

研报精选

2023年8月13日 第133期

宏观专栏

四个角度看待社融新低及应对——7月金融数据点评

报告认为，7月金融数据表现不及预期主要有四方面原因：按揭提前偿还、季末冲量后季初自然回落、地产下行、政府债券发行进度偏慢。对此，后续需财政和货币政策进一步发力托底，引领家庭和企业收入预期改善和信心修复，促进资产负债表的良性修复。

通胀放缓或难改利率居高不下

美国近期通胀缓和主要与供给改善有关，表现为二手车、机票价格下降等；而房租、剔除房租和机票的核心服务通胀放缓不明显，表明内需仍有韧性。这或意味着即使通胀放缓，美国利率居高不下可能也难改变。

专题聚焦

新角度拆解住房需求——来自公积金贷款的证据

报告对使用公积金贷款的住房交易数据研究发现，从购房者年龄、户型、购房套数来看，改善型需求在房地产成交总量中占比上升。非首套购置需求今年可能进一步释放，首套房需求释放的不确定性或高于非首套。

中金氢能：氢能产业进入标准化发展阶段

近日，多部门联合印发我国首个氢能全产业链标准体系建设指南。报告认为，《指南》有望推动氢能产业进入标准化发展阶段。政策助力下，氢能重卡、液氢装备、绿氢、储氢气瓶、燃料电池等有望加速发展。

宏观专栏

四个角度看待社融新低及应对——7月金融数据点评

2023年8月11日，央行公布7月金融数据，7月社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元，前值增42241亿元；7月末社会融资规模存量为365.77万亿元，同比增长8.9%；7月人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元，前值30500亿元；7月M2同比降至10.7%。

7月金融数据表现大幅不及市场预期，实体信贷全面走弱，仅靠票据融资和非银贷款支撑；社融同比增速跌至8.9%创新低，除对实体信贷明显下降外，其他主要分项融资也较为低迷；同时由于融资需求不足而货币派生减弱，M2同比从上月的11.3%降至10.7%；实体融资和生产活动不足，企业流动性持续走弱，M1同比则降至2.3%。数据公布后，债券市场情绪转向积极，二级利率整体下行，一级发行投标热情亦有所走高。

我们认为金融数据的不及预期可以归因为四个方面：

（一）居民按揭提前偿还冲击可能较大，且有进一步延续可能，央行或需加快推动存量按揭利率调整

7月居民信贷投放延续弱势，7月居民贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元；其中短期贷款减少1335亿元，同比多减1066亿元；中长期贷款减少672亿元，同比多减2158亿元，除受地产销量疲软拖累外，如果结合居民存款的减少来看（7月居民存款减少8093亿元，同比多减4713亿元），按揭提前偿还的冲击可能也较大。居民中长期贷款出现单月减少并非今年首次，4月居民中长期贷款也曾出现负增长的情况，当月减少1156亿元，同比多减842亿元，同时4月居民存款也同样有大幅减量，当月减少1.2万亿元，同比多减4968亿元。我们认为这背后或一定程度上表明，银行为了避开提前还贷等对存贷等季末考核扰动影响，进而会倾向于鼓励并安排居民在季初对按揭进行集中的提前偿还。

而从7月居民中长期贷款的同比走弱幅度看，存量房贷利率调降偏慢下，银行端所面临的按揭提前偿还的压力可能仍较大，如果该趋势延续，下个季度

初（10月）信贷可能仍面临一定的下滑风险，包括全年的信贷和社融增长可能都面临持续走弱的压力，进而制约经济修复。对于居民端而言，目前经济仍处于慢修复当中，实体各类资产的回报率边际均有下滑，包括股市、商品、债券等金融资产和其对应的资管类产品所能提供的收益率水平都要低于存量房贷利率水平，如果存量房贷利率始终不变，居民自主降杠杆、提前偿还的意愿就会一直延续，进而会导致信贷余额和存款余额的持续双降，货币供应减少，对实体经济支撑走弱，经济可能会进一步疲软，进而反向再次对居民融资需求造成压制。因此，对于货币政策而言，我们认为有必要加快推进存量按揭利率的调整，减少或放缓居民自主降杠杆的意愿。

（二）信贷季末冲高、季初回落的现象延续，表明实体有效融资需求或仍然不足

7月信贷数据还延续了此前的季末冲高、季初回落的现象。6月季末时点，人民币贷款投放整体表现好于预期，尤其是企业中长期贷款，在高基数基础上仍实现了不低规模的同比多增。但步入7月，信贷投放再现季初回落的特征，新增人民币贷款3459亿元，为2009年12月以来新低，同比少增3498亿元，除票据融资和非银贷款冲量实现了同比正贡献外，其余分项同比均转负，居民端延续弱势，企业端前期政策资金撬动作用亦有消退。剔除非银贡献外，金融机构对境内实体人民币信贷投放仅364亿元，同比少增3892亿元。如果结合票据利率走势来看，票据利率整体回落，一定程度表明银行等金融机构信贷投放压力仍要高于实体有效融资需求，实体内生性融资需求修复依然偏弱、起色不甚明显，进而贷款供给强于潜在需求，导致了利率的下行。包括二季度新发企业贷款加权平均利率，其实也有进一步走低，背后反映的同样是实体内生性融资需求的不足。短期内来看，考虑到居民和企业信心修复整体偏慢，融资需求的修复可能也会同步放缓，而信贷投放指标约束下，贷款供给相对充裕，我们认为新发贷款利率仍有下行空间。

（三）地产修复疲软带动社融整体承压，且这一趋势短期内可能仍将延续过去地产无论是在投资端还是融资端，对中国经济的贡献占比均较高，社

融当中很大一部分的需求是由地产及相关上下游产业链创造而来。而伴随地产的持续偏弱，其对社融整体的拖累也在延续。7月地产销量同比增速负值仍较大，对应居民中长期贷款表现疲软，同时开发商等融资端需求也未见有效修复，叠加地产债风险事件扰动，开发商融资可能进一步承压回落。此外，地产表现相对低迷也导致地产上下游产业链需求的降温，包括相关制造业等企业的贷款增速亦会有所走低。7月企业贷款增加2378亿元，同比少增499亿元；其中短期贷款减少3785亿元，同比多减239亿元；新增中长期贷款回落至2712亿元，同比少增747亿元。地产销售持续低迷，加上实体融资和生产活动不足，企业流动性持续走弱，资金活性下降，7月M1同比从上月的3.1%降至2.3%。可以看到，尽管近期地产政策导向偏积极，但更多还是延续此前“一城一策”的方针，放松力度未明显超市场预期，进而在实际提振效果上也比较有限。短期内来看，我们认为目前政策力度下，地产或难见大幅反弹走强，地产销售和投资端的疲软或延续，进而拖累整体融资端的表现和修复。

（四）政府债券发行进度偏慢，后续潜在提速可能利于托底社融

除信贷投放回落外，今年政府债券发行进度偏慢一定程度上也拖累了社融表现，尤其是地方债，发行进度要慢于往年同期，而地方债发行偏慢可能也与优质基建项目储备的相对不足有关。不过考虑到9月底前新增专项债需要发行完毕，我们预估届时政府债券对社融的贡献可能重新转向积极。

所以总结来看，7月金融数据大幅不及预期，主要可能是按揭提前偿还、季末冲量后季初的自然回落、地产仍在下行、政府债券发行进度偏慢等因素共同影响所致。短期内来看，除专项债发行在政策指引下会潜在提速外，其他扰动较难在短时间内得到有效缓解和逆转。尤其是居民收入和信心修复偏弱下，地产难见根本性改善、内需不足施压制造业，叠加出口也正处在承压阶段、出口型企业盈利难度加大，实体投资端信心可能会进一步走弱。

如何应对？我们认为需要财政和货币政策的进一步发力托底，尤其是财政层面，中央加杠杆的迫切性有所提升，以对冲居民和企业杠杆意愿的下降，同时引领实体收入预期的改善和信心修复，促进实体资产负债表的良性修复。

包括后续专项债的发行提速也潜在再融资地方债额度的释放，其实就是政府加杠杆的逻辑，但如果只是存量提速而没有新增投入，我们认为很难彻底扭转并修复实体信心，广义财政赤字可能需要进一步的提升来改善实体信心。除政府加杠杆外，还需要依托央行在利率层面的调降来缓解社融增速的偏弱，包括进一步推动按揭利率和企业融资成本的下行等，通过价格让利来激发实体内生性融资需求。

所以对于经济和融资需求修复而言，财政和货币政策协同，结合量（政府杠杆抬升）、价（融资成本调降）来共同激发实体信心修复可能才是当下的最优解，也可能是见效最快、成本最小的政策组合。若没有财政额外发力，那么价格的让利就会变得更为重要，且幅度可能也要更高，来补足财政发力的缺位。所以对于债券市场而言，无论财政有没有进一步的发力，只要贷款、货币市场等利率进一步下行，我们认为债券利率也会跟随创新低。结合当前通胀水平偏弱而名义经济增速偏低，我们预计货币政策仍将聚焦稳增长，流动性有望继续保持宽松状态，债券收益率仍有进一步下行空间，10年国债利率年内或进一步降至2.4%-2.5%。

以上观点来自：2023年8月11日中金公司研究部已发布的《四个角度看待社融新低及应对——7月金融数据点评》

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

东旭 分析员 SAC 执证编号：S0080519040002 SFC CE Ref: BOM884

范阳阳 分析员 SAC 执证编号：S0080521070009 SFC CE Ref: BTQ434

韦璐璐，CFA 分析员 SAC 执证编号：S0080519080001 SFC CE Ref: BOM881

宏观专栏

通胀放缓或难改利率居高不下

美国7月通胀符合市场预期。核心CPI连续第二个月环比增长0.2%是一个积极信号，但能源价格反弹显示通胀放缓也并非一帆风顺。美联储9月加息的必要性下降，我们此前预计美联储或“跳过”9月，下次加息或者四季度（《[海外央行观察：美联储下次加息或在四季度](#)》）。另外还有几个现象值得关注：一是房租通胀放缓速度低于我们的预期，二是机票价格连续下跌带来扰动，三是剔除房租和机票的核心服务通胀有所回升，这些现象增添了未来通胀走势的不确定性。我们认为近两个月通胀放缓更多与供给改善有关，且很多是输入性的，并未充分反映美国经济内需的韧性。这意味着通胀虽放缓，但美国利率 **high for longer** 或难以改变。

► 美国7月CPI同比增速从上月3.0%反弹至3.2%，核心CPI同比增速从上月的4.8%下降至4.7%。其中，核心CPI连续第二个月环比增长0.2%是一个积极信号，表明抗通胀取得了积极进展。从分项看，二手车价格（-1.3%）和家具家电（-0.4%）等商品价格继续下跌，机票价格（-8.1%）连续第二个月大幅回落，加上酒店（-0.5%）和租车（-0.3%）等服务价格走低，对抑制核心通胀起到了重要作用。

► 但能源价格反弹显示通胀放缓并非一帆风顺，7月燃油（+3.0%¹）、汽油（+0.2%）、天然气服务（+2.0%）均在上升，且8月以来全球油价继续上涨，或预示着8月能源价格环比将进一步走高。另外由于去年上半年能源价格高企，由此带来的基数效应使得今年上半年能源价格同比下降较多，但今年下半年基数效应将减弱，再加上能源价格环比回升，这意味着能源通胀存在反弹向上的风险。

► 另外还有几个现象值得关注：一是房租通胀放缓速度低于我们的预期。7月房租环比增速持平于上月的0.4%，其中主要居所租金环比增速从上月的0.5%

¹ 该项为非季调环比增速<https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>

回落至0.4%，业主等价租金环比增速从此前0.4%回升至0.5%。理论上CPI房租通胀因为统计的滞后性，会于今年二季度加速放缓，但目前为止放缓的速度没有那么快，这样的“迟迟不来”的租金回落值得关注。

► **二是机票价格连续下跌带来扰动。**自上月季调环比下跌8.1%后，7月机票价格再度季调下跌8.1%（非季调环比下跌9.3%），对CPI带来持续拖累。我们认为机票下跌可能有两个原因，一是前期油价下跌的滞后效应，二是随着劳动力数量增加，航空公司增加航线，降低机票价格。但这两个因素的持续性有待观察，全球油价已经开始回升，而随着劳动力成本上升，航空公司继续降价的空间或也比较有限。

► **三是剔除房租和机票的核心服务通胀有所回升。**如果剔除房租和机票，剩余的核心服务通胀似乎并没有放缓迹象，诸如体育赛事门票（+5.9%）、机动车修理（+1.4%）、养老院与成人日托（+2.4%）、家庭服务（+1.8%）、垃圾收集（+1.1%）、宠物服务（+0.7%）、理发（+0.6%）等项目，其价格仍在上涨。这些项目多为劳动密集型服务，与劳动力成本关系密切，因此我们尚不能得出由工资上涨带来的通胀风险就此解除的结论。

► 此外，我们认为近期通胀放缓更多与供给改善有关，且很多是输入性的，并未充分反映美国经济内需的韧性。比如上面提到的二手车和家具家电价格下跌，这些与供应链改善有关；机票价格下跌与前期油价下跌有关，这些都属于输入性的反通胀。相反，更多代表内需的房租、剔除房租和机票的核心服务通胀放缓不明显，说明美国经济的内部需求仍有韧性。这意味着通胀虽放缓，但美国利率居高不下（**high for longer**）或难以改变。

以上观点来自：2023年8月11日中金公司研究部已发布的《通胀放缓或难改利率居高不下》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

新角度拆解住房需求——来自公积金贷款的证据

本文中使用的数据来自所有使用公积金贷款的住房交易，难免有样本局限性。从购房者年龄、户型、购房套数各方面来看，改善型需求在房地产成交总量中的占比上升。在2022年疫情等因素影响下，非首套购置需求（有改善型需求）仍然同比增长，说明这类需求有较强的内生动力，但占比并不算高。我们认为当前的房地产政策调整思路有利于部分改善型需求进一步释放，但总销量可能不一定快速提升。相对而言，我们预计首套购置的不确定性似乎要高于改善型需求，但低基数下继续大幅波动可能性有限。

从购房者年龄、户型、购房套数各方面来看，改善型需求在房地产成交总量中的占比上升。本文中使用的数据来自所有使用公积金贷款的住房交易，这些交易具备一定的全国代表性，当然也有样本局限性。公积金贷款支持的住房交易既包括存量住房也包括新建住房。公积金贷款2019-2022平均每年支持287万套住宅交易（我们假设每一笔贷款对应一套住房交易），其中新建住宅201万套、存量住宅82万套、拆改翻新等3万套。201万套新建住宅相当于约2.4亿平米住宅成交，占过去4年新建住宅成交的14%。从增速变化来看，使用住房公积金贷款的成交数量变化，与商品房销售面积的变化相关性很高。总的来说，公积金贷款支持的住房交易是具有一定代表性的。在过去4年的数据中，我们发现了以下四个比较有意思的现象（以下如无特殊说明，均为使用公积金贷款购买的住房）：

► **首套购置仍然是绝对主力，但非首套需求的占比在上升。**首套房购置的数量占到全部成交数量的80%以上，二套及以上的购置数量占比低于20%，但是在2019年以来一直在上升。2019年，首套房购置数量占全部成交数量的87%，到2022年这一数字下降到82%。同期，购置二套房以上的占比则从2019年的13%上升到18%。

► **小户型购置需求占比下降、大户型需求稳定，中户型占比上升。**2019年90平米及以下户型的成交占比为26.3%，到了2022年已经下降到22.5%，144平米以上户型的占比一直稳定在9%左右。与之形成对比的是，90-144平米的户型

成交占比从2019年的64.3%上升到2022年的68.5%。

►40岁以上购房者的占比下降，40岁以下购房者的占比上升、尤其是30-40岁这个年龄段。2019年40岁以上购房者的比例占到26%，这一比例到2022年下降到20%。与此同时，30-40岁购房者占比从2019年的41%上升到2022年的45%，上升节奏稳定。30岁以下购房者从2019年的33%上升到2022年的35%。

►新房与存量房的需求比例没有特别大的变化，新房仍然是主力。在所有房屋成交当中，新房占比一直在70%左右，存量住房占比在30%左右，这一比例没有特别明显的变化。

2022年是中国房地产调整较多的一年，但非首套购置需求有增长（有改善型需求），中大户型购置也呈现出一定的韧性。2022年，住房公积金支持的房屋购买数量同比下降20%，其中新房下降22%，与统计局数据给出的26.8%的降幅较为接近。但拆分来看，有一些结构特点值得我们关注（以下如无特殊说明，均为使用公积金贷款购买住房的特征）：

►非首套房的购置需求（有改善型需求）2022年同比小幅增长。2022年住房公积金支持的房屋购买中，购买非首套房的数量为44.84万套，相比2021年同比增长1.4%，比前一年6.5%的同比增速有所下降，但高于全体20%的同比跌幅。

需要注意的是，由于截至2023年6月仍有16个大城市执行“认房又认贷”的政策，所以这里“非首套房”既包括购买第二套住房的居民，也包括大城市中的置换购置（比如卖掉未还清房贷的老房子、买一个更大的新房子，虽然购房者最终仍然是拥有一套住房，但根据当地标准，则被归为非首套房）。

►中大户型购置需求的走弱幅度小于小户型，可能一定程度上反映改善型置换需求的影响。2022年，90平米以下户型成交数量的跌幅为24.5%，这一跌幅要大于全体20%的跌幅，中大户型的跌幅相对较小。

虽然本文使用的样本具有一定的代表性，但样本与总体并不完全相同，难免有样本局限性。能够使用住房公积金贷款的申请人与一般的申请人存在一定差异，一个体现是购买非首套房的比例。根据金融监管总局数据，我们推算2021

年来10%左右²的个人住房贷款用于支持非首套购房，但是这个数字在公积金贷款中在13%-18%之间。

理解这些不同之后，我们使用公积金贷款的住房需求拆分数据，可以对未来的房地产政策效果做简单的分析。目前的房地产政策包括扩大公积金提取范围、降低二套房认定标准、对青年人以及新生儿家庭进行住房补助优惠等等。

►从需求的年龄结构和户型结构来看，鼓励改善型需求是正确的政策方向。40岁以下购房者占比上升，30-40岁购房者占比上升尤其明显；小户型交易下降速度快，但中户型占比快速上升，这些都说明鼓励改善型需求是正确的政策方向。

►非首套购置需求今年可能进一步释放，虽然占比不是非常高。改善型需求总的来说是扩大家庭内的人均住房面积、改善居住条件，既包括购买非首套房、也包括大城市的以小换大。虽然2022年经历房地产调整和疫情，非首套房购买的数量仍然能够同比增长，说明这一块的需求有韧性。接下来如果不出现房价大幅波动，而非首套房的贷款利率、首付比例能够有进一步的调整，我们预计这部分需求可能会得到进一步的释放。由于这部分占比不是非常高（根据金融监管总局数据在10%左右³、根据住房公积金贷款数据可能在13%-18%之间），意味着总量不一定大幅上升。

►相对而言，首套需求的不确定性似乎要高于非首套，但继续大幅波动的可能性也有限。2022年疫情给首套住房的购置者造成了较大的压力，收入不确定性、开发商信用风险、房价预期都可能影响首套住房购置者的行为。考虑房价变动之后，目前购房者的实际利率仍然不低。我们预计这部分不确定性可能相对多一点。但从样本数据来看，2022年首套房成交量已经调整较多，比2019年的水平低18.5%，我们预计这部分需求未来继续大幅波动可能性有限。

以上观点来自：2023年8月11日中金公司研究部已发布的《新角度拆解住房需求——来自公积金贷款的证据》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

² <http://house.china.com.cn/2133333.htm>; <https://m.gmw.cn/baijia/2022-01/06/1302751901.html>

³ <http://house.china.com.cn/2133333.htm>; <https://m.gmw.cn/baijia/2022-01/06/1302751901.html>

专题聚焦

中金氢能：氢能产业进入标准化发展阶段

2023年8月8日，国家标准化管理委员会、发改委、工信部、生态环境部、应急管理部、国家能源局联合印发我国首个氢能全产业链标准体系建设指南《氢能产业标准体系建设指南（2023版）》（以下简称“《指南》”）⁴。我们认为《指南》有望发挥顶层设计和引领作用，推动氢能产业进入标准化发展阶段。

一、指南擘画氢能产业标准体系，明确2025年重点任务

《氢能产业标准体系建设指南（2023版）》构建氢能产业标准体系结构。

《指南》建立起产业标准体系结构，以基础与安全标准为基础，为氢能供应和氢能应用的关键技术标准提供支撑；产业标准体系结构中的氢能供应标准包括氢制备标准、氢储存和输运标准、氢加注标准三部分，进一步保障氢能应用标准能够面向行业具体需求发挥作用，为氢能产业的落地奠定基础。

以氢能产业标准体系结构为骨架，《指南》构建更加细化的标准体系框架：基础与安全标准主要对氢能基础共性和安全通用要求进行规定；氢制备标准、氢储存和输运标准、氢加注标准主要对不同的制氢技术、输运方式、加氢站设备与管理进行规范；氢能应用标准在以上基础上对于氢能转换设备及零部件进行规定，面向交通、储能、发电、工业等不同行业需求细化相关规定。

《指南》明确标准制订和提升国际标准化水平的重点任务。《指南》指出产业发展目标：加快制修订氢能全产业链关键技术标准，覆盖氢安全、可再生能源水电解制氢、高压储运氢设备、氢液化、液氢储运设备、输氢管道、加氢站设备、燃料电池系统及零部件、燃料电池汽车等核心技术标准，打通氢能产业链上下游的关键环节，到2025年，基本建立支撑氢能制、储、输、用全链条发展的标准体系，制修订30项以上氢能国家标准和行业标准；积极提升氢能国际标准化水平，深度参与ISO、IEC国际标准化工作，到2025年，转化国际标准5项以上，提出国际标准提案3项以上。

⁴ https://www.samr.gov.cn/bzjss/tzgg/art/2023/art_8f81df3e20ed42a0997aa8c108e9f9a5.html

《指南》是对国家过往氢能相关政策的延伸和完善。自2019年3月氢能首次被写入《政府工作报告》，相关政策陆续出台，政府各部门愈发重视氢能对于实现双碳目标以及对于国家能源战略的重要意义。《“十四五”能源领域科技创新规划》和《“十四五”可再生能源发展规划》之后陆续出台，分别就氢能全产业链关键技术、可再生能源规模化制氢提供了创新指引，为氢能产业发展明确方向。《指南》对于过往政策进一步地延伸，构建了覆盖氢能全产业链的标准体系框架，制定目标加快推动关键技术标准的落地，能够更好地指引氢能产业的发展。与过往政策不同的是，《指南》提出了提升氢能国际标准化水平的重要目标，是考虑到当前国际氢能行业现状的与时俱进之举。

我们认为，《指南》引领氢能产业进入标准化发展阶段，基于过往政策进行延伸和完善，更好地发挥氢能行业标准体系的顶层设计和指导作用；基于氢能产业链各环节的技术特点和发展需求，统筹推进氢能产业关键技术标准的制修订，推动技术创新成果转化与标准制定协同发展。

二、指南引领产业发展，氢能产业链受益

汽车组：政策驱动氢能重卡实现从零到一的成长，看好燃料电池商用车渗透率提升。2022年下半年我国公开达成氢能重卡交易协议的订单数量已经突破10000辆（不含已经交付的订单），氢燃料电池重卡上牌量加速放量；2022年12月份氢燃料电池重卡渗透率突破2%。我们认为，2022年下半年氢能重卡高速增长主要系燃料电池汽车示范城市群第一年度考评政策推动，渗透率实现突破。

政策退坡导致渗透率短期下滑，氢能重卡路线确定性较强。2023年1-5月氢能重卡上牌量同比增长强势、渗透率环比走弱。相比2022年同期，氢燃料电池重卡上牌量同比增加1234台。2023年1到5月，氢燃料电池渗透率回归1%以下的低渗透率水平。2023年1-5月氢能重卡渗透率短期下滑，主要系政策退坡影响所致，同时也受到燃料成本高、燃料电池核心零部件国产化程度低、基础设施建设不完备等因素的限制。长期来看，我们认为，双碳战略下重卡新能源化趋势确定性强，氢能重卡在载重效率、长途运输、低温启动、补能速度方面优势显著，《指南》推动行业进入标准化发展阶段，氢能重卡保有量提升与基

基础设施建设相互促进，产业技术进步带动成本下降、稳定性提升，我们看好氢能重卡渗透率长期提升。

机械组：推动液氢装备国产化，是降低运氢成本的必要手段。当前阶段，推动氢能产业发展的核心是找到落地场景通过规模效应加速全产业链的降本，氢能重卡是最有希望实现落地的应用场景之一。但是目前即使在考虑补贴的情况下，氢能重卡TCO成本依然无法与燃油重卡实现平价，其中氢气成本居高不下是影响氢能重卡推广的主要因素。氢气成本的下降，依赖于制氢成本和运氢成本的下降，其中制氢成本的下降依赖于电解槽的规模效应和电费的下降，需要大力发展离网制氢模式和PEM电解槽，需要推动PEM电解槽的国产化；运氢成本的下降需要大力发展50MPa高压长管拖车和液氢运输方式，从更长期看，需要发展管道运输方式。参考国外的经验，液氢运输成本可以控制在5-10元/kg，是比较现实的降本路径。国内目前运氢主要还是以20MPa钢制高压长管拖车为主，运氢成本在15-20元/kg，成本较高。考虑到管道建设需要较长的建设周期，中短期降低氢气储运成本最有效的手段之一是推动液氢运输发展。

化工组：传统化工建设公司拓展业务新领域。化工项目从原先的“灰氢”，转换到蓝氢和绿氢，以及“蓝氨”和“绿醇”项目。作为产业掘金者的化建公司，突破了“碳指标天花板压低了化工总量”的担心；同时其竞争格局更好，毛利率更高，因为创新项目需要结合新老能源，亟需设计方对新老能源的结合有更好的理解。

传统煤化工企业的加速转型与扩张。由于传统煤化工的能源转换效率低，合成气的综合利用率低，且面临严峻的碳税挑战，面临产量和利润的双重压力。但结合绿氢项目后，我们认为有望有效降低投资成本，充分利用高碳低氢的煤炭等原料，生产高附加值的低碳产品，实现企业在产量和利润双重利润。

关键材料的渗透率提升机会，如质子交换膜。由于可以实现波动性较大的电力调峰运行，我们看好其长期市占率提升。目前碱性电解水制氢仍是主流和充分产业化的电解水制氢路线，昂贵的组件和材料成本则成为限制PEM电解槽推广的障碍，随着PEM核心零部件及质子膜等关键材料的国产替代，我们预计

在未来电解水制氢市场的占比有望持续提升。

电新组：在全球绿色能源转型的大背景下，绿氢需求及产量迎来快速发展，绿氢借助燃料电池可在交通领域实现脱碳。我们认为燃料电池汽车具备边际续航成本低、燃料能量密度高的特性，使其更适用于中长途、重载交通运输领域，有望与锂电池共同推动交通领域碳中和。我们预期全球绿氢产业发展的同时，燃料电池产业链也有望迎来快速发展，并催生相关投资机会。

下游燃料电池放量趋势明确，全年销量有望超5000辆。2023年上半年我国燃料电池汽车销量约2000辆，同比增长93%，6月起亦出现超1000辆燃料电池汽车招标，下半年随各示范城市群推广指标规划明确、行业有望引来加速放量，我们预计全年销量有望超5000辆。向后看，4年示范期内城市群的燃料电池汽车推广目标明确，叠加部分非示范城市群的推广规划，我们预计2025年前有望实现3-5万辆销量，近几年销量高增趋势明确。

2022年后重卡占比快速提升，企业竞争格局相对稳定。在政策驱动与经济性驱动下，2022年后燃料电池重卡快速起量，我们统计2022年-2023年6月，燃料电池车销量中重卡占比已达50%，其在续航里程、整车轻量化上占据一定优势，我们认为重卡为行业发展的主要方向，未来份额有望持续提升。

基础材料组：储氢技术突破+政策支持，车用氢能有望成为下一个风口。我们认为，十四五期间氢能产业仍处于发展初级阶段，是车辆示范项目的导入期。根据GGII，2022年我国氢燃料电池车产量和销量分别达3636辆和3367辆，同比+105.4%和112.8%。我们结合1)假设至2025年氢燃料电池车保有量达5万辆；2)根据GGII数据，客车单套配置6~8支气瓶；重卡单套配置6~8支气瓶；轻卡和中卡单套配置2~4支气瓶；测算得至2025年累计氢气瓶需求量将在30万支左右。

III型储氢瓶为当前国内市场主流，工艺提升+规模化降低成本。目前是商业化储氢的主流方法为金属内胆碳纤维全缠绕气瓶(III型)和塑料内胆碳纤维全缠绕气瓶(IV型)，主要优势在于储氢瓶自重减轻、系统储氢密度提升、成本降低，除材料外的结构和制造工艺基本相同，但IV型瓶技术壁垒更高、制作难

度更大。目前国内商用集中在大口径35MPa储氢瓶，70MPa为小规模推广阶段，国外已具备批量供应能力，在重卡和乘用车领域应用成熟。

风光公用环保组：绿氢需求打开光伏装机成长空间，看好光伏制造板块中长期成长性。我们认为在碳达峰、碳中和目标下，绿氢替代灰氢大势所趋，而光伏制氢是远期规模有望与光伏发电相当的光伏应用场景。若绿氢平价，有望带动光伏中期需求增速由目前市场预期的CAGR 10-15%再上一个台阶。光伏企业如阳光电源等，率先向绿氢制备环节延伸业务，我们认为企业有望受益于氢能从0到1带来的第二成长曲线发力。



以上观点来自：2023年8月11日中金公司研究部已发布的《中金氢能：氢能产业进入标准化发展阶段》

邓学 分析员 SAC 执证编号：S0080521010008 SFC CE Ref: BJV008
陈显帆 分析员 SAC 执证编号：S0080521050004 SFC CE Ref: BRO897
裘孝锋 分析员 SAC 执证编号：S0080521010004 SFC CE Ref: BRE717
曾韬 分析员 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196
罗善文 联系人 SAC 执证编号：S0080121080251
任丹霖 分析员 SAC 执证编号：S0080518060001 SFC CE Ref: BNF068
严蓓娜 分析员 SAC 执证编号：S0080522110002 SFC CE Ref: BBQ744
丁健 分析员 SAC 执证编号：S0080520080002 SFC CE Ref: BRQ847
夏斯亭 分析员 SAC 执证编号：S0080522070012 SFC CE Ref: BTK499
季枫 分析员 SAC 执证编号：S0080523060017
刘嘉忱 分析员 SAC 执证编号：S0080523060018
马妍 分析员 SAC 执证编号：S0080521070002 SFC CE Ref: BST413

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.8.7 海外宏观周报：美国评级下调，美债利率或结构性上升
- 2023.8.8 中国宏观热点速评：出口价格降幅或扩大 ——2023年7月进出口数据点评
- 2023.8.10 中国宏观热点速评：CPI转负，背后也有亮点 ——2023年7月物价数据点评
- 2023.8.11 海外宏观简评：通胀放缓或难改利率居高不下
- 2023.8.11 中国宏观简评：新角度拆解住房需求 ——来自公积金贷款的证据
- 2023.8.11 中国宏观热点速评：从顺周期到逆周期 | 7月金融数据点评

策略及大宗商品

- 2023.8.7 大类资产配置月报（2023-8）：地产新形势的资产启示
- 2023.8.9 中国策略简评：外资申请QFII/RQFII资格提速
- 2023.8.11 中国策略简评：MSCI中国季度调整：新增29只、剔除19只
- 2023.8.12 全球资金流向监测：北向流出创去年10月以来新高
- 2023.8.12 大宗商品：能源：欧洲天然气：短缺压力渐行渐近
- 2023.8.13 A股策略周报：投资者信心仍待提振
- 2023.8.13 大宗商品：有色金属：锡：高库存或成供给干扰缓冲垫，需求仍是关键

固定收益

- 2023.8.7 中国城投债券月报：供给环比回落，政策与表态频出 ——7月城投债券月报
- 2023.8.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.8.7 简评：规模先降后升，现金类资产占比继续提升 ——2023年理财半年报点评
- 2023.8.7 中资美元债周报：民企地产美元债曲线下挫
- 2023.8.7 简评：行业利差多数收窄，地产表现继续回落 ——2023年7月行业利差跟踪
- 2023.8.7 简评：开能转债上市定价分析
- 2023.8.8 招投标备忘录：国开债23年第6、7、8期增发 ——利率债招标分析
- 2023.8.8 简评：出口持续下行，内需更待发力 ——7月贸易数据分析
- 2023.8.8 简评：冠中转债上市定价分析
- 2023.8.8 简评：金宏转债上市定价分析
- 2023.8.9 招投标备忘录：贴现国债23年47、48期新发，付息国债23年第13、15期续发，农发债23年第10、11期增发 ——利率债招标分析

- 2023.8.9 简评：岱美转债上市定价分析
- 2023.8.9 简评：通胀走低，债牛未尽——7月通胀数据分析
- 2023.8.9 简评：福蓉转债上市定价分析
- 2023.8.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.8.9 招投标备忘录：国开债19年第9期、23年第10、13期增发——利率债招标分析
- 2023.8.9 简评：孩王转债上市定价分析
- 2023.8.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.8.10 招投标备忘录：贴现国债23年第49期新发，付息国债23年第9期续发——利率债招标分析
- 2023.8.10 简评：城投占比提升、金融和城投评级下沉——1H2023理财前十大持仓分析
- 2023.8.11 中国可转债策略周报：详解进阶策略：希腊字母与EasyBall Plus
- 2023.8.11 简评：四个角度看待社融新低及应对 ——7月金融数据点评
- 2023.8.12 中国利率策略周报：债券利率将有望下行突破
- 2023.8.12 信用债收益率跟踪周报：供需关系正面、信用债收益率陡峭化下行
- 2023.8.12 简评：商品需求继续走低，工业品价格或仍有下行空间——中金固收高频数据跟踪

行业

- 2023.8.7 纺织服装珠宝：纺服聚焦：关注2H23制造订单恢复进度
- 2023.8.7 金融：公募降费的大财富产业链影响与应对
- 2023.8.7 有色金属：哲锂系列之三：聆听非洲锂的心跳——津巴布韦锂产业链调研报告
- 2023.8.7 科技硬件：云计算资本开支观察（2Q23）：AI发展牵引2024年海外云资本开支市场预期上修
- 2023.8.7 电力电气设备：电新8月观点：电网投资景气度向上，顺周期预期重塑
- 2023.8.7 REITs：公募REITs周报（7.31-8.4）：市场情绪有所延续，关注解禁事件影响
- 2023.8.7 金融：美国共同基金费率变化断代史：现象、原因与业态变迁
- 2023.8.7 银行：1Q23理财非标追踪：风险或低于预期
- 2023.8.8 有色金属：稀土新时代之二：迎接稀土永磁发展新浪潮
- 2023.8.8 轻工日化：宠物双周报：线上销售稳健，海外需求复苏
- 2023.8.8 不动产与空间服务：周评#352：新房销售仍弱，政策频率提升
- 2023.8.8 旅游酒店及餐饮：全球观察-万豪国际：二季度休闲需求量价齐升；大中华区RevPAR超19年同期
- 2023.8.8 非酒类食品饮料：中金看海外 主题 | 探究美国速冻行业发展演变：差异与启示

- 2023.8.8 软件及服务：人工智能十年展望（十二）：详解大模型时代的基础软件堆栈AI Infra
- 2023.8.8 电力电气设备：可控核聚变：初探商业化进展
- 2023.8.9 汽车及零部件：高基数下7月淡季不淡，新势力表现亮眼
- 2023.8.9 新能源汽车：Lucid 2Q23业绩追踪：再获PIF流动性支持，与阿斯顿马丁开启合作
- 2023.8.9 有色金属：锑：稳增长政策预期强化，光伏金属蓄势待发
- 2023.8.9 机械：光伏设备月报（5）：N型电池加速渗透，HJT产业化阶段性进展频出
- 2023.8.9 农业：畜禽养殖专题二：如何理解本轮产能去化节奏慢于预期？
- 2023.8.9 部院联合：新型电力系统月报（3）：电力设备出海加速，关注水电双重价值
- 2023.8.9 家电及相关：为何家电出口进入改善周期
- 2023.8.10 有色金属：铝材出口分化，继续看好稳增长与盈利回升
- 2023.8.10 银行：再谈银行地产敞口
- 2023.8.10 传媒互联网：全球观察-Roblox：2Q23亏损高于市场预期，公司重申经营杠杆实现路径
- 2023.8.10 传媒互联网：全球观察-Disney：业务及成本削减计划稳步推进，一次性影响拖累利润
- 2023.8.10 新能源汽车：Rivian 2Q23业绩追踪：上调2023年指引，经营改善持续
- 2023.8.10 可选消费：美妆医美月报：7月部分龙头品牌线上提速向好，美妆产业链IPO与资本运作活跃
- 2023.8.10 房地产：7月存量房市场继续降温，静待政策提振
- 2023.8.10 传媒互联网：第三批出境跟团游开放欧美亚太旅游目的地
- 2023.8.10 软件及服务：全球观察-Atlassian：四季度云收入超预期，经营利润率逐步恢复
- 2023.8.11 汽车及零部件：中金氢能：氢能产业进入标准化发展阶段
- 2023.8.11 化工：植保行业：2H23底部或现，左侧布局优质龙头
- 2023.8.11 银行：7月社融信贷速评
- 2023.8.11 传媒互联网：线上平台月报：暑期效应显现
- 2023.8.11 电力电气设备：氢能储运，气/液/固/管道各技术百花齐放
- 2023.8.12 银行：7月社融怎么了？
- 2023.8.12 机械：社融不及预期，关注制造业复苏情况
- 2023.8.12 航空航天科技：部分环节中报亮眼，看好板块长期配置价值
- 2023.8.13 化工：AI服务器上游材料系列：电子树脂技术革新正当时
- 2023.8.13 传媒互联网：数据月报：7月暑期档内容表现亮眼，中期业绩开启
- 2023.8.13 传媒互联网：周报：板块继续回调，关注重点公司中期业绩
- 2023.8.13 有色金属：稀土出口改善，价格企稳后有望持续回升
- 2023.8.13 化工：1H23海外轮胎市场收缩，中国轮胎出口保持强劲
- 2023.8.13 公用事业：风光公用环保8月月报：景气度边际上行

- 2023.8.13 传媒互联网：互联网周思考：板块强劲业绩与更大叙事逻辑之间的矛盾
- 2023.8.13 电力电气设备：电新周报：工控关注需求端变化，新能源车看好下游需求走强
- 2023.8.13 科技硬件：科技硬件周报（8/11）：手机产业链传统备货旺季逐步开启
- 2023.8.13 有色金属：美债收益率攀升压制金属价格，静待国内旺季补库
- 2023.8.13 金融：板块调整提供布局机会，关注政策落地情况
- 2023.8.13 半导体：周报（08/11）：部分制造厂商产能利用率环比改善趋势已确立，关注行业底部投资机会
- 2023.8.13 日常消费：周思考：白酒升学宴表现亮眼，大众品关注复苏趋势
- 2023.8.13 农业：农业周报：猪价上行动能不足，旺季补栏需求拉动鸡价
- 2023.8.13 医疗健康：商业环境净化将会提高产业竞争力



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn