 18
图 52: 政策溢出或可对汽车消费形成一定支撑 18
图 53: 居民就业和收入修复相对滞后，或延续修复趋势 18

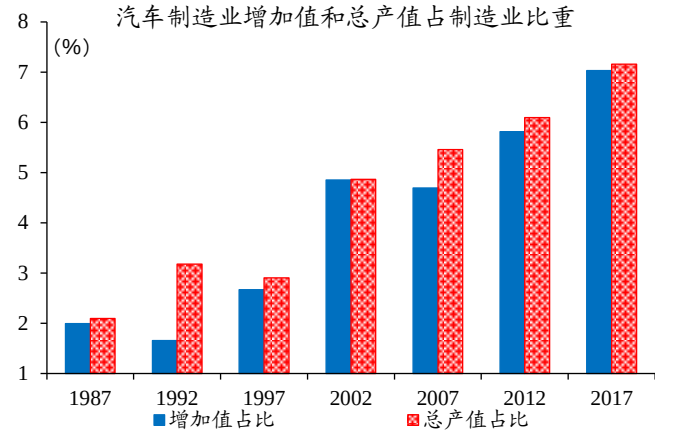
表 1: 汽车包括 4 个基本部分、15 个机构和系统 6
表 2: 2018-2019 年政策，更多从改善消费环境等供给侧着手 13

1、 汽车产业举足轻重，是拉动经济的“第三支柱”

1.1、 汽车行业产值大、消费占比高，在国民经济中举足轻重

汽车制造业体量较大，增加值和总产出均占制造业 7%左右，是重要的国民经济支柱产业。1980 年代末，汽车制造业的增加值、总产值占制造业比重约为 2%，到 2017 年，二者分别占到制造业的 7.0%和 7.2%，在制造业行业中排名居前。2008 年以来，汽车制造业营收占制造业比重快速上升，2019 年达 8.7%，居制造业第 2 位；汽车制造业投资占比也保持在 6%以上，高于多数制造业。

图1：汽车制造业占制造业增加值和总产出比重上升



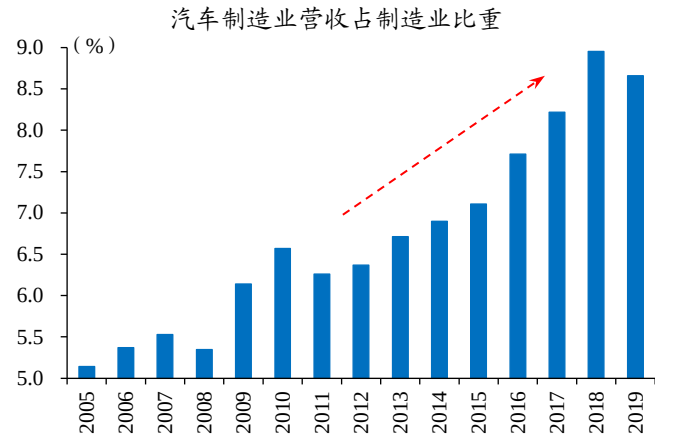
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：汽车制造业占制造业总产出比重 7.2%



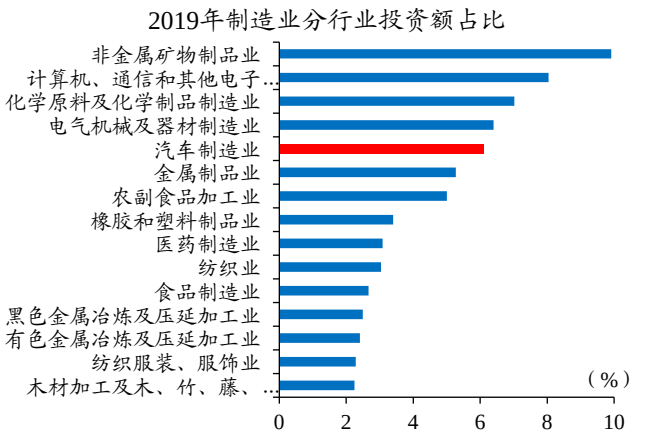
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图3：汽车制造业营收占制造业营收比重快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

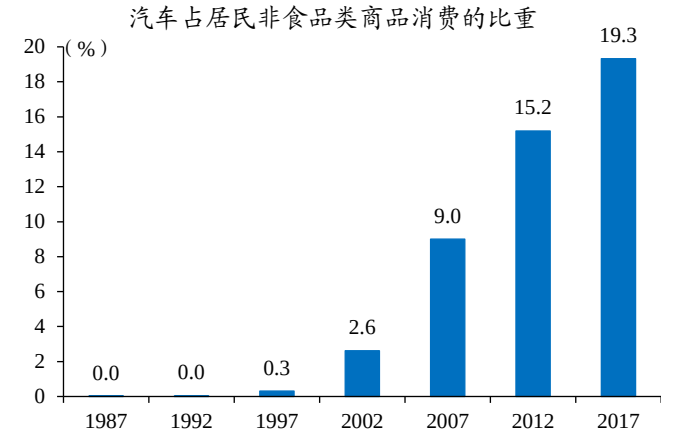
图4：汽车制造业投资占制造业总投资比重较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

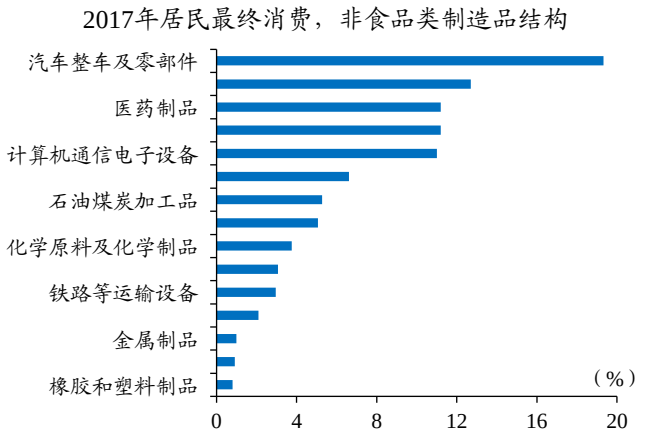
汽车类消费是居民重要的消费支出项，占居民非食品类商品消费近 20%，主要反映居民消费需求。伴随收入和生活水平的提高，汽车占居民非食品类商品消费的比重快速抬升，从 1990 年代末的不足 1%，提高到 2017 年的 19.3%，成为占比最高的支出项。在 2019 年限额以上企业商品零售总额中，汽车类消费占比也高达 28.4%。汽车销量中的 80%，是以居民消费为主的乘用车，主要反映了居民的消费需求。

图5：汽车占居民最终消费的比重持续上升



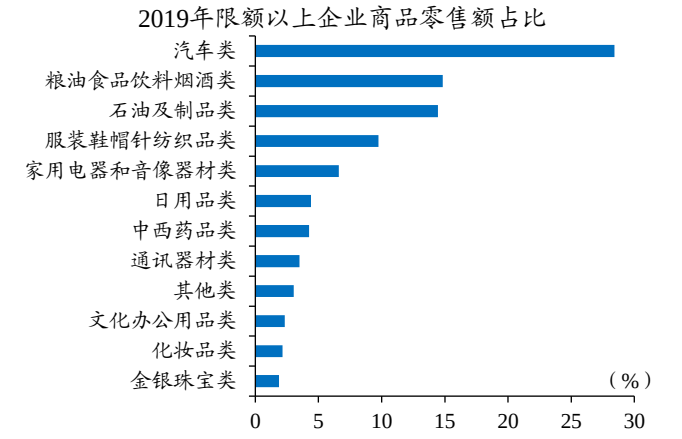
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图6：居民最终消费中，汽车是占比最高的非食品类商品



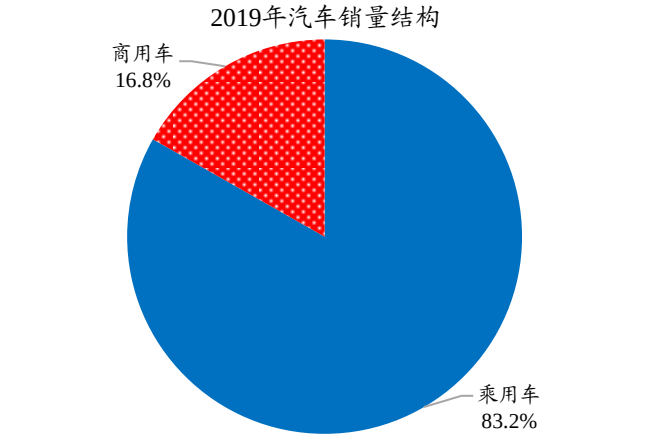
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：限额以上商品零售额中，汽车类占比近 30%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：乘用车占汽车销量的 80%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

汽车产业体量大、链条长，对经济的拉动能力仅次于房地产和基建投资，是拉动经济的“第三支柱”。汽车构成包括 4 个基本部分、15 个机构和系统，包含上万个基本构件；这使得汽车制造业的上游产业链不仅纵向延伸较长，而且横向牵涉产业众多。从投入产出关系来看，汽车整车制造拉动产值超过 180 亿元的行业有 72 个，仅次于房地产投资（房屋建筑）和基建投资（土木工程建筑），是总量经济拉动能力最强的行业之一[1]。

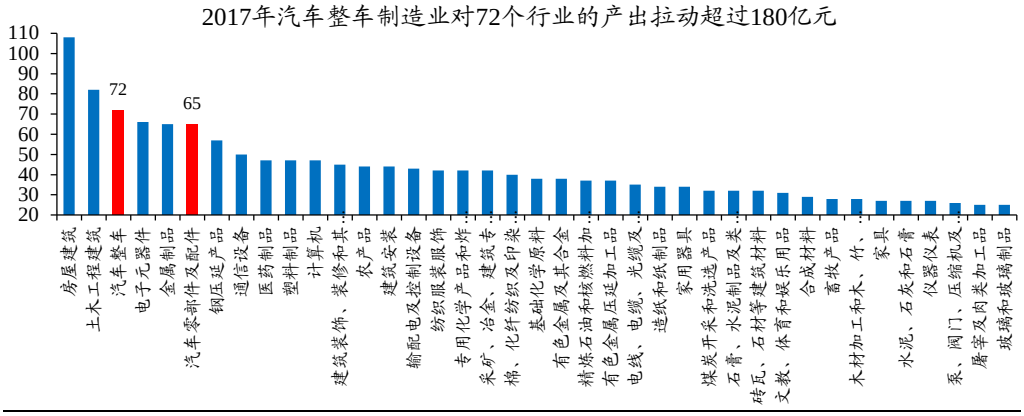
[1] 每个行业在生产过程中，会直接或间接地消耗其他行业的产成品，从而对其他行业形成产出拉动。根据 2017 年 149 行业投入产出表，平均每个行业对另一个行业的产出拉动约为 180 亿元。以此为阈值来考察各行业的产出拉动能力，房屋建筑业（对应房地产投资）对多达 108 个行业的产出拉动超过 180 亿元，是经济拉动能力最强的行业；土木工程建筑业（对应基建投资）、汽车整车制造业，分别对 82 和 72 个行业的产出拉动超过 180 亿元，经济拉动能力仅次于房地产投资。将阈值换成其他合理数值，不改变这一排序。

表1：汽车包括 4 个基本部分、15 个机构和系统

基本部分	系统和机构	构件
发动机	曲柄连杆机构	曲柄、连杆、飞轮、活塞等
	配气机构	气缸盖、进气/排气歧管等
	冷却系	水泵、散热器等
	燃料供应系	喷油泵、滤清器等
	润滑系	机油泵、集滤器等
	点火系	火花塞、高压线等
	启动系	起动机、蓄电池等
底盘	传动系	离合器、变速器等
	行驶系	车架、悬架、轮胎等
	转向系	转向盘、转向器等
	制动系	制动管路、制动器等
车身	整体结构（客车）	车身壳体、座椅、空调等
	驾驶室+货箱（货车）	货运车厢/容罐/集装箱等
电气设备	电源	蓄电池、发电机等
	用电设备	起动机、点火系等

资料来源：汽车维修技术网、开源证券研究所

图9：汽车制造对国民经济的产出拉动能力，仅次于房地产和基建投资

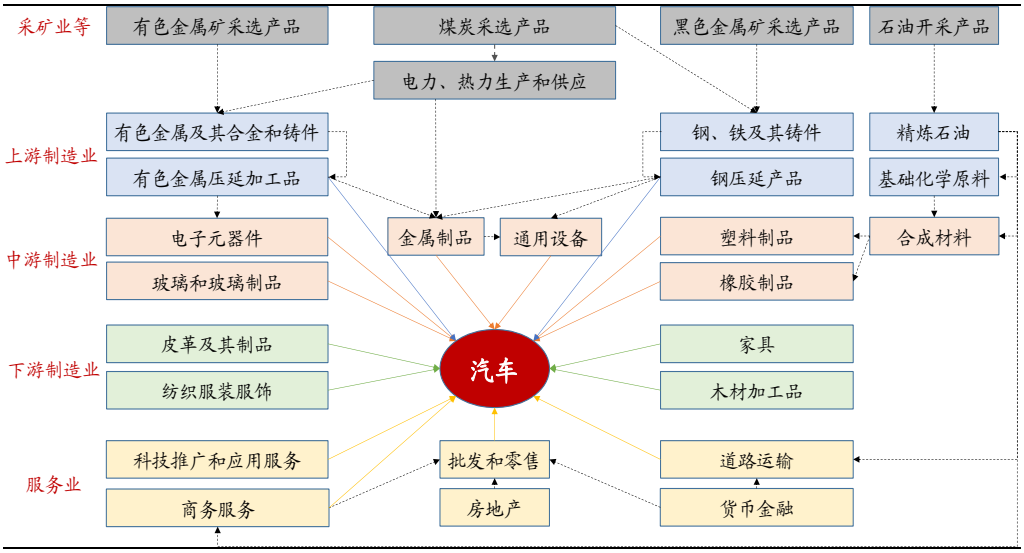


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.2、 中上游工业制品及生产性服务，均受汽车产业显著拉动

汽车的上游产业链，深入各主要生产和服务领域；主要拉动中上游制造业，对下游制造业、服务业也有影响。在工业体系中，汽车制造业处于偏下游位置，产业链向上延伸较长，涉及下游消费品制造业（家具、皮革制品等）、中游设备制造业（电子元件、通用设备等）、上游基础工业品制造业和采矿业（金属冶炼和压延、金属矿采选等）。其中对中下游制造业产品以直接需求为主，对采矿、电力偏上游行业更多为间接拉动。此外，对批发零售、货币金融等服务业也会形成需求支持。

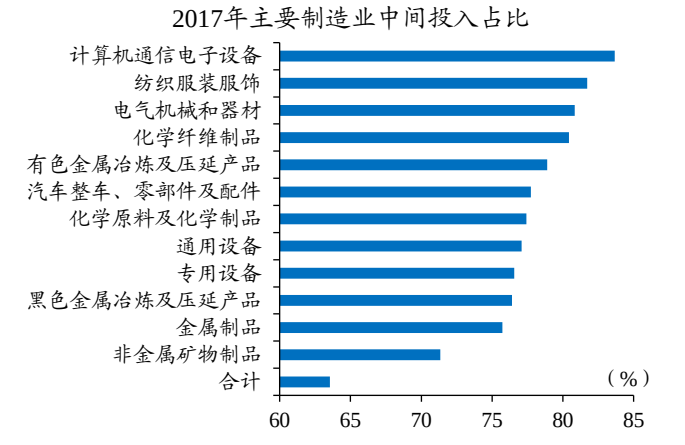
图10：汽车生产过程中，直接或间接拉动诸多行业



资料来源：国家统计局、开源证券研究所

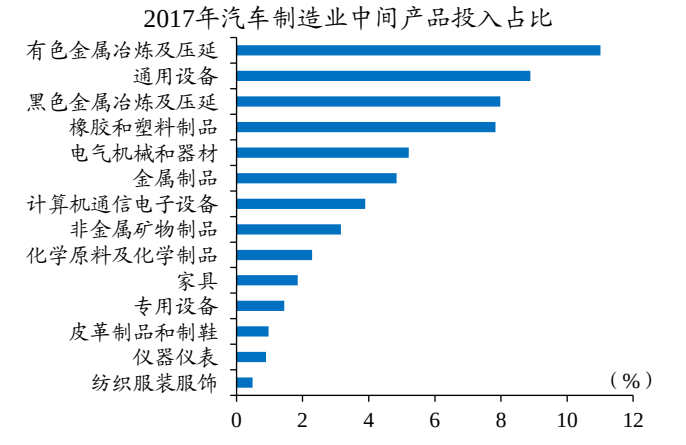
汽车制造业的中间投入，主要包括钢铁有色、通用设备等中上游制造品；有色金属、橡胶塑料等行业，对汽车制造业的产出弹性最大。汽车制造业中间投入占比较高、为 77.7%，比总体高 14.2 个百分点。其中，有色金属是中间投入占比最高的非汽车类商品，占比达到 11.0%[2]；此外，通用设备、黑色金属、橡胶塑料等也是重要的中间投入品。除了这些直接投入的商品，汽车制造还对化工品、电子设备等形成间接拉动。从产出弹性来看，有色金属是弹性最大的行业，有色金属的开采和冶炼压延，对汽车制造业的产出弹性均在 0.25 左右。

图11：汽车制造业中间投入占比显著高于总体



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

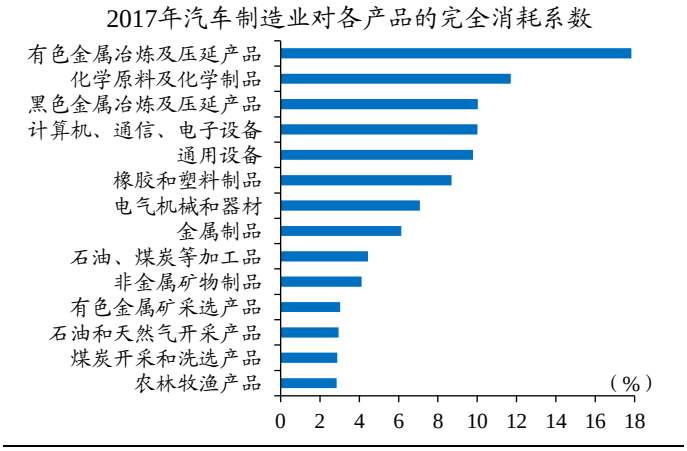
图12：汽车制造业对有色金属、钢铁等投入较大



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

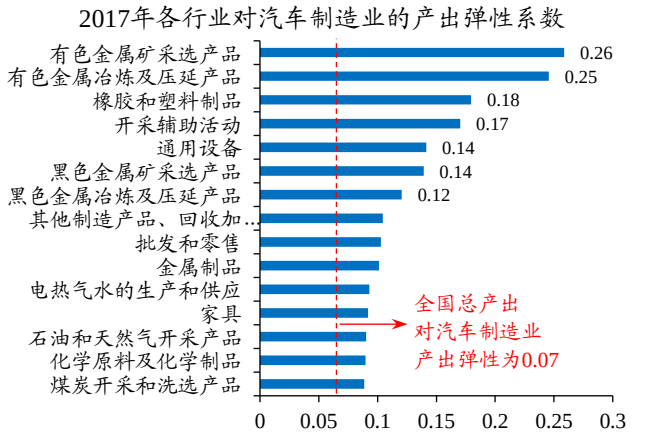
[2] 此处及下文的中间投入占比，均指的是占非汽车类中间投入的比重。

图13：汽车制造业对有色、化工等商品拉动规模较大



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图14：有色金属、橡胶塑料等行业对汽车制造业弹性大



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

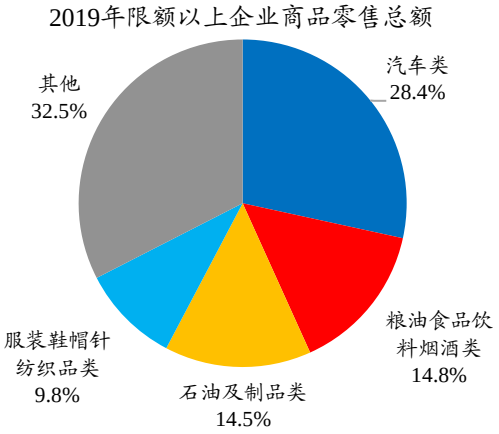
汽车生产和消费过程中，批发零售等配套服务，石油制品等互补产品，也显著受益。批发零售服务占汽车制造业中间投入（非汽车类）比重达16.1%，是占比最高的中间投入项。主因汽车生产涉及产业链较多，对采购渠道的依赖度较高；汽车的销售，也主要依赖于专营汽车零售店来实现。此外，汽车消费过程中，成品油、维修养护等互补产品或服务，也受益显著。比如在规模以上企业商品零售总额中，石油制品占比连年保持在10%以上，是占比最高的消费项之一。

图15：批发零售等受汽车制造业的直接拉动[3]



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图16：成品油等汽车互补品，也受到汽车消费的支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

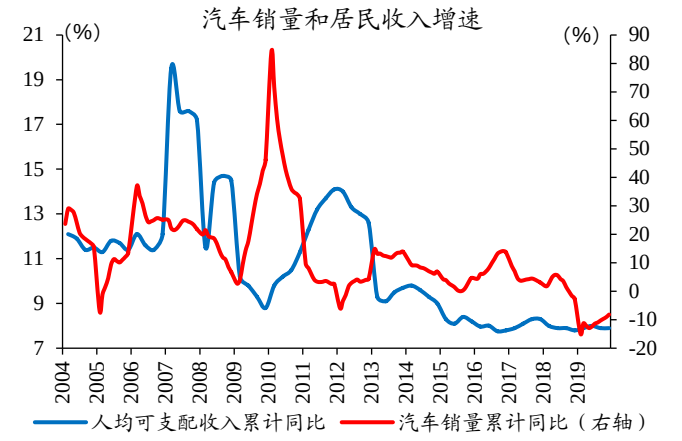
[3] 图中数据为占非汽车类中间投入的比重。

2、 汽车消费受政策影响，呈现明显的结构性特征

2.1、 汽车消费是稳增长重要抓手，政策影响下弱领先于经济

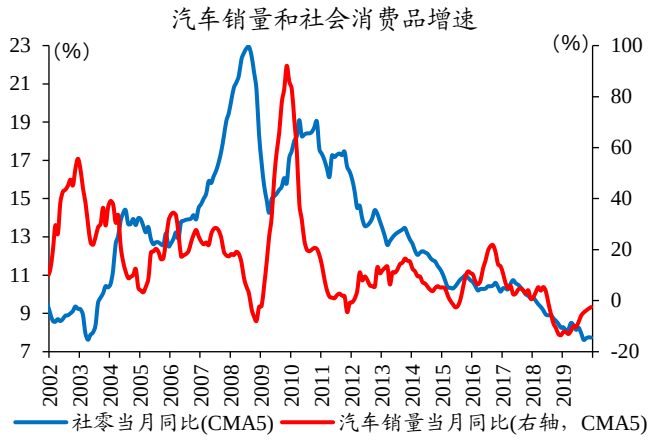
汽车生产和消费具有较强的经济拉动能力，是政策逆周期调节的重要抓手，呈现出一定的经济领先性。汽车消费受到居民收入和消费的影响，但实际数据表现来看，它们的相关性并不显著；汽车消费和宏观经济总体走势的相关性更高。由于汽车的经济拉动能力较强、可作为逆周期调节的重要抓手，2009-2010 年、2015-2016 年，均出台了汽车消费刺激政策。受政策的影响，汽车消费弱领先于经济变化，汽车制造业的库存也同步略领先于工业总库存变化。

图17：在部分年份，汽车消费和人均收入走势“相反”



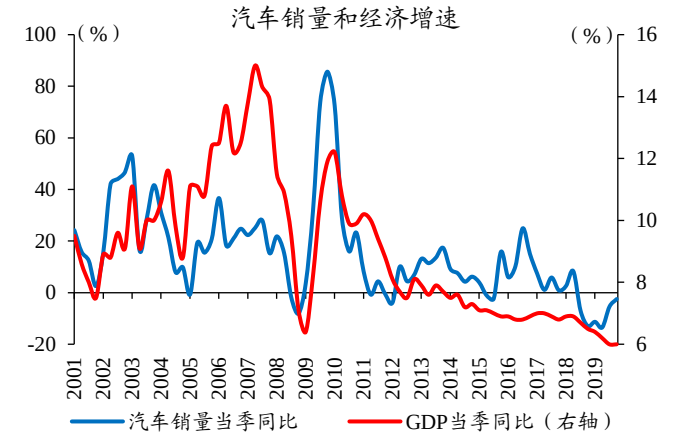
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：汽车消费和总体消费增速也会出现走势背离



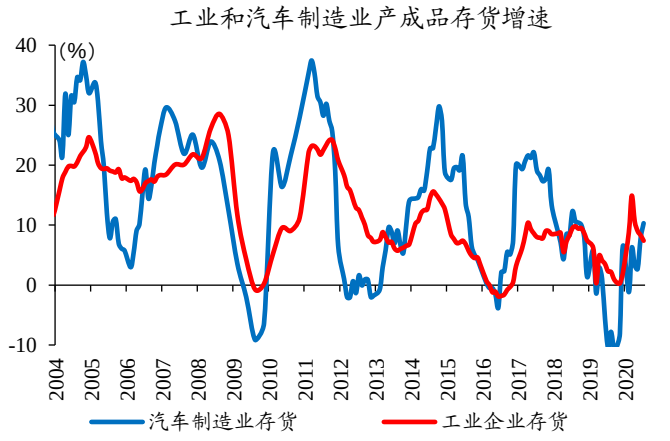
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：政策影响下，汽车消费弱领先于经济变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：汽车库存和工业库存基本同步或弱领先

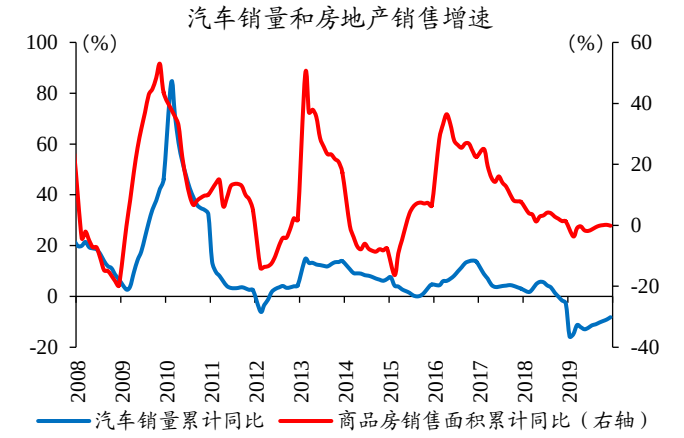


数据来源：Wind、开源证券研究所

除了直接的消费刺激政策，汽车消费还受宏观总量政策溢出效应的影响，呈现出和房地产、货币等较为相似的周期波动特征。货币环境、房地产市场、汽车消费等，都受总量宏观政策的影响，比如汽车销售比房地产销售的周期波动，基本同步或略滞后 1-2 个季度。商品房和汽车均属于高价值商品，居民对房产和汽车的购买行为

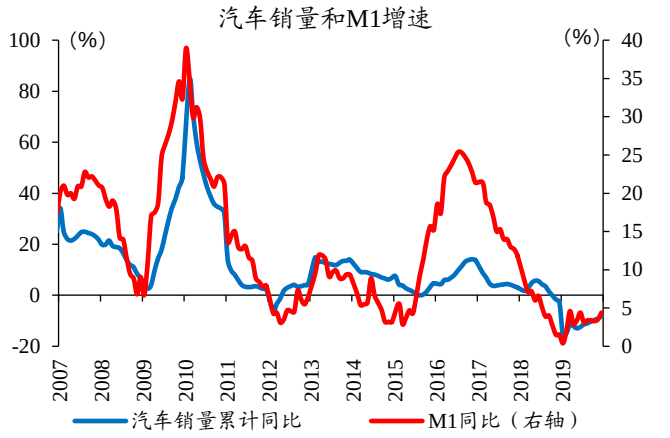
较为一致；而流动性环境对高价值商品消费的影响显著，这使得汽车消费和货币周期也具有较强一致性。

图21：汽车消费和房地产销售周期具有一致性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：汽车消费和货币周期具有一致性

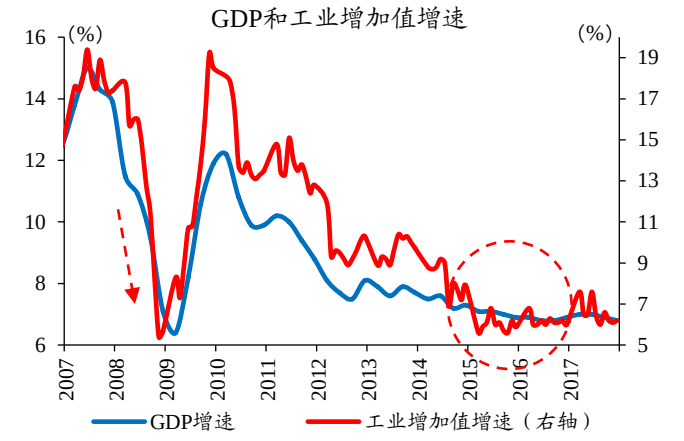


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 传统的汽车消费政策，对中低端的结构性提振最为显著

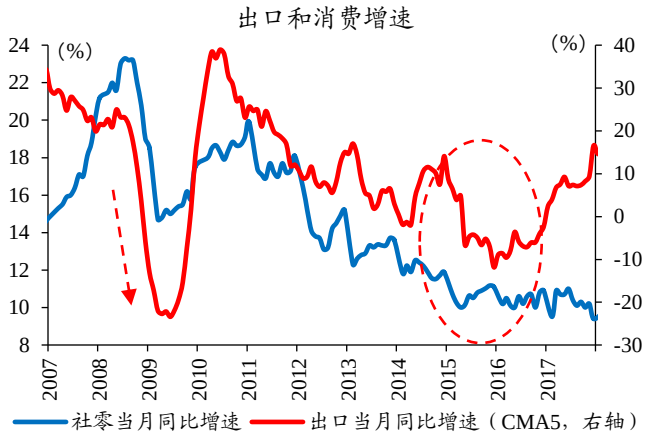
我国的汽车消费政策，集中体现在 2009-2010 年和 2015-2016 年，均在经济下行压力加大、汽车消费大幅下滑背景下出台。2008 年国际金融危机影响下，经济快速下行，汽车销量也大幅回落，乘用车销量增速从 3 月的高点 23.6%，降至 11 月的-10.3%。2015 年我国经济承压，GDP 和工业增加值增速均落入 7%以下，汽车消费再次出现负增长，2015 年中乘用车销量增速降至-6.6%。在经济下行、车市低迷的背景下，2009 年和 2015 年，我国推出了汽车消费刺激政策。

图23：2008-2009、2015-2016 年，我国经济阶段性承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：消费和出口均出现了明显下行



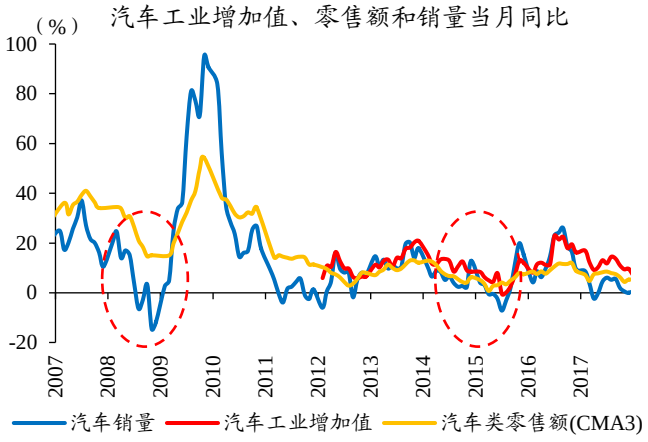
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2008-2009 年、2015 年，乘用车均出现连续负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：在销量拖累下，汽车相关生产和消费均陷入低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

2009 和 2015 年的汽车政策，主要为购置税减半、“汽车下乡”、“以旧换新”等全国性的需求刺激举措，通过大规模财政补贴来提振汽车消费。2009 年初，《汽车产业调整和振兴规划》出台，具体包括：1.6L 及以下小排量乘用车减按 5%征收车辆购置税、安排 50 亿元中央财政资金支持汽车下乡、安排 10 亿元中央财政补贴（后追加至 50 亿元）鼓励汽车报废更新等。2015 年，为提振汽车消费，国务院决定对 1.6L 以下排量乘用车减按 5%征收车辆购置税，并加快淘汰营运黄标车等。

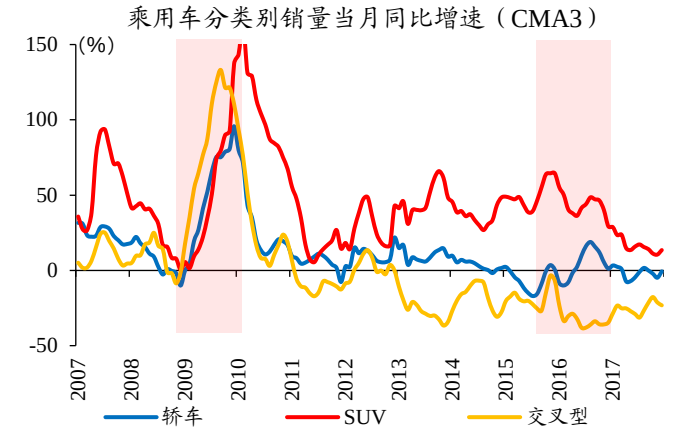
图27：我国在 2009 年和 2015 年，出台汽车政策促进消费



数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

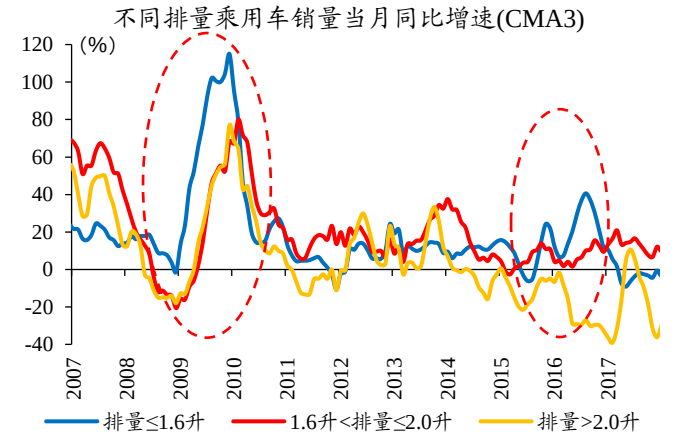
2009 和 2015 年的汽车政策，对汽车消费和生产形成了明显的结构性提振；小排量、中低档乘用车，受益最为显著。2009 年在政策刺激下，乘用车销量快速提升，从 2008 年底的-8.0%，修复到 2009 年底的 88.7%。“汽车下乡”和购置税减半政策中，交叉型、排量 1.6L 以下的乘用车受益最为显著，销量一度增长 100%以上。配合其他扩大内需、提振经济的举措，总量消费在 2009-2010 年也出现一定提振。2015-2016 年的汽车消费政策对车市也影响显著，主要为 1.6 升及以下的小排量乘用车受益明显。

图28：2009 年交叉型先回暖，2016 年轿车边际改善最大



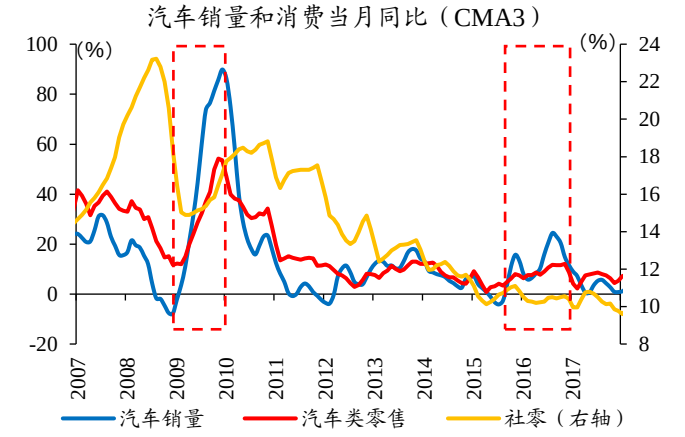
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：1.6 升以下的小排量汽车销量受政策提振明显



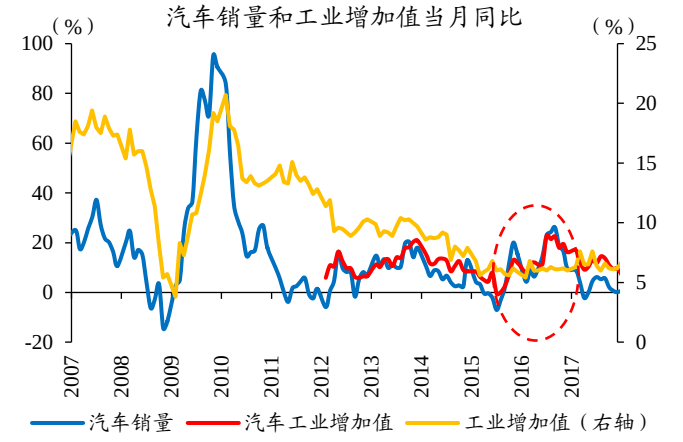
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2009 年大规模的政策举措，对总量消费形成提振



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：汽车消费的改善，会明显带动生产端上行



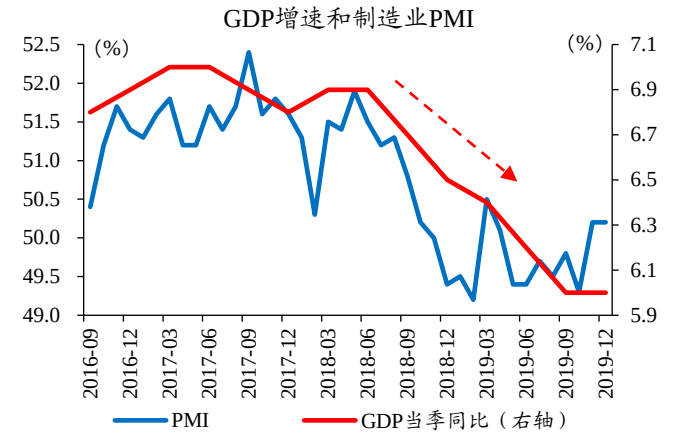
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 政策的“溢出效应”，对高端汽车消费形成支撑

3.1、 年初以来稳增长政策，带动高端汽车消费出现快速改善

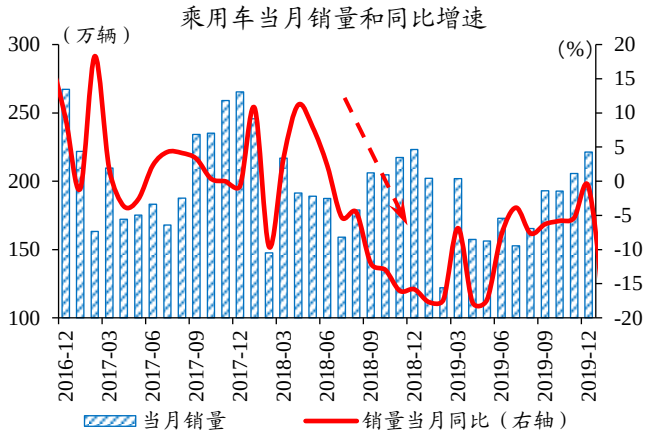
2018 年下半年以来，经济下行压力加大、汽车消费低迷；2020 年初疫情冲击下，乘用车销量一度同比下滑近 80%。2018 年受国内信用收缩、海外贸易摩擦等影响，经济下行压力凸显；汽车销量增速也持续下行、转为负增长。2020 年初以来，新冠疫情的冲击下，生产和内外需求均出现大幅下降；汽车消费也回落明显，单月销量同比降幅一度接近 80%。

图32：2018 年下半年以来，经济下行压力加大



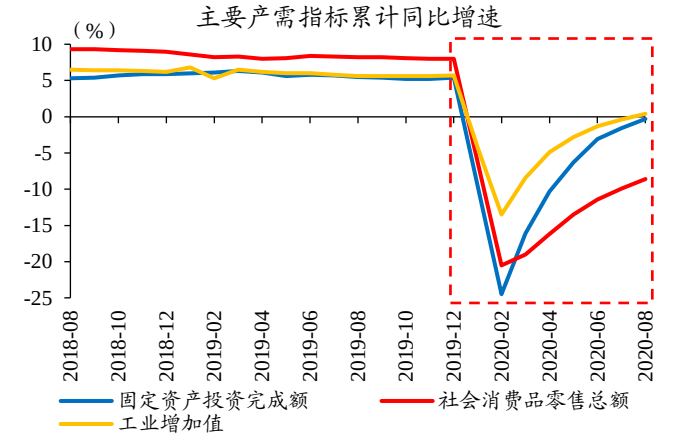
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：汽车消费快速回落，销量同比降幅超过 15%



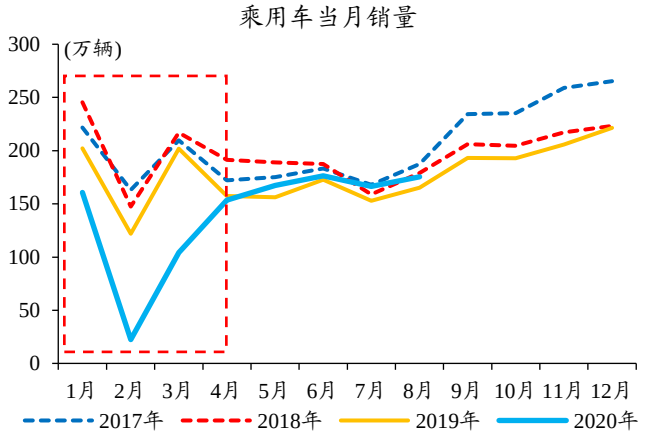
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2020 年初以来，疫情对经济带来较大冲击



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：1 季度乘用车销量大幅低于往年



数据来源：Wind、开源证券研究所

2018 年 3 季度至 2019 年，促消费政策大多从改善消费环境等供给侧着手，对汽车消费的直接提振较为有限。2018 年 9 月起，中央连续出台文件，提振居民消费。继续实施新能源汽车的购置税优惠和补贴政策，改善二手车交易，放宽汽车限购，鼓励地方政府提供购车补贴。这些政策以改善消费环境为主，对汽车消费的直接提振较为有限，2019 年汽车销量延续负增长。

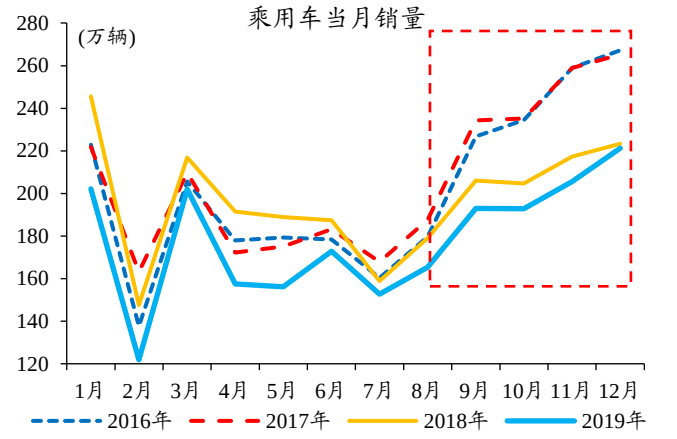
表2：2018-2019 年政策，更多从改善消费环境等供给侧着手

时间	文件/会议	内容要点
2018/9/20	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	促进汽车消费优化升级。鼓励发展共享型、节约型、社会化的汽车流通体系，全面取消二手车限迁政策。实施好新能源汽车免征车辆购置税、购置补贴等财税优惠政策。积极发展汽车赛事等后市场。鼓励和引导农村居民增加交通通信、文化娱乐、汽车等消费。
2018/9/24	《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》	继续实施新能源汽车车辆购置税优惠政策，完善新能源汽车积分管理制度。全面取消二手车限迁政策，便利二手车交易。修订报废汽车回收管理办法。
2019/1/18	优化市场供给、促进居民消费电视电话会议	着力扩大消费规模，因地制宜促进汽车、家电消费，有条件的地方要加大政策支持力度，满足人民群众对绿色智能新型汽车和家电的消费需求。

时间	文件/会议	内容要点
2019/1/28	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	地方可对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，给予适当补助。地方可对农村居民报废三轮汽车，购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，给予适当补贴。已实施汽车限购政策的地方，要优化机动车限购管理措施。
2019/3/5	国务院《政府工作报告》	稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢等设施建设。
2019/5/7	《关于加快道路货运行业转型升级促进高质量发展的意见》	对提前淘汰中重型柴油货车、高耗低效非标准汽车列车及罐车等老旧柴油货车的，给予适当补助。推广应用先进货运车型，全面推广高速公路差异化收费。
2019/5/23	《关于车辆购置税有关具体政策的公告》	自 2019 年 7 月 1 日起，纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款。
2019/6/3	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应加快由限制购买转向引导使用。对农村居民报废三轮汽车并购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，有条件的地方可商供货企业给予适当支持，积极发挥商会、协会作用组织开展“汽车下乡”促销活动，促进农村汽车消费。

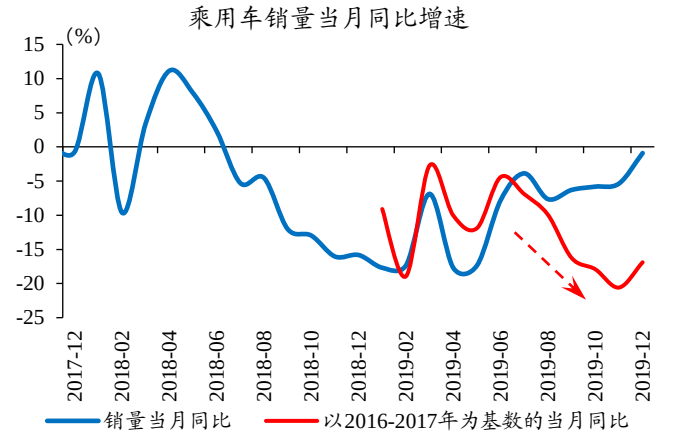
资料来源：中国政府网、发改委、开源证券研究所

图36：2018H2-2019，汽车销量大幅低于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

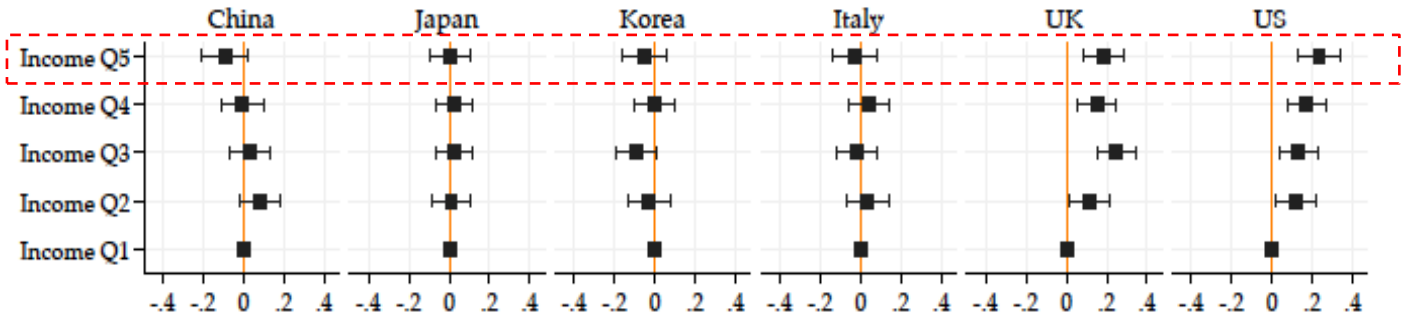
图37：剔除基数影响，2019 年下半年仍大幅负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年为应对疫情冲击，我国加大逆周期调节力度，政策溢出效应对汽车消费拉动显著。稳增长政策的溢出效应，推升高收入群体对房地产、汽车、奢侈品等高价值商品的消费倾向。比如政策影响下的资本市场回暖、带来高收入群体财富增长，有助于拉动高端消费。同时，各地汽车政策也明显加码，山西、广东、四川等多个省份，出台了购车补贴政策；杭州等城市，适当放宽限购政策，对汽车消费形成一定支持。

图38：面对疫情冲击，我国高收入群体消费表现相对更好[4]



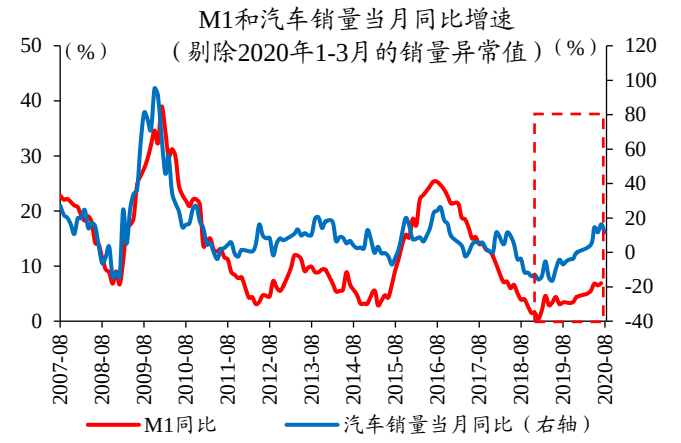
数据来源：Belot et al. (2020)、开源证券研究所

图39：政策等因素影响下，资本市场的快速回暖带来“财富效应”



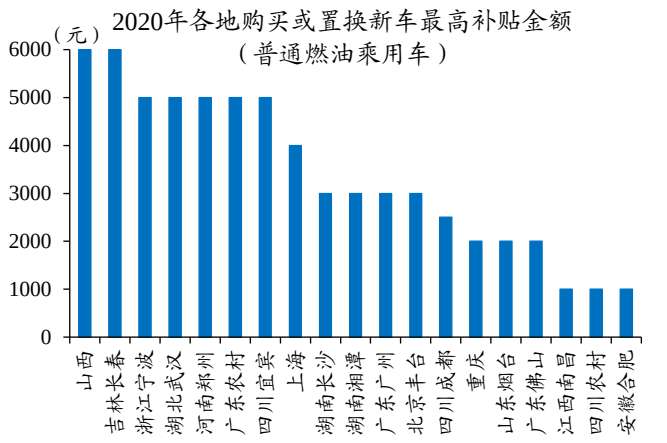
数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

图40：政策溢出效应，推动汽车消费的回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：部分地方提供数千元的购车补贴



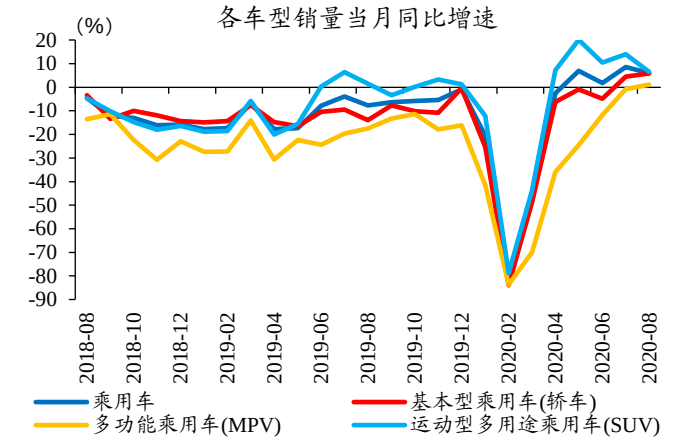
数据来源：各地方政府网站、开源证券研究所

[4] Belot et al.，Unequal consequences of COVID-19 across age and income: Representative evidence from six countries，VoxEU，2020。图中测算是基于中美日等 6 个国家的调查数据，调查时间为 2020 年 4 月第三周。调查样本按收入分成 5 组，其中最低收入为 Income Q1、是基准对照组，最高收入组为 Income Q5。横轴为各收入群体支出相对于基准对照组支出的降幅。数据显示，疫情冲击下，我国高收入群体相对于对照组的支出降幅为负值，即表明高收入群体的支出反而是相对更好的，并且收入越高的群体，支出表现越好。

3.2、 高端消费爆发带动产业景气，中低端消费修复仍需关注

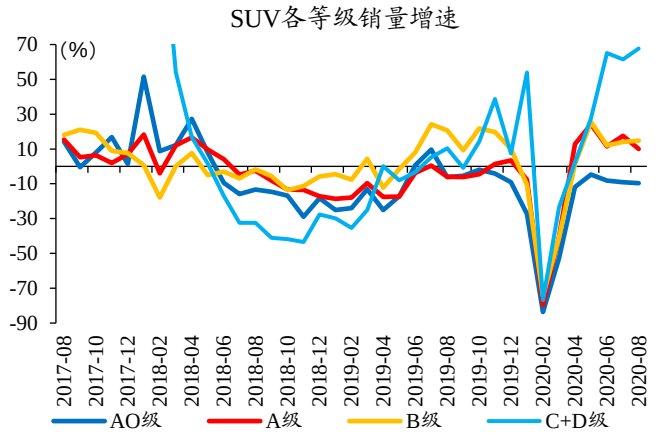
2020 年初以来的稳增长政策，主要拉动高端汽车消费大幅增长，呈现出和以往不同的结构性特征。往年在政策支持下，中低端、小排量汽车消费通常更为受益。而年初以来，在政策溢出效应主导下，高端汽车消费快速增长。比如 8 月高档和豪华 SUV 销量同比增长 67.7%，大幅高于中低档 7.5%的增速[5]；中高档轿车的销售也增长明显。在各档车型价格总体平稳的背景下，市场销售均价却持续抬升，侧面印证了汽车消费向高端倾斜。

图42：SUV 销量增长快于其他车型



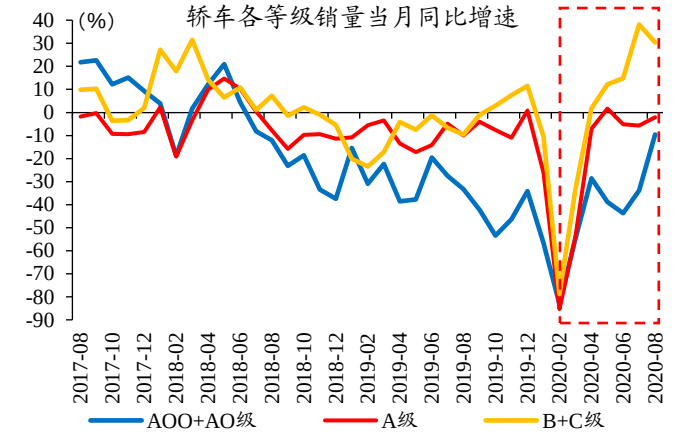
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：年初以来，高档 SUV 销量明显好于中低档



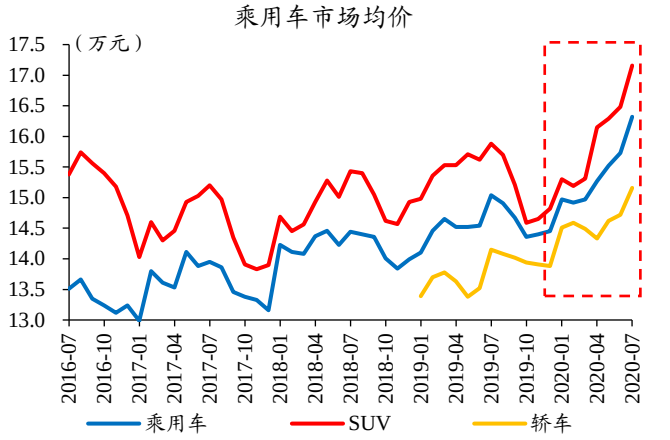
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：年初以来，高档轿车销售显著好于中低档



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：各档车辆价格平稳的情况下，市场均价持续抬升



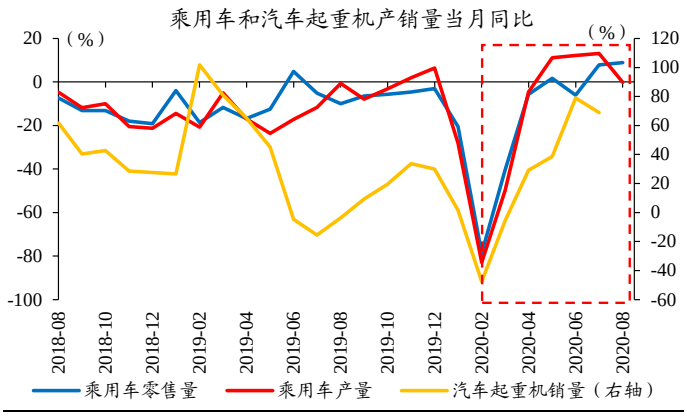
数据来源：Wind、开源证券研究所

在需求拉动下，汽车产业链呈现较高景气，汽车产销回暖、开工率保持相对高位，行业生产和营收也都快速回升。伴随汽车销售的持续回暖，5 月以来，乘用车产销量都从深度负增长转为正增长，全产业链呈现较高景气。比如汽车起重机销量，6-7 月份同比增长 60%以上；汽车轮胎开工率持续上行、高于往年同期水平，并拉动橡胶价格快速上涨超过 10%。产销两旺下，汽车制造业增加值和营业收入都快速回升，

[5] 此处把 C 级、D 级归为高档车和豪华车，AO 级、A 级、B 级归为中低档车。

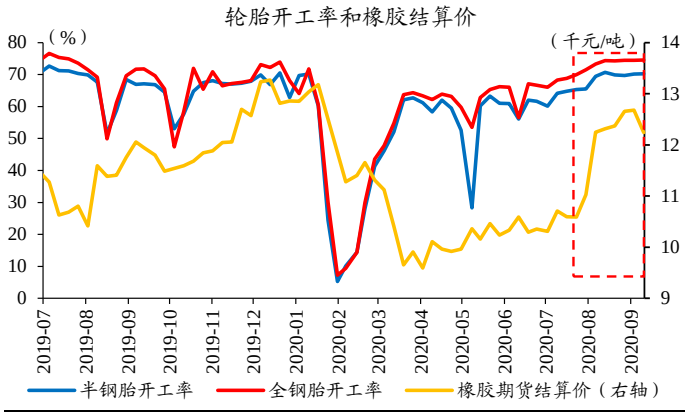
7 月增速均为 21.6%，大幅高于工业总体表现。

图46：2 季度以来，汽车的产销同步回暖



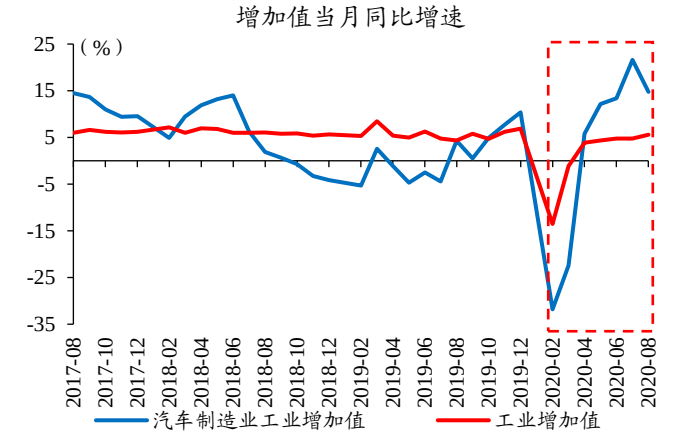
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：轮胎开工率保持相对高位，橡胶价格也显著回升



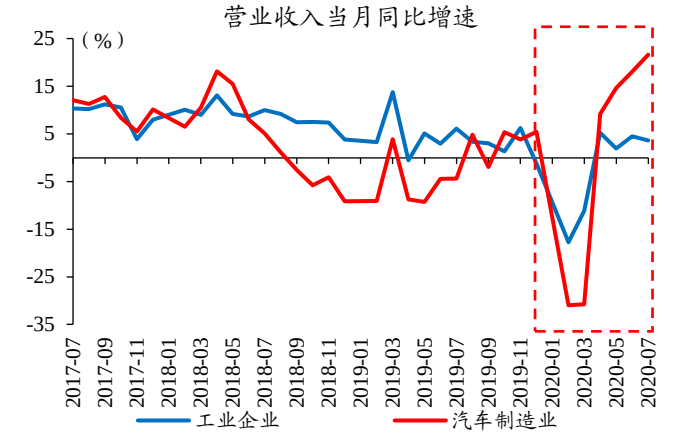
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：汽车制造业增加值快速反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

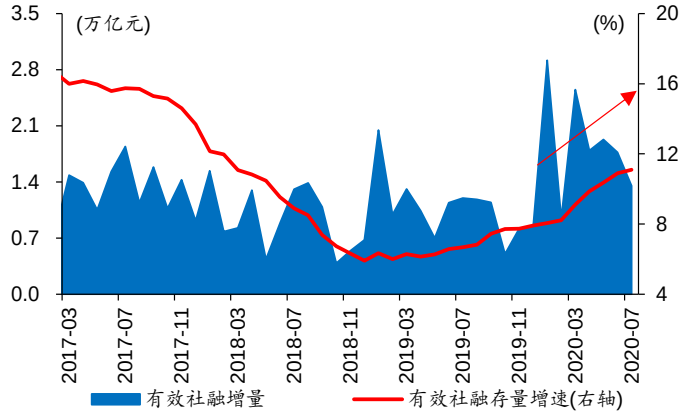
图49：汽车制造业营收显著增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

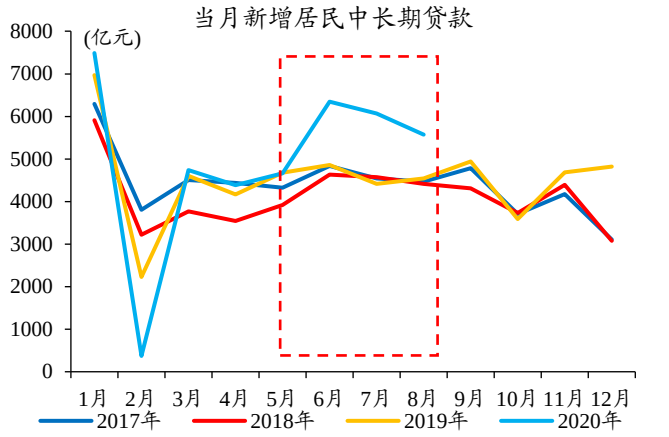
短期内，政策溢出效应对汽车消费或仍有支撑；中期来看，伴随居民就业和收入改善，中低端汽车消费也值得关注。未来一段时间，伴随广义财政加快落地、信用环境持续修复，宏观政策的溢出效应，对汽车消费（尤其是高端车型的消费）或仍有一定支撑。中期来看，伴随经济的持续回升、居民就业和收入水平的滞后改善，中低端车型的消费或值得进一步关注。

图50：实体融资需求改善，经济持续修复



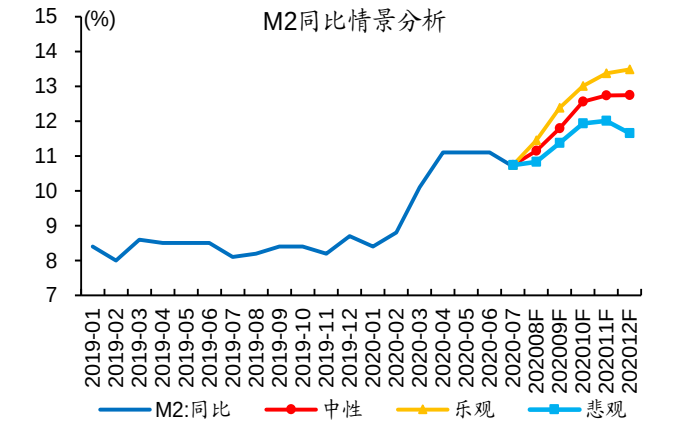
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：居民中长期融资扩张明显



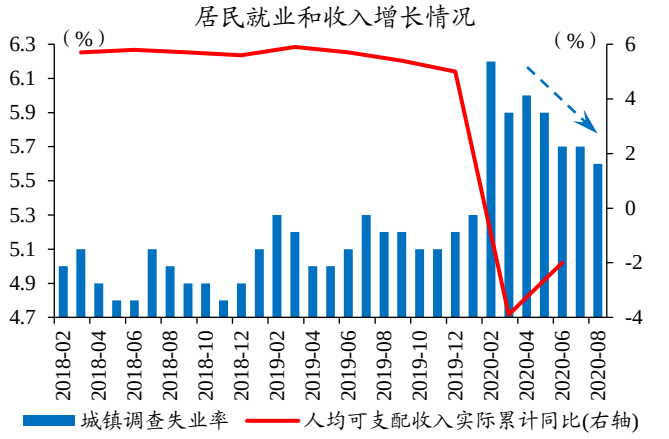
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：政策溢出或可对汽车消费形成一定支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：居民就业和收入修复相对滞后，或延续修复趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

通过以上研究，我们发现：

（1）汽车行业产值大、消费占比高，增加值和总产值占制造业比重在 7%左右，占居民非食品类商品消费的比重近 20%。在对各行业的产出拉动能力方面，仅次于房屋建筑（房地产投资）和土木工程建筑（基建投资），是拉动经济的“第三支柱”。

（2）汽车制造业中间投入品，主要包括钢铁有色、通用设备等中上游制造品，并对化工品、电子设备等形成间接拉动。其中，有色金属开采和冶炼压延，对汽车制造业的产出弹性最大。批发零售等配套服务、石油制品等互补产品，也显著受益。

（3）汽车消费经济拉动能力强、是逆周期调节的重要抓手；2009 和 2015 年，中央先后出台了购置税减半、“汽车下乡”、“以旧换新”等政策，通过大规模财政补贴刺激汽车消费。政策影响下，汽车消费呈现出和房地产、货币等相似的周期波动。

（4）前几轮政策推动下的汽车消费改善，结构特征突出；小排量、中低档乘用

车受益最为显著。2009 和 2015 年购置税减半政策，重点支持 1.6 升及以下小排量乘用车；相关车型消费受到明显提振，2009 年连续 7 个月保持 90%以上销售增速。

（5）2020 年初以来的稳增长政策，主要拉动高端汽车消费大幅增长，呈现出和以往不同的结构性特征。稳增长政策的溢出效应，抬升了高收入群体对房地产、汽车、奢侈品等高价值商品的消费倾向，比如 8 月高档和豪华 SUV 销量增长达 67.7%。

（6）未来一段时间，广义财政支出加快落地、信用环境持续修复，稳增长政策的溢出效应，对以高端汽车为代表的商品消费或仍有支撑。中期来看，伴随经济的持续回升、居民就业和收入水平的滞后改善，中低端车型的消费或值得进一步关注。

5、 风险提示

宏观经济或监管政策出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn