

# 中国会像日本进入 30 年的零增长吗？

## ——乘用车比较研究报告二

✍️ : 黄细里 执业证书编号: S1230518050001  
☎️ : 021-80106011  
✉️ : huangxili@stocke.com.cn

### 行业评级

汽车整车 看好

### 报告导读

未来 10 年中国乘用车增长中枢或 3%，或出现第二次峰值 3000 万辆

### 投资要点

#### □ 日本乘用车市场 60 年风雨历程

①**高速增长**的 1960-1970 年（第一次峰值）：乘用车销量复合增速 34%，峰值 295 万辆。国内 GDP 高速增长（平均约 9%），人均 GDP 从 479 增加至 2038 美元。战后婴儿潮一代（1946-1954）逐步成为主力消费消费人群。“别人家有的，我家也要有”第二消费观念兴起。②**平稳增长**的 1970-1980 年：乘用车销量复合增速 2.7%，中枢 260 万辆。国内 GDP 增速换挡（平均 4%），面临两次石油危机+日美贸易战升级+经济转型的三重压力。1970-1974 婴儿潮一代的二代集中出生，此后人口生育率进入长达 40 年的下降。“别人有的，我也要有且个性化”第三消费观念萌芽。③**前低后高**的 1980-1990 年（第二次峰值）：乘用车销量复合增速 4.9%，1988-1990 年平均增速 15%+，峰值 510 万辆创新高。经历了 1986/12-1991/2 日本泡沫经济时代，新人类一代及婴儿潮一代的二代成为新增消费主力，第三消费观念盛行期，进入“买买买”节奏。④**零增长**的 1990 年-至今：一直在 350-500 万辆之间波动，平均值是 440 万辆，平均增速-0.23%。日本 GDP 增速平均 1%，少子化及老龄化现象日益突显，而且崇尚极简主义的第四消费观念兴起，乘用车消费核心来自报废更新需求。

#### □ 对中国乘用车趋势研判的借鉴之处

总结日本得出 2 条规律：**【GDP 增速】**根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏。**【人口出生率+消费观念变迁】**影响乘用车出现峰值的次数及间隔时间。借鉴日本结合国情，**未来 10 年中国乘用车的趋势研判：①进入低增长时代，销量增长中枢或 3%，仍然有上升空间，还没到日本 30 年零增长的时期。②大概率会出现第二次销量峰值，或为 3000 万辆。**三大支撑点：①中国经济增长仍具有韧性。②全面放开二胎有助于缓解中国新生人口数量下降速度。③中国正处于第二消费观念到第三消费观念的转换时期，个性化消费潜力仍强劲。

#### □ 建议：8-9 月份逐步增配乘用车，优先整车标的

2019 年是乘用车周期交替之年，演绎模式类似于 2012 年，但有三大不同点：1) 贸易战带来汽车关税下调及股比放开的深远影响。2) 增值税下调 3% 促进汽车消费。3) 国六提前实施带来自主准备不足。综合“销量增速+单车盈利+估值水平”三大指标看，建议 8-9 月份逐步增配乘用车相关板块。1) 销量增速已见底处于复苏中，向上弹性与 GDP 增速正相关（受中美贸易战进程影响）。2) 单车盈利最差大概率是中报业绩，但因竞争格局改善周期长，盈利恢复节奏及向上弹性不能过于乐观。3) 估值水平处于历史低位，吸引力强。配置上优先整车【广汽集团+上汽集团+长安汽车+江铃汽车+长城汽车】，其次零部件【星宇股份+万里扬+拓普集团】。另外继续推荐国六升级产业链最受益标的【中国汽研】。新能源汽车整车重点关注【比亚迪】。

风险提示：宏观经济复苏低于预期；乘用车行业内价格战持续时间拉长。

### 相关报告

- 1 《20190721 汽车行业周度报告：7 月第二批批发同比降幅收窄》2019.07.21
- 2 《6 月乘用车“量-库-价”跟踪报告：短暂的“美好”》2019.07.18
- 3 《20190708 汽车行业周度报告：6 月第四周零售同比增速小幅回落》2019.07.08
- 4 《20190701 汽车行业周度报告：6 月第三周零售同比增速有所回落》2019.07.01
- 5 《汽车行业周报：6 月第二周销量环比有所改善》2019.06.24

报告撰写人：

数据支持人：黄细里

## 正文目录

<b>1. 日本乘用车市场 60 年风雨历程</b>	<b>3</b>
1.1. 高速增长 1960-1970 年（第一次峰值）	3
1.2. 平稳增长的 1970-1980 年	4
1.3. 前低后高的 1980-1990 年（第二次峰值）	5
1.4. 零增长的 1990 年-至今	6
<b>2. 对中国乘用车趋势研判的借鉴之处</b>	<b>7</b>
2.1. 【GDP 增速】根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏	7
2.2. 【人口出生率+消费观念变迁】影响乘用车出现峰值的次数及间隔时间	7
2.3. 未来 10 年中国乘用车大概率会出现第二次峰值（或 3000 万辆）	10
<b>3. 建议：8-9 月份逐步增配乘用车，优先整车标的</b>	<b>11</b>

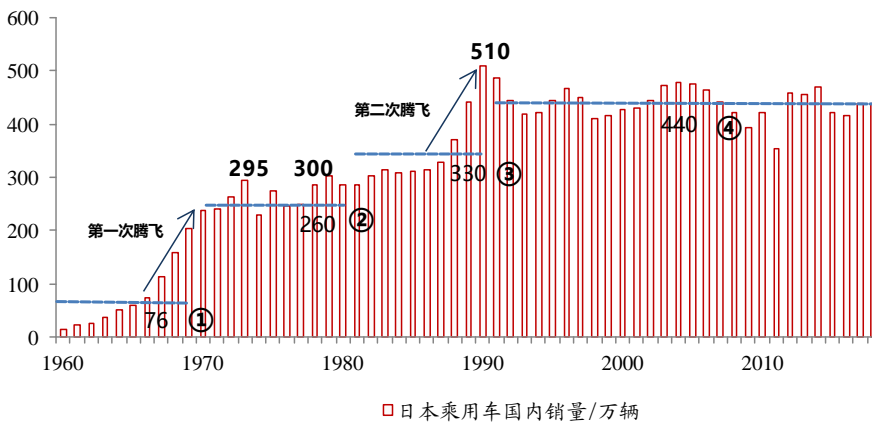
## 图表目录

图 1: 1960 年至今日本国内乘用车消费四个阶段划分	3
图 2: 1960-1970 年日本 GDP 平均增速约 9%	3
图 3: 1960-1970 年日本人均 GDP 从 479 增加至 2038 美元	3
图 4: 1947-1949 是婴儿潮一代高峰值	4
图 5: 1960-1970 年日本 18-44 岁人口数量快速上升	4
图 6: 1947-1949 是婴儿潮一代高峰值	5
图 7: 1975 年之后日本老龄化现象愈加严重	5
图 8: 1985-1988 年日元不断快速升值	5
图 9: 1985-1988 年日本长期贷款利率维持低位	5
图 10: 1985-1988 年期间日本 CPI 稳中小升	5
图 11: 1985-1988 年日本货币供应量进入宽松期	5
图 12: 1990-2017 年日本 GDP 平均增速 1%	6
图 13: 1990-2017 年日本人均 GDP 在 3 万-4 万美元之间波动	6
图 14: 日本 GDP 增速与乘用车增速关系变化	7
图 15: 日本人口粗出生率与 GDP 增速之间关系	7
图 16: 日本乘用车新增牌照需求与日本出生人口之间的关系	8
图 17: 日本新车需求与更新需求之间关系的变化	9
图 18: 未来 10 年中国乘用车消费趋势判断	10
图 19: 汽车整车、汽车零部件 PE（历史 TTM，整体法）	11
图 20: 汽车整车、汽车零部件 PB（整体法，最新）	11
表 1: 日本四次消费观念变迁	9

## 1. 日本乘用车市场 60 年风雨历程

之所以选择日本作为借鉴分析：1) 日本汽车普及时间晚于欧美，但早于亚洲其他国家；2) 同属于亚洲文化，且人口密度大。3) 在经济高速发展后均面临来自美国兴起的贸易战压力。回顾 1960 年至今日本国内乘用车市场的发展历程，可以归纳为下图。方便记忆我们以十年取整来划分，日本乘用车经历了 4 个阶段：1) 1960-1970 年快速发展时期，这十年乘用车的销量中枢是 76 万辆，复合增速 34%，尤其是 1965-1969 年乘用车产销规模仅用三年时间从 70 万辆跨越到 200 万辆平台，可谓是第一次腾飞。2) 1970-1980 年平稳增长时期，这十年乘用车的销量中枢是 260 万辆，复合增速 2.7%，1973 年和 1979 年分别出现了乘用车产销规模的第一次峰值 300 万辆，但因 1969 年已经跨越到了 200 万辆平台，这十年的复合增速并不高。3) 1980-1990 年增速回暖期，这十年乘用车的销量中枢是 330 万辆，复合增速 4.9%，其中 1985-1990 年乘用车产销规模从 300 万辆跨越到 500 万辆的平台，出现第二次销量峰值，可谓是第二次腾飞。4) 1990-2018 年零增长时期，这近 30 年乘用车的销量中枢是 440 万辆，复合增速-0.5%。这四个阶段究竟各自呈现哪些特征？下文将按照如下思路展开说明：1) GDP 速如何；2) 主力消费人群；3) 消费观念如何。

图 1：1960 年至今日本国内乘用车消费四个阶段划分



资料来源：JAMA，浙商证券研究所

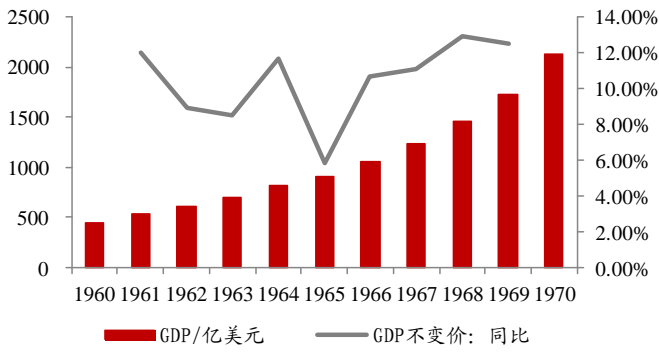
### 1.1. 高速增长 1960-1970 年（第一次峰值）

1960-1970 年日本乘用车高速增长（复合增速 34%），背后支撑的原因：1) 国内 GDP 高速增长；2) 战后婴儿潮一代是主力消费人群；3) 第二消费观念兴起（别人家有的，我家也要有）。

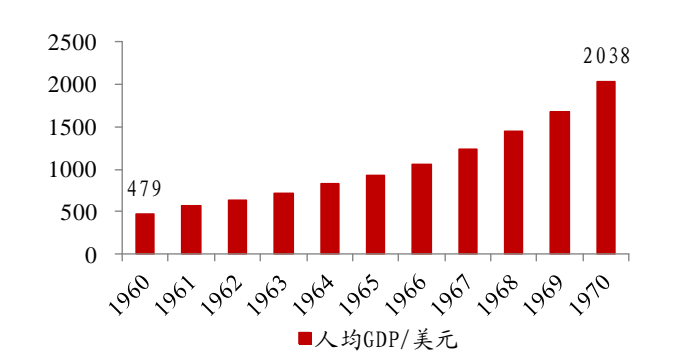
**国内 GDP 高速增长。**日本国内生产总值（GDP）1960 年 443 亿美元，1970 年增加至 2126 亿美元，这十年 GDP 平均增速约 9%，而对应的日本居民人均 GDP 也迎来了快速增长期，从 1960 年的 479 美元增加至 2038 美元。借助 1950s 中期朝鲜战争的特需供应背景下，日本形成了以化学、金属和机械产业为中心的重化工发展之路，而随着 1960s 日本经济发展带来了城镇化率的不断提升，人口不断向东京圈+关西圈+名古屋圈等都市圈集中，国内消费需求进入了快速发展期，从而进一步对经济发展形成了良性循环。

图 1：1960-1970 年日本 GDP 平均增速约 9%

图 2：1960-1970 年日本人均 GDP 从 479 增加至 2038 美元



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

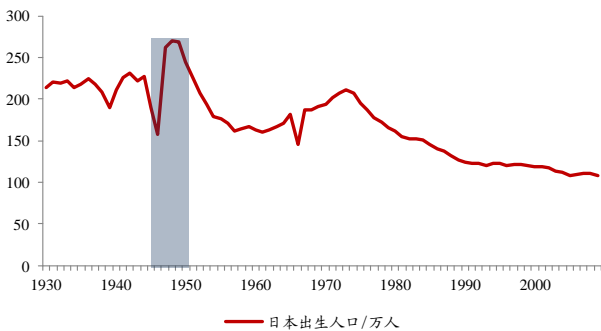


资料来源：日本统计局，浙商证券研究所

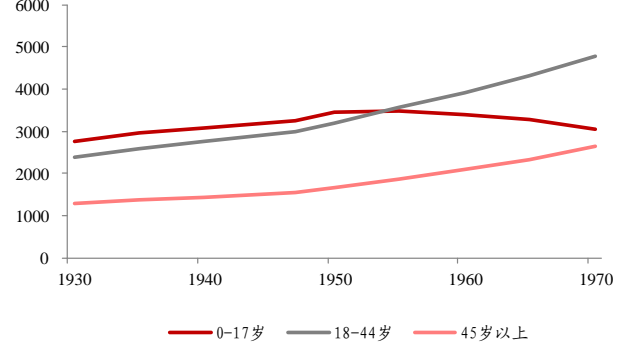
**战后婴儿潮一代逐步成为主力消费消费人群。**1946-1954 年是被认为日本广义上战后婴儿潮的一代（团块世代），1947-1949 是婴儿潮一代高峰值，这三年日本累计出生人口达到 802 万，占当时总人口比例超过 10%。婴儿潮一代见证了日本 1950s 战后经济恢复到 1960s 经济高速发展期，并从 1960s 后期逐步参与工作，成为日本社会主力消费人群。1960-1970 年日本 18-44 岁人口数量从 3927 万增加至 4791 万，净增加约 850 万人。

图 4：1947-1949 是婴儿潮一代高峰值

图 5：1960-1970 年日本 18-44 岁人口数量快速上升



资料来源：日本统计局，浙商证券研究所



资料来源：日本统计局，浙商证券研究所

**第二消费观念的兴起。**日本著名学者三浦展将 1912 年以来日本社会的消费文化做了深入研究，并根据国民价值观念变化将其划分为四个阶段：1912-1941 年第一消费观念（国家利益放第一位），1945-1974 年第二消费观念（家庭利益放第一位），1975-2004 年第三消费观念（个人利益放第一位），2005-2034 年第四消费观念（人与自然和谐相处放第一位）。而 1960-1970 年正是第二消费观念盛行阶段，强调家庭利益，消费取向是：大量消费，大的就是好的，大城市倾向，美式倾向。这样消费观念体现在汽车上：每家每户都需要一辆汽车。

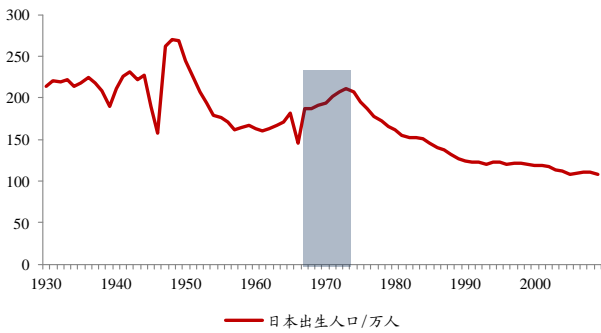
## 1.2. 平稳增长的 1970-1980 年

1970-1980 年日本乘用车进入成熟期，复合增速下移至 2.7%，每年乘用车销量中枢维持在 260 万辆。日本乘用车增速下台阶如此明显的核心原因在于：日本 GDP 增速换挡。1) 两次石油危机的发生。2) 日美贸易战升级。3) 国内经济转型期。其次是：新生人口数量开始下降，老龄化现象开始突显；第二与第三消费观念的转换期，消费价值观从重视家庭逐步转移到重视个人。

1973-1974 年第一次石油危机出现后，对重化工产业为重心且石油几乎 100% 依赖进口的日本而言，生产材料成本急剧上升，钢铁-造船-石油化工等支柱产业开始优势褪去，而且重化工发展带来的环境污染问题日益严重。这均逼迫日本国内经济转型：1) 淘汰重化工的落后产能。2) 发展技术密集型产业，重点支持汽车&电子等行业。而且随着国内需求日益饱和，加强对外出口成为重心，汽车出口成为当时日本优势产业。但随着和美国贸易顺差的日益扩大，日美贸易战进一步升级，从最初的纺织/钢铁，扩散至家电，汽车和电子，经济发展并没有前十年那么顺利。

1970-1974 年日本国内人口出生数量迎来了第二次高峰值（婴儿潮一代的二代集中出生），但 1975 年之后日本的人口出生数量一直处于下行通道中，而且 45 岁以上人口占比开始快速上升至 31%，老龄化现象开始突显。

图 6：1947-1949 是婴儿潮一代高峰期



资料来源：日本统计局，浙商证券研究所

从消费观念视角看，1975 年前后日本社会消费观念发生了重要转折点，从第二消费逐步转移到第三消费。而促成这样转变的催化剂是 1973-1974 年石油危机的爆发。虽然日本 GDP 增速开始下台阶，但出生于日本经济发展最快（1960-1970 年）的新人类一代（日本国内叫法）逐步开始有自己的消费能力，而这一代人从小习惯了父辈的高消费，必然带有强烈消费欲望的特征，而且和父辈不一样，他们更追求个性化，自我价值的实现。当然对整个 1970-1980 年社会主流消费观念还是第二消费，第三消费还处于后期萌芽阶段。这点体现在汽车消费上，经过过去十年普及以家庭为单位汽车普及已经相对饱和，而“每人一辆汽车”的观念还处于萌芽期。

### 1.3. 前低后高的 1980-1990 年（第二次峰值）

1980-1990 年日本乘用车复合增速 4.9%，高于 1970-1980 年的 2.7%，核心变化来自于 1988-1990 三年乘用车迎来了第二波成长，平均增速达近 16%，远高于 1960-1985 这十五年期间的平均 3% 增速。背后原因：1) 1986 年 12 月到 1991 年 2 月的日本泡沫经济。2) 新人类一代及婴儿潮二代逐步成为新增主力消费人群。3) “过渡”消费观念兴起（别人有的，我也要有且要个性化）。

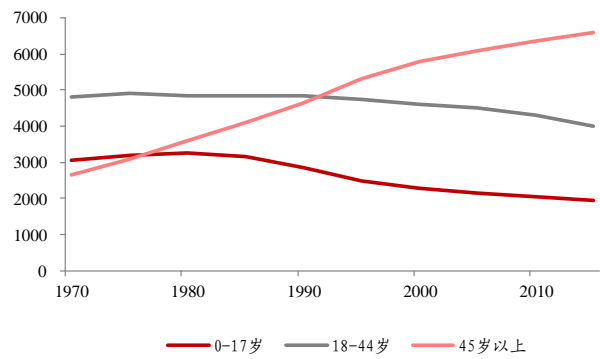
为期 4 年左右的日本泡沫经济特征：1) 日元不断升值，居民购买力上升。2) 宽松货币政策，流动性好，低利率。3) CPI 稳中上升。在这样背景下，日本居民进入了“买买买”节奏，且炒股炒房成为社会潮流，汽车消费欲望也自然被带动起来，而且高端汽车成为当时社会追捧的焦点。

图 8：1985-1988 年日元不断快速升值



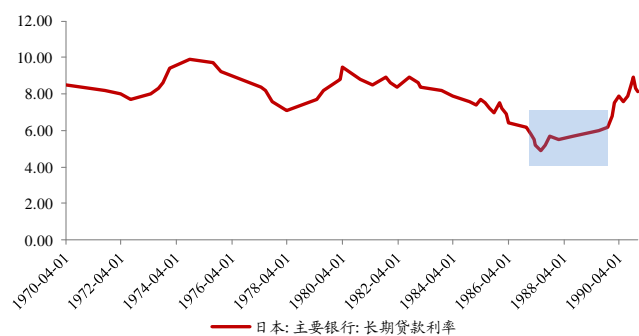
资料来源：wind，日本统计局，浙商证券研究所

图 7：1975 年之后日本老龄化现象愈加严重



资料来源：日本统计局，浙商证券研究所

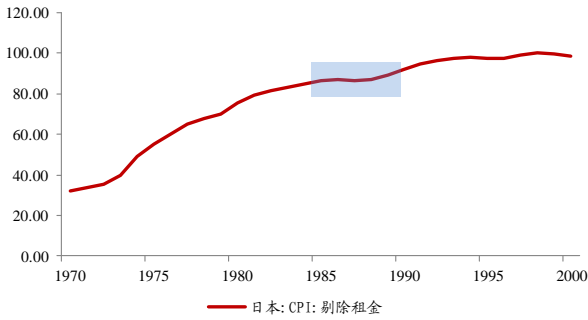
图 9：1985-1988 年日本长期贷款利率维持低位



资料来源：wind，日本统计局，浙商证券研究所

图 10：1985-1988 年期间日本 CPI 稳中上升

图 11：1985-1988 年日本货币供应量进入宽松期



资料来源: wind, 日本统计局, 浙商证券研究所



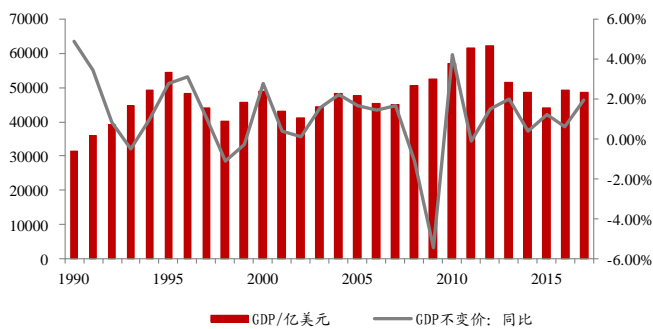
资料来源: wind, 日本统计局, 浙商证券研究所

1967-1975 年日本新生儿数量迎来了第二波增长期, 尤其是 1970-1974 年, 这 5 年期间累计出生人口数量达到 1019 万, 占当时总人口数量 9%, 这一代人在日本被认为是战后婴儿潮一代的二代。相比上文提及的新人类一代 (1960-1970 年出生), 婴儿潮一代的二代从出生开始对物质的充裕程度感受会更深, 而且父辈的财富积累比新人类一代更强。1980-1990 年新人类一代逐步成为社会主力消费人群, 婴儿潮一代的二代在 80 年代后期也逐步进入成年期。这两代人不仅拥有很强物质需求, 而且会更追求个性化。一方面是别人有的, 自己也要有, 而且还要求能够个性化, 体现自己和别人的不一样。这十年日本是日本第三消费特征的强化期。对于汽车消费而言, 不满足于每家庭一辆, 上升至努力追求每人一辆。

#### 1.4. 零增长的 1990 年-至今

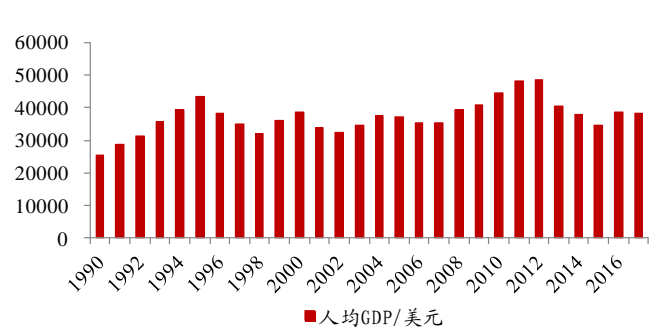
1990 年开始至今日本乘用车消费进入了零增长时代, 在这近三十年期间日本乘用车新车销售再没有出现新高, 一直在 350-500 万辆之间波动, 平均值是 440 万辆, 平均增速-0.23%。这期间日本 GDP 同比 (不变价) 在-6%-4%之间波动, 平均增速是 1%, 人均 GDP 在 3 万-4 万美元之间波动。之所以乘用车平均增速比 GDP 增速还要低, 我们认为这期间有 2 个重要因素发生变化: 1) 1975 年以来新出生人口持续下降导致首购乘用车消费需求疲软的负面作用在这个阶段开始突显。2) 极简主义消费观念的兴起, 即使有钱很多人也逐渐不愿意买车。

图 12: 1990-2017 年日本 GDP 平均增速 1%



资料来源: wind, 日本统计局, 浙商证券研究所

图 13: 1990-2017 年日本人均 GDP 在 3 万-4 万美元之间波动



资料来源: wind, 日本统计局, 浙商证券研究所

前文提及日本从 1975 年人口出生率达到了峰值, 从此进入了长期下行通道, 而相反 45 岁以上人口占比进入长期上行通道, 这导致在 1990 年开始日本主力消费人群的基数日益下降。而且日本社会在 2004 年前后从第三消费观念转换至第四消费观念。第三消费追求个性化的“过渡”消费, 第四消费却是回归人与自然的和谐相处, 提倡共享化消费。消费取向上: 无品牌倾向, 朴素倾向, 休闲倾向, 日本本土倾向。优衣库的兴起便是这个阶段消费的最佳例子。对于汽车而言, 回归到汽车共享或多人共用一辆车阶段。第四消费的兴起是因为第三消费虽然物质消费很盛行且个性化很强, 但人与人之间的交流越来越少, 环保能源问题日益突出, 加上国家经济也几乎没有增长, 人们发现通过回归本源, 提倡接近自然, 保护自然, 通过信息或资源共享来增强人与人之间的联系, 从而实现自我价值。

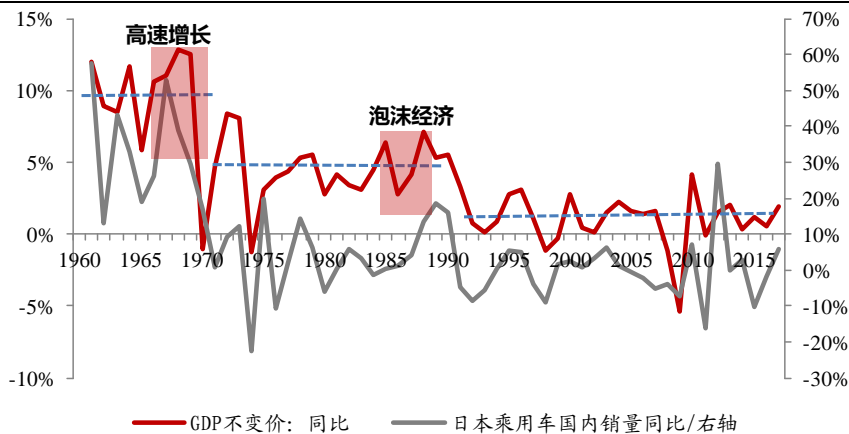
## 2. 对中国乘用车趋势研判的借鉴之处

总结日本得出 2 条规律：**【GDP 增速】**根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏。**【人口出生率+消费观念变迁】**影响乘用车出现峰值的次数及间隔时间。借鉴日本结合国情，未来 10 年中国乘用车的趋势研判：①进入低增长时代，销量增速中枢或 3%，仍然有上升空间，还没到日本 30 年零增长的时期。②大概率会出现第二次销量峰值，或为 3000 万辆。三大支撑点：①中国经济增长仍具有韧性。②全面放开二胎助于缓解中国新生人口数量下降速度。③中国正处于第二消费观念到第三消费观念的转换时期，个性化消费潜力仍强劲。

### 2.1. 【GDP 增速】根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏

从 1960-2018 年 GDP 增速与乘用车增速比较数据来看，两者变化节奏基本同步，只是乘用车波动幅度大于 GDP。日本经济增长大致分为四个阶段：1) 二战后日本在美国扶持下，1945-1950 年进入经济恢复期。2) 1960-1970 年进入了经济高速发展时期（平均增速 9%+）。也即乘用车高速发展时期。3) 1970-1990 年进入了经济稳定发展时期（平均增速约 4%），其中 1986-1989 年经济增速回暖加速，成为历史上所称为的“泡沫经济”时期。这个阶段日本乘用车出现了前低后高走势，在 1988-1990 年迎来了第二次成长，年产量创历史新高。4) 1990 年至今 GDP 增速平均 1% 附近，1990-2010 二十年成为历史上所称为的“失去二十年”，2011 年之后在安倍内阁下出现了 GDP 持续微幅正增长。这个阶段乘用车几乎零增长，一直在 440 万辆中枢上下波动，产销规模再也没达到历史峰值点。

图 14：日本 GDP 增速与乘用车增速关系变化

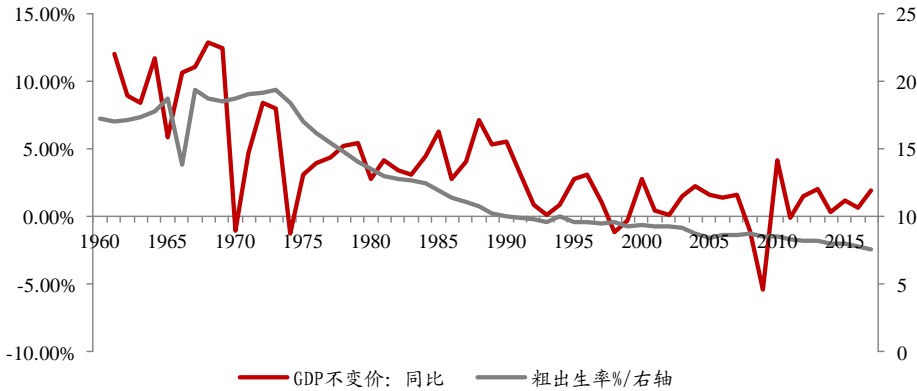


资料来源：世界银行，JAMA，浙商证券研究所

### 2.2. 【人口出生率+消费观念变迁】影响乘用车出现峰值的次数及间隔时间

比较分析日本人口粗出生率与 GDP 不变价增速看，两者呈现正相关。不少学术研究证明过：经济越发达，女性晚婚晚育现象越普遍，丁克比例逐步上升，少子化现象越严重。日本便是典型的代表，当国民经济经历了高速发展期后，新生人口数量逐年下降，尤其是泡沫经济之后，少子化现象愈加严重。

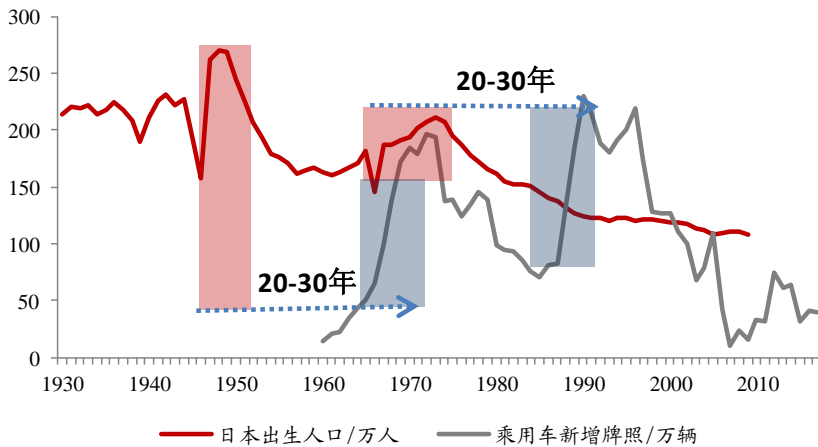
图 15：日本人口粗出生率与 GDP 增速之间关系



资料来源: wind, 日本统计局, 浙商证券研究所

而进一步对比日本出生人口与乘用车新增牌照销量数据可发现: 两者也存在正相关的关系, 但新增牌照销量滞后出生人口约 20-30 年, 两次婴儿潮带来了两次乘用车新增牌照需求的兴起。日本婴儿潮一代出现在二战后 1945-1954 年, 新生人口增长速度非常快, 尤其是 1947-1952 年这 6 年时间总出生人口 1478 万, 1952 年总人口 5250 万, 占比高达 28%。1967-1976 年日本又迎来了新生人口的第二次高值, 尤其是 1970-1975 年这 6 年时间总出生人数 1200 万, 1976 年总人口 1.12 亿, 占比近 10%。从年龄推算这一代人大约是婴儿潮一代 (1945-1954) 的二代。而乘用车新增牌照需求类似于婴儿潮出现了两次高峰, 第一次是 1960-1975 年, 第二次是 1988-1990 年。1976 年之后日本新出生人口数量逐年在下降, 而乘用车新增牌照需求自 1990 年达到第二次峰值后, 就一直处于下行通道中。

图 16: 日本乘用车新增牌照需求与日本出生人口之间的关系



资料来源: JAMA, 日本统计局, 浙商证券研究所

日本四次消费观念的变迁也同样深刻影响着乘用车消费的变化(如下表)。第二和第三消费期间均崇尚物质消费, 越大越好, 从每个家庭拥有一辆汽车, 到追求每个人有一辆且具有个性化。1960-1990 这三十年期间日本经历了第二消费由盛转衰, 第三消费的崛起, 带来了日本乘用车消费从无到有, 从有到更好的普及, 先后出现了 2 次峰值。第四消费追求极简主义, 提倡共享主义, 试图回归多人一辆车时代。1990-至今近三十年期间日本经历了第三消费的由盛转衰, 第四消费的崛起, 日本乘用车消费进入了零增长时代, 核心需求来自于车辆的自然报废更新(如下图)

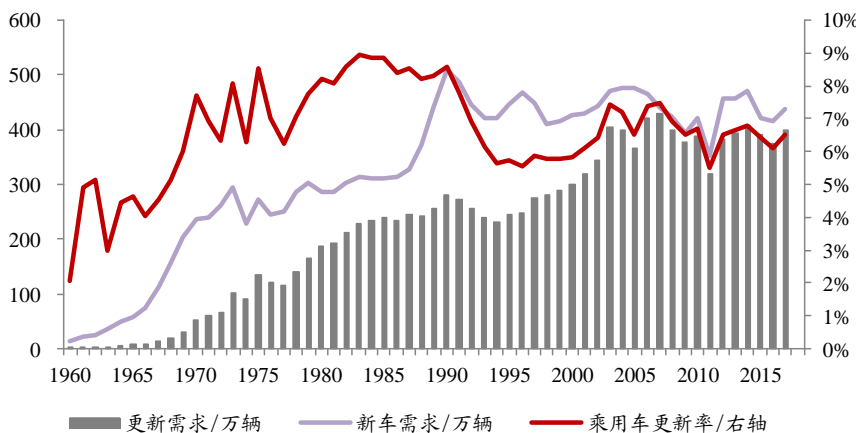


表 1：日本四次消费观念变迁

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争	从战败、复兴、经济高速增长期开始至石油危机	经济高度增长、泡沫经济、金融破产、经济长期不景气、等导致小泉改革	低增长、雷曼危机、两次大地震、收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 重视私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会，重视人与自然和谐相处
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

资料来源：三浦展相关著作，浙商证券研究所

图 17：日本新车需求与更新需求之间关系的变化



资料来源：wind，日本统计局，浙商证券研究所

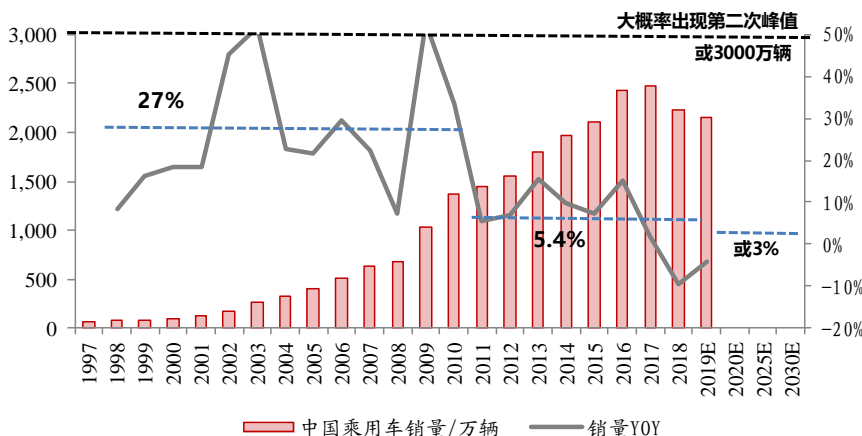
### 2.3. 未来 10 年中国乘用车大概率会出现第二次峰值（或 3000 万辆）

日本乘用车保有量稳定在 6200 万辆附近，千人保有量稳定在 480 辆附近。中国人口规模是日本的 11 倍。如果按照线性思维外推，中国乘用车保有量成熟状态应该是 6.82 亿辆。显然，根据世界顶级理论物理学家杰弗里·韦斯特的规模法则原理，这样的线性思维判断结果大概率会出错。类似于生物体，不同人口规模的国家所需的乘用车保有量遵从亚线性规模缩放原理的概率更大，也即实际中国所需乘用车保有量少于 6.82 亿辆，但是否一定遵从生物体的 3/4 次幂的发展规律，目前也无法准确回答。而从常识上去看：1) 中国交通拥堵现象已经十分严重；2) 中国公共交通便利性强；中国似乎确实并不需要那么高的千人保有量。那么究竟中国乘用车成熟状态下需要多少保有量呢？这个问题若想逻辑严谨地测算出具体数字是几乎不可能的，而且容易陷入“倒推式”研究困境。

精确数字难以测算，但趋势性研判却可以做且必要性很强。本文试图利用日本 60 年发展历史总结出来的 2 条规律，来为中国乘用车未来十年的趋势研判提供一种新视角。不管国情差异性有多大，乘用车的可选消费品属性不会变，这就是我们从日本乘用车历史寻找规律的出发点。基于上文分析结论可知，我们总结出了 2 条规律：第一，【GDP 增速】根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏。第二，【人口出生率+消费观念变迁】影响乘用车出现峰值的频次及间隔时间。利用这两条规律结合中国国情分析，我们认为中国未来 10 年乘用车趋势：1) 进入低增长时代，销量增速中枢或 3%，仍然有上升空间，还没到日本 30 年零增长的时期。2) 大概率会出现第二次销量峰值，或为 3000 万辆。

- 1) 中国经济增长仍然具有韧性。大概率不会出现类似日本 GDP 增速从 9%(1960s)—4%(1970s-1980s)—1%(1990s-至今)的快速换挡。中国 14 亿人口提供了广阔的内需市场，而且正经历从人口数量红利到人口质量红利的转变。中国常住人口城镇化率约 60%，户籍城镇化率不到 50%，相比发达国家的 80% 依然存在较大提升空间。供给侧改革+进一步对外开放+鼓励创业创新等均有助于促进经济结构转型，培育新的增长点。未来 10 年经济增长的韧性决定了乘用车销量增速中枢。
- 2) 全面放开二胎助于缓解中国新生人口数量下降速度。1975 年前后是日本出生人口数量的转折点，已长达 40 年的新出生人口持续下台阶。日本新生人口变化路径：1970s 是 1918 万，1980s 是 1454 万，1990s 是 1217 万，2000s 是 1200 万，2010s 预计 1000 万附近。1988 年前后是中国出生人口数量的转折点，近 30 年下降速度比日本相对缓和些：1980s 是 2.2 亿，1990s 是 2.1 亿，2000s 是 1.6 亿，2010s 预计 1.6 亿附近。1980-1990 年期间日本连续 2 个 10 年新出生人口同比下降幅度超过 15%，中国 2000s 新出生人口同比下降幅度超过 15%，但 2010s 企稳，随着计划生育政策逐步放松，中国新生人口数量下降幅度相对可控。
- 3) 中国正处于第二消费观念到第三消费观念的转换，消费潜力依然强劲。消费模式的变迁是长周期的。中国目前主力消费人群 70s 和 80s 为主，90s 和 00s 在未来十年的消费能力将日益上升。70/80s 类似于日本婴儿潮一代和新人类一代，主导了第二消费社会，主张“别人家有的，我家也要有”，“越大越好”的消费主张。而出生环境更加优越的 90/00s 类似于日本婴儿潮一代的二代，通过个人性消费来追求自我价值的实现，提倡“过渡消费”的第三消费观念在中国未来十年大概率将会愈加显著。

图 18：未来 10 年中国乘用车消费趋势判断

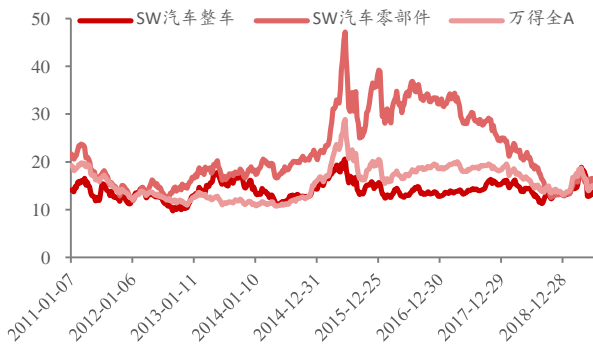


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3. 建议：8-9 月份逐步增配乘用车，优先整车标的

2019 年是乘用车周期交替之年，演绎模式类似于 2012 年，但有三大不同点：1) 贸易战带来汽车关税下调及股比放开的深远影响。2) 增值税下调 3% 促进汽车消费。3) 国六提前实施带来自主准备不足。综合“销量增速+单车盈利+估值水平”三大指标看，建议 8-9 月份逐步增配乘用车相关板块。1) 销量增速已见底处于复苏中，向上弹性与 GDP 增速正相关（受中美贸易战进程影响）。2) 单车盈利最差大概率是中报业绩，但因竞争格局改善周期长，盈利恢复节奏及向上弹性不能过于乐观。3) 估值水平处于历史低位，吸引力强。配置上优先整车【广汽集团+上汽集团+长安汽车+江铃汽车+长城汽车】，其次零部件【星宇股份+万里扬+拓普集团】。另外继续推荐国六升级产业链最受益标的【中国汽研】。新能源汽车整车重点关注【比亚迪】。

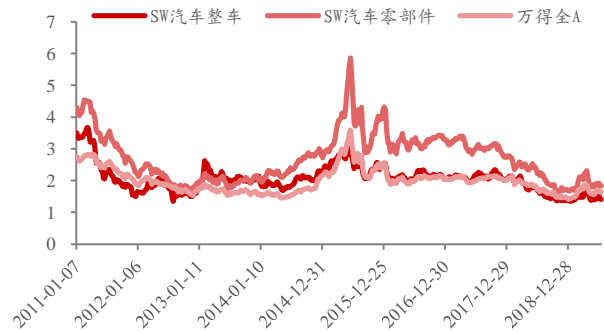
图 19：汽车整车、汽车零部件 PE（历史 TTM，整体法）



备注：剔除负值

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：汽车整车、汽车零部件 PB（整体法，最新）



备注：剔除负值

资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示：宏观经济复苏低于预期；乘用车行业内价格战持续时间拉长。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东新区陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>