新时代证券 New Times Securities

新时代证券-研究所晨报（20200615）

● 总量研究

宏观经济：中美之间减少的贸易量去了哪儿？

自 2018 年美国发起针对中国的贸易争端以来，美国对中国前后加征四轮关税，中国也相应对美加征四轮关税予以反制。中美之间关税上升，贸易量下降，两国贸易均部分转向了其他贸易伙伴，对其他国家或地区贸易额的比重上升。其中，中国的对外出口中，东南亚国家联盟的占比明显上升。一方面这可能是中国通过东南亚国家的转口贸易上升，另一方面可能是中国生产成本上升、中美贸易摩擦不确定性长期存在的情况下，出现了下游产业链向东南亚的转移。不过，这种产业转移并不等同于这些产业从中国的流失，而是与中国的产业升级相对应。

策略研究：增量基金稳定市场热度

疫情的二次担心、欧美股市波动、利率上行等带来了存量资金情绪上的扰动，但是考虑到这些担心并不会大幅改变投资者对经济和盈利的长期判断，所以只是技术性的调整。5 月下旬以来，新增权益基金月度滚动发行规模超过 1200 亿，是过去两年仅次于 2020 年 3 月的热度，考虑到每年 5-7 月是基金发行的淡季，这一现象是比较罕见的。我们认为，考虑到疫情的季节性特点，中国、日本和欧洲等国 4 季度之前大概率不用太担心，当下全球疫情数据继续大增主要是来自南美、南亚等国，对全球经济影响相对较小。5-6 月权益基金的发行量如此之高非常罕见。我们认为，这可能意味着居民对权益基金认可度正在全面和系统性地抬升，如果宏观风险不是很大，年内可能还会见到更高的基金发行量。增量基金将会承接存量资金的调仓需求。

● 行业研究

乘用车销量同比增速由负转正，重卡市场持续超预期表现

中汽协发布 5 月份汽车产销数据：2020 年 5 月全国汽车产销分别完成 218.7 万辆和 219.4 万辆，环比分别增长 4.0%和 5.9%，同比分别增长 18.2%和 14.5%，增速较 4 月分别上涨 15.9 和 10.1 个百分点。2020 年 1-5 月，汽车产销分别完成 778.7 万辆和 795.7 万辆，同比分别下降 24.1%和 22.6%，降幅较 2020 年前 4 个月，分别收窄 9.3 和 8.5 个百分点。疫情好转，政策助力 5 月汽车行业产销两端恢复明显。乘用车产销量持续回升，同比增速由负转正。商用车产销恢复较快，重卡销量表现再超市场预期。新能源汽车市场恢复表现低于行业总体水平，同比继续下降。我们认为疫情对于汽车市场的负面影响正在逐步消退，加之鼓励汽车消费政策的相继落地以及车企和经销商大力开展的促销活动前期被抑制的需求正在逐步释放，汽车市场有望在 2020 年第二季度实现全面回暖。

风险提示：海外疫情二次爆发；贸易摩擦再度加剧；房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

张美慧（联系人）
zhangmeihui@xsdzq.cn
证书编号：S0280117090011

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	5.85%	有色金属	-1.09%
传媒	1.87%	电子	-0.81%
商业贸易	1.72%	电气设备	-0.69%
医药生物	1.51%	采掘	-0.66%
食品饮料	0.86%	交通运输	-0.38%

相关报告

《中美之间减少的贸易量去了哪儿？》2020-06-14

《增量基金稳定市场热度》2020-06-14

《乘用车销量同比增速由负转正，重卡市场持续超预期表现》2020-06-12

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：中美之间减少的贸易量去了哪儿？ 3
1.2、 策略研究：增量基金稳定市场热度 3
2、 行业研究 4
2.1、 乘用车销量同比增速由负转正，重卡市场持续超预期表现 4

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：中美之间减少的贸易量去了哪儿？

自 2018 年美国发起针对中国的贸易争端以来，美国对中国前后加征四轮关税，中国也相应对美加征四轮关税予以反制。中美之间关税上升，贸易量下降，两国贸易均部分转向了其他贸易伙伴，对其他国家或地区贸易额的比重上升。其中，中国的对外出口中，东南亚国家联盟的占比明显上升。一方面这可能是中国通过东南亚国家的转口贸易上升，另一方面可能是中国生产成本上升、中美贸易摩擦不确定性长期存在的情况下，出现了下游产业链向东南亚的转移。

中美贸易额的变化。2018 年以来，中国对美国出口增速与占比均急剧下滑。与此同时，近 5 年，中国出口占全球比重在 13%附近较为稳定，并没有明显下降。中国对美贸易占比的下降伴随着的是对东盟贸易占比的上升。美国自东盟进口也在近年逐渐上升。从中美两国对东盟出口、进口的比重变化上来看，中国对东盟的出口替代了对美国的出口，但美国自东盟的进口上升幅度不及美国自中国进口的下降幅度。

对东盟的贸易量上升是否是转口贸易。对东盟等地区贸易量的上升，如果是东盟收入增长、中国东盟间的关税下降等原因带来的，那固然是好事，但是 2018 年以来东盟实际经济增速是下滑的，另外，如果是中国东盟间关税下降，那么中国从东盟的进口也相应增加，而事实是中国对东盟贸易顺差从 2018 年开始快速扩大，这不得不让我们思考以下两种可能导致的中国对东盟出口增加：一是中国商品经东盟的转口贸易上升，即通过东盟国家的简单组装或贴标签将产品包装成东盟国家商品再次出口，二是中国产业链的转移，即部分下游产业转移至东盟国家，中国将原材料和中间商品出口至东盟进行生产加工。这两宗情况可能同时存在，前者是贸易摩擦和关税壁垒下的短期避税，但是也面临着美国进口部门的溯源风险，后者则是在中国生产成本增加、产业升级背景下生产企业的中长期布局。

短期来看，美国对中国部分产品加征关税可能推动了中国生产商在东南亚进行转口贸易的行为。有些国家或地区长期作为转口贸易港口，例如香港、新加坡和美国，因为它们可以提供信息和物流的便利，以及帮助跨国公司避税、躲避贸易壁垒（关税和限额）等。但是由于美国的强力审查和加关税威胁，第三方国家也响应的加强了审查，中国对东盟国家出口额上升并不主要是经东盟进行转口贸易。

由中国向东盟国家进行产业转移。近年来，随着中国经济发展和产业升级，中国本地生产成本有所上涨，包括劳动力成本、应对合规要求带来的成本、企业承担的社保成本，以及环境保护力度加大带来的成本等。因此，一些服装纺织业和机械和电子制造业的公司逐渐将其工厂迁至以东盟成员国为主的新兴国家，他们采取的策略是“中国加一”，即在维持在中国产业的基础上，转移部分专业至东南亚国家。不过，这种产业转移并不等同于这些产业从中国的流失，而是与中国的产业升级相对应。

风险提示：海外疫情二次爆发；贸易摩擦再度加剧。

1.2、 策略研究：增量基金稳定市场热度

疫情的二次担心、欧美股市波动、利率上行等带来了存量资金情绪上的扰动，但是考虑到这些担心并不会大幅改变投资者对经济和盈利的长期判断，所以只是技术性的调整。同时由于增量基金较多，技术性调整的幅度也被缩小了。5 月下旬以

来，新增权益基金月度滚动发行规模超过 1200 亿，是过去两年仅次于 2020 年 3 月的热度，考虑到每年 5-7 月是基金发行的淡季，这一现象是比较罕见的。

（1）疫情是否会对 A 股带来第三次冲击？上周投资者对疫情二次爆发有一定的担心，我们认为，这种担心带来的大概率是技术性调整，而不会是较大的调整。疫情以来，A 股的调整主要是两次冲击，第一次冲击是 2 月国内疫情最严重的的时候，第二次是欧美 3 月新增确诊大幅上升的时候。我们认为国内零星的案例不足以让投资者大幅调整疫情的判断，特别是考虑到国内政策对疫情反应速度非常快，所以第三次冲击在当下出现的可能性较低。

我们认为，考虑到疫情的季节性特点，中国、日本和欧洲等国 4 季度之前大概率不用太担心，当下全球疫情数据继续大增主要是来自南美、南亚等国，对全球经济影响相对较小。4 季度的时候，需要再去判断东亚和欧洲疫情的风险是否会再次大幅修正投资者对经济的判断。

（2）5-6 月权益基金发行热度仅次于 3 月。国债利率的变化在边际上影响到了投资者的情绪，但是从市场的表现来看，资金依然活跃。我们认为利率上行带来了边际上的压力，不过大概率不会改变实体经济信贷创造的过程，这一过程甚至可以回溯到 2019 年年初。股市近期不断有新增基金入场，5 月下旬以来，新增权益基金月度滚动发行规模超过 1200 亿，在过去两年是仅次于 2020 年 3 月的热度。这些新增资金将会大幅缓解存量资金恐高的心理。

历史上 5-7 月是权益基金发行的淡季，大多数年份发行量都是很低的。考虑到最近 1 个季度指数上涨速度很慢，5-6 月的发行量如此之高非常罕见。我们认为，这可能意味着居民对权益基金认可度正在全面和系统性地抬升，如果宏观风险不是很大，年内可能还会见到更高的基金发行量。

（3）短期策略：增量基金将会承接存量资金的调仓需求。5 月我们持续提示尾部风险，这个风险在两会后出现了，但幅度小于我们的预期，主要是因为经济恢复速度比我们预期的更快，同时基金发行放量速度较快。6 月我们认为可以逐步转向乐观。进入三季度后，除了中美关系之外，可能很难找到利空了，所以我们认为，6 月出现较大尾部风险的概率在下降，如果出现小级别的调整则是进场的时点，三季度可能会有指数行情。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 行业研究

2.1、 乘用车销量同比增速由负转正，重卡市场持续超预期表现

事件：中汽协发布 5 月份汽车产销数据：2020 年 5 月全国汽车产销分别完成 218.7 万辆和 219.4 万辆，环比分别增长 4.0%和 5.9%，同比分别增长 18.2%和 14.5%，增速较 4 月分别上涨 15.9 和 10.1 个百分点。2020 年 1-5 月，汽车产销分别完成 778.7 万辆和 795.7 万辆，同比分别下降 24.1%和 22.6%，降幅较 2020 年前 4 个月，分别收窄 9.3 和 8.5 个百分点。

疫情好转，政策助力 5 月汽车行业产销两端恢复明显。随着我国疫情防控取得良好进展、促进汽车消费的各项政策部署落地以及整车企业生产经营逐步恢复，5 月我国汽车行业产销两端恢复明显，同环比均呈增长态势，同比增速较 4 月有所上涨。

乘用车产销量持续回升，同比增速由负转正。乘用车：2020 年 5 月，乘用车产销分别完成 166.0 万辆和 167.4 万辆，环比分别增长 4.5%和 8.9%，同比分别增长 11.2%和 7.0%，同比增速由负转正。2020 年 1-5 月，乘用车产销分别完成 595.5 万辆和 610.9 万辆，同比分别下降 29.1%和 27.4%。未来随着疫情的好转叠加汽车消费政策效用的进一步释放，乘用车市场有望持续改善。

商用车产销恢复较快，重卡销量表现再超市场预期。商用车：2020 年 5 月，商用车产销量分别完成 52.7 万辆和 52.0 万辆，产量环比增长 2.5%，销量环比下降 2.6%，同比分别增长 47.7%和 48.0%。其中，重卡市场表现突出，5 月销量完成 17.9 万辆，同比增长 65.6%，再创 5 月份销量的历史新高。重卡市场超预期的表现，主要是由于疫情期间被抑制的需求快速释放。同时，中央及各地对国三及以下排放柴油货车的提前淘汰政策力度很大，进一步提升了需求的增长。6 月份，重卡行业景气度有望持续提升。

新能源汽车市场恢复表现低于行业总体水平，同比继续下降。新能源汽车：2020 年 5 月，新能源汽车产销分别完成 8.4 万辆和 8.2 万辆，同比分别下降 25.8%和 23.5%。2020 年 1-5 月，新能源汽车产销分别完成 29.5 万辆和 28.9 万辆，同比分别下降 39.7%和 38.7%。新能源汽车市场恢复表现低于行业总体水平。随着新能源汽车购置补贴和免征购置税政策的落地以及新能源汽车行业准入门槛的放宽，新能源汽车市场有望加速回暖。

投资建议：我们认为疫情对于汽车市场的负面影响正在逐步消退，加之鼓励汽车消费政策的相继落地以及车企和经销商大力开展的促销活动前期被抑制的需求正在逐步释放，汽车市场有望在 2020 年第二季度实现全面回暖。乘用车板块：建议关注拥有核心竞争力的整车龙头企业上汽集团（600104.SH）；加速推进全球化，品牌多元化战略的长城汽车（601633.SH）。零部件板块：建议关注深入特斯拉配套体系，汽车电子龙头企业均胜电子（600699.SH）；汽车 NVH 龙头企业拓普集团（601689.SH）。重卡板块：逆周期政策力度进一步加大，受益标的中国重汽（000951.SZ）、潍柴动力 000338.SZ）。

风险提示：全球新冠疫情超出预期风险，汽车消费政策推进不及预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/