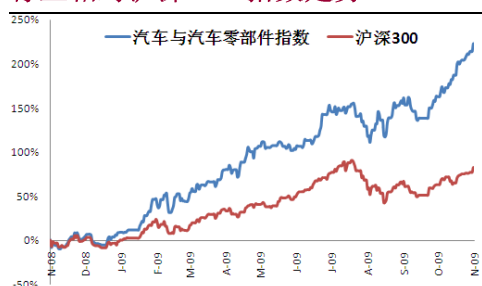




汽车行业
Automobile industry

2009 年 11 月 17 日

行业相对沪深 300 指数走势



孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

优惠政策取消阵痛难免, 经济复苏提升长期增长动力

——国外汽车刺激政策取消前后对市场影响的比较研究

内容摘要:

- **各国实行汽车行业刺激政策后成效显著。**从 2009 年年初开始, 世界各国均采取了不同程度的汽车行业刺激政策, 包括“以旧换新”、购置税减免、大力扶持环保汽车的生产和研发等, 总体来看, 这些政策有效遏制了全球车市快速下滑的趋势, 部分国家增长速度超预期, 其中中国和德国 2009 年 1-9 月汽车销量同比增速分别达到 31% 和 26%, 印度的同比增速也接近 10%, 日、俄两国效果不明显。
- **刺激政策取消后对市场的短时间冲击不可避免。**美国是全球第一个结束汽车行业刺激政策的国家。9 月, 优惠政策结束后当月销售应声而落, 环比下降 42.6%, 同比下降 30.3%, 重新回到了今年 2 月份的水平。其后巴西也结束了减税政策, 但优惠政策取消后对发展中国家的影响较小, 结束后一个月销量环比只下降了 4.7%。但从福特等公司的股价上来看, 刺激政策取消的消息公布后不久, 福特股价跌幅一度达到 10%, 而且其后一个多月时间里其表现都弱于 SP500 指数的走势。
- **全球经济复苏将给汽车行业带来长期增长动力。**伴随着全球经济的回暖, 以及股市回暖之后所带来的财富效应, 消费者的消费意愿明显增强, 所以美国车市在经历了 9 月的大幅回落之后, 10 月销售出现了环比 22% 的增长, 其绝对数量已经恢复到危机爆发之初的水平。
- **明年一季度全球车市将表现相对疲弱。**根据目前所掌握的信息来看, 除了英、意两国明确提出将延长刺激政策之外, 大部分国家的刺激政策都将在 2009 年底结束, 一旦这么多国家的刺激政策都在同一时间结束, 那么明年一季度全球汽车销量将会有明显下降, 对于国内小排量汽车占比较大的整车厂商, 以及出口比重较大的零配件生产厂商将会受到一定影响。但从长期来看, 世界经济处于逐步恢复之中, 而中国二、三线城市人均收入逐步进入汽车消费大幅增长区间, 未来中国汽车行业发展速度将会在很长时间内超过 GDP 增速。
- **风险提示:** 各国延长刺激政策的时间, 部分已经取消的国家迫于压力再次重启刺激政策。

金融危机之后，各国为避免经济出现大幅滑坡均出台了各项刺激政策，其中对银行、房地产和汽车行业的援助居多，就汽车行业而言，2009 年初各国就开始紧锣密鼓地制定各种刺激政策，从 3、4 月份起逐步执行。

表格 1 各国汽车刺激政策一览表

国别	政策内容	奖励金额	政策期限	2009 年 1-9 月销量 同比增速
美国	以旧换新	4500 美元	2009/05/05 至 2009/08/24	-29%
德国	以旧换新	2500 欧元	2009/01/14 至 2009/12/31	26.1%
英国	以旧换新	2200 欧元	2009/04/22 至 2010	-15.5%
法国	以旧换新、补贴低碳环保型汽车	1000 欧元	2008/12/04 至 2009/12/31	2.6%
意大利	以旧换新	1500 至 2500 欧元	2009/02/07 至 2010	-5.9%
西班牙	以旧换新	2000 欧元	2008/12/01 至 2010/07/31	-28.6%
日本	补贴低碳环保型汽车、降低购置税	30 万日元	2009/04/17 至 2010/03/31	-16.8%
印度	以旧换新	汽车购置税降低 4%	2008/12-2009/12/31	9%
中国	以旧换新、降低购置税	汽车购置税降低 5%	2009/01/20 至 2009/12/31	31.5%
俄罗斯	以旧换新	-	-	-51%
韩国	旧车换新车减税计划	汽车购置税和登记税降低 70%（约合 1900 美元）	2009/05-2009/12/31	-14.9%
巴西	减税	减免新车工业产品税	2008/12/11 至 2009/9/30	5.8%

资料来源：金元证券整理

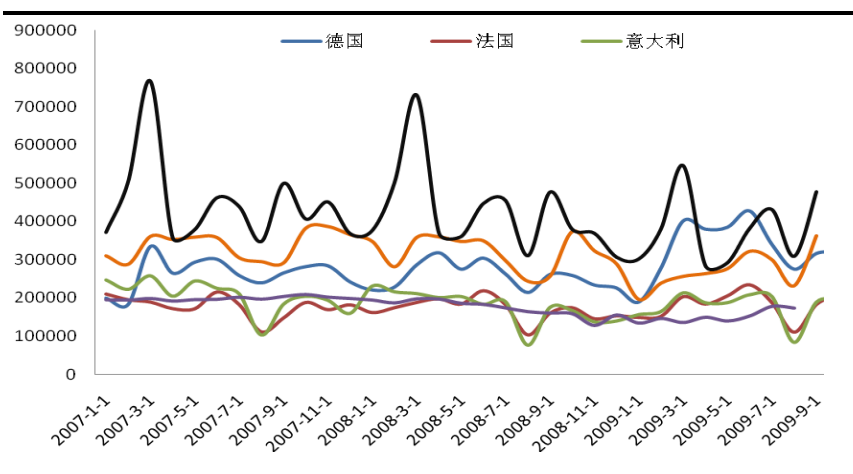
一、刺激政策有效遏制了行业快速下滑的风险，部分国家成效显著

从 07 年开始，发达国家汽车市场就已经开始出现下滑迹象，而 08 年的经济危机更是重挫了全球汽车行业，销量腰斩，破产重组各种消息不绝于耳，连“金砖四国”也不可避免地出现了增速大幅下降的局面。为了应对危机，各国纷纷对处于困境中的汽车厂商提供援助贷款，引导行业内重组，同时为刺激终端需求陆续推出各种买车优惠政策。

截至 10 月底，G20 中大部分国家汽车市场已是基本探底，发达国家中德国表现一枝独秀，同比升幅达 26%。3 月，该国汽车销量增幅同比达到 40%，创下 17 年以来的最高月销量纪录。英美等国家也从 6、7 月恢复同比增长。发展中国家中印度和中国表现优异，中国同比增速超过 30%，印度也达到了近 10% 的同比增速，而且从 3 月份开始，中印两国月度汽车销售量就

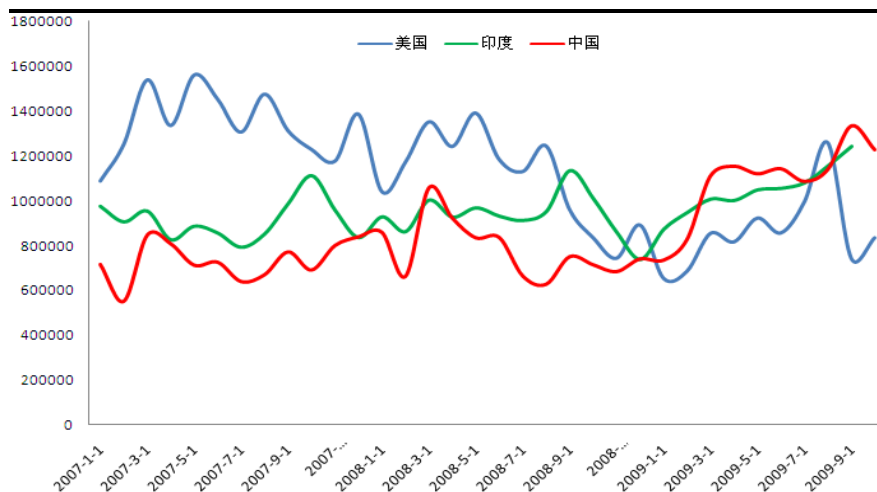
超过 100 万辆，全年销量将超过 1200 万辆，超越美国成为全球第一和第二大汽车市场。

图表 1 德、法、意、英、韩国汽车月度销售量



资料来源: Bloomberg、金元证券研究所

图表 2 美、印、中国汽车月度销售量



资料来源: Bloomberg、金元证券研究所

二、优惠政策取消后市场的阵痛在所难免

美国是全球最早结束汽车行业刺激政策的国家，也是执行优惠政策时间最短的国家，从 2009 年 5 月 5 日法案通过到 8 月 24 日结束，只有 3 个多月时间，对其数据进行季节调整并按年率计算可以看出，执行刺激政策后销量出现明显地止跌回升，尤其是政策取消前的 8 月销售环比增长 22.5%，同比增长 2.8%，基本达到了金融危机爆发前的水平，不过这一销量的大幅增加有很大一部分是因为需求的提前释放。9 月，优惠政策结束后当月销售应声而落，环比下降 42.6%，同比下降 30.3%，重新回到了今年 2 月份的水平。

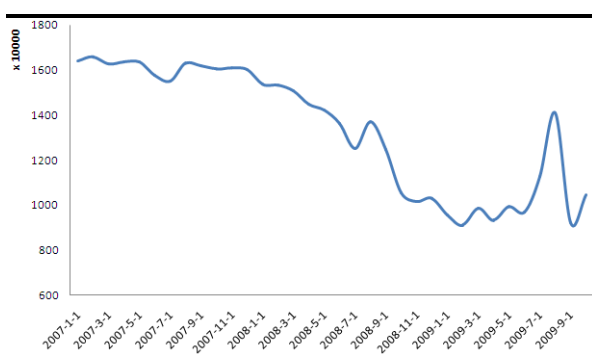
美国取消刺激政策的主要原因是迫于财政赤字的压力，所投入的 30 亿美元的补贴金额数月时间就已经用完，所以优惠政策不得不提前结束。既美国之后，巴西是第二个取消汽车优

惠政策的国家，其减税政策在今年 9 月底结束，不过这一政策的取消对巴西的影响不如美国那么大，10 月销量环比只下降了 4.7%，同比则增长 20.7%，说明发展中国家汽车消费相对刚性，优惠政策取消后对发展中国家的影响较小。

除了美国和巴西之外，德国和印度也是极有可能在年底甚至提前结束优惠政策，其主要原因是这德国和印度今年的汽车市场表现火爆，在销量大增的情况下，有分析人士认为助长了浪费，而中国目前政策还不明朗，如果中、德、印三国都在今年年底结束刺激政策，加上美国，四个国家的汽车销量约占全球总销量 65%，一旦同时取消刺激政策，我们预计将会造成明年一季度全球汽车销量减少约 122 万辆。

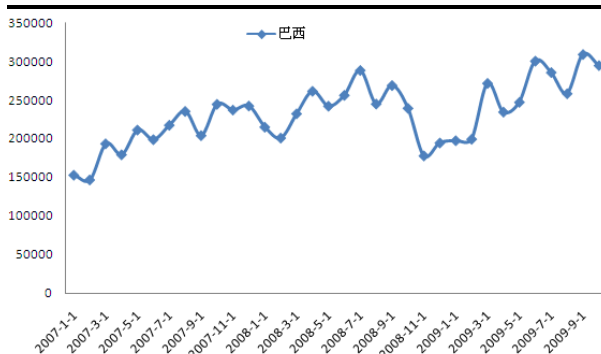
另外从股价上也可以看出，今年以来，福特和克莱斯勒的股价涨幅分别是 258% 和 35%，远远跑赢了 SP 500（21%），不过在刺激政策取消的消息公布后不久，福特股价跌幅一度达到 10%，而且其后一个多月时间里其表现都弱于 SP500 指数的走势。

图表 2 美国汽车月度销售数量（季调年率）



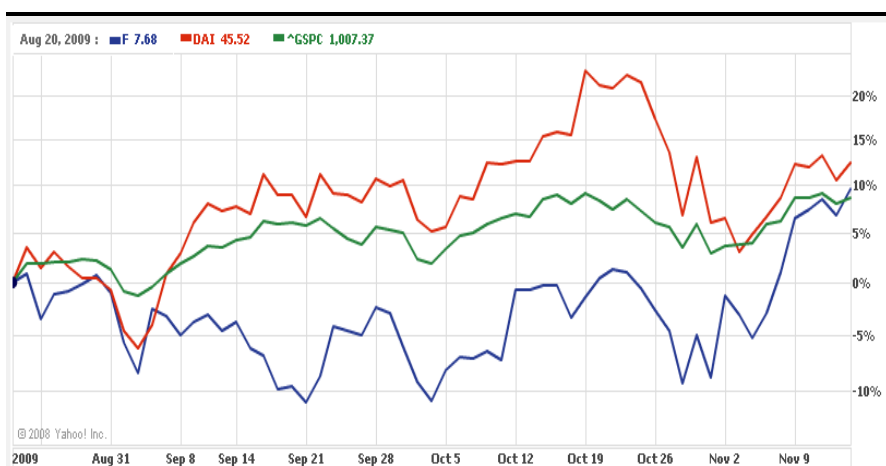
资料来源: Bloomberg、金元证券研究所

图表 3 巴西汽车月度销售数量



资料来源: Bloomberg、金元证券研究所

图表 4 福特、克莱斯勒股价与 SP 500 指数走势

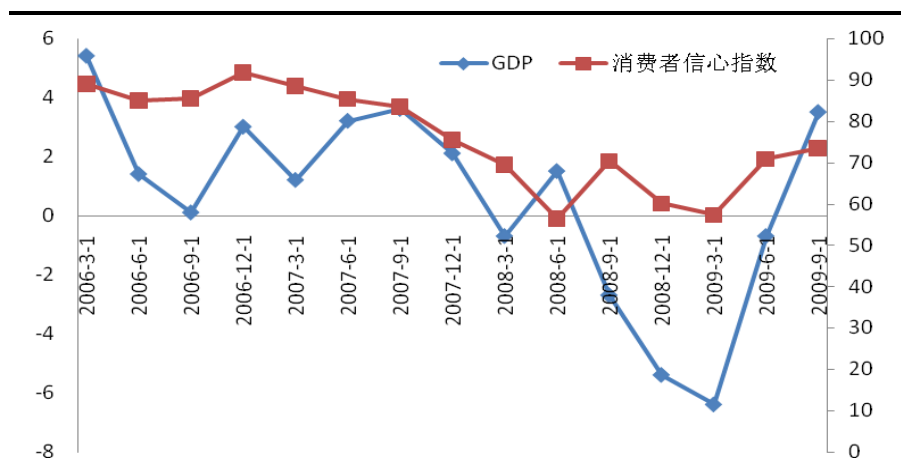


资料来源: Bloomberg、金元证券研究所

三、受益经济复苏，汽车行业长期前景依然看好

伴随着全球经济的回暖，以及股市回暖之后所带来的财富效应，消费者的消费意愿明显

增强，所以美国车市在经历了 9 月的大幅回落之后，10 月销售出现了环比 22% 的增长，其绝对数量已经恢复到危机爆发之初的水平，尽管相比 07 年之前的消费还相差一大截，但大部分市场人士认为美国汽车行业的底部已经形成。福特的股价也在 10 月销售数据公布之后出现明显攀升，并赶上大盘表现。



未来十年，中国的汽车消费将如同当年的计算机一样逐步普及，由于大多数人还是首次买车，而且从人均收入来看，42% 的二、三线城市和超过 70% 的城镇人口已经进入汽车消费快速增长区间，所以，我们认为未来十年内我国汽车行业的整体增速都将高于 GDP 增速。

风险提示：政策的不确定性

金融危机以来，各国政策为挽救经济出台了各项刺激政策，涉及银行、地产、汽车等多个行业，不可否认，这些对拉动经济，恢复市场信心起了非常大的作用，但同时也加大了市场的波动，政策风险被放大，从美国汽车市场和相关股票的走势就能发现，在相关重大政策出台前后股价往往出现大幅波动，同时“赌政策”的做法也会加剧内幕交易的可能性，所以给各国间所达成的共识是在经济复苏基本确立之前，就应该着手考虑退出政策。对于年底各国的汽车刺激政策是否会结束还存在很大的不确定性，但基本可以确定是通过减税、补贴的方式来刺激车市的做法必定不会长久，即便延长可能也只会延长数月或者半年左右，未来汽车产业的发展方向还是在低碳、环保车型领域。

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.