日期：2020 年 10 月 14 日

进口强势反弹 顺差收缩

——2020 年 9 月外贸数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

进口强势反弹，顺差收缩

2020 年 9 月，我国出口有所回落，进口强劲反弹，顺差收缩。出口同比增长 8.7%，下降 2.9 个百分点，高位回落，但仍可观。随着海外市场的回暖，外需明显改善，而疫情散点式爆发也使得海外生产完全恢复仍需时间，因此对中国出口商品的依赖仍然存在，但结构有所转变，防疫相关物资的出口逐步回落，9 月包括口罩在内的纺织品本月下降至 34.7%，而医疗器械则由 38.9%下降至 30.9%，而传统商品的出口持续改善。从国别来看，本月对美、欧、日本出口增速为 20.5%、-7.8%、-2.7%，上月值为 20.2%、-6.46%、-0.78%，对美出口平稳增长，对欧、日则降幅有所扩大；对东盟国家的出口有所回升，由 13%升至 14.4%；金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为 4.1%、16%、4%、6.6%，前值为-7.8%、-2.8%、-11%、17.5%，除俄罗斯外出口均有改善。进口由负转正，强劲回升。从进口商品数量来看，除煤、铜之外，主要进口商品均有回升。从进口金额来看，受到量的拉动也同步回升。机电进口也大幅回升，由上月 1.9%升至本月的 19.3%。本月由于进口表现强劲，出口有所回升，顺差下降至 2576.8 亿元。

核心资产机会不变

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势!经济回升以及效益的改善奠定了基础。前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性，但中国货币环境“存量过多、增量不足”的局面不变，资本市场未来机会仍存在于核心资产。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳。

出口强劲将维持，高顺差态势不变

本月进出口仍然维持了良好的增长态势，尤其是进口的超预期回升。进口的强劲或由于季末效应，9月份商品贸易顺差虽有较大减少，但在进口的季末效应消除后，未来高顺差态势不会改变。海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，因而当前的贸易态势仍将延续，出口强劲态势仍将维持。即使人民币汇率有所升值，但对外贸趋势没有影响。中国货币政策仍将维持正常化政策，当前货币偏松的状态或略有收紧，广义货币增长或有0.5-1.0的下降，即恢复到疫情前水平，并将政策重心放在流动性分布调整的结构性操作上。货币政策的这种变化，并不影响外贸的变化，经济结构改善中需求平稳，对进出口影响有限。

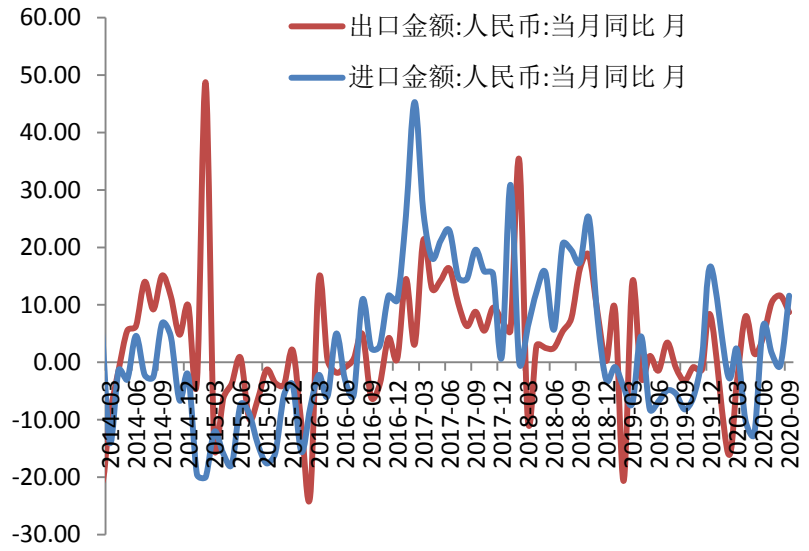
事件：9 月外贸数据情况

根据海关总署公布的贸易数据，中国 9 月（以人民币计）进出口总值 30662.7 亿元，同比增 10%，出口总值 16619.7 亿元，同比增 8.7%，前值增 11.6%；进口总值 14042.9 亿元，同比增 11.6%，前值降 0.5%；贸易顺差 2576.8 亿元。

数据分析：

2020 年 9 月，我国出口有所回落，进口强劲反弹，顺差收缩。出口同比增长 8.7%，下降 2.9 个百分点，高位回落，但仍可观。随着海外市场的回暖，外需明显改善，而疫情散点式爆发也使得海外生产完全恢复仍需时间，因此对中国出口商品的依赖仍然存在，但结构有所转变，防疫相关物资的出口逐步回落，9 月包括口罩在内的纺织品本月下降至 34.7%，而医疗器械则由 38.9%下降至 30.9%，而传统商品的出口持续改善。从国别来看，本月对美、欧、日本出口增速为 20.5%、-7.8%、-2.7%，上月值为 20.2%、-6.46%、-0.78%，对美出口平稳增长，对欧、日则降幅有所扩大；对东盟国家的出口有所回升，由 13%升至 14.4%；金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为 4.1%、16%、4%、6.6%，前值为-7.8%、-2.8%、-11%、17.5%，除俄罗斯外出口均有改善。进口由负转正，强劲回升。从进口商品数量来看，除煤、铜之外，主要进口商品均有回升。从进口金额来看，受到量的拉动也同步回升。机电进口也大幅回升，由上月 1.9%升至本月的 19.3%。本月由于进口表现强劲，出口有所回升，顺差下降至 2576.8 亿元。

图 1：进出口当月同比增速（%）

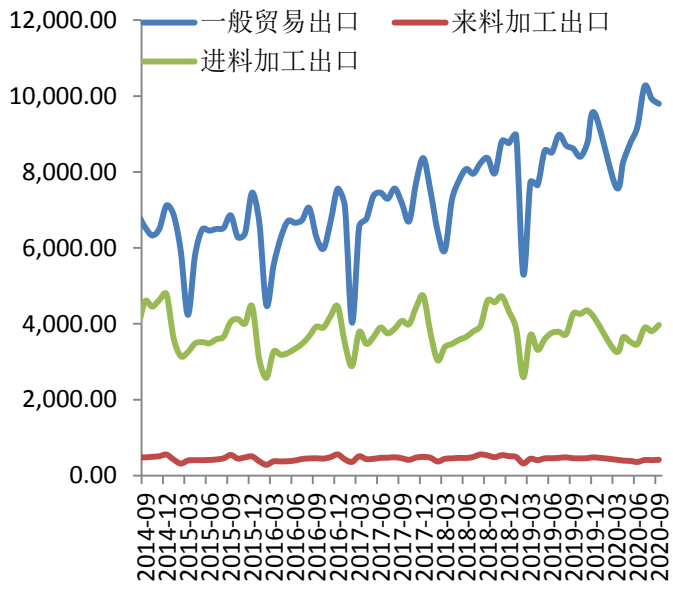


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 贸易结构继续优化

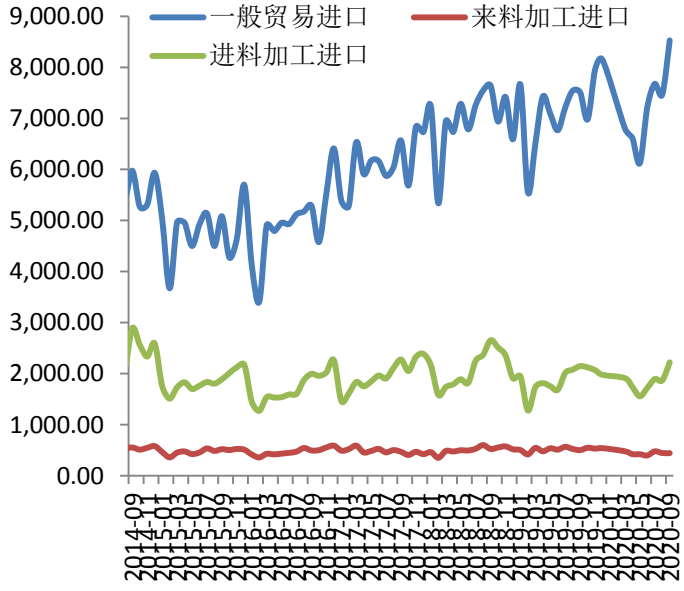
一般贸易进出口增长，贸易方式结构进一步优化。前三季度，我国一般贸易进出口 13.92 万亿元，增长 2.1%，占我国外贸总值的 60.2%，比去年同期提升 0.8 个百分点。其中，出口 7.57 万亿元，增长 3.8%；进口 6.35 万亿元，增长 0.1%。同期，加工贸易进出口 5.39 万亿元，下降 6.4%。

图 2 主要贸易类别出口额（亿人民币）



数据来源：WIND、上海证券研究所

图 3 主要贸易类别进口额（亿人民币）



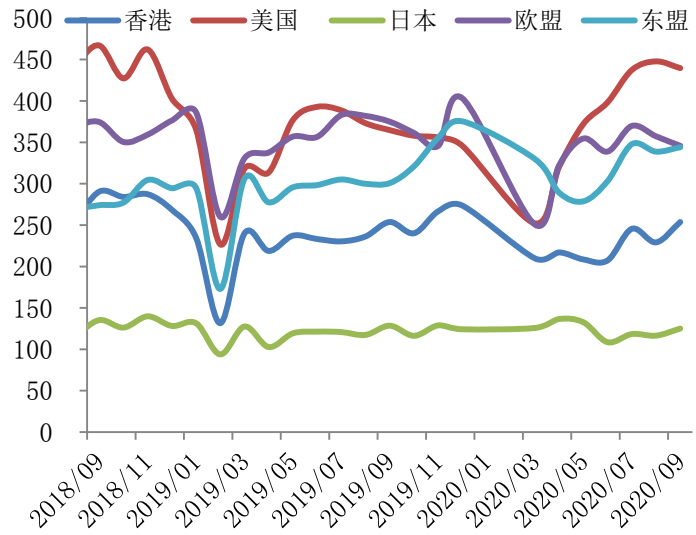
数据来源：WIND、上海证券研究所

2. 外需改善支撑出口

海外经济逐步解封复苏，外需改善继续支撑出口。从主要国家 PMI

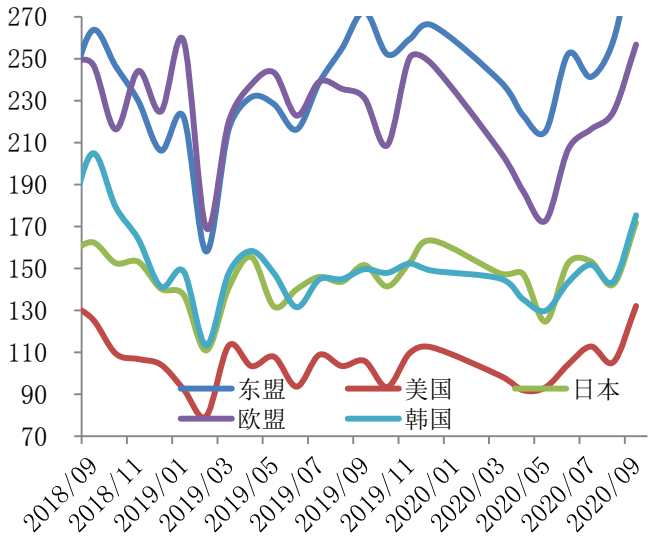
数据来看，美国略有回落至 55.4；欧盟上升至 53.7，其中法国重回扩张区间，为 51.2，德国上升至 56.4，创下新高；而日本也回升至 47.7。自 3 月以来东盟超过欧盟已成成为第一大贸易伙伴，在主要欧美国家遭遇疫情冲击下，成为了我国出口的重要支撑，并且延续了增长态势。前三季度，对东盟、欧盟、美国、日本、韩国进出口分别为 3.38 万亿元、3.23 万亿元、2.82 万亿元、1.61 万亿元、1.45 万亿元，分别增长 7.7%、2.9%、2%、1.4%、1.1%，其中，东盟为我国第一大贸易伙伴，占我国外贸总值的 14.6%。此外，我国对“一带一路”沿线国家进出口 6.75 万亿元，增长 1.5%。

图 4 主要贸易国别出口额（亿美元）



数据来源：WIND、上海证券研究所

图 5 主要贸易国别进口额（亿美元）

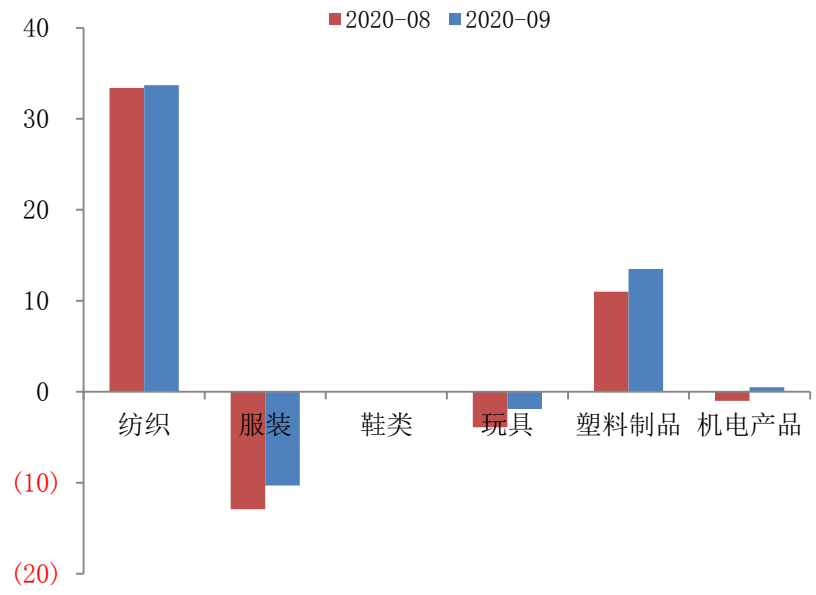


数据来源：WIND、上海证券研究所

3. 机电出口转正

前三季度，我国机电产品出口 7.46 万亿元，增长 3.2%，增速较上半年提升 5.5 个百分点，占出口总值的 58.7%；其中，疫情对生活方式的改变带动笔记本电脑、家电出口分别增长 17.6%、17.3%。同时，纺织服装等 7 大类劳动密集型产品出口 2.59 万亿元，增长 5.4%，占 20.4%，其中包括口罩在内的纺织品出口 8287.8 亿元，增长 37.5%。此外，医药材及药品、医疗仪器及器械出口分别增长 21.8%、48.2%。

图 6：主要出口商品增速（累计，%）

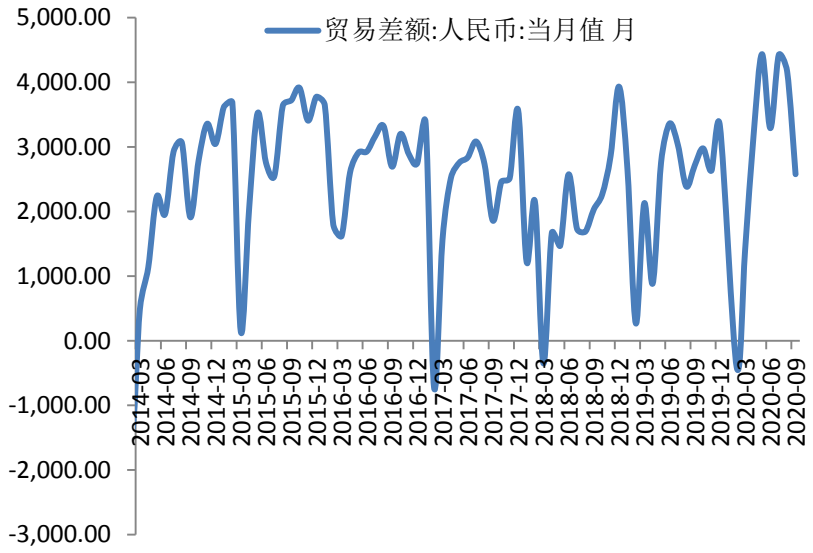


数据来源：wind，上海证券研究所

4.顺差收缩

9 月贸易顺差为 2576.8 亿元，去年同期为顺差 2711 亿元，上月为 4166 亿元。顺差的收缩主要是由于本月进口强势反弹，而出口有所回落。前三季度，我国进口铁矿砂 8.68 亿吨，增加 10.8%；进口原油 4.16 亿吨，增加 12.7%；进口煤 2.39 亿吨，减少 4.4%；进口天然气 7373.1 万吨，增加 3.7%。同期，大豆、肉类进口增长较快，其中，进口大豆 7452.9 万吨，增加 15.5%；进口猪肉 328.6 万吨，增加 132.2%；进口牛肉 157.2 万吨，增加 38.8%。

图 7：贸易差额（当月）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

进口强势反弹，顺差收缩

2020 年 9 月，我国出口有所回落，进口强劲反弹，顺差收缩。出口同比增长 8.7%，下降 2.9 个百分点，高位回落，但仍可观。随着海外市场的回暖，外需明显改善，而疫情散点式爆发也使得海外生产完全恢复仍需时间，因此对中国出口商品的依赖仍然存在，但结构有所转变，防疫相关物资的出口逐步回落，9 月包括口罩在内的纺织品本月下降至 34.7%，而医疗器械则由 38.9%下降至 30.9%，而传统商品的出口持续改善。从国别来看，本月对美、欧、日本出口增速为 20.5%、-7.8%、-2.7%，上月值为 20.2%、-6.46%、-0.78%，对美出口平稳增长，对欧、日则降幅有所扩大；对东盟国家的出口有所回升，由 13%升至 14.4%；金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为 4.1%、16%、4%、6.6%，前值为-7.8%、-2.8%、-11%、17.5%，除俄罗斯外出口均有改善。进口由负转正，强劲回升。从进口商品数量来看，除煤、铜之外，主要进口商品均有回升。从进口金额来看，受到量的拉动也同步回升。机电进口也大幅回升，由上月 1.9%升至本月的 19.3%。本月由于进口表现强劲，出口有所回升，顺差下降至 2576.8 亿元。

核心资产机会不变

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善奠

定了基础。前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性，但中国货币环境“存量过多、增量不足”的局面不变，资本市场未来机会仍存在于核心资产。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳。

事件预测：趋势判断

出口强劲将维持，高顺差态势不变

本月进出口仍然维持了良好的增长态势，尤其是进口的超预期回升。进口的强劲或由于季末效应，9 月份商品贸易顺差虽有较大减少，但在进口的季末效应消除后，未来高顺差态势不会改变。海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，因而当前的贸易态势仍将延续，出口强劲态势仍将维持。即使人民币汇率有所升值，但对外贸趋势没有影响。中国货币政策仍将维持正常化政策，当前货币偏松的状态或略有收紧，广义货币增长或有 0.5-1.0 的下降，即恢复到疫情前水平，并将政策重心放在流动性分布调整的结构性操作上。货币政策的这种变化，并不影响外贸的变化，经济结构改善中需求平稳，对进出口影响有限。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。