宏观研究

# 进出口双升：来自内外需改善的力量

## ——点评 9 月贸易数据

宏观事件点评 | 2020 年 10 月 14 日


**报告摘要：**

**中国凭借快速修复的生产能力，填补了海外供给缺口，迎来了出口持续高景气；凭借民间投资和消费的内生改善，实现了需求端的加速回暖，迎来了进口大幅改善。坚持做正确的事，经济会更好，股市也会更好。**

- **出口再创新高，中国继续填补海外供给缺口。**9 月出口增速达到 9.9%，在上月高增的基础上进一步回升，又一次好于市场预期。在当前海外疫情大面积反扑的情况下，海外生产修复难免出现一些反复，供给缺口持续扩大，有利于中国出口份额继续提升。

- **进口大幅改善，中国经济需求端加速回暖。**9 月进口增速达到 13.2%，大幅好于市场预期，上月为负增长 2.1%。进口之所以超预期大幅改善，原因在于，疫情爆发后，经过几个月的逆周期调节护航，以民间投资和消费为代表的内生动能开始焕发出活力，中国经济的需求端正在加速回暖。

- **坚持做正确的事，经济会更好，股市也会更好。**疫情爆发后，中国坚持做正确的事，在疫情防控上做到了全球最佳，在政策刺激上做到了张弛有度，中国经济从生产端最先复苏，到需求端加速回暖，逐渐实现了生产和需求协调复苏。也是因为这样，才出现了进出口双双向好。也是因为这样，A 股的机会也将大于风险。

- **风险提示：**
全球疫情传播持续恶化，海外政治经济不确定性放大。



民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

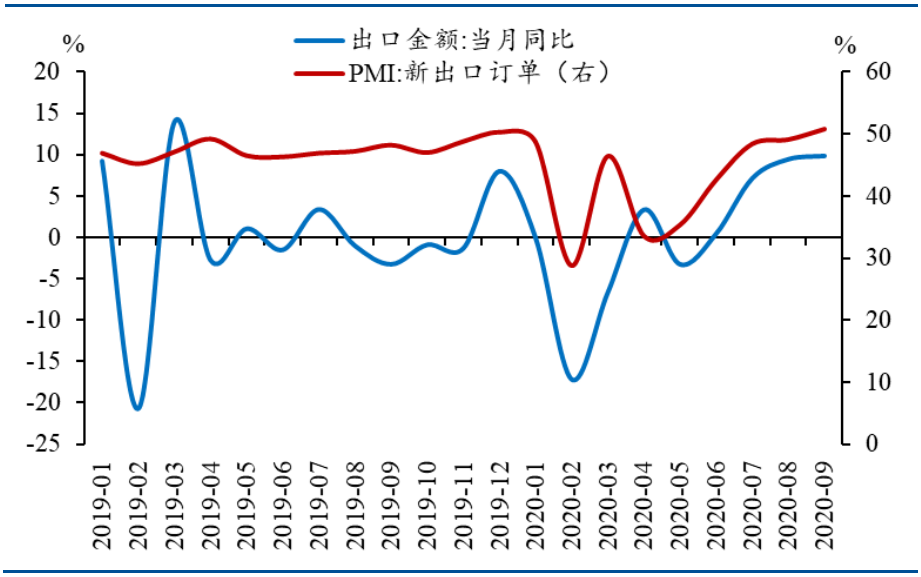
邮箱：xieyunliang@mszq.com


相关研究

# 一、出口再创新高，中国继续填补海外供给缺口

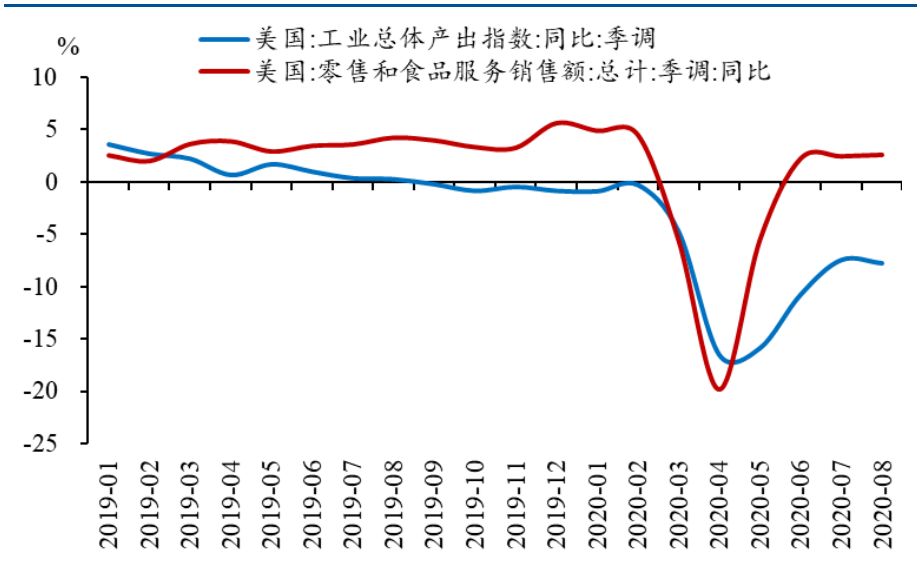
**出口增速再创年内新高。**9 月，以美元计，中国出口金额同比增长 9.9%。这是出口增速连续第 4 个月回升，比上月回升了 0.4 个百分点，比市场预期的 9%高出了 0.9 个百分点。这一表现与 9 月制造业 PMI 新出口订单明显回升构成相互印证。考虑到出口增速的水位已经不低，9 月还能够继续上升就更为可贵（图 1）。

**图 1：9 月出口增速继续回升，创年内新高**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 2：美国工业产出修复缓慢**



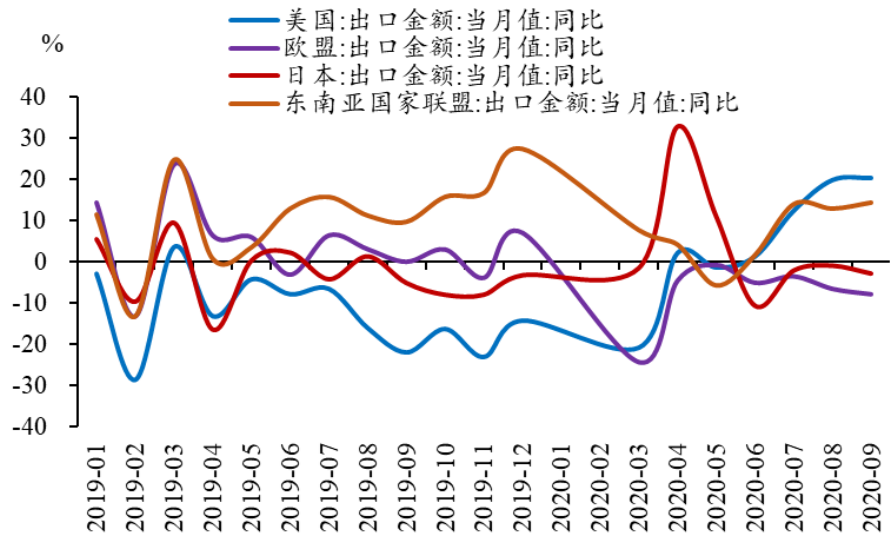

资料来源：Wind，民生证券研究院

**海外疫情大面积反扑，造成供给缺口持续扩大，利好中国出口份额继续提高。**我们在前期报告中指出，近几个月以来中国出口表现抢眼，核心原因在于海外疫情持续蔓延，导致生产能力修复较慢，消费品供应面临缺口（图 2），中国凭借快速修复的生产能力，恰好补上了这一缺口。也就是说，中国出口高景气能持续多久，与海外生产修复

情况密切相关。在当前海外疫情大面积反扑的情况下，海外生产修复难免出现一些反复，自然有利于中国出口份额继续提升。据一财报道，9 月份以来，印度多家大型出口型纺织企业因疫情无法保证正常交货，不少订单转移到我国生产，有力地印证了我们的判断。

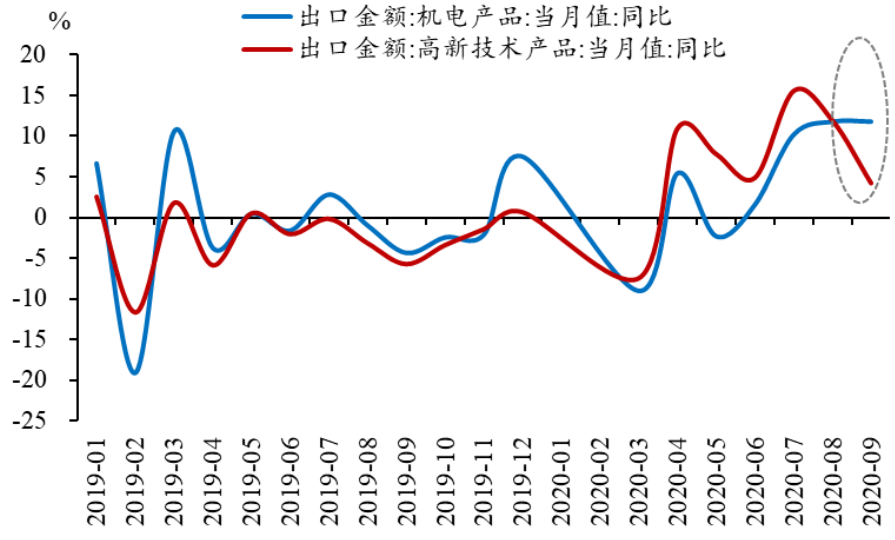
**从贸易伙伴看，对美国、东盟出口继续高增，对欧盟、日本出口小幅回落。**9 月对美国出口增长 20.5%，较上月上升 0.5 个百分点，连续 3 个月保持两位数以上增速；对东盟出口增长 14.4%，较上月上升 1.5 个百分点，同样连续 3 个月保持两位数以上增速。不过值得注意的是，对欧盟出口增长-7.8%，降幅较上月扩大 1.3 个百分点；对日本出口增长-2.7%，降幅较上月扩大 1.9 个百分点，均构成一定拖累。

**图 3：9 月对美国、东盟出口继续高增，对欧盟、日本出口小幅回落**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 4：9 月机电产品出口继续高增，但高新技术产品出口回落**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**从产品类别看，我国传统优势产品和医疗产品出口均延续高景气，但高新技术产品出口有所回落。**9 月纺织品出口增长 34.7%，连续 6 个月保持高景气；机电产品出口增长 11.9%，增速与上月持平，连续 3 个月保持两位数以上增速；医疗仪器及器械出口

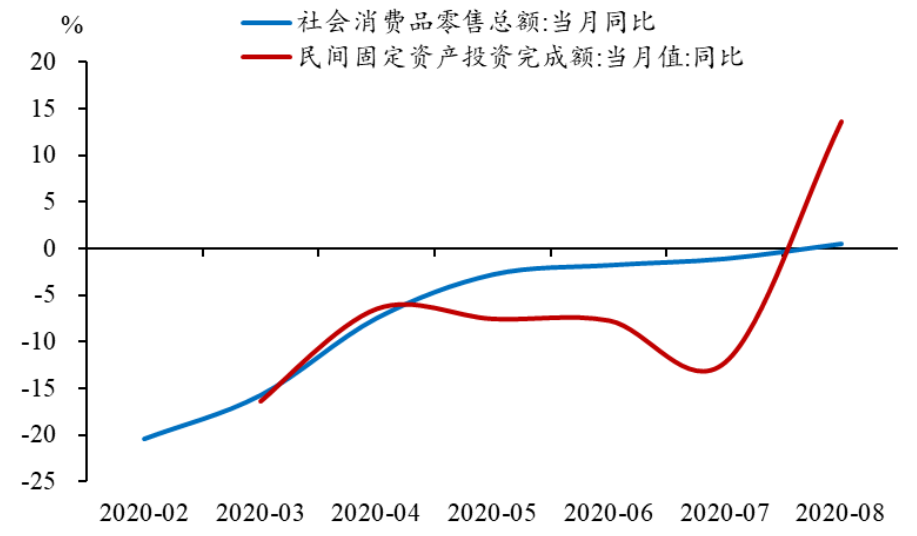
增长 30.9%，增速较上月回落 8 个百分点，但对整体出口仍为正贡献。与此同时，9 月高新技术产品出口增长 4.2%，较上月放缓 7.7 个百分点（图 4）。

## 二、进口大幅改善，中国经济需求端加速回暖

**进口增速大幅回升。**9 月，以美元计，中国进口金额同比增长 13.2%，比市场预期的 0.1%大幅高出了 13.1 个百分点，上月为负增长 2.1%。这是继 6 月份之后，年内第 2 次出现正增长，也创下迄今为止年内最高增速。

**进口之所以超预期大幅改善，原因在于中国经济的需求端正在加速回暖。**我们在近期一系列报告中指出，疫情爆发后，经过几个月的逆周期调节护航，以民间投资和消费为代表的内生动能开始焕发出活力。需求加速回暖，正在带来一连串积极的变化，包括生产持续强力复苏、企业采购意愿增强、企业家信心持续增强等等。近期公布的诸多经济数据都可以作为佐证，如 8 月民间投资和消费当月增速转正（图 5）、9 月制造业 PMI 新订单明显回升、国庆期间居民消费热情高涨等等。进口大幅改善，无非是为此增加了一个新的佐证。

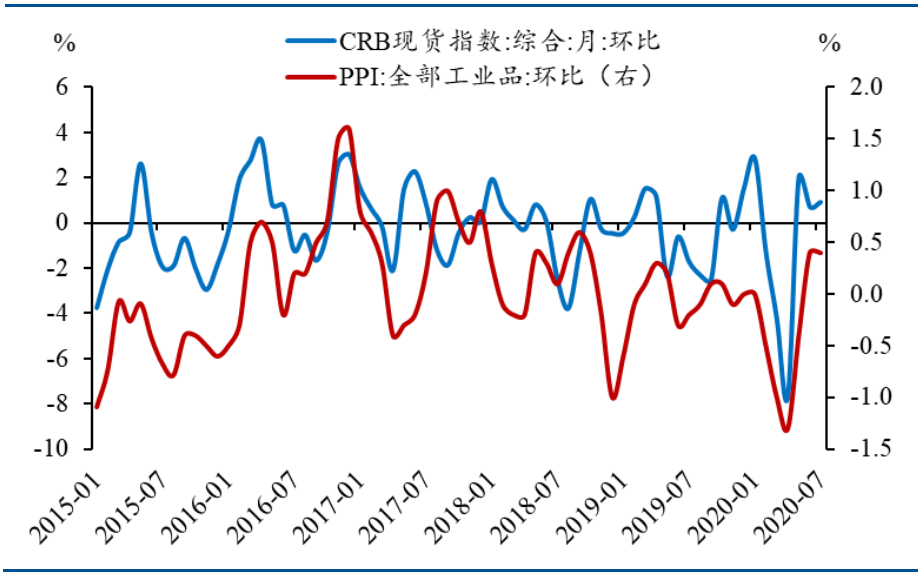
**图 5：8 月民间投资和消费当月增速转正**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**主要大宗商品进口增速不同程度回升。**9 月大豆进口量增长 19.4%。增速较上月回升 18.1 个百分点；原油进口量增长 17.6%，增速较上月回升 5 个百分点；铁矿砂进口量增长 9.2%，增速较上月回升 3.4 个百分点；未锻造的铜及铜材进口量增长 60.5%，增速虽较上月小幅回落，但仍保持高位。此外，集成电路进口量增长 26.9%，增速较上月回升 16.9 个百分点。值得注意的是，9 月 CRB 指数均值环比上涨 4.9%，系连续第 5 个月上涨，预示着后续 PPI 将继续回升（图 6）。

图 6：CRB 指数上涨往往预示 PPI 上涨




资料来源：Wind，民生证券研究院

## 三、坚持做正确的事，经济会更好，股市也会更好

**年内进出口高景气有望延续。**疫情爆发后，中国坚持做正确的事，在疫情防控上做到了全球最佳，在政策刺激上做到了张弛有度，中国经济从生产端最先复苏，到需求端加速回暖，逐渐实现了生产和需求协调复苏。也正是因为这样，中国才能够填补海外疫情持续扩散造成的供给缺口，并实现进口的大幅回暖。在海外疫情反扑的背景下，中国经济优势进一步凸显，进出口高景气有望延续更长时间。

**四季度 A 股机会大于风险。**国庆前夕，我们对四季度 A 股走势做出判断，认为机会大于风险，主要逻辑在于：一是经济复苏对 A 股将形成利好；二是对四季度的流动性无需担忧；三是外部环境不确定性可能会更乐观一些。节后 A 股大涨，气势如虹，判断初步得到验证，我们继续坚持这一看法。

## 风险提示

全球疫情传播持续恶化，海外政治经济不确定性放大。

# 插图目录

图 1：9 月出口增速继续回升，创年内新高 ..... 2
图 2：美国工业产出修复缓慢 ..... 2
图 3：9 月对美国、东盟出口继续高增，对欧盟、日本出口小幅回落 ..... 3
图 4：9 月机电产品出口继续高增，但高新技术产品出口回落 ..... 3
图 5：8 月民间投资和消费当月增速转正 ..... 4
图 6：CRB 指数上涨往往预示 PPI 上涨 ..... 5

## 分析师简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。