



►長三角、珠三角等發達地區的新能源車滲透率較高。

在新能源車的投資中，有一個指標被頻頻提起，那就是「滲透率」。圍繞着這一指標，市場中有着諸多爭論，如新能源車的發展空間還能有多大？政策還會不會繼續大力支持等？也正因為此，新能源車滲透率、主要新能源車企月度產銷量等共同組成了行業景氣度的高頻數據，很大程度上影響了資本市場中新能源車賽道的表現。

內地新能源車增長潛力大

財經萬象 黃大智
星圖金融研究院
高級研究員

那麼，新能源車滲透率是什麼？僅憑這一指標觀察新能源車的景氣度可信嗎？新能源車長期的發展空間又在哪儿？

滲透率近年來快速上升

所謂「滲透率」，全稱為市場滲透率，屬於管理學營銷學當中的一個概念，具體的意思是指：一個產品在某個時間段裏面，在市場所有同類型產品中可能達到的比例。具體到新能源車領域，就是在某一時段內（如每個月），在全部的汽車銷量中新能源車銷量的佔比。

從歷史的數據來看，內地新能源車零售滲透率在2015年約為1%，到2019年上半年，滲透率突破至5%，到2020年底一直無法突破6%。可以說，在這一階段，新能源車銷量的增長主要來自於補貼政策的「政策推動」，產業鏈上的企業也在政策的補貼下有了一定的技術積累。

隨着銷量持續提升，新能源汽車由「政策扶持」向「市場驅動」的切換被提上日程。從2019年開始，新能源汽車補貼開始退坡，銷量也由此下滑，這也是當時新能源車滲透率增長緩慢的主要因素。但在全球碳中和及內地雙碳目標等政策的帶動下，新能源汽車市場開始高速增長，2021年新能源汽車銷量達352.1萬輛，按年增長1.6倍，滲透率升至13.4%，相比2020年提升8個百分點。從乘聯會公布的月度數據所計算的新能源車滲透率來看，已經快速增長至當前28%附近的水平。這也就意味着，在每個月新增的汽車銷售中，有四分之一左右為新能源車。

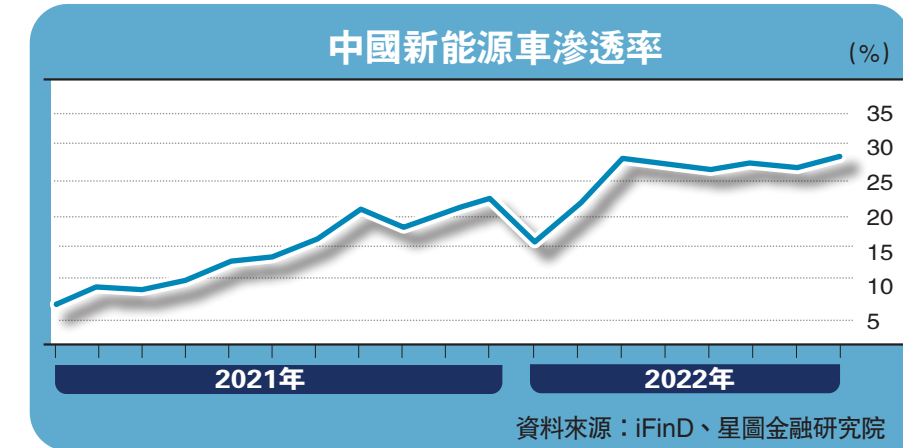
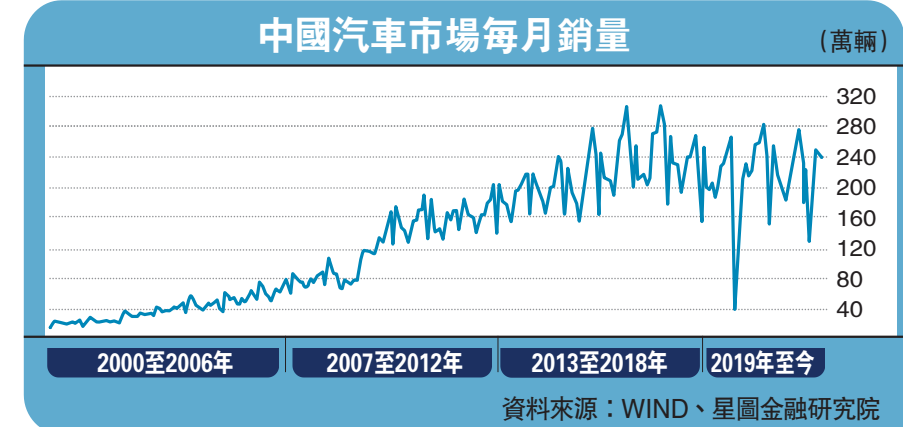
在不斷增長的滲透率下，新能源車產業鏈看似迎來了歷史性的機遇。而如果按照當前滲透率繼續增長的態勢，甚至有業內人士樂觀的預測，到今年年底滲透率將增至35%。

但滲透率持續提升的另一面，市場對於未來成長空間的質疑也隨之而來。根據國務院辦公廳發布的《新能源汽車產業發展規劃（2021-2035年）》（以下簡稱《規劃》），其中指出，2025年發展目標為，新能源車銷量佔當年汽車總銷量的20%（即新能源車滲透率）。彼時的中國市場新能源車滲透率僅為5.8%。想要在5年後達到滲透率20%的目標，意味着年複合增長率將近30%，這在當時看來還是有着不小的難度。

但隨着新能源車滲透率逐步穩定在20%以上，提前完成《規劃》目標已經成為板上釘釘之事。而從未來的發展來看，新能源車滲透率在短短不到2年時間增長了4倍，留給未來的成長空間又有多少？要回答這個問題，我們可以更為詳細的拆解新能源車滲透率這個指標到底意味着什麼？以及未來的成長空間在哪裏？

在不斷增長的滲透率背後，我們需要從兩個維度審視滲透率的兩個失真：

第一個是滲透率計算方式帶來的結果。新能源汽車滲透率指的是在—



定時期內，新能源汽車銷量佔汽車總銷量的比重。如果作為分母的汽車總銷量愈小，作為分子的新能源汽車銷量愈大，那麼滲透率自然就會愈大。而近幾年受到疫情的影響以及內地汽車飽和量的限制，汽車銷量下滑顯著，單月汽車銷量波動大，累計銷量也仍然未恢復到疫情前的水平。作為分母的汽車總銷量的降低，一定程度上影響了滲透率指標的結果。

也就是說，新能源車高滲透率很大程度也是源於車市總體銷量的萎縮。整個汽車大盤的產銷量變小了，滲透率因此相應放大，使得滲透率畸形增高，數字失真。以今年3月份汽車銷量的數據為例，2022年3月乘用車市場零售達到157.9萬輛，按年下降10.5%。而新能源車零售量繼續增長，滲透率不降反增。這毫無疑問是受到分母變低的影響。

第二個則是新能源車滲透率中的結構問題。其中既有抵禦結構性的失衡，又有不同車型下，新能源車產品的因素。

主流剛需市場仍有很大空間

首先來看產品結構性的因素。以汽車中A00、A0、A、B幾類分級汽車的銷量和滲透率來看。在2019年，A00級別的車銷量約為23萬輛，在新能源車市場中的佔比約為22%。到2020年，A00級別的五菱宏光MINI EV成為市場中的熱門車型，全面開啟了純電微型車市場，A00級別的車型在新能源車中的市場份額也在快速增長，約佔到新能源市場的26%。而在2021年，五菱宏光MINI EV更是成為了當年新能源車的銷量冠軍，總銷量約39萬輛，排名第二的特斯拉Model Y則僅有約17萬輛。A00級別的車型在新能源車中的市場份額也提升到了27%。截至2022年上半年，五菱宏光MINI EV的銷量約為19萬輛，成為車型銷量榜第二，A00級別新能源車佔到新能源市場的23.81%。如果扣除A00級微型新能源的銷量，2022年上半年的新能源滲透率為18.63%，與新能源車總滲透率27%左右的水平相

比，相差較大。

那麼，為什麼我們在統計中要剔除A00這一級別的車型？原因就在於一方面其價格便宜，與傳統的汽車消費市場相差甚遠。另一方面則在於A00級別新能源車準新的新購買群體，與新能源車對傳統燃油車的替代目標並不一致。

除此之外，30萬元人民幣以上的高端品牌新能源車的單月滲透率較高，至於佔據內地主流大眾市場的中端新能源車（A級和B級）滲透率不盡如人意。從數據看，截至2022年上半年，A00、A0、A、B、C各級別車型中，新能源車滲透率分別為99.63%、29%、15%、24%、30%，呈現出很明顯的「兩頭高、中間低」的特點。

其次是地域分布的結構性問題。從地域分布上看，以長三角、珠三角為代表的發達地區以及限牌地區，微型電動車聚集的地區，新能源車滲透率較高，在更為廣大的內陸三四五線城市，新能源汽車消費則較為疲軟。也就是說，在主流剛需市場，新能源車所佔比重仍然很小。

無論是結構性分化、地域性的差異，還是新能源車滲透率計算方式結果的偏差，都可以看到，新能源車滲透率在反映行業景氣度方面都有其自身的局限性。

汽車智能化提高市佔率

以新能源車發展的結局看，普及率或許更能反映新能源車的普及程度以及終端消費者的接受度，即新能源汽車保有量佔汽車總保有量的比重。滲透率的快速提升並不代表普及率也會快速提升。

而從未來的發展來看，無論是新能源車對於傳統燃油車的替代，還是汽車智能化的發展趨勢，都將進一步提升新能源車市佔率。因此，雖然新能源車的銷量快速增長是不爭的事實。但滲透率並不能夠全面反映新能源車的景氣度，也毋須擔心未來的發展空間。辯證的看待這一指標，回到新能源汽車本身的競爭力，也許更能夠給投資帶來更好的指引。

亞洲通脹料已見頂 惟收水不宜停



非凡觀點 胡一帆

瑞銀財富管理
亞太區投資總監

美國8月消費者物價指數（CPI）按年上升8.3%，雖然比7月份回落0.2個百分點，但高於市場預期的8.1%，不計食品及能源的核心CPI按年升幅更加速0.4個百分點至6.3%，按月則加快0.3個百分點至0.6%。

雖然美國整體通脹按年計或已見頂，但最新數據顯示價格壓力仍然廣泛存在，特別是在工作敏感的服務行業，包括租金、餐飲、醫療、教育、個人保健價格都意外上升。美聯儲別無選擇，即使要付出經濟增長放慢的代價，也只能繼續上調政策利率，以實現通脹和勞動力市場降溫。美聯儲已經於9月加息0.75厘，11月可能再加息0.5厘或0.75厘，12月也有可能加息0.5厘。聯邦基金利率期貨顯示，明年3月政策利率峰值升至約4.3厘。

亞洲的核心通脹問題不如美國那樣嚴重，部分原因在於應對疫情時投入的貨幣較少。不過，地區通脹率仍然因高昂的能源成本、經濟重啟，以及創紀錄強勢的美元而不斷走高。如果要避免斷崖式的外資出逃和貨幣貶值，亞洲需要跟隨美聯儲的步伐進一步加息。

筆者仍然預計亞洲的通脹已在第三季度見頂，達到5%至6%的水平，然後到年底下降約1個百分點。這一趨勢應會延續到2023年，並在未來12個月降到2%至3%。不過，美元的持續走強和大宗商品的再次迅猛上漲，可能延緩通脹的下行趨勢。

避免貨幣貶值 外資出逃

令人欣慰的是，亞洲貨幣市場狀況仍較為穩定。印度、泰國和馬來西亞儘管出現外儲減少、匯率貶值的問題，但這主要是因對外收支惡化所致，而非源自外資出逃，外匯儲備仍然充裕。

按照當前軌跡，筆者認為亞洲將會充分緊縮政策以壓制通脹，避免斷崖式的資本外逃，防止嚴重的貨幣貶值。美聯儲珠玉在前，大部分亞洲央行也表現出調整的意願，印尼加息0.5厘就是明證。但緊縮進程尚未完成，對於步伐上較為落後的央行，第四季度將是加快加息步伐以穩定外儲的關鍵窗口。

亞洲各國目前的緊縮步調並不一

致。北亞和菲律賓已近尾聲，僅餘一兩次加息，預計會在年底暫停；而泰國、印尼、印度及馬來西亞（也許）還需要加息近1厘，因此可能在明年繼續上調利率。此外，這些國家也可能會推出措施應對波動，例如與美國簽訂貨幣互換協議以增加外匯儲備，以及針對貿易流動頒布臨時貨幣兌換相關規則。

由於資產負債表良好，同時有能力通過借款來支付投入成本的上漲，目前企業經受住了利率相對有序上漲的影響。不過，鑒於緊縮周期尚未完成、地區出口放緩，第四季度出現下滑（儘管幅度較小）已經不可避免。

大宗商品再起波瀾仍是一大風險。俄烏衝突、能源行業投資低迷，加上原油庫存不斷下降，又一輪能源通脹的大門已然打開。不過，這些因素對亞洲CPI的傳遞效應因國家及地區而異，在許多經濟體，能源價格傳遞效應的高峰已經過去。

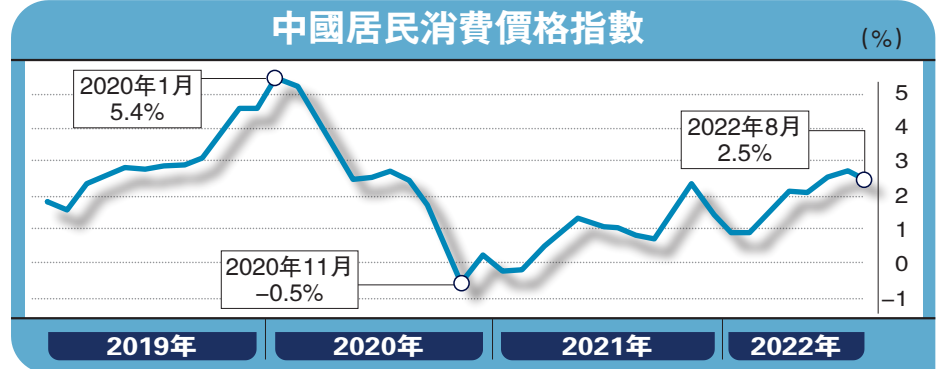
如果與筆者預期的一樣，布蘭特油價將在2023年第一季度回升到每桶120至130美元水平，那麼目前通脹只是暫時放緩上漲的脚步，而不是掉頭向下。

馬來西亞和印尼屬於例外，兩國均在最近放鬆各自的能源補貼。在未來兩個季度，這些經濟體必須直接面對整體通脹的上漲並加大貨幣緊縮力度，以壓制外資引發的波動。

全球氣象機構已經宣布2022至2023年將是又一個拉尼娜之年，這種三災齊降的現象從1950年以來僅出現兩次，隨之而來的包括天氣波動加劇，以及生命、財產和作物的損失。未來數月重要穀物生產地區的產量如果不如預期，加上地緣政治衝突，糧食價格將存在重大上漲風險。

亞洲的前景在很大程度上取決於中國的復甦步伐。8月份的經濟活動數據出現一些亮點，筆者認為年內復甦步伐將比較溫和。當前的部分政策支持應會在第四季度開始進一步發力。尤其是基建投資的加強，在此方面，鋼鐵產量在9月初已經上升（按年增5.2%，而8月份為按年下降2.5%）。隨着更多財政借款撥付到位，加上高鐵和城際鐵路資本支出增加，基建反彈會在今後4至5年持續。

總體而言，2022年中國的增長率預計會穩定在3%左右。明年或將有更積極的政策刺激經濟增長，筆者預計明年的GDP增長顯著回升，達到5%左右。



樓價低位見承接 後市有望回穩



樓語縱橫 楊永健

世紀21 Q動力
總經理

加息周期展開，加上俄烏衝突令地緣政治風起雲湧，環球通脹急升，經濟不景氣，股票市場顯著受壓，恒生指數昨日一度跌穿17000點的11年低位。不過，早前特區政府把「3+4」入境要求轉為「0+3」，取消入境酒店的檢疫限制，相信有助旅客重返香港商務旅遊及消費，本地股市、樓市能苦盡甘來。

疫情反覆，全球經濟變得顛簸不平，過去兩、三年間受新冠疫情影響，出行計劃受阻，甚至連出國探親、海外進修也被迫取消，出門要戴口罩，原本的生活亦被打亂，甚至連飯碗也打破，疫情帶來的衝擊確實令人難以估計。

入境限制放寬 消費迎復甦

不過，隨着環球疫情轉趨穩定，部分國家亦已踏上復常之路，取消大部分的入境限制，香港也轉作「0+3」的檢疫安排，個別專家顧問亦指出，倘若未來兩、三星期疫情未有反彈，本港有條件進一步放寬至「0+0」。屆時入境人士抵港機場，核酸檢測無事，即毋須再接受家居醫學監測。

儘管尚未全面通關，但港人已開始為未來恢復出行作好準備，無論旅行社以至航空公司，均已大張旗鼓，準備迎接港人「報復式旅遊」。借鏡早前新加

坡逐步通關的效果，相信稍後香港全面通關，無論消費市場、樓市成交量以至股市氣氛，勢必帶來顯著反彈。

無可否認，過去一年本港經濟持續收縮，失業率更曾經連續半年處於6%以上的高位，雖然過去的6至8月份失業率已回落至4.1%水平，但較疫情前的低位仍有一段距離。整體經濟仍未走出衰退，加上移民人數的增加，樓市自然持續受壓。但總體來說，比對於恒指現處於約17000點的11年低位，樓價跌幅已算是輕微，跌幅約一成左右，可說是「不幸中之大幸」。

雖然一、二手市場整固壓力依然未減，個別地區樓價仍是愈跌愈有，部分跌幅更是「令人嘩然」，但仔細分析，近期個別屋苑成交量已顯著回升，反映個別地區的低位已出現承接，價跌量升的情況下，或許未來價價將出現見底回穩的現象。



▲近期個別屋苑成交量顯著回升，反映低位已出現承接。