日期：2020 年 07 月 15 日

内外需复苏 外贸加快恢复

——2020 年 6 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：**

内外需复苏，外贸加快恢复

2020 年 6 月，我国进出口双双回升，今年以来首次双双为正，外贸形势进一步好转。出口同比增长 4.3%，涨幅扩大 2.9 个百分点。随着全球疫情防控取得进展，各国陆续重启后外需明显改善。而防疫物资的出口表现仍强也在继续支撑着出口。从国别来看，对主要国家出口回升。进口由负转正，由上月-12.7%升至 6.2%，随着国内全面实现复工复产，进口需求明显上升。从进口商品数量来看，主要进口商品增速均大幅上升，大豆、汽车、铜、钢材增长显著。从进口金额来看，由于大宗商品价格的改善，量价齐升下，进口金额也实现了同步增长。机电进口由负转正，由上月-7.5%回升至本月的 7.7%。本月由于进口大幅回升，表现强于出口，顺差回落至 3289.4 亿元，但仍处于高位。

经济回升带动市场回暖

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！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。进出口的良好表现，并非意味着经济的周期性好转，因而中国资本市场仍将延续上台阶后的平稳格局，分化依然是不变的大格局，核心资产仍然是资产配置重点。货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。而股市的火爆也将进一步压制债市，股债跷跷板效应或将持续。

出口韧性加强，并将持续

6月进出口保持了2季度以来的强劲势头，当海外疫情发生之时，市场普遍担忧外需的萎缩将对出口造成较大压力，但实际上出口表现始终好于预期，我们认为中国疫情控制后生产恢复，海外疫情影响当地生产，因此对中国的需求必定增加，尤其是防疫物资的需求，因而疫情对中国的进出口反而产生了正面作用的，预计这种影响年内都将维持，而随着外需的复苏，出口也将进一步好转。即使下半年人民币汇率有所升值，但对外贸趋势没有影响。中国货币政策人将维持正常化政策，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。随着大宗商品价格回升，下半年的顺差月度规模水平或有10-20%的下降。

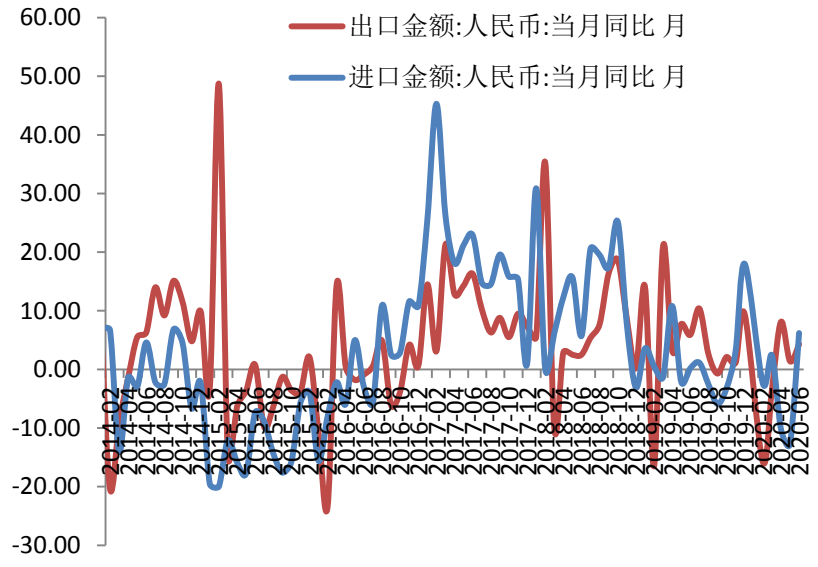
事件：6 月外贸数据情况

根据海关总署公布的贸易数据，今年上半年，我国货物贸易进出口总值 14.24 万亿元人民币，同比下降 3.2%，降幅较前 5 个月收窄 1.7 个百分点。其中，出口 7.71 万亿元，下降 3%；进口 6.53 万亿元，下降 3.3%。6 月份当月进出口同比增长 5.1%，其中出口增长 4.3%，进口增长 6.2%。

数据分析：

2020 年 6 月，我国进出口双双回升，今年以来首次双双为正，外贸形势进一步好转。出口同比增长 4.3%，涨幅扩大 2.9 个百分点，出口加快恢复。随着全球疫情防控取得进展，各国陆续重启，外需明显改善。而防疫物资的出口表现仍强也在继续支撑着出口，6 月包括口罩在内的纺织品本月增长 56.7%，虽有回落但仍保持了较快增长，而医疗器械同比大幅增长 100%，增速进一步加快。从国别来看，对主要国家出口回升，本月对美、欧、日本出口增速为 1.4%、-5%、-10.5%，上月值为-1.3%、-0.7%、11.2%，对美出口转正；对东盟国家的出口由负转正，由-5.7%升至 1.6%。金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为-6.6%、-9.6%、-27.9%、0.04%，前值为-30.6%、-26.3%、-51.3%、0.3%，除俄罗斯外均大幅改善。进口由负转正，由上月-12.7%升至 6.2%，随着国内全面实现复工复产，进口需求明显上升。从进口商品数量来看，主要进口商品增速均大幅上升，大豆、汽车、铜、钢材增长显著。从进口金额来看，由于大宗商品价格的改善，量价齐升下，进口金额也实现了同步增长。机电进口由负转正，由上月-7.5%回升至本月的 7.7%。本月由于进口大幅回升，表现强于出口，顺差回落至 3289.4 亿元，但仍处于高位。

图 1：进出口当月同比增速（%）

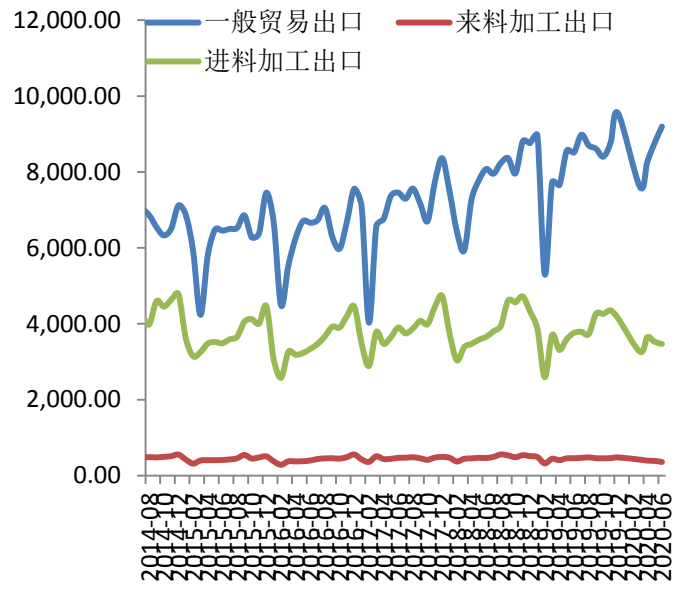


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 一般贸易出口回升

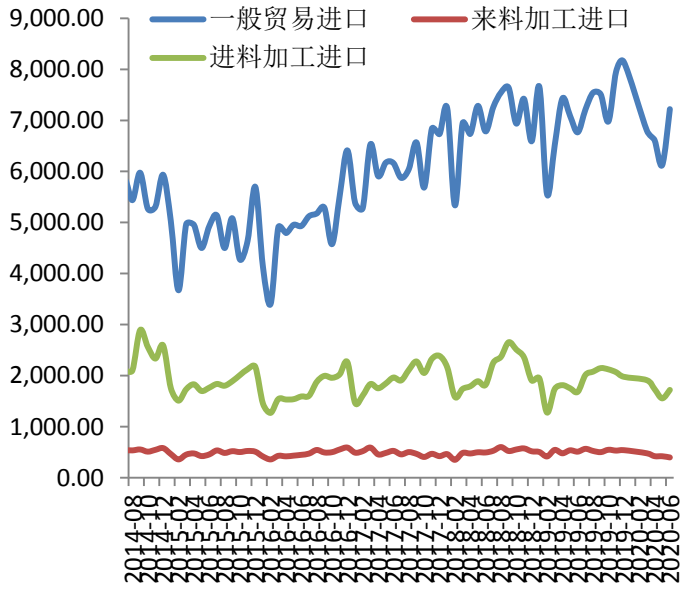
一般贸易进出口比重提升，贸易方式结构持续优化。上半年，我国一般贸易进出口 8.55 万亿元，下降 2.6%，占我国外贸总值的 60.1%，比去年同期提升 0.4 个百分点。其中，出口 4.56 万亿元，下降 2%；进口 3.99 万亿元，下降 3.2%。加工贸易进出口 3.36 万亿元，下降 8%，占 23.6%。

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）



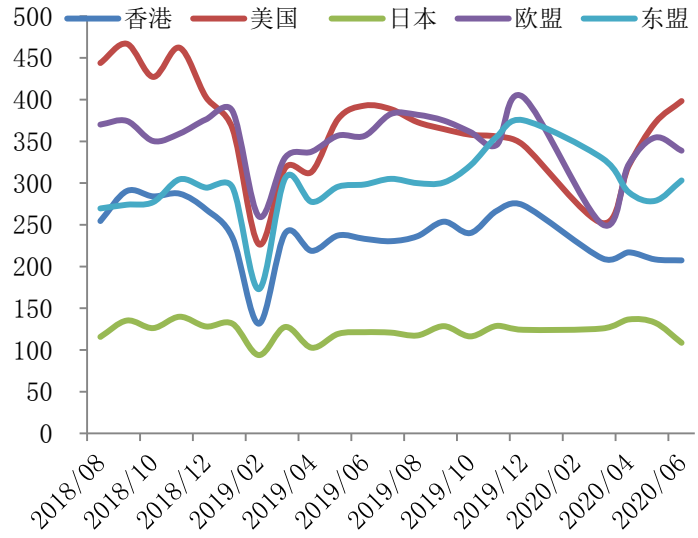
数据来源：WIND、上海证券研究所

2. 外需改善，东盟维持第一

外需的改善以及对防疫物资的需求仍大，仍然支撑了出口。从主要

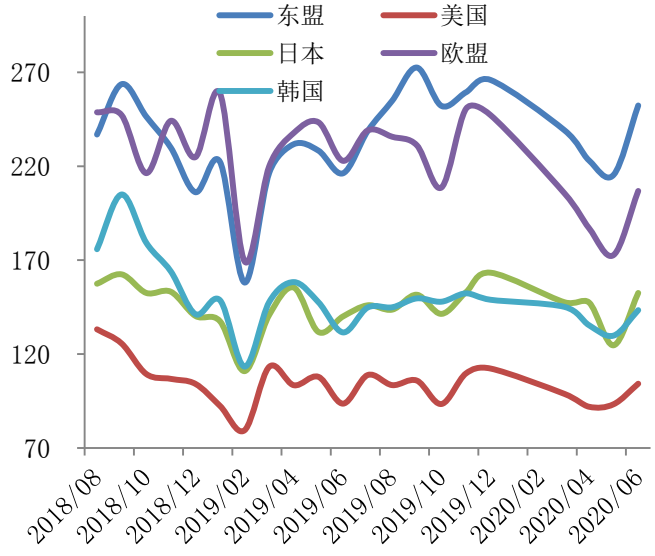
国家 PMI 数据来看，均较 5 月份有所回升，美国上升至 52.6，重回临界点以上；欧盟上升至 47.4，其中法国表现较好已回升至 50 以上，德国回升至 45.2；而日本也升至 40 以上。自 3 月以来东盟超过欧盟已成成为第一大贸易伙伴，在主要欧美国家遭遇疫情冲击下，成为了我国出口的重要支撑，并且延续了增长态势。上半年，我国对东盟进出口 2.09 万亿元，增长 5.6%，占我国外贸总值的 14.7%；对欧盟进出口 1.99 万亿元，下降 1.8%；对美国进出口 1.64 万亿元，下降 6.6%。此外，我国对“一带一路”沿线国家进出口 4.2 万亿元，微降 0.9%，降幅比整体低 2.3 个百分点。

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）

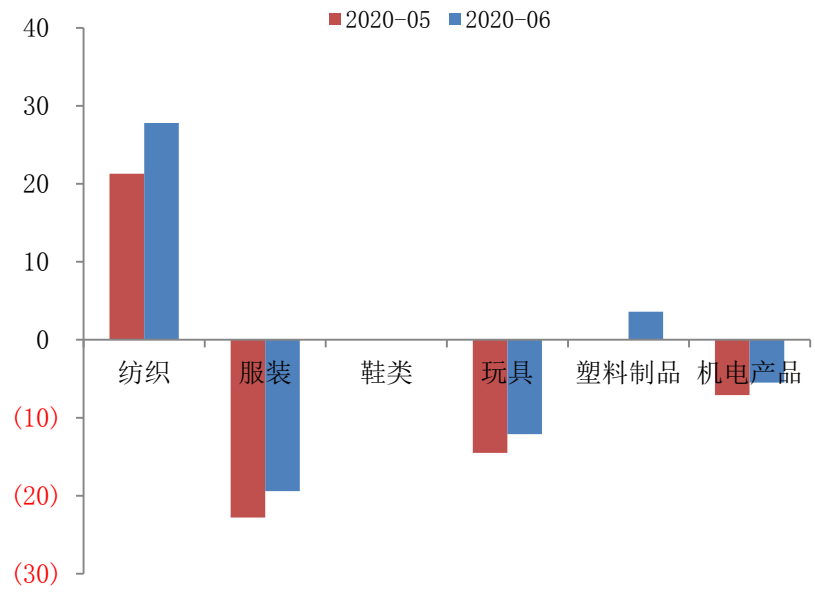


数据来源：WIND、上海证券研究所

3. 出口商品均有改善

各项出口商品均有改善，防疫物资、“宅经济”产品出口增长较快，机电产品和劳动密集型产品出口降幅均低于总体降幅。上半年，包括口罩在内的纺织品出口增长 32.4%，医药材及药品、医疗仪器及器械出口分别增长 23.6%、46.4%，“宅经济”消费提升带动笔记本电脑、手机出口分别增长 9.1%、0.2%。同期，我国机电产品出口 4.52 万亿元，下降 2.3%，占出口总值的 58.6%；纺织服装等 7 大类劳动密集型产品出口 1.5 万亿元，下降 1.4%，占比 19.4%。

图 6：主要出口商品增速（累计，%）

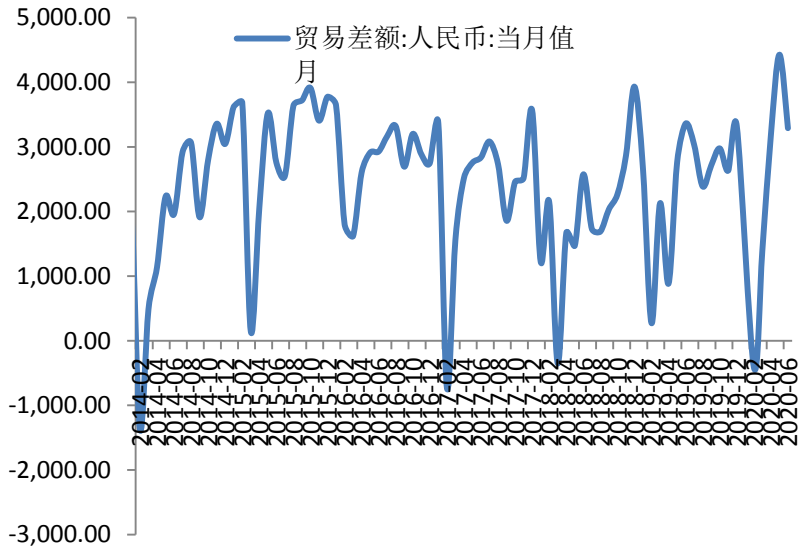


数据来源：wind，上海证券研究所

4.进口增强，顺差回落

6 月贸易顺差 3289.4 亿元，去年同期为顺差 3360 亿元，上月为 4427 亿元。顺差的回落主要是由于进口的强势回升，强于出口。进出口货运量增长，主要大宗商品和重点农产品进口量增加。上半年，海关监管进出口货运量 23.3 亿吨，增长 6.6%。其中进口 15.6 亿吨，增长 8.3%。从主要商品看，进口铁矿砂 5.47 亿吨，增加 9.6%；进口原油 2.69 亿吨，增加 9.9%；进口煤 1.74 亿吨，增加 12.7%；进口天然气 4835.9 万吨，增加 3.3%。同期，部分农产品进口增加，其中进口大豆 4504.4 万吨，增加 17.9%；进口猪肉 212.3 万吨，增加 1.4 倍；进口牛肉 99.7 万吨，增加 42.9%。

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

内外需复苏，外贸加快恢复

2020 年 6 月，我国进出口双双回升，今年以来首次双双为正，外贸形势进一步好转。出口同比增长 4.3%，涨幅扩大 2.9 个百分点，出口加快恢复。随着全球疫情防控取得进展，各国陆续重启，外需明显改善。而防疫物资的出口表现仍强也在继续支撑着出口，6 月包括口罩在内的纺织品本月增长 56.7%，虽有回落但仍保持了较快增长，而医疗器械同比大幅增长 100%，增速进一步加快。从国别来看，对主要国家出口回升，本月对美、欧、日本出口增速为 1.4%、-5%、-10.5%，上月值为-1.3%、-0.7%、11.2%，对美出口转正；对东盟国家的出口由负转正，由-5.7%升至 1.6%。金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为-6.6%、-9.6%、-27.9%、0.04%，前值为-30.6%、-26.3%、-51.3%、0.3%，除俄罗斯外均大幅改善。进口由负转正，由上月-12.7%升至 6.2%，随着国内全面实现复工复产，进口需求明显上升。从进口商品数量来看，主要进口商品增速均大幅上升，大豆、汽车、铜、钢材增长显著。从进口金额来看，由于大宗商品价格的改善，量价齐升下，进口金额也实现了同步增长。机电进口由负转正，由上月-7.5%回升至本月的 7.7%。本月由于进口大幅回升，表现强于出口，顺差回落至 3289.4 亿元，但仍处于高位。

经济回升带动市场回暖

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！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。进出口的良好表现，并非意味着经济的周期性好转，因而中国资本市场仍将延续上台阶后的平稳格局，分化依然是不变的大格局，核心资产仍然是资产配置重点。货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。而股市的火爆也将进一步压制债市，股债跷跷板效应或将持续。

事件预测：趋势判断

出口韧性加强，并将持续

6 月进出口保持了 2 季度以来的强劲势头，当海外疫情发生之时，市场普遍担忧外需的萎缩将对出口造成较大压力，但实际上出口表现始终好于预期，我们认为中国疫情控制后生产恢复，海外疫情影响当地生产，因此对中国的需求必定增加，尤其是防疫物资的需求，因而疫情对中国的进出口反而产生了正面作用的，预计这种影响年内都将维持，而随着外需的复苏，出口也将进一步好转。即使下半年人民币汇率有所升值，但对外贸趋势没有影响。中国货币政策人将维持正常化政策，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。随着大宗商品价格回升，下半年的顺差月度规模水平或有 10-20%的下降。

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。