2020 年 07 月 14 日

宏观研究团队

进口数据与内需逻辑的印证

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **客观看待出口“韧性”，电子品大增、防疫物资提振，外需“复苏”言之尚早**

6 月出口同比增长 0.5%、好于预期，电子产品出口大增、防疫物资继续支持。主要商品中，与防疫物资密切相关的纺织纱线、医疗器械出口继续高增 61%、拉动总出口增速 3.3 个百分点，与居家办公需求相关的手机、家电出口增速大幅升至 28%，拉动 1.5 个百分点。除此之外的其他商品，6 月出口增速-5%（上月-9%）。

结合主要经济体表现来看，外需可能在边际弱改善的过程中、但“复苏”言之尚早。全球摩根大通 PMI 边际回升、6 月录于 47.8%，仍在景气收缩区间；代表性出口型经济体中，韩国（不含对中国出口）和巴西 6 月跌幅收窄、但仍处负增区间。欧美陆续复工，或带来经济景气的边际改善；但是，海外疫情不确定性仍在，美国“带病复工”、新兴市场防控效果仍待观察等，仍将对外需形成一定压制。

● **进口年内首次转正，建筑所需的部分上游大宗原料高增、与内需修复逻辑一致**

进口增速年内首次转正，上游大宗原料、集成电路等拉动显著。主要商品中，自动数据处理设备、集成电路等核心部件进口高增，分别拉动总出口增速 1.2 和 2.8 个百分点。得益于国内投资需求的快速修复等，铁矿石和精矿、铜材和钢材，进口增速也大幅回升，并分别拉动进口增速 1.1、1.0 和 0.2 个百分点。此外，大豆、肉类等农产品进口需求也在快速增长，分别拉动进口增速 1.1 和 0.7 个百分点。

进口结构特征，与国内经济修复逻辑较为一致；全球疫情错位背景下，内需好于外需态势或还将延续。4 月以来，国内经济已进入修复通道，尤其是基建和地产投资、汽车相关消费等，快速好转。全球疫情错位背景下，我国复工复产进程较为领先，内需好于外需的态势或还将延续。稳增长加码、财政和货币协同发力的背景下，基建投资持续性较好；后续可关注进口层面，与内需表现的互相印证。

● **重申观点:政策底和经济底夯实，配置天平短期倾向股市,但债市无需过度悲观**

政策底和经济底夯实，信用环境、经济行为的逐步修复，带动资金风险偏好的持续改善。随着下半年财政支出等加快落地，信用环境的修复或将延续。配置层面，政策和经济组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”》-2020.7.13

《宏观经济点评-被低估的财政空间》-2020.7.13

《宏观深度报告-美国经济之辩》-2020.7.11

目 录

1、 出口表现超预期，防疫物资、电子产品等提振显著 3
2、 出口国别：对美出口小幅回升，新兴市场出口总体承压 3
3、 进口商品：中上游建筑原料、集成电路拉动进口增速转正 5
4、 风险提示 6

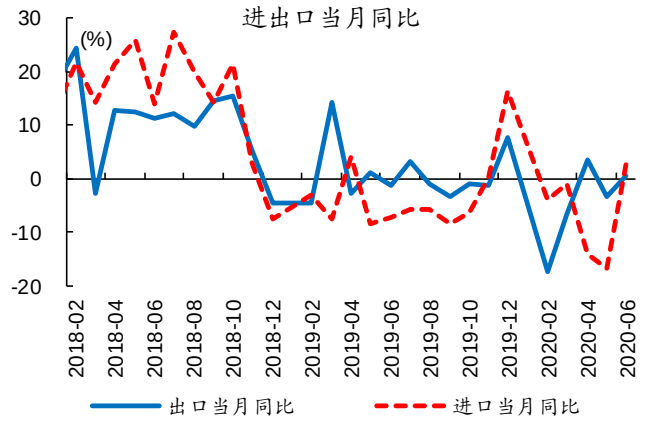
图表目录

图 1： 6 月进、出口增速回升 3
图 2： 6 月贸易顺差环比收窄 3
图 3： 劳动密集型产品出口继续高增，机电出口增速回升 3
图 4： 防疫物资相关商品、手机家电对出口拉动显著 3
图 5： 6 月，我国对美国出口增速小幅回升 4
图 6： 6 月，对金砖国家出口同比继续减少、跌幅收窄 4
图 7： 美国和欧洲 PMI 指数回升较为明显 4
图 8： 代表性新兴经济体，经济景气仍明显承压 4
图 9： 部分出口型经济体 6 月出口跌幅收窄 5
图 10： 部分新兴市场疫情仍在快速扩散 5
图 11： 集成电路、铁矿砂等对 6 月进口拉动显著 5
图 12： 4 月以来，基建投资改善明显 6
图 13： 居民消费中，汽车消费恢复较快 6

1、 出口表现超预期，防疫物资、电子产品等提振显著

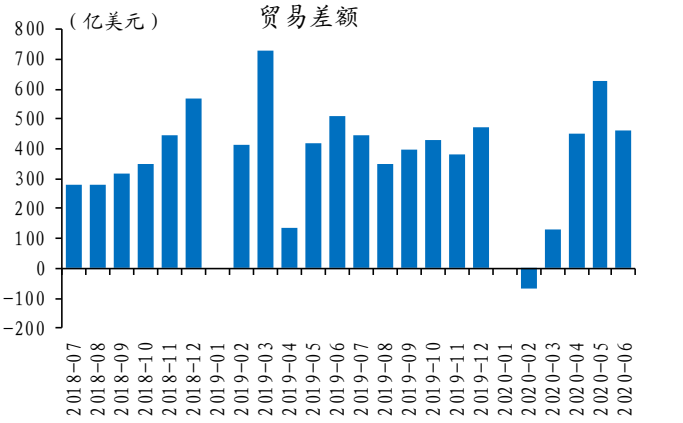
6 月出口好于预期，电子产品出口大增、防疫物资继续支持。6 月出口同比 0.5%，好于上月(-3.3%)与市场平均预期(-2%)。主要出口商品中，与防疫物资密切相关的纺织纱线、医疗器械出口继续高增，6 月同比增速 61%、拉动总出口增速 3.3 个百分点；与居家办公等需求相关的手机、家用电器出口也大幅增长，6 月出口增速升至 28%，拉动总出口增速 1.5 个百分点。除此之外的其他商品，6 月出口增速-5%（5 月-9%）。

图1：6 月进、出口增速回升



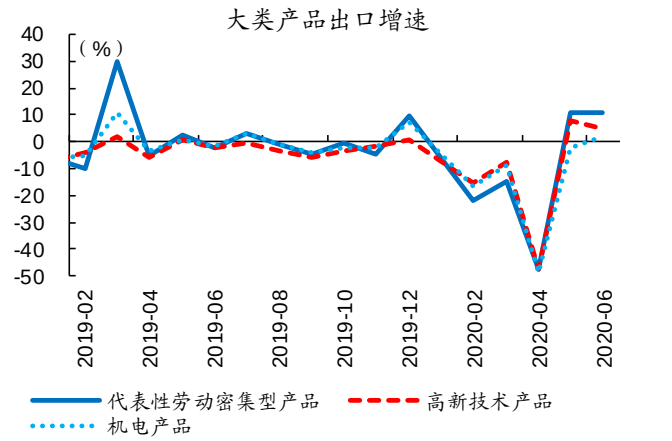
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月贸易顺差环比收窄



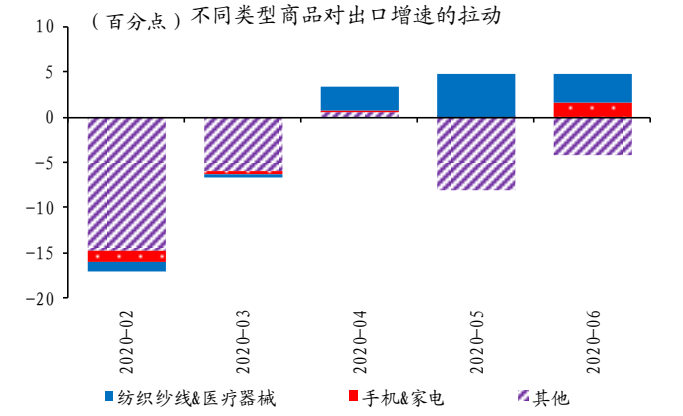
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：劳动密集型产品出口继续高增，机电出口增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：防疫物资相关商品、手机家电对出口拉动显著



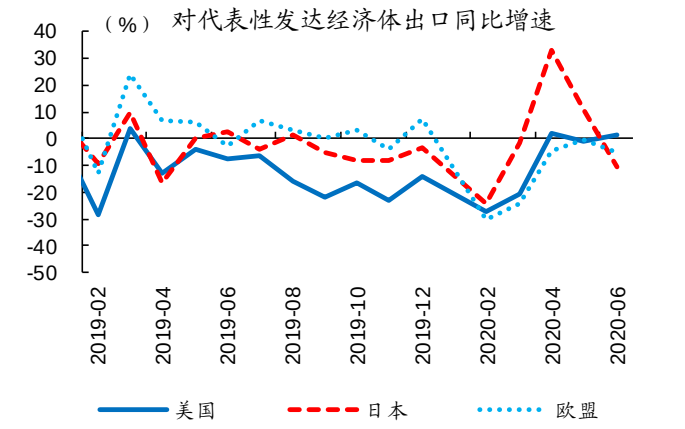
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 出口国别：对美出口小幅回升，新兴市场出口总体承压

分地区来看，美国出口小幅回升，对金砖新兴经济体出口继续负增、跌幅收窄。6 月，我国对美国口增速 1.4%、拉动总出口 0.3 个百分点；相较之下，对欧盟和日本出口增速均有所回落、并分别拖累总出口增速 0.8 和 0.6 个百分点。新兴经济体中，我国对东盟出口在经历 5 月的负增长后，6 月同比增速转正至 1.6%、拉动当月出口

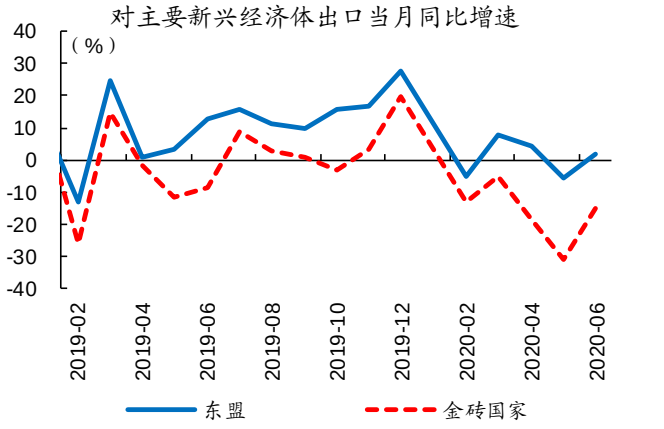
增速 0.2 个百分点；但对金砖国家出口增速-15%、拖累总出口 1.0 个百分点，需求仍然明显承压。

图5：6 月，我国对美国出口增速小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

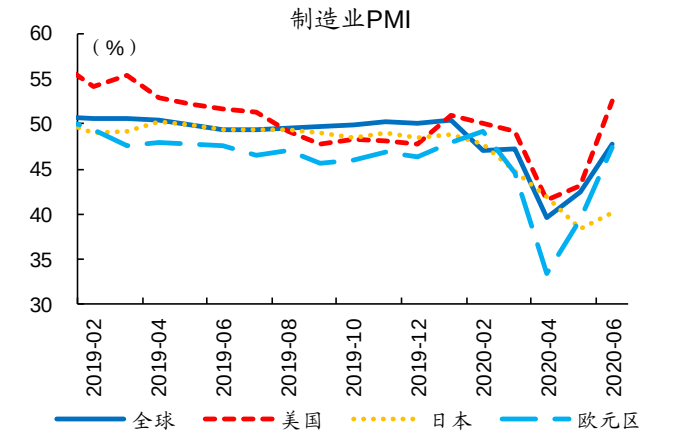
图6：6 月，对金砖国家出口同比继续减少、跌幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

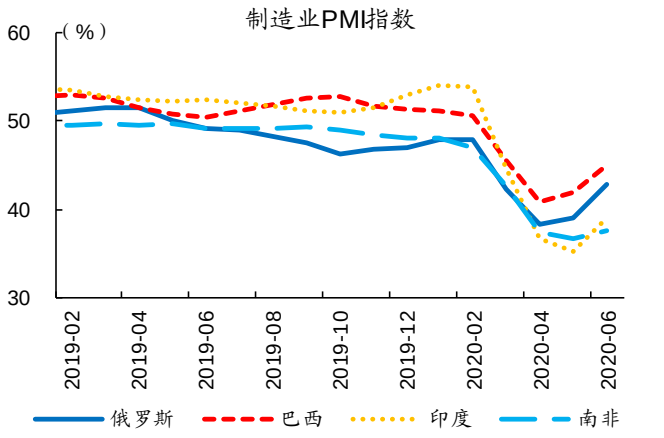
结合主要经济体经济景气、主要出口型经济体出口表现来看，外需可能处于微弱的边际改善过程中、但“复苏”言之尚早。近期，全球摩根大通制造业 PMI 边际回升、6 月录于 47.8%，经济景气较最低点有所回升、但仍处于收缩区间。代表性出口型经济体中，韩国（不含对中国出口）和巴西 6 月出口继续负增，跌幅均较前值收窄超过 10 个百分点，而中国台湾地区出口（不含对大陆地区出口）跌幅进一步扩大。

图7：美国和欧洲 PMI 指数回升较为明显



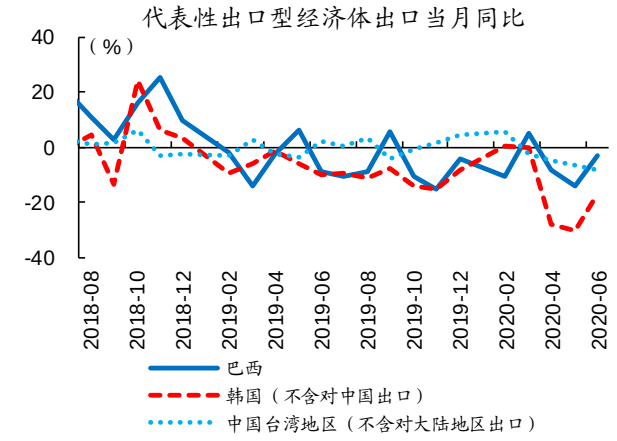
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：代表性新兴经济体，经济景气仍明显承压



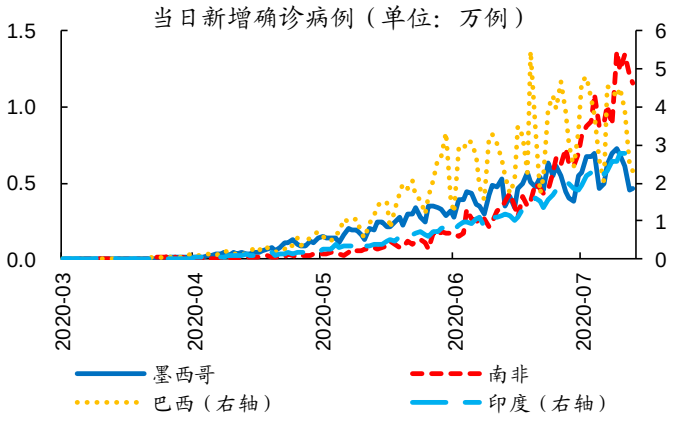
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：部分出口型经济体 6 月出口跌幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：部分新兴市场疫情仍在快速扩散



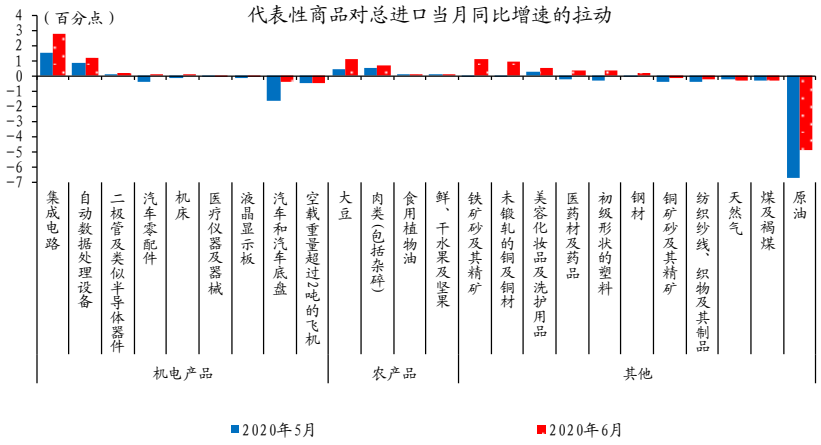
数据来源：Wind、开源证券研究所

总体来看，全球疫情错位背景下，我国复工复产较早对海外产能的替代、防疫物资和“宅”经济带动的部分出口等，对出口起到结构性提振、并使得总量出口呈现一定“韧性”。但海外疫情不确定性仍在，美国“带病复工”使得疫情反弹、新兴市场防控效果仍待观察等，仍将对外需形成一定压制。对我国而言，广东、浙江等东部沿海外贸大省，经济对出口依赖度相对较高，后续经济表现、政策对冲等需持续跟踪。

3、 进口商品：中上游建筑原料、集成电路拉动进口增速转正

进口增速年内首次转正，上游大宗原料、农产品和集成电路等拉动较为显著。6 月进口同比 2.7%（前值-16.7%，市场平均预期-9%），年内首次转正。主要进口商品中，自动数据处理设备、集成电路等核心零部件进口高增，分别拉动总出口增速 1.2 和 2.8 个百分点。得益于国内投资需求的快速修复等，铁矿石和精矿、铜材和钢材，进口增速也大幅回升，并分别拉动进口增速 1.1、1.0 和 0.2 个百分点。此外，大豆、肉类等农产品进口增速也明显回升，分别拉动进口增速 1.1 和 0.7 个百分点。

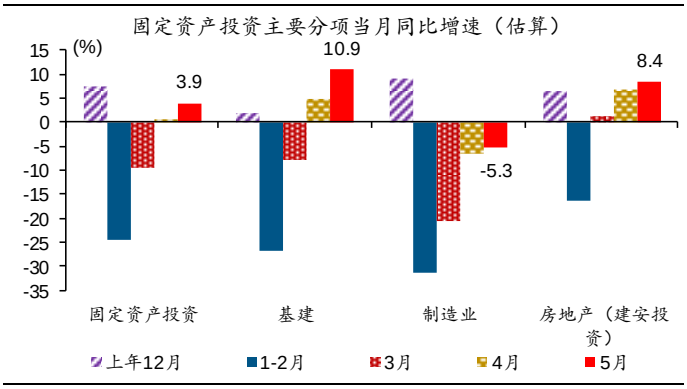
图11：集成电路、铁矿砂等对 6 月进口拉动显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

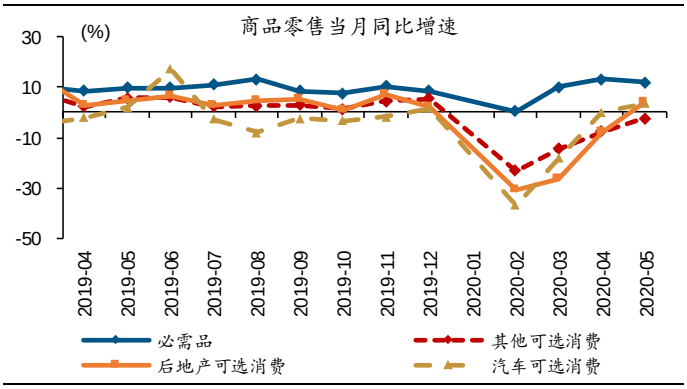
进口结构特征，与国内经济修复逻辑较为一致；全球疫情错位背景下，内需好于外需态势或还将延续。4 月以来，国内经济已进入修复通道，尤其是基建和地产投资、汽车相关消费等，快速好转。全球疫情错位背景下，我国复工复产进程较为领先，内需好于外需的态势或还将延续。稳增长加码、财政和货币协同发力的背景下，基建投资持续性较好；后续可关注进口层面，与内需表现的互相印证。

图12：4 月以来，基建投资改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：居民消费中，汽车消费恢复较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn