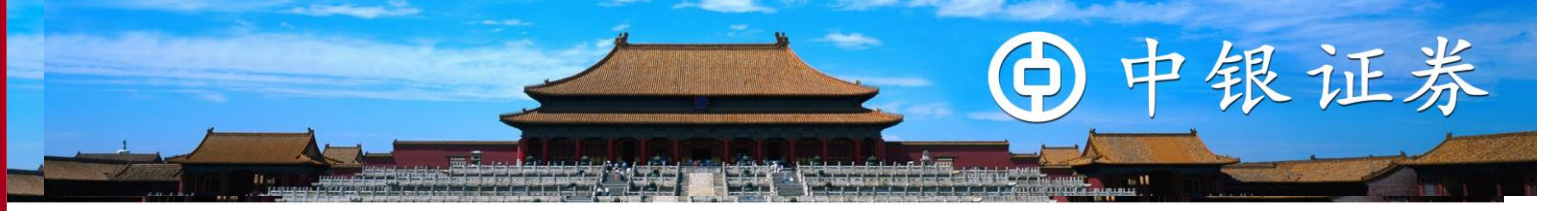
策略周报

商品 Risk off，A 股 Risk on

全球需求下行导致商品库存被动积累到杀价去库过程中，商品市场或将呈现下行趋势，A 股有望走出独立行情。

- **随着全球经济衰退预期加深，大宗商品 Risk off 特征明显**。与此同时，股票市场和商品正在从同步走向分化，尤其是 A 股市场，在全球商品下跌，通胀预期调降的背景下更加受益。当前全球经济的衰退预期增强，从短周期定位上，以美国为代表的发达经济体进入库存周期下行阶段，衰退早期迹象明显。按照库存周期下行商品市场的运行规律，大宗商品或进入量价齐跌的主跌行情阶段。商品下跌，A 股有望走出独立行情。国内与海外不同，下半年短周期处于衰退后期到扩张早期阶段。22Q2 经济触底与 12Q3，18Q4 类似，都具备通胀下行，流动性宽松的宏观背景，A 股市场因此受益。国内经济率先企稳，人民币升值预期增强，A 股走出独立行情也加大了下半年场外资金和外资流入的强度，从而在微观流动性上支撑股市走强。行业上，建议重点关注我们中期策略提示的超配方向：电新、电子、军工、汽车、食品饮料、农林牧渔等。
- **下半年 A 股将迎来分子与分母端制约因素的双双缓和，实际需求触底回升与 PPI 下行背景下，A 股市场或将迎来 U 型反转**。短期"美下中上"的基本面格局是独立行情的重要支撑，而这一基本面格局是下半年 A 股分子端的重要支撑。充裕的流动性环境是反弹行情的助推。4 月末以来短端资金利率大幅走低，需求修复的斜率弱于流动性投放，导致过剩的流动性囤积在金融市场。5 月以来，伴随着国内基本面预期的好转，市场做多情绪不断累积，前期跌幅较大而近期利好不断的赛道股成为资金加仓的主要方向，而充裕的资金环境成为反弹行情的助推。
- **高景气成长延续与消费企稳**。自 4 月底触底回升以来，高景气成长反弹动量与持续性较强，消费类行业回落后近两周明显企稳回升，而随着经济向上拐点预期的出现，稳增长行情的窗口期逐步面临关闭，资源通胀链相关行业在美国衰退预期下跟随大宗商品价格回落而承压。四条主线中，稳增长与资源通胀逻辑方面面临一定压力，阻力最小的方向仍在成长与消费方向。建议继续关注我们在中期策略报告中推荐的超配方向：电新/半导体/军工/食品饮料/农林牧渔，汽车行业短期涨速过快，热度与拥挤度较高，短期或面临一定波动，但销售放量贝塔与国产汽车链价值份额提升的阿尔法趋势未变。
- **成长内部天平倾斜具有持续性**。此前科技成长内部所谓"硬科技"新半军行业与"软科技"TMT 行业走势出现了超过两年的大幅悖离。在我们判断下半年成长风格将继续占优的背景下，这种成长内部的分化裂口扩大趋势会持续延续。成长内部收益分化主因产业景气之间的大幅分化。"硬科技"新半军各行业 ROE 盈利能力较 TMT 行业实现大幅上行，在景气分化的同时，2016 年后互联网+行情带来的 TMT 牛市扰动结束后公募基金对"新电军+TMT"这六个科技成长行业长期超配比例大部分时间稳定在 6%-8%区间，整体超配幅度保持稳定，但从内部结构拆解来看，2020 年后在总比例保持不变的前提下，持续主动降低 TMT 行业超配比例，头寸完全向新电军行业倾斜，科技成长内部软、硬科技板块在存量总资金、存量总景气，以及基本面相对景气尚无法扭转的背景下持续分化。
- **优惠政策密集落地，新能源汽车或再迎红利期**。近段时间以来，各大地区为进一步释放消费潜力促进消费，加快促进消费回补和潜力释放，提振消费信心，陆续出台促进消费若干措施或政策，新能源汽车或再迎政策红利期。整车企业受益政策推动，配套产业迎来爆发期。疫情期后车企生产恢复，救市政策加速行业回暖，5 月中下旬以来，国内多地疫情得到有效控制，新能源汽车产业链相关企业产能进一步释放，叠加今年政策力度较往年更大，5 月新能源汽车销量远超往年同期，EV 及 PHEV 销量同比高速增长，预计下半年仍有一定上涨空间。同时，随着新能源汽车下乡活动的落地及相应补贴政策的实施，相关配套产业如充电桩、动力电池等也将迎来市场的进一步追捧。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**。


中银证券

观点回顾

——20211203《科技突围》：科技之光将为明年 A 股注入能量。本轮科技行情有可能复制上世纪 80 年代的美股表现，将贯穿中周期始终，并与新一轮康波周期复苏叠加。

——20220213《成长的烦恼》：成长仍处在黎明前黑暗的阶段，降低仓位和风格切换都是权宜之计，一旦后续情绪转好，科技突围仍然是今年最好的选择之一。

——20220320《政策底与多头思维》："金融委"会议为股市定调，"一行两会"纷纷表态后续跟进，政策底信号明确；市场底滞后政策底，仍需等待但已为期不远，A 股进入 U 型底部区域，保持多头思维。

——20220514《反弹的必要性已经具备》：海外逐步开启衰退交易，A 股无需过度悲观，超跌反弹行情后期关注三条行业配置线索。

市场热点思考

上周伴随着全球经济衰退预期加深，大宗商品无论工业品、能化、农产品多品种出现了不同程度的同步下跌，Risk off 特征明显。我们前期报告一直反复强调，在去年看好大宗年度行情后，**今年对商品市场转向谨慎**；因此当前市场的下跌并未超出我们的预期。与此同时，股票市场和商品正在从同步走向分化，尤其是 A 股市场，在全球商品下跌，通胀预期调降的背景下更加受益。本篇报告，我们将讨论商品和股票背后运行的逻辑以及一些重要推论。

策略视角的大宗商品研究，我们有一定储备。在 2020 和 2021 年分别发布了两篇商品的深度报告《一波三折，新周期下的工业品行情推演》，《周期视角下的商品轮动》。两篇报告总结了在不同周期定位下，大宗商品的轮动特征，在偏左侧位置推荐了工业品和能化的投资机会。进入 2022 年在一些报告里面，我们提示大宗商品的见顶拐点。

当前全球经济的衰退预期增强，从短周期定位上，以美国为代表的发达经济体进入库存周期下行阶段，衰退早期迹象明显。从过往四轮库存周期验证，商品和股票下跌的概率偏大。从商品内部分类，对经济周期更敏感的工业品下跌幅度领先商品总体；农产品和能化也跟随下跌，但主跌段更多在衰退后期；贵金属相对收益明显。上周我们看到，随着美国公布 6 月 PMI 数据不及预期，商品市场 Risk off 开启。按照库存周期下行商品市场的运行规律，大宗商品或进入量价齐跌的主跌行情阶段。

图表 1. 国内不同库存周期下大类资产表现（2005.1-2020.1）

			股	债	商品	南华工业品	南华农产品	南华能化	黄金
主动补库	2006/6	2008/2	222.46	1.41	(1.09)	(12.91)	6.83	(22.67)	40.34
	2009/10	2010/6	(1.20)	3.88	6.32	5.69	5.52	6.34	21.63
	2013/6	2013/11	(3.65)	(2.88)	1.34	1.20	1.59	2.62	(5.17)
	2016/6	2018/4	10.28	1.64	39.10	50.69	4.63	45.61	9.06
被动补库	2008/3	2008/9	(50.74)	1.59	(10.89)	(1.42)	(16.51)	16.32	(16.06)
	2011/6	2011/10	(11.88)	0.16	(10.66)	(13.20)	(7.48)	(13.18)	5.74
	2013/12	2014/8	3.79	4.97	(11.95)	(15.71)	(7.01)	(21.41)	3.22
	2018/4	2018/11	(23.24)	4.93	6.60	12.04	(3.74)	10.69	(6.93)
主动去库	2005/1	2005/7	(19.63)	6.95	12.29	18.90	8.77	13.42	(2.52)
	2008/10	2008/12	(14.29)	4.67	(27.29)	(37.66)	(13.55)	(40.09)	(11.71)
	2011/10	2012/9	(12.40)	6.30	(4.40)	(8.38)	0.26	(8.20)	4.19
	2014/9	2015/3	47.09	6.83	(5.56)	(7.60)	(1.31)	(5.64)	(5.75)
	2018/11	2019/9	20.14	5.36	1.96	1.97	(6.22)	(7.53)	25.13
被动去库	2005/8	2006/5	38.72	3.07	19.69	62.94	(7.95)	19.06	52.42
	2009/1	2009/10	68.20	(1.77)	36.27	58.02	12.40	42.83	13.28
	2012/10	2013/8	5.06	2.23	(11.19)	(12.51)	(6.10)	(7.77)	(26.07)
	2015/4	2016/5	(13.31)	8.00	8.30	7.83	1.84	10.54	9.25
	2019/10	2020/1	9.92	1.64	4.07	3.84	6.51	3.95	6.10

资料来源：万得，中银证券

我们前期一直强调决定商品价格的三个因素，全球需求，流动性溢价以及供给冲击。当前两个因素已经出现了明显的转向；伴随着欧美加息紧缩进程，全球需求步入衰退的概率再放大，IMF 等国际组织不断下调全球增长预期；另一方面，流动性紧缩也带来的商品金融溢价的收缩；而供给的收缩对商品定价也比较充分。**全球需求下行导致商品库存被动积累到杀价去库过程中，商品市场或将呈现下行趋势。**

在短周期不同阶段，商品和股市走势大多是同步的，有时也会出现阶段性的反向。当前商品市场下跌有利于降低全球的通胀预期，这也是美股近期反弹的逻辑。在美国经济步入衰退后，美债利率大概率会见顶回落，这会压缩短端和长端的期限利差，从而降低市场对美联储后续加息的力度的预期。我们认为美股的主跌段已经过去大半，但其仍然处于弱势震荡的格局，很难走出逆势上涨的趋势。一方面，美股对经济衰退还没有充分定价；另一方面，美国通胀输入性因素只是其一，其自身的工资螺旋推动明显，具有一定价格粘性；考虑后续缩表的预期，美股现在谈企稳还为时过早。

商品下跌，A 股有望走出独立行情。国内与海外不同，下半年短周期处于衰退后期到扩张早期阶段。我们中期策略《底部演绎，成长起跑》主逻辑是国内 GDP 触底回升与 PPI 持续下行为 A 股市场提供非常舒适的宏观环境。大宗商品价格下跌有利于国内宽松货币政策延续。22Q2 经济触底与 12Q3，18Q4 类似，都具备通胀下行，流动性宽松的宏观背景，A 股市场因此受益。国内经济率先企稳，人民币升值预期增强，A 股走出独立行情也加大了下半年场外资金和外资流入的强度，从而在微观流动性上支撑股市走强。行业上，建议重点关注我们中期策略提示的超配方向：电新、电子、军工、汽车、食品饮料、农林牧渔等。

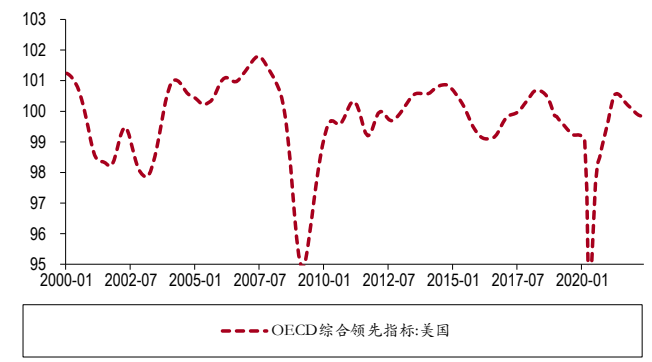
大势与风格

4 月末 A 股反弹行情至今，短期 A 股走势与美股形成阶段性背离，走出一波独立行情，这也再度验证了我们中期策略的观点：下半年 A 股将迎来分子与分母端制约因素的双双缓和，实际需求触底回升与 PPI 下行背景下，A 股市场或将迎来 U 型反转。

短期“美下中上”的基本面格局是独立行情的重要支撑。一方面，复工复产带来的国内需求边际修复，修复斜率基本符合或略超市场预期，5 月经济数据及地产销售高频数据均出现了显著回温，市场对于内需企稳信心增强。与此同时，海外衰退预期不断升温，消费、生产、住房投资等同步指标都出现明显走弱迹象，先导指标 OECD 领先指标也自 4 月高点持续下行。“美下中上”的短期基本面格局成为近期国内风险资产强势、北上资金大幅净流入的重要支撑。而这一基本面格局是下半年 A 股分子端的重要支撑。

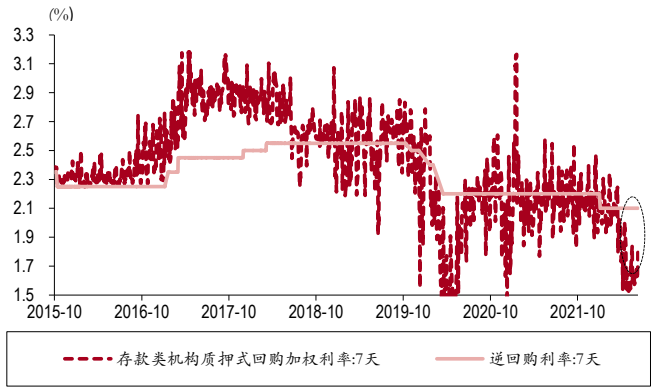
充裕的流动性环境是反弹行情的助推。流动性方面，我们看到 4 月末以来短端资金利率大幅走低，DR007 利率远低于政策利率中枢，央行通过公开市场操作、上缴利润等手段投放的流动性并没有快速传导到实体经济，需求修复的斜率弱于流动性投放，“货币-信用”传导不畅，导致过剩的流动性囤积在金融市场。5 月以来，伴随着国内基本面预期的好转，市场做多情绪不断累积，前期跌幅较大而近期利好不断的赛道股成为资金加仓的主要方向，而充裕的资金环境成为反弹行情的有力助推。

图表 2. 美国先导指标走弱



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 4 月末以来市场资金利率远低于政策利率

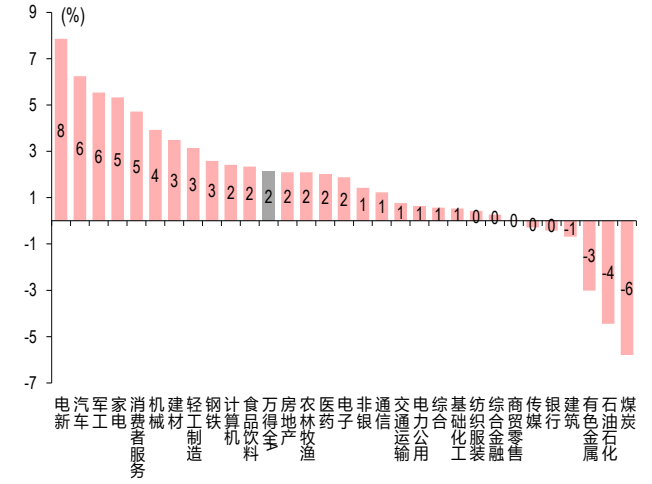


资料来源：万得，中银证券

中观与行业景气

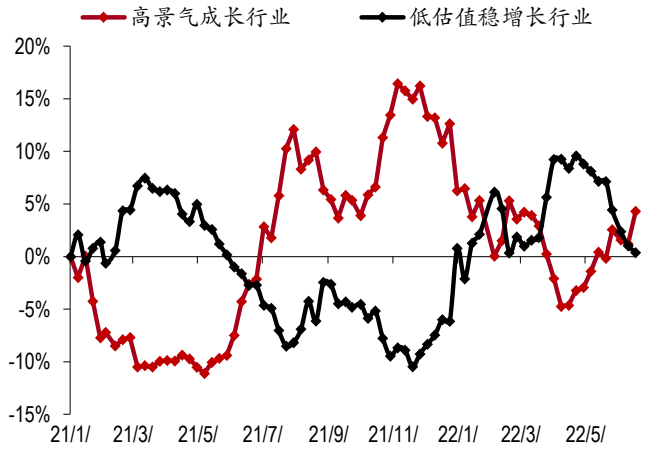
本周除周期资源行业外，其他行业继续延续普涨修复行情， 高景气成长行业相对收益连续 10 周上涨，低估值稳增长行业相对回落。成交额占比方面，周期资源（煤炭/基础化工/有色）和金融地产稳增长（建筑/银行/非银）月度和周度成交额占比明显下滑，消费类（家电/商贸零售/轻工/医药）小幅提升，中游制造及硬科技成长（电新/机械/军工/电子）继续大幅提升，汽车成交额占比仍处于阶段新高位置。统计近两月市场主要行业指数反弹分布与 3 月初/4 月初至 4 月底的下跌分布，反弹行业分布与前期跌幅呈现明显线性关系，继续呈现强修复特征，整体基本修复 4 月初以来跌幅，近半行业较 3 月初已取得正收益。

图表 4. 一级行业周涨跌幅



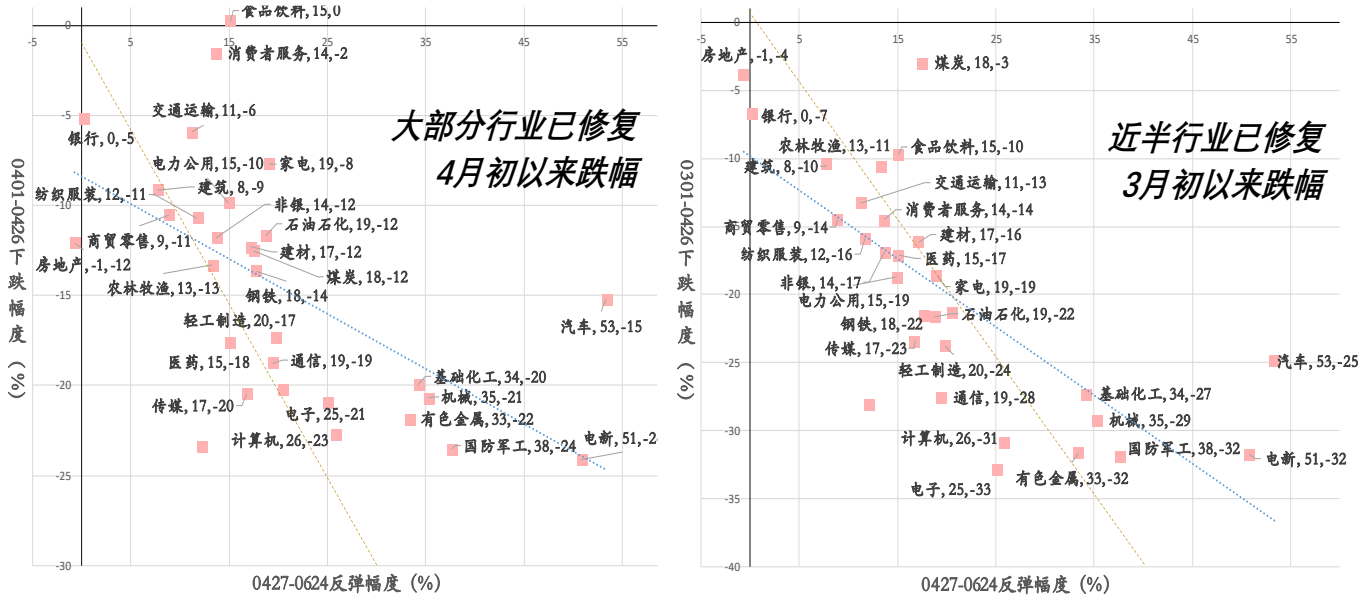
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 21 年初迄今大类行业相对全 A 走势



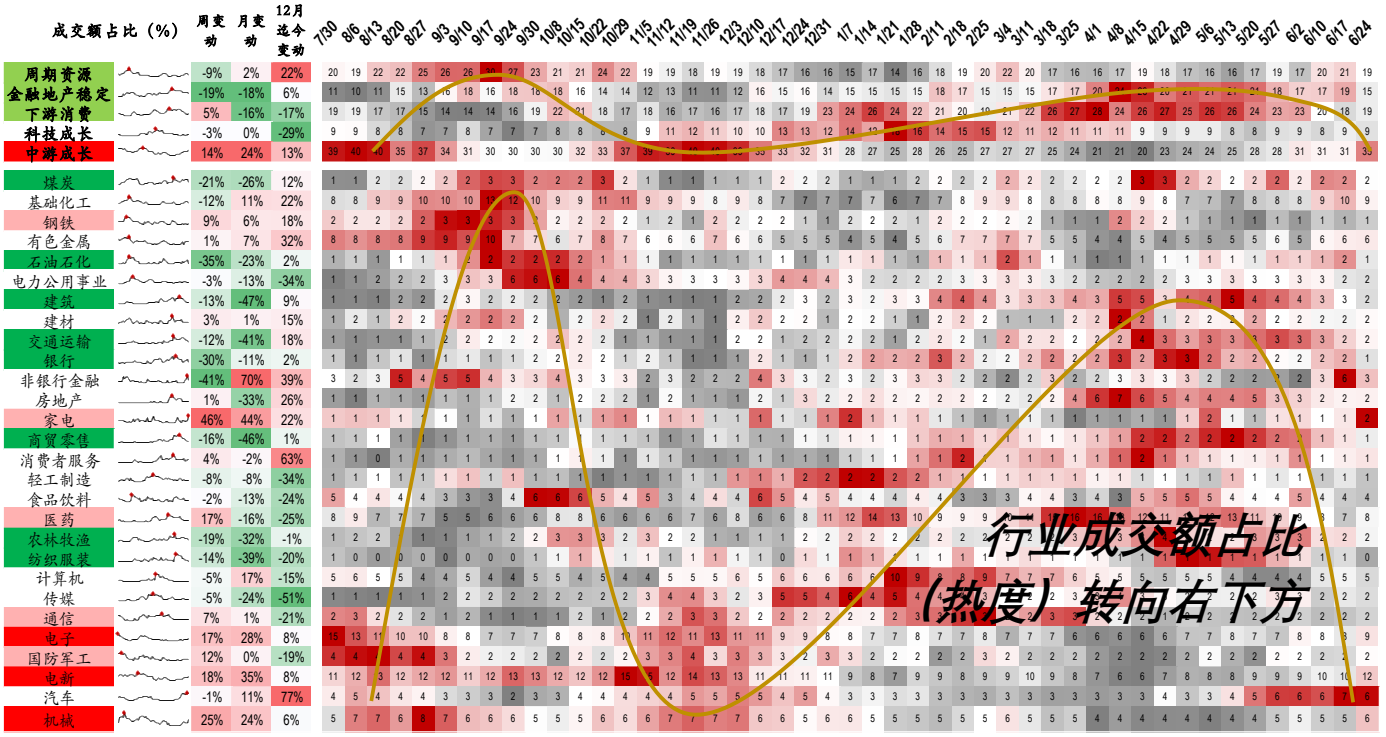
资料来源：万得，中银证券；注:以电子/电新/军工三个行业等权拟合高景气指数,以建筑/交运/家电/地产/银行等 6 个行业等权拟合稳增长指数

图表 6. 近期行业下跌与反弹分布



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 大类行业及一级行业成交额占比变动



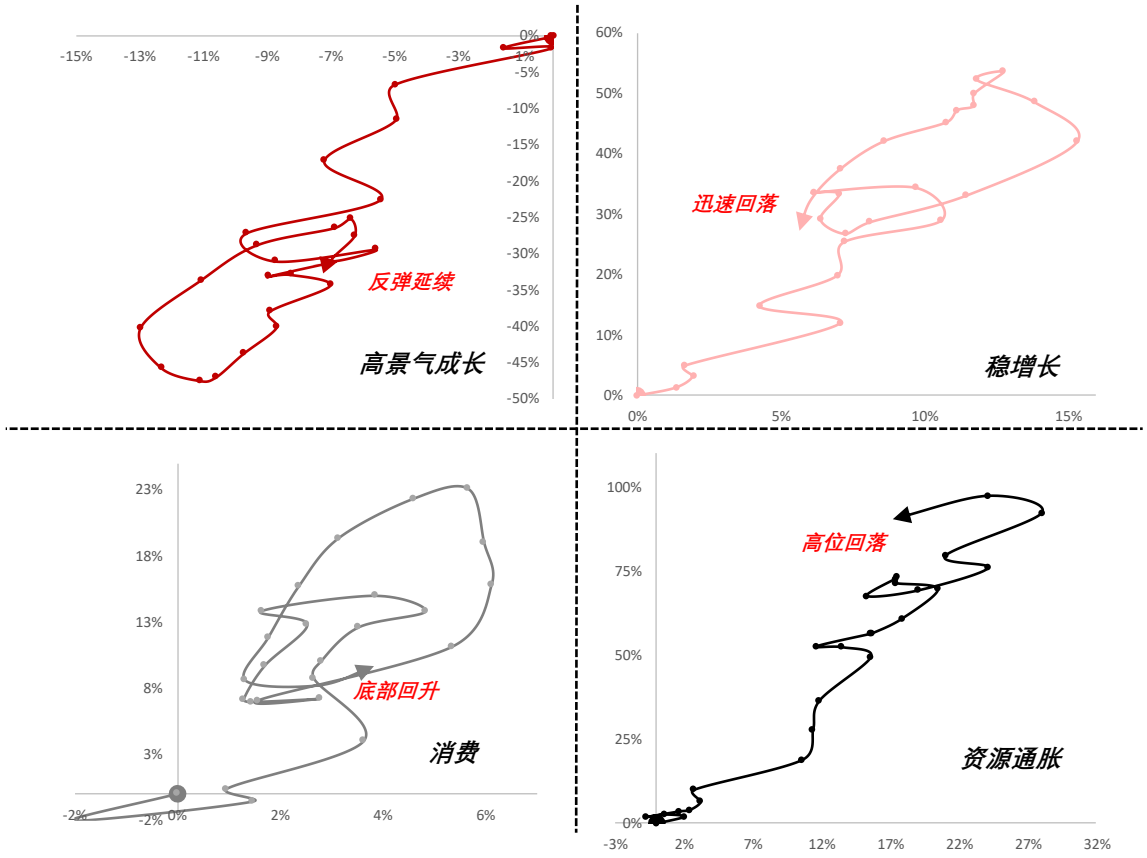
资料来源：万得，中银证券

从我们构建的相对收益趋势与动量图（RMG，Relative return trend and Momentum Graph）来观察各主线区间超额收益趋势与短期动量的走势，横轴为主线行业相对全 A 区间收益率变动，纵轴为其四周动量，横向代表相对收益趋势，方向变动表征跑赢/跑输全 A，纵向代表短期动量。

市场行业方向四条大类主线：高景气成长（电子/军工/电新），稳增长（建筑/建材/机械/银行/地产），消费（农林牧渔/医药/家电/消费者服务/食品饮料），资源通胀（石油石化/煤炭/有色）。

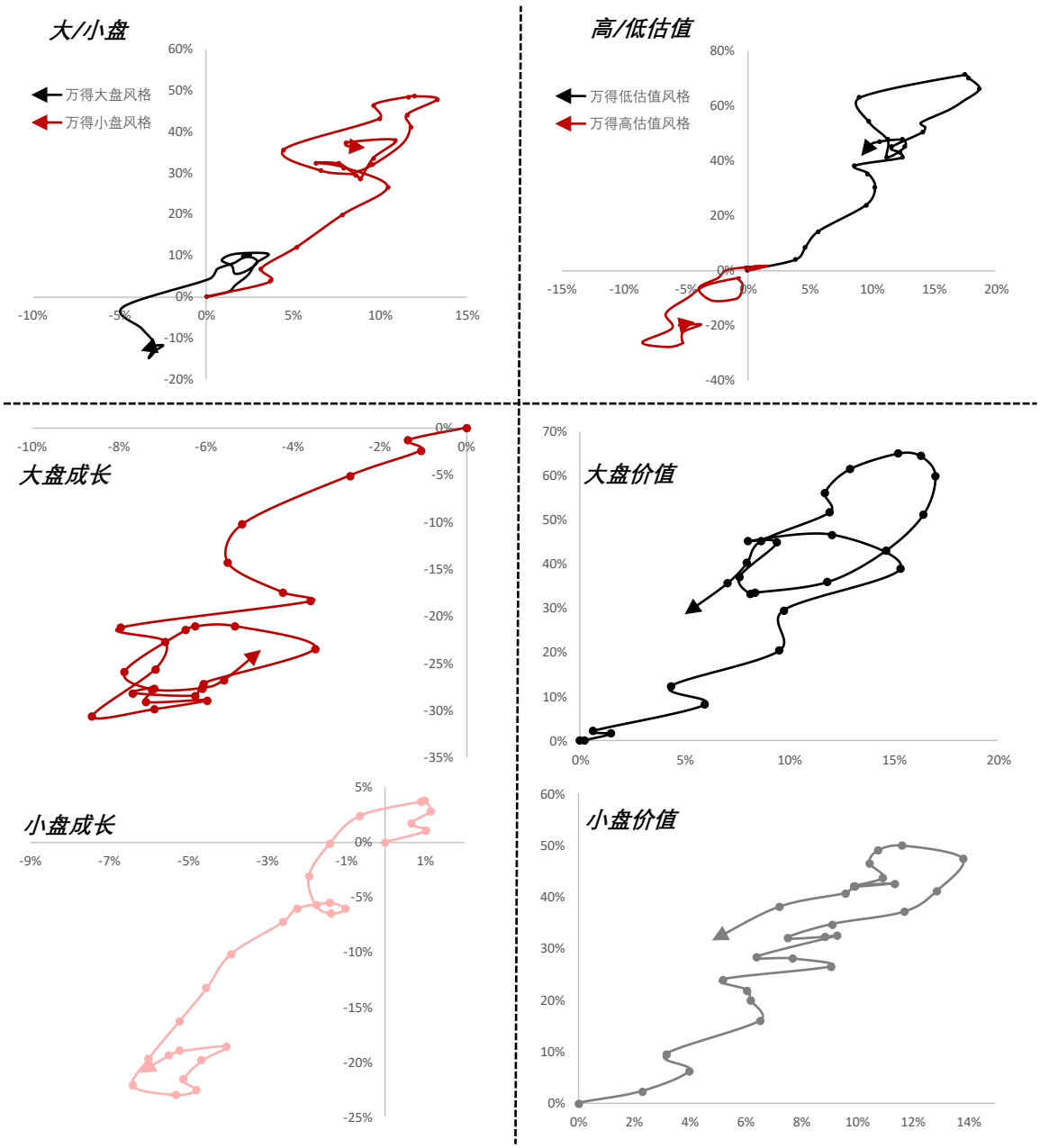
高景气延续与消费企稳。自 4 月底触底回升以来，高景气成长反弹动量与持续性较强，消费类行业回落后近两周明显企稳回升。**稳增长的预期消退与资源通胀的价格回落，**随着经济向上拐点预期的出现，稳增长行情的窗口期逐步面临关闭，资源通胀链相关行业在美国衰退预期下跟随大宗商品价格回落而承压。四条主线中，稳增长与资源通胀逻辑方面面临一定压力，阻力最小的方向仍在成长与消费方向。建议继续关注我们在中期策略报告中推荐的超配方向：电新/半导体/军工/食品饮料/农林牧渔，汽车行业短期涨速过快，热度与拥挤度较高，短期或面临一定波动，但销售放量贝塔与国产汽车链价值份额提升的阿尔法趋势未变。

图表 8. 四主线趋势与动量



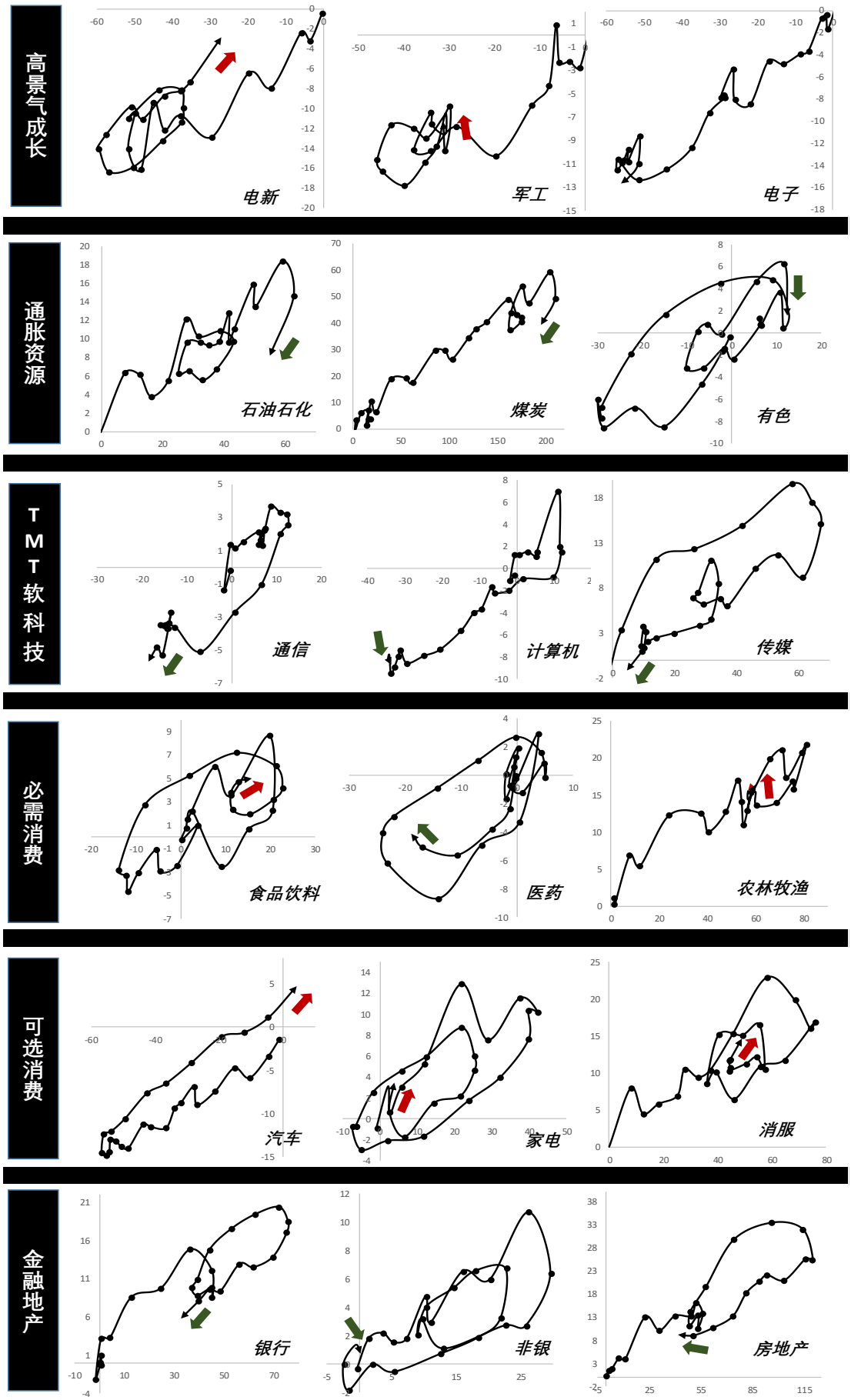
资料来源：万得，中银证券；注：高景气成长（电子/军工/电新），稳增长（建筑/建材/机械/银行/地产），消费（社服/家电/医药/农林牧渔/食品饮料），资源通胀（石油石化/煤炭/有色），相对全A平均收益拟合；横轴为21年12月迄今相对全A区间收益趋势，纵轴为四周动量

图表 9. 风格趋势与动量



资料来源：万得，中银证券；注：横轴为 21 年 12 月迄今相对全 A 区间收益趋势，纵轴为四周动量

图表 10. 一级行业趋势与动量



资料来源：万得，中银证券；注：横轴为 21 年 12 月迄今相对全 A 区间收益趋势，纵轴为四周动量

成长内部天平倾斜具有持续性。此前科技成长内部所谓"硬科技"新半军行业与"软科技"TMT 行业走势出现了超过两年的大幅悖离。在我们判断下半年成长风格将继续占优的背景下，这种成长内部的分化裂口扩大趋势会保持延续。

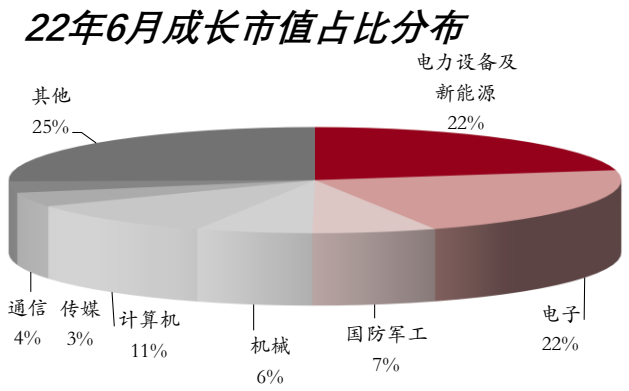
"硬科技"这一概念由中国科学院西安光机所光学米磊博士于2010年首次提出。2017年11月17日《人民日报》评论版发表文章《发展"硬科技"，就是硬道理》，标志着"硬科技"这一概念正式进入国家主流媒体的视野，此后该概念在科技创新的时代背景下，内涵和实质不断丰富，在各领域迅速推广扩散，在资本市场中，随着科创板设立同时着重强调硬科技定位，这一概念开始正式进入投资者视野，并持续获得关注，而与此同时，对立面的"软科技"一词也开始同时出现。

"硬科技"更类似于一种动态定义，根据历史和发展的进程不断深化丰富，根据发改委规划司对十四五规划《纲要》做出的名词解释："硬科技"是指基于科学发现和技术发明之上，需要长期研发投入、持续积累形成的，具有较高技术门槛和明确应用场景，难以被复制和模仿，对经济社会发展具有重大支撑作用的关键核心技术。"硬科技"处于全球价值链的高端环节，具有高知识产权壁垒、高资本投入、高信息密集度、高产品附加值、高产业控制力等特点，是衡量一个国家核心竞争力的重要标志，是核心技术和高技术的典型代表。目前"硬科技"的代表性领域包括光电芯片、人工智能、航空航天、生物技术、信息技术、新材料、新能源、智能制造等。

在当前资本市场语境下，通常将以互联网平台/规模优势为载体实现商业模式/观念创新的公司视为软科技公司，将拥有核心技术符合上述定义从事新能源、光电芯片视为硬科技行业。进入到二级市场范畴，在同纬度的科技成长属性下，市场通常将TMT行业视作"软科技"，新半军行业视为"硬科技"。

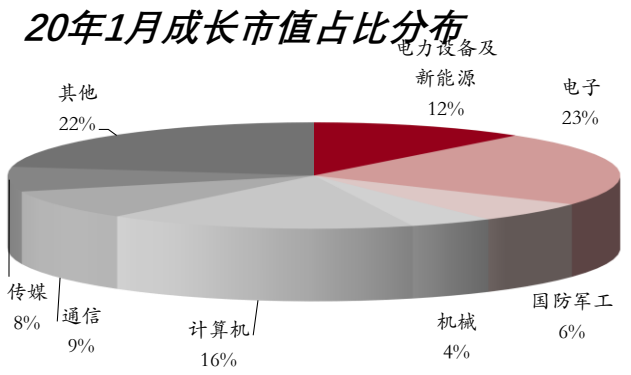
从中信成长风格指数成分股中各一级行业的数量和市值占比分布来看，63%的成分股来源于"新电军+TMT 行业"，两者数量占比较为均衡，"电新电子军工"与"计算机通信传媒"市值占比从此前（2020 年1月，41%/33%）较为均衡的结构转变为结构性失衡（2022年6月，51%/18%）。

图表 11. 成长风格指数中各一级行业当前市值占比分布



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 成长风格指数中各一级行业市值占比分布

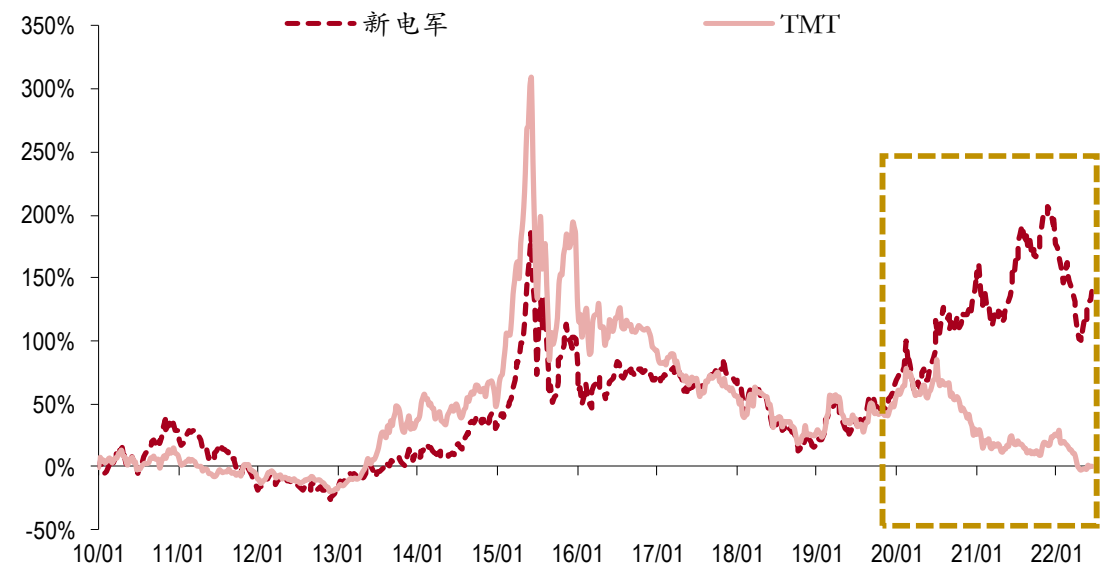


资料来源：万得，中银证券

20 年 Q2 后两者收益走势大幅拉开，成长内部收益分化主因产业景气之间的大幅分化。"硬科技"新半军各行业ROE盈利能力较TMT行业实现大幅上行，这种盈利能力提升的背后是由技术进步驱动的动力电池与风光组件机组在2020年逐渐走入平价区间，产业链在经过较长培育期后进入快速放量爆发阶段，景气度持续得到验证，与此同时，碳中和碳达峰等政策层面的顶层规划目标也驱动行业中长期景气置信度。

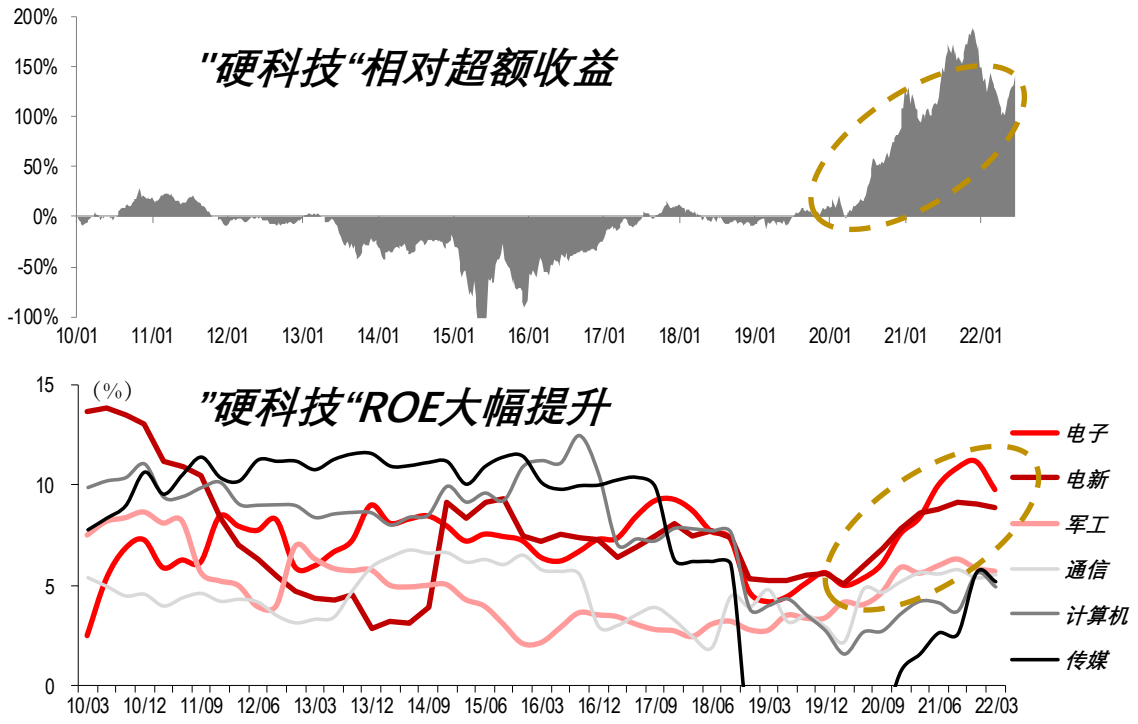
在景气分化的同时，我们注意到，自 2016 年后互联网+行情带来的 TMT 牛市扰动结束后，公募基金对"新电军+TMT"这六个科技成长行业长期超配比例大部分时间稳定在 6%-8%区间，整体超配幅度保持稳定，但从内部结构拆解来看，2020 年后在总比例保持不变的前提下，持续主动降低 TMT 行业超配比例，头寸完全向新电军行业倾斜，科技成长内部软、硬科技板块在存量总资金、存量总景气，以及基本面相对景气尚无法扭转的背景下持续分化。

图表 13. 2020 年后成长内部分化加剧



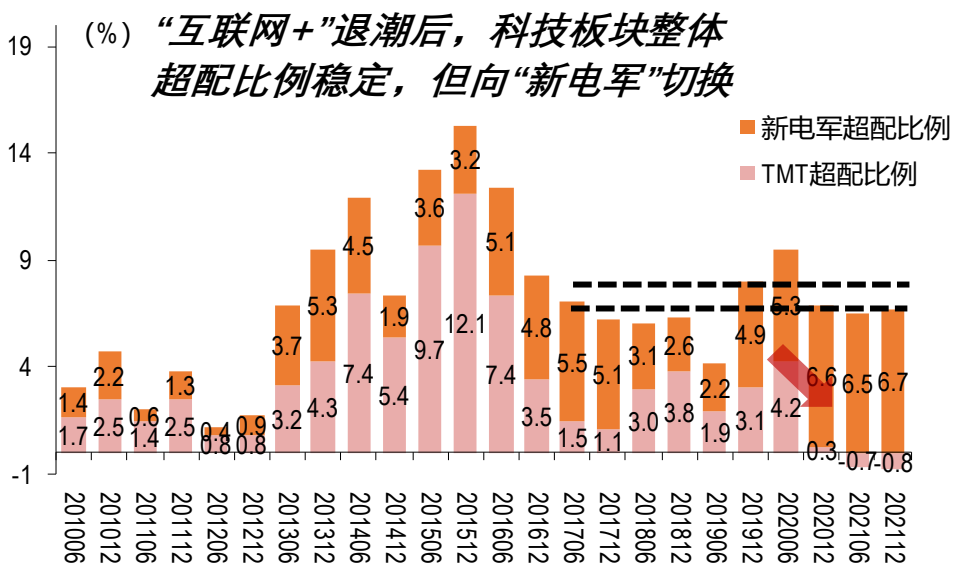
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2020 年后成长内部分化来源于景气分化



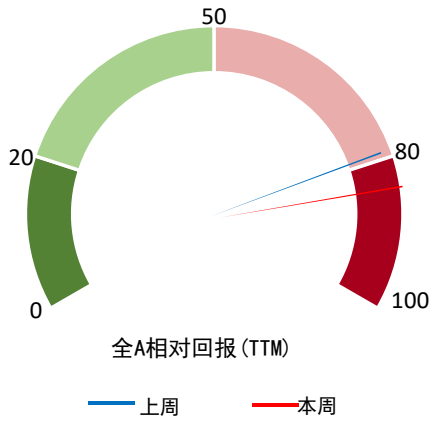
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 基金超配科技整体比例稳定但结构分化更加明显



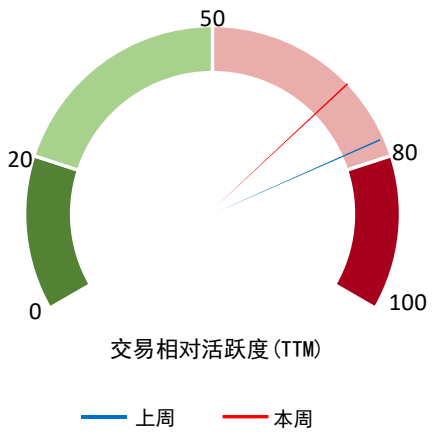
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 本周全 A 相对回报环比上周继续升温



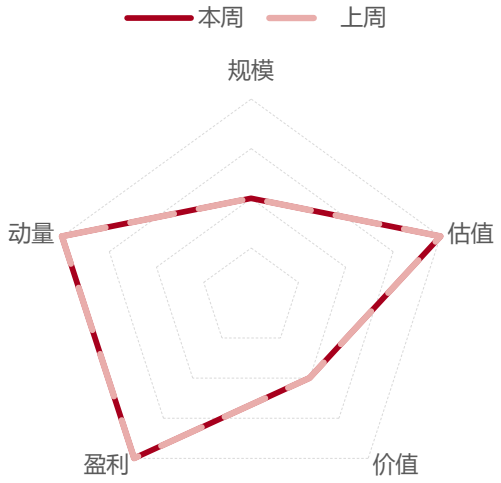
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 成交活跃度小幅回落



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 环比上周风格因子不变



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 一周行业资金流向情况，家电、军工、钢铁排名靠前

行业	主力净流入率(%)	连续流入天数	行业	主力净流入率(%)	连续流入天数
家用电器	2.00	1	社会服务	(2.52)	1
国防军工	1.10	(1)	通信	(2.54)	(5)
钢铁	0.67	1	轻工制造	(2.55)	(5)
电力设备	(0.06)	3	公用事业	(2.69)	(4)
综合	(0.40)	(1)	基础化工	(2.91)	1
汽车	(0.54)	(1)	交通运输	(3.12)	(5)
美容护理	(0.93)	1	银行	(3.14)	(1)
电子	(1.31)	2	传媒	(3.30)	(3)
计算机	(1.31)	(1)	煤炭	(3.31)	(1)
非银金融	(1.34)	(1)	环保	(3.31)	(5)
机械设备	(1.38)	(4)	商贸零售	(3.36)	(1)
建筑材料	(1.46)	1	建筑装饰	(3.49)	(4)
房地产	(1.80)	(4)	农林牧渔	(3.51)	(5)
医药生物	(1.99)	(4)	有色金属	(5.25)	(5)
食品饮料	(2.13)	1	石油石化	(5.44)	(5)
纺织服饰	(2.28)	1			

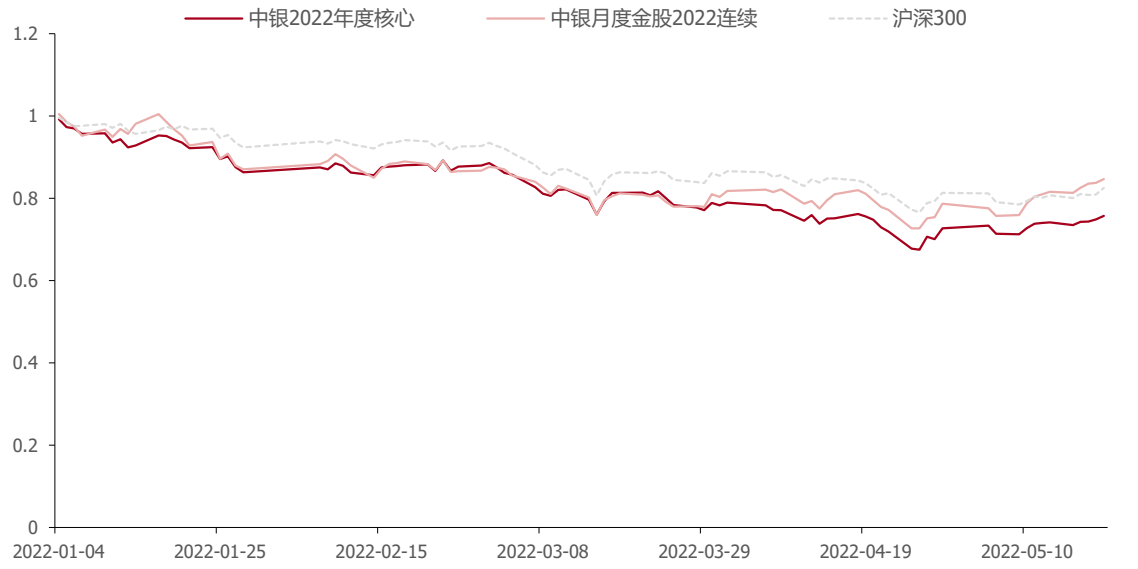
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 一周主题红黑榜，新能源相关主题涨幅领跑，原材料主题跌幅较大

最热主题	周涨跌幅(%)	最凉主题	周涨跌幅(%)
光伏逆变器	16.44	煤炭开采	(6.42)
储能	10.68	化学原料	(3.24)
电源设备	9.57	锂矿	(2.69)
航空运输	8.04	水电	(2.42)
光伏玻璃	8.00	磷化工	(2.28)
风力发电	7.99	大基建央企	(2.27)
工业 4.0	7.82	稀有金属	(2.15)
锂电负极	7.79	纯碱	(2.10)
动力电池	7.53	今日头条平台	(1.86)
特斯拉	7.27	稀土	(1.62)

资料来源：万得，中银证券

图表 21. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况



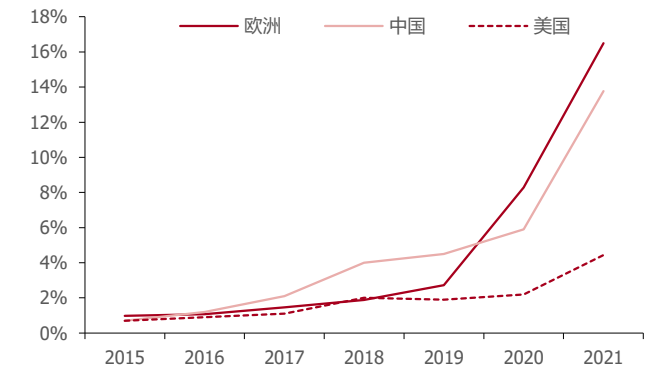
资料来源：万得，中银证券

优惠政策密集落地，新能源汽车或再迎红利期。近段时间以来，各大地区为进一步释放消费潜力促进消费，加快促进消费回补和潜力释放，提振消费信心，陆续出台促进消费若干措施或政策，新能源汽车或再迎政策红利期。

新能源汽车已经成为我国汽车最重要的增长极。2022 年疫情波及全国多地，上海、吉林、广东等汽车产销重地均受冲击。中国汽车工业协会（以下简称"中汽协"）数据显示，4 月汽车产销分别为 120.5 万和 118.1 万辆，同比分别下滑 46.1%和 47.6%，为近十年来同期月度新低。而新能源汽车细分市场却扛住了压力。根据中汽协近日发布的统计分析数据，2022 年 5 月，国内新能源汽车表现尤为出色，当月新能源汽车产销超过 40 万辆，同比恢复到高速增长。具体来看，5 月国内新能源汽车产销分别完成 46.6 万辆和 44.7 万辆，同比均增长 1.1 倍，新能源汽车市场占有率达到 24%。1 至 5 月，国内新能源汽车产销分别完成 207.1 万辆和 200.3 万辆，同比均增长 1.1 倍。

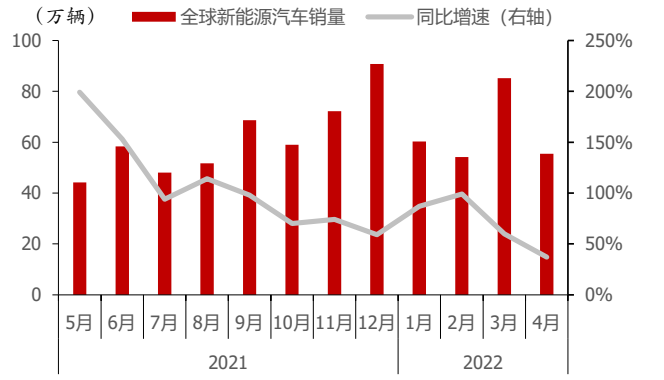
全球新能源汽车渗透率逐年上升，欧美市场先后蓄力。根据 Marklines 数据，3 月全球新能源汽车销量约为 85.2 万辆，同比增长 60%。全球新能源汽车渗透率则持续增长渗透率 15%，相比 2021 年提升 4.3%t。欧洲新能源汽车市场起步较早，销量基数大，在减碳 55 法案以及补贴加码刺激下，新能源汽车市场持续景气。据 ACEA，2021 年欧洲新能源汽车总销量达到 226 万辆，同比增速 65.7%，带动新能源汽车渗透率大幅提升至 16.5%，相比 2020 年提升 8.2%。美国新能源车政积极推进，逐步带动市场增速。据 Marklines 披露，2021 年美国新能源汽车总销量达到 67 万辆，同比增速 101.3%，新能源汽车渗透率提升至 4.3%，相比 2020 年提升 2.1%。

图表 22. 新能源车全球主要消费市场渗透率趋势



资料来源：中汽协，ACEA，中银证券

图表 23. 全球新能源汽车月度销量走势



资料来源：ACEA，Marklines，中银证券

新能源汽车下乡政策及落地迎来密集期。近期从中央到地方的汽车消费刺激政策密集落地，其中新能源汽车刺激政策受到广泛关注。5 月 31 日工信部等四部门联合发布《关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》（以下简称"《通知》"），将于 5 月~12 月在全国多地部署开展 2022 年新能源汽车下乡活动，以促进新能源汽车消费。今年是自新冠肺炎疫情以来，国家第三次组织举办新能源汽车下乡活动，前两轮的汽车下乡活动均取得了不错的成效。中汽协披露的数据显示，2020 年 7 月~12 月，下乡车型实现销售 35.8 万辆，同比增长了 80%，明显高于行业增速；2021 年全年，新能源汽车下乡车型共销售 106.8 万辆，同比增长 169.2%，比整体市场增速高约 10%。下乡活动有力地推动了新能源汽车在市场上的普及推广。

新能源汽车购置税优惠政策或延期。6 月 21 日国务院常务会议提出，支持新能源汽车消费。车购税应主要用于公路建设，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策延期问题。政策实施预计今年增加汽车及相关消费大约 2000 亿元。汽车购置税的减免政策是从 2014 年开始执行的，当时规定的减免期是到 2017 年 12 月份截止。之后工信部联合财政部分别在 2017 年 12 月和 2020 年 4 月进行两次购置税减免延期。近日在"中国这十年"系列主题新闻发布会上，工业和信息化部副部长辛国斌表示，我国新能源汽车产业在部分关键技术、支撑保障能力等方面还存在一些短板和不足。下一步，将尽快研究予以解决，比如要尽快研究明确新能源汽车车辆购置税优惠延续政策，这个政策是到今年年底结束，现在正在会同有关部门研究是否延续这个政策。

图表 24.近期新能源汽车相关政策及核心内容

政策	发文部门/地方政府	核心内容
《关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》	工业和信息化部、农业农村部、商务部、国家能源局等	将于5月~12月，在山西、吉林、江苏、浙江、四川等地，部署开展2022年新能源汽车下乡活动，以促进新能源汽车消费。
《常州市鼓励新能源汽车消费购置补贴资金实施细则》	常州市	按"先到先得"原则，对 2022 年 6 月 10 日起个人消费者在本市新购置并上牌的新能源乘用车予以补贴；二手车、营运车辆、单位用户车辆及特种车辆不予补贴。补贴方式为按购车价格(机动车销售统一发票含税价)的 3%给予补贴，最高不超过 10000 元/台。
《关于开展 2022 年海南省新能源汽车下乡活动的通知》	海南省	通知鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业积极出台各种优惠让利措施并开展现场促销活动，支持企业举办直播或网络购车活动等多样化的线上促销方式吸引更多消费者购买，以便利的方式满足不同消费者的购买需求。
《关于"助企纾困、助长消费、助力就业"的若干产业扶持政策》	上海市嘉定区	鼓励相关汽车厂商在区内开展让利于民的促销活动，鼓励个人消费者购买新能源车和燃油车，并在上海市内上牌的，给予购车补贴，车价 15 万元以下的给予 1 万元补贴，车价 15 万元(含)以上的给予 2 万元补贴。
《上海市加快经济恢复和重振行动方案》	上海市	出台多项政策促进汽车消费，包括年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税，对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性 10000 元补贴等。
《广东省汽车以旧换新专项行动补充公告》	广东省	报废旧车并购买新能源汽车的补贴 10000 元/辆，还有转出旧车并购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆。
《广州市贯彻落实国务院〈扎实稳住经济的一揽子政策措施〉实施方案》	深圳市	对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过 1 万元/台补贴。全面落实国家新能源汽车免征车辆购置税政策。
《北京市统筹疫情防控和稳定经济增长的实施方案》	北京市	2022 年底前对报废或转出本市注册登记在本人名下 1 年以上的乘用车，在本市汽车销售企业购买新能源乘用新车，并在本市上牌的个人消费者给予不超过 1 万元/台补贴，所需资金由市区两级财政分别负担 50%。
《山东省促进汽车消费的若干措施》	山东省	对在省内购置新能源乘用车(二手车除外)并上牌的个人消费者，按照购车金额每车发放 3000 元—6000 元消费券。
《关于促进消费持续恢复、增强服务业发展韧劲的若干措施》	南京市	对个人消费者在市内购买符合相关条件要求的新能源汽车并在市内上牌的，分档给予最高 12000 元的促销补贴，各区有关汽车补贴政策可叠加进行。对符合相关条件要求的新增新能源物流车、新能源换电出租车、新能源换电渣十重卡车、新能源换电集装箱重卡车等，分别给予不同额度补贴。
《杭州市贯彻落实国务院、浙江省扎实稳住经济一揽子政策措施的实施方案》	杭州市	增加小客车指标投放，2022 年新增有效期为 6 个月的小客车指标 4 万个。对购买符合条件的新能源汽车给予 2000-10000 元/辆补贴。
《汕头市 2022 年促进汽车消费补贴活动公告》	汕头市	对销售 10 万元及以上"国六"标准轻型汽车和新能源轻型汽车，每台车给予 5000 元资金补助。
《2022 年长春市汽车消费补贴活动》	长春市	按购车发票金额补贴分为三档，每档可在消费券和立减补贴之间二选一，新能源车在此基础上每档多增加 1000 元消费券或立减补贴，适用车型乘用车、轻型或微型货车。

资料来源：各地政府官网，中银证券

随着疫情缓和车企复工复产，新能源汽车成为当下“救市”的重要产品。为了进一步促进行业回暖，相关政策推出也在情理之中。工信部表示，今年 5 月汽车产销已经实现 50%以上环比增长，新能源汽车产销分别完成207.1万辆和200.3万辆，市场渗透率达21.0%。疫情对于车企生产影响正在消退，但对于整个汽车行业的恢复而言，疫情影响仍在持续。消费端，还有待消费者消费信心、消费需求的恢复。当下产能恢复固然重要，但最重要的是恢复消费者的消费信心、提振需求。因而近段时间以来，从中央到地方的汽车刺激政策密集落地，业内预计政策能进一步拉动新能源汽车市场的消费。在多年新能源汽车宣传与政策互补下，当前三四线城市以及农村地区的消费者的消费观念已经发生改变，鉴于以往新能源汽车下乡的前车之鉴，汽车下乡不仅要有优惠刺激政策，还应在充电配套设施、售后服务等方面做好保障，只有这样才能对消费者产生吸引力，才能形成购买力。在保障配套设施的前提下，新能源汽车下乡作用巨大，因为农村地区具有推广新能源汽车的天然优势条件，扩大新能源汽车在农村地区的推广应用，能够提升农村的交通安全水平，带动路网、电网等基础设施改造提升，助力农村经济绿色低碳转型和高质量发展。除了下乡政策，考虑到新能源汽车购置税免征政策本年度结束，相应的政策延期可能也受到关注。受疫情影响汽车产业收到巨大冲击，新能源汽车作为当下环境逆市增长的细分产品，延续优惠政策将进一步刺激消费者选择新能源产品也是情理之中。目前芯片短缺、动力电池涨价的大背景下，如果优惠政策在2022年底戛然而止，毫无疑问最后这几个月新能源汽车的销量会迎来暴涨，加剧上游原材料紧缺和价格上涨。新能源汽车行业目前最需要稳定发展，如果购置税减免的政策明确取消，那从2023年开始购置新能源汽车价格上必然会上涨，二手车的价格也必然上涨。新能源汽车免征购置税政策的取消可能会导致2022年新能源汽车的销量大幅度透支 2023 年甚至 2024 年的销量，这并不是一个市场良性发展态势。尽管目前还没有明确免征购置税政策是否延续，但从当前新能源汽车高速发展的现状来看，免征购置税政策的期限或许还会延长，这对汽车市场和消费者来说都是个好消息。但不排除新政策出台后会提升免税门槛或规定相应的车型价格、续航等范围。

股市映射：整车企业受益政策推动，配套产业迎来爆发期。疫情期后车企生产恢复，救市政策加速行业回暖，5 月中下旬以来，国内多地疫情得到有效控制，新能源汽车产业链相关企业产能进一步释放，叠加今年政策力度较往年更大，5 月新能源汽车销量远超往年同期，EV 及 PHEV 销量同比高速增长，预计下半年仍有一定上涨空间。同时，随着新能源汽车下乡活动的落地及相应补贴政策的实施，相关配套产业如充电桩、动力电池等也将迎来市场的进一步追捧。

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371