

汽车战“疫”

—疫情冲击车市，出台汽车政策性价比高

引言：疫情影响下，汽车销售面临大幅下滑压力，对 2020Q1 增长形成较大拖累。但随着疫情逐渐得到控制，为对冲经济下行，政府出台刺激汽车消费的政策方向也变得更加明确。那么，汽车销售下滑对一季度和全年的经济拖累有多大，政策对冲程度将如何，本文尝试对以上问题做出分析。

一、汽车产业链对宏观经济影响较大

1、消费的角度：汽车及其零部件零售额占社零比重高（为 9.6%，其他消费品类不超过 5%），且波动大，基本主导了社零消费变化。

2、产值的角度：汽车产业占名义 GDP 比重约为 6.7%，其中汽车工业固定资产投资占比 1.6%，消费类占比 5.1%，且上下游涉及到诸多制造业和服务业，对宏观经济影响仅次于房地产和基建。

3、投入产出表的角度：汽车对多数行业具有强外溢效应，其终端需求提升能够拉动多数行业生产加速，但其他行业对汽车的拉动并不明显，汽车是最终端的需求。往上游看，汽车需求主要影响到钢铁、有色金属、橡胶、玻璃等传统行业，同时也影响到电子元器件、铝合金、电池、电机、电控等新兴产业。

4、本轮经济下行，汽车拖累严重：本轮经济增速下行从 2017Q2 到 2019Q4 下滑 0.8%。汽车拖累表现在两个方面，一是消费，2017-2019 社零增速下滑 2.4%，汽车类零售额增速下滑 6%。第二是工业生产，汽车需求下降对其上游产业如黑色冶炼、有色冶炼、非金属制品加工、橡胶制品加工等行业生产拖累较大。

二、疫情影响下汽车政策为什么可能超预期？

1、回顾历史，政策对汽车消费影响较大，主要形式是车辆购置税的调整：2005 年以来，我国一共经历 4 轮汽车销量起伏，其中两次启动点均来自于车辆购置税减半政策，分别是 2009 年和 2015 年，购置税由 10%降至 5%，下调后汽车销量同比分别上涨 138%和 13%。

2 当前汽车库存周期位于历史底部：2000 年以来汽车经历五轮库存周期，最近一次周期顶点始于 2017 年，产成品库存同比由 20.7%下行至-10.6%，并在底部持续 5 个月左右，库存去化非常充分。

3、疫情影响下，车市“雪上加霜”，此时推进汽车政策性价比高：疫情影响有三个方面：生产端产量下降，盈利受损；需求后移，但不会消失；库存底部但去库存仍将持续。粗略估算，若 2020Q1 汽车销量下滑至-50%，将对社零造成 1.7%拖累，对经济增长影响 0.9%。若全年汽车销量下滑至-7%，将对社零造成 0.2%拖累，对经济增长影响 0.1%（销量测算根据国金汽车团队）。当下，汽车行业整体基本是出清的，三表修复比较干净，此时刺激需求将会带动生产更多的改善同时进入补库存周期，因此，相较于房地产和基建，推进汽车政策性价比更高。

4、汽车消费增长空间仍存：根据世界银行数据，2019 年我国汽车千人保有量排名 17 位，远低于美国、日本等国。而现阶段大城市交通拥挤可能是网约车造成，并非汽车保有量过高，我国汽车消费空间仍存。

5、新能源车、智能驾驶等汽车板块能够为 5G、电子等高新技术产业提供很好的应用场景，创造新的潜在需求，契合政策取向。

6、政府不愿再次大力度刺激地产和基建，而汽车作为新兴产业和消费的载体有可能获得更大的支持。

三、刺激汽车消费政策可能的六大方向

第一，新能源车补贴退坡放缓；第二，汽车换购补贴；第三，不同地区不同程度放松限购、限牌；第四，落实汽车与 5G 等新兴产业形成协同，例如智能驾驶；第五，电动车下沉，推动农村车辆消费升级；第六，下调车辆购置税。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、汽车产业链对宏观经济影响较大	4
1、汽车是除房地产和基建外最重要的产业之一.....	4
2、投入产出表角度看汽车	6
3、本轮经济下行，汽车拖累严重	6
二、疫情影响下汽车政策为什么可能超预期?	7
1、回顾历史：政策主导汽车消费，最大影响来自购置税.....	7
2、当前汽车库存周期位于历史底部.....	8
3、疫情影响下，车市“雪上加霜”，此时推进汽车政策性价比高	9
疫情影响对汽车产业的影响主要体现在三个方面：	9
4、汽车消费增长空间仍存	11
5、新能源车、智能驾驶等汽车板块与 5G、电子等新兴产业协同，创造新的需求，符合政策取向	12
6、政府不愿再次大力度刺激地产和基建，而汽车作为新兴产业和消费的载体有可能获得更大的支持.....	13
三、刺激汽车消费政策可能的六大方向.....	14
1、新能源车补贴退坡放缓，继续出台直接、间接扶持政策	14
2、汽车购买（换购）补贴	15
3、不同地区、不同程度放松限购、限牌	16
4、落实汽车与 5G 等新兴产业形成协同，例如车联网、智能驾驶等.....	16
5、电动车下沉，推动农村车辆消费升级	17
6、下调车辆购置税	17

图表目录

图表 1：汽车类消费的社零占比最高（%）	4
图表 2：汽车类消费走势决定社零走势.....	5
图表 3：汽车类消费波动更大	5
图表 4：汽车在宏观经济中的占比仅次于基建投资和房地产投资.....	5
图表 5：中间使用其他行业产品（万亿元）	6
图表 6：中间投入到其他行业（万亿元）	6
图表 7：汽车需求下降对本轮经济下行拖累严重	7
图表 8：汽车消费受政策主导（%）	8
图表 9：汽车库存去化较为充分（产成品存货，%）	8
图表 10：汽车销量下滑对消费和经济的影响测算	9

图表 11: 半钢胎开工率为历史同期 40%左右.....	9
图表 12: 全钢胎开工率为历史同期 70%左右.....	10
图表 13: 汽车应收账款下降, 营业收入回升.....	11
图表 14: 汽车从业人员同比下降 (%)	11
图表 15: 经营性现金流/营业收入有所改善	11
图表 16: 偿债能力有所提升	11
图表 17: 我国汽车千人保有量仍然较低 (辆)	12
图表 18: 2015 年以来我国房价全球涨幅最大 (%)	13
图表 19: 地方政府杠杆率攀升.....	14
图表 20: 基建净利润率较低.....	14
图表 21: 全球汽车电动化趋势.....	15
图表 22: 新能源车政策力度有望加大.....	15
图表 23: 各地出台相关汽车限购、限牌放松及汽车换购补贴政策.....	16
图表 24: 车辆购置税有下调空间.....	17

引言

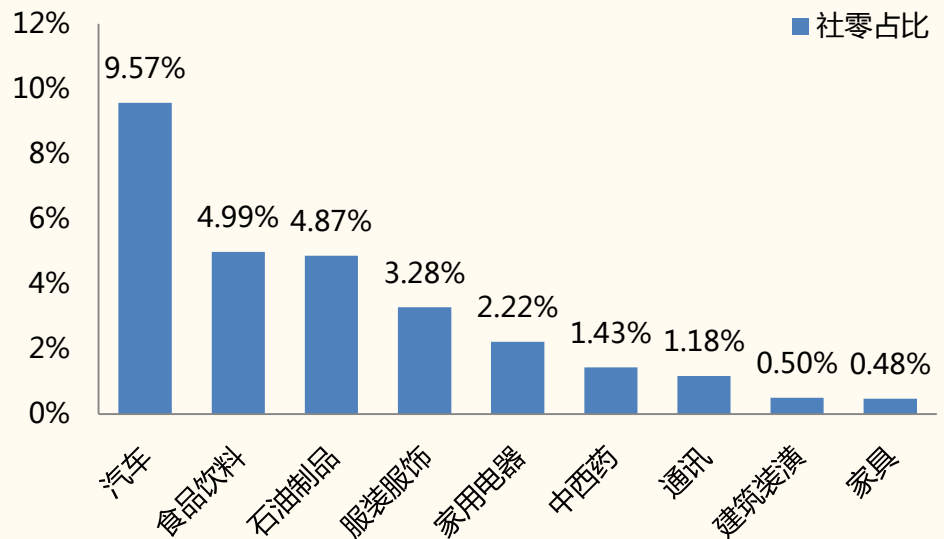
疫情影响下，汽车销售面临大幅下滑压力，对 1Q2020 增长形成较大拖累。但随着疫情逐渐得到控制，为对冲经济下行，政府出台刺激汽车消费的政策方向也变得更加明确。近期，中央主持召开政治局常委会就应对新型冠状病毒肺炎疫情防控工作提出了要求。在关于如何保持经济平稳运行方面，提到“扩大消费是对冲疫情影响的重要着力点之一”、“要积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费”。那么，汽车销售下滑对一季度和全年的经济拖累有多大，政策对冲程度如何，本文尝试对以上问题做出分析。

一、汽车产业链对宏观经济影响较大

1、汽车是除房地产和基建外最重要的产业之一

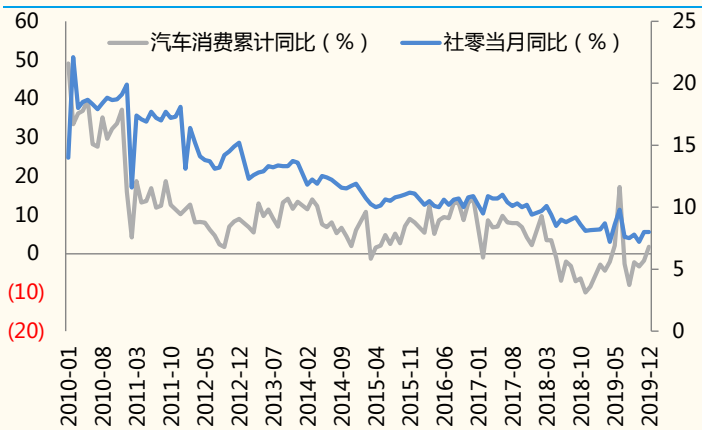
汽车类消费占比高，波动大，基本主导了社零消费变化。2019 年汽车类（汽车及其零部件）零售额占社零消费比重 9.6%，在主要几个消费品类中，占比最大。其他主要消费品类例如地产消费链条（建筑装潢、家具和家用电器）、石油制品消费、食品饮料、服装服饰分别占比 3.2%，4.9%，5.0%，3.3%，远低于汽车消费。此外，汽车消费增速变化受到宏观经济、居民收入等供需因素的影响，波动远大于其他品类消费。从统计局数据上看，汽车类零售额同比变动基本决定了社零消费同比走势，相较之下，除汽车外消费品变化非常平稳。

图表 1：汽车类消费的社零占比最高（%）



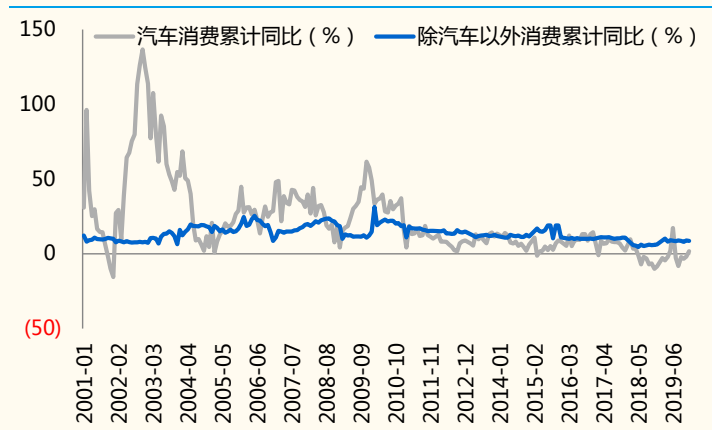
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2: 汽车类消费走势决定社零走势



来源: Wind, 国金证券研究所

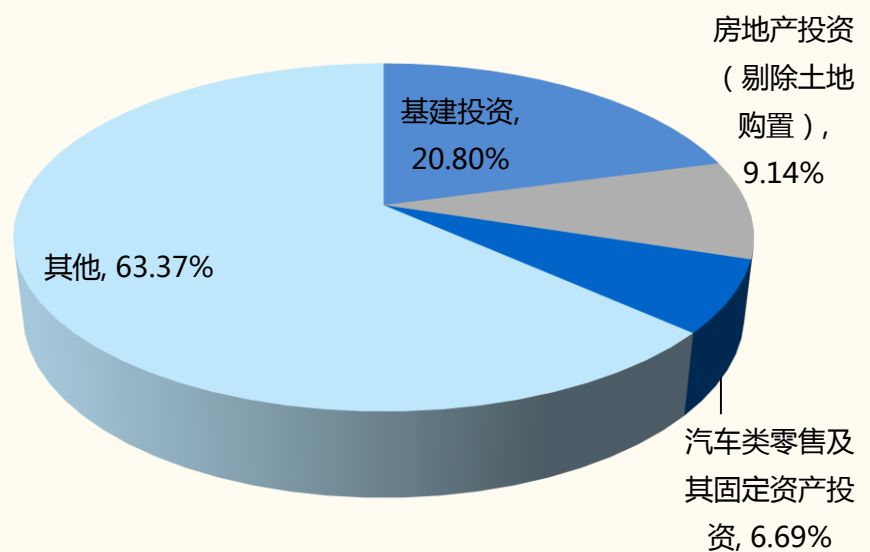
图表 3: 汽车类消费波动更大



来源: Wind, 国金证券研究所

汽车对宏观经济的影响仅次于基建和房地产。近一段较长时期，我国宏观经济增长主要依赖于房地产和基建，但汽车产业链是除房地产和基建外最重要的产业之一。从产值的角度上，汽车产业占 GDP 比重约为 6.7%（其中固定资产投资占 1.6%，汽车类零售占 5.1%），房地产扣除土地购置费后占 9.1%，基建占 20.8%。虽然基建投资占比最高，但房地产产业链上下游涉及行业较多（从上游钢铁、水泥，中游工程机械，再到下游家电、装潢等，房地产连接着诸多制造业和服务业），因此地产对于我国经济增长的影响更大。而汽车与之类似，是多数多数行业的终端需求，其产业链涉及行业较多（上游金属、橡胶、玻璃、汽车零部件等材料，中游生产制造，下游消费市场等）对经济增长的拉动同样较大，仅次于基建和房地产。

图表 4: 汽车在宏观经济中的占比仅次于基建投资和房地产投资



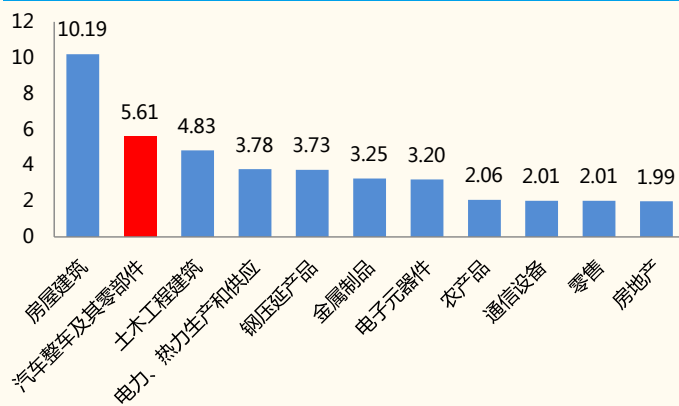
来源: Wind, 国金证券研究所

2、投入产出表角度看汽车

汽车对多数行业具有强外溢效应，其终端需求提升能够拉动多数行业生产加速，但其他行业对汽车的拉动并不明显，汽车是最终端的需求。从投入产出表的角度看，汽车整车及其零部件制造使用到了多数行业的产品作为中间投入，然而汽车并不作为多数行业的中间产品，因此汽车需求将拉动多数行业生产，但其他行业对汽车拉动不多。2017 年投入产出表数据显示，汽车整车及其零部件中间使用其他行业产品总值 5.6 万亿，除房屋建筑 10.2 万亿外所有行业最高，占中间投入合计 3.9%。但汽车及其零部件作为中间投入被其他行业使用的总值仅为 3.8 万亿，位列行业第八，占中间投入合计的 2.7%。值得注意的是，汽车整车中间使用其他行业产值为 2.8 万亿，但其作为中间投入仅 0.4 万亿，可以说，汽车行业对多数行业具有较高外溢效应，整车需求增加能够拉动多数行业增速，但相对来说其他行业对汽车的拉动并不明显。

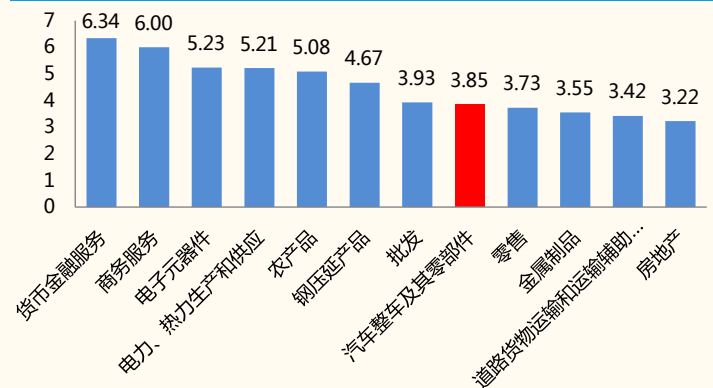
往上游看，汽车需求主要影响到钢铁、有色金属、橡胶、玻璃等传统行业，同时也影响到电子元器件、铝合金、电池、电机、电控等新兴行业。投入产出表中汽车整车及其零部件中间使用的行业主要包括两个方面：第一是零部件加工、生产、制造方面，例如钢压延产品、有色金属合金、电池、电机、电控、金属、塑料、橡胶、电子元器件、玻璃等；第二是整车组装、整合、销售服务方面，例如零售、批发、商务服务、家具、科技推广应用服务等，我们将其提炼为传统行业和新兴行业两个领域。

图表 5：中间使用其他行业产品（万亿元）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：中间投入到其他行业（万亿元）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

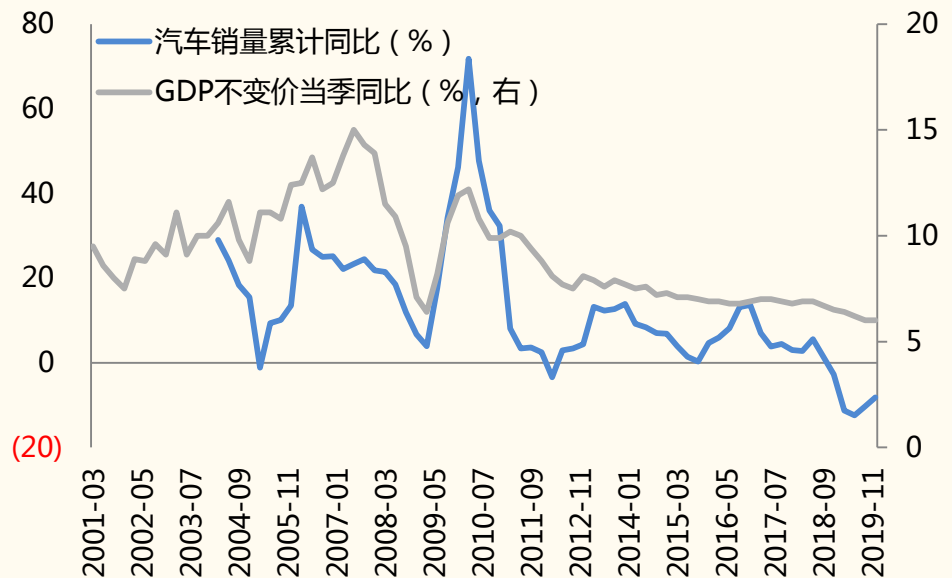
3、本轮经济下行，汽车拖累严重

汽车需求下降，对本轮经济下行形成拖累。从汽车销量看，2005 年以来共有 4 轮汽车成长周期，每一轮汽车销量下滑均伴随着经济下行。本轮汽车销量增速始于购置税上调，由 2016 年 12 月 13.6% 下行至 2019 年 6 月 -12.4%，跌近 26 个百分点，2018 年 4 季度开始进入负增长。与此同时，实际 GDP 同比由 6.9% 降至 6.2%，下降 0.7 个百分点，汽车需求的下降对经济造成了一定拖累。

汽车需求下滑对消费和相关制造业生产拖累最为严重。首先是消费，本轮经济下行始于 2017 年 6 月，社零消费累计同比由 10.4% 降至 2019 年 12 月 8.0%，而

汽车零售额累计同比则由 5.2% 降至 -0.8%。前文论述中，我们知道汽车对社零消费具有主导作用，汽车需求下降对消费拖累最大。其次是工业生产，汽车需求下降对其上游产业如黑色冶炼、有色冶炼、非金属制品加工、橡胶制品加工等行业生产拖累较大。

图表 7: 汽车需求下降对本轮经济下行拖累严重



来源: Wind, 国金证券研究所

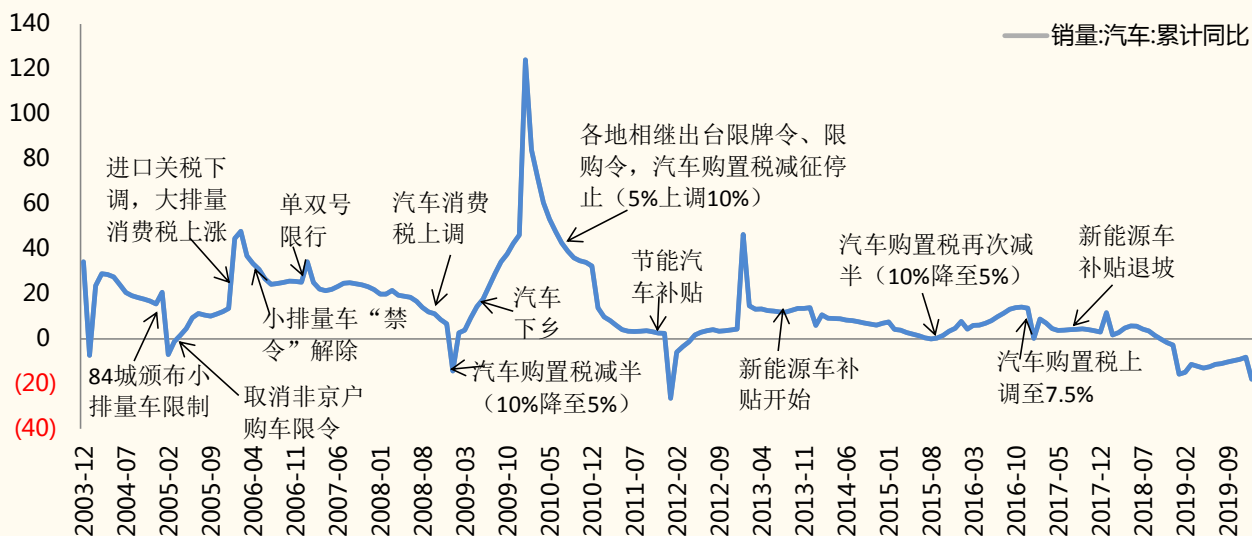
二、疫情影响下汽车政策为什么可能超预期?

1、回顾历史: 政策主导汽车消费, 最大影响来自购置税

政策对于汽车消费意愿影响较大, 从历史上看, 政策的主要形式是车辆购置税的调整。2005 年以来, 我国一共经历 4 轮汽车销量周期, 第一轮是 2005-2008 年, 第二轮是 2008-2011 年, 第三轮是 2012-2015 年, 第四轮 2015-2019 年, 而每一轮周期除了受到宏观经济波动的影响, 更重要的是国家政策支持与收紧。而其中较为重要的两次汽车销量启动点分别是 2009 年和 2015 年, 汽车销量同比转负, 国家出台政策将车辆购置税由原先的 10% 减半至 5%, 而周期的下行也伴随着汽车购置税减征停止, 因此汽车购置税调整是影响汽车消费最重要的因素。

此外, 还有限牌令、限购令、新能源车补贴与退坡、小排量车限制、汽车消费税、汽车下乡等政策影响汽车消费。2005 年第一轮汽车周期启动的两个因素分别是宏观经济高速增长带来的需求提升, 以及小排量车限制禁令解除政策。汽车销量同比由 2005 年 2 月 -6.9% 升至 2006 年 8 月的 24.6%, 随后在限行以及消费税上调, 叠加 08 年全球金融危机影响下开始下滑。而第三轮周期启动于 2012 年, 当时各地出台限购限行, 车市低迷, 一度出现销量负增长, 而随着新能源车和节能汽车补贴, 新一轮上升周期开始。可以看到, 国家除了从购置税方面影响汽车消费, 还能通过限牌、限购、限行、补贴与退坡、汽车下乡等方面影响汽车消费。

图表 8: 汽车消费受政策主导 (%)

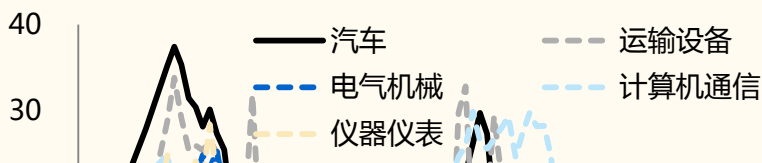


来源: Wind, 国金证券研究所

2、当前汽车库存周期位于历史底部

汽车库存去化较为充分。通过对比下游多个制造业电气机械设备、运输设备、计算机、仪器仪表的去库存趋势, 发现汽车产成品库存底部迹象较为明显, 且库存去化较为充分。汽车的产成品库存自 2017 年初开始一直下行, 由 20.1%下行至现阶段-10.6%, 底部已持续 5 个月左右。相对应的是汽车营收不断下降, 处于主动去库存阶段, 但自 2019.2 以来, 营收增速为负但边际有所企稳, 连续 10 个月上升, 所以目前汽车整体呈现被动去库存趋势。

图表 9: 汽车库存去化较为充分 (产成品存货, %)



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6861

