

## 宏观研究/动态点评

2020年08月07日

**张继强** SAC No. S0570518110002  
研究员 SFC No. AMB145  
zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** SAC No. S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

**朱洵** SAC No. S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

### 相关研究

- 1《宏观：关注盈利改善的三条行业主线》2020.07
- 2《宏观：Deal! 欧元复苏基金》2020.07
- 3《宏观：外需渐复苏，外贸显韧性》2020.07

# 生产优势继续体现

## 7月外贸数据点评

### 核心观点

据海关总署，7月份出口（美元计价）同比增速+7.2%（6月为+0.5%），进口同比-1.4%（6月为+2.7%）；7月出口数据明显强于Wind一致预期（+0.2%）。7月份贸易顺差623.3亿美元，较6月扩大。今年4-7月贸易顺差均值为542.5亿美元，顺差持续、且较去年同期明显扩大。总体来看，全球新冠疫情控制情况有所好转，各国都在努力恢复正常经济活动。主要经济体PMI均较前值回升，体现出外需修复向好的预期，外贸数据转好态势持续。近来中美大国博弈局势再现升级，但我国国内疫情控制较好、经济基本盘体现较强韧性，人民币对美元汇率稳中有升。

### 我国生产能力较强的优势充分体现，带动出口表现强势

尽管部分国家新增疫情仍然较多，但总体来看，主要经济体在尽力防控疫情的同时，均努力恢复正常经济活动。7月份，我国出口总金额同比增速较前值大幅上行，继续印证外贸需求修复态势；劳动密集型和机电产品两大类出口增速均好于前值，尤其是机电产品出口改善幅度较大。疫情对国内企业生产端的影响已基本消除，我国工业产业链条较为完整、生产能力强的优势充分体现，一部分电子加工、汽车生产等外贸生产订单，可能转移到中国来完成。“国内生产强于海外”的逻辑，带动出口数据表现强势。

### 1-7月，工业原材料和集成电路进口涨幅较大

进口数据仍有波动，但6-7月同比跌幅较4-5月份明显收窄。在基建等高确定性的内需动能带动下，多类工业品价格维持回升，国内需求端复苏速率有望逐渐超过工业生产。1-7月份，铁矿石、原油、钢材、铜材进口量同比涨幅较大，我们认为“内需+海外生产恢复”带动进口改善的逻辑可持续。1-7月，我国对美出口降幅明显大于整体出口、自美进口降幅明显低于整体进口、对美贸易顺差减少5.7%（人民币计价）。此外，美国对我国电子行业的制裁措施，可能会倒逼我国在加快自主研发的同时，短期加大芯片囤货力度。1-7月份，我国进口集成电路总数同比增加近25%。

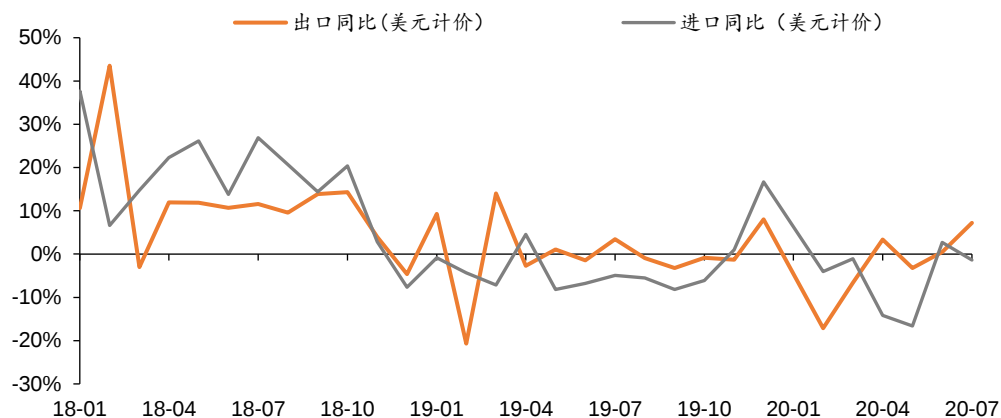
### 短期全球需求稳步复苏，但长期各国产业链“脱钩”风险仍存

据韩国国际贸易协会数据，韩国出口金额7月同比-7%，跌幅连续两个月收窄，中韩出口数据互相印证，或可说明全球需求开始缓步复苏。经同比百分化调整后的中、美、欧、日、韩制造业PMI，7月份同比均较6月改善，其中，欧元区和美国同比转正。尽管外需数据有所转好，在国内控制疫情+企业复产并进的努力下，外贸波动对我国的影响得到控制，但我们认为，目前的国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。长远来看，各国产业链的“脱钩”、向本国回搬均是不可低估的风险，需深入思考、及早应对，进一步完善我国产业链，更加强调技术和人力要素的自主可控。

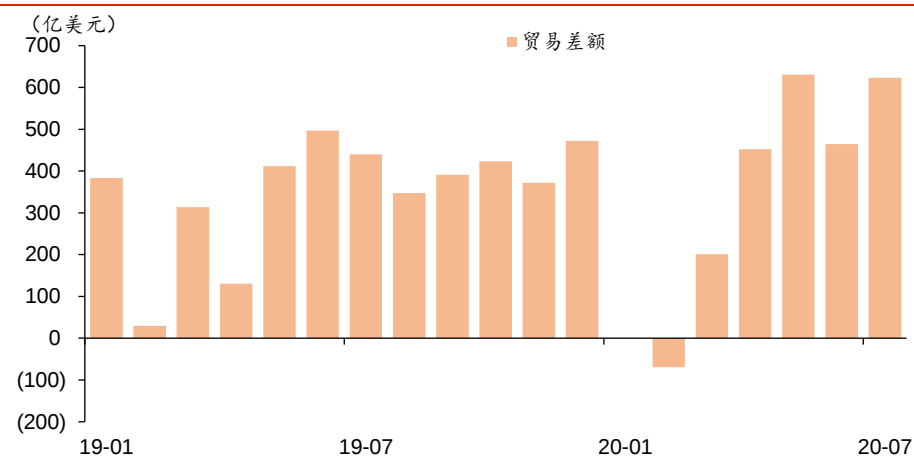
### 国内大循环为主体，内需作为战略基点，补齐产业链条短板

7月份，“双循环”首次写入政治局会议文件，我们认为其将成为后续统领全局的政策基调和方针。旧的经济和贸易体系正在重建的过程中，全球保护主义、逆全球化倾向出现，各国都在加紧建设新的供应链体系的过程中，而中国原材料和产品市场“两头在外”的发展模式面临更大的不确定性。我们认为，在这种情况下，扩大内需、培育国内市场，降低经济增长对外部的依存度，加快补齐产业链条短板、加强产业链的稳定性，进而加快形成国内大循环为主体，国内国际双循环互促的新发展格局更为迫切。

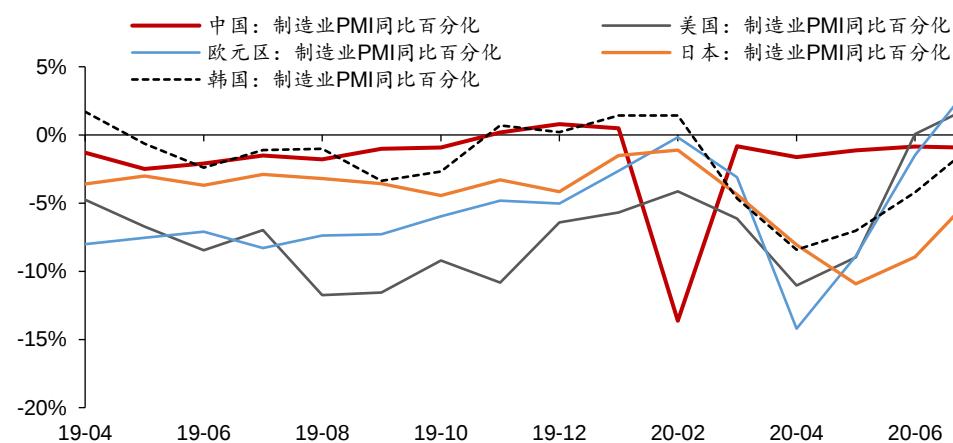
风险提示：全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

**图表1：7 月份，出口（美元计价）同比较前值改善幅度较大**

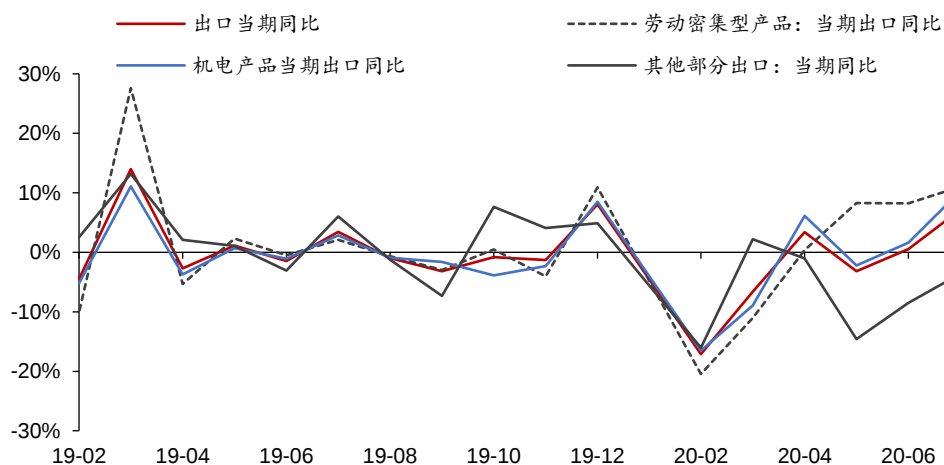
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：7 月份，贸易差额较去年同期扩大**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：经同比百分化处理的各国 PMI，7 月份，主要经济体均较前值改善**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4： 7 月份，劳动密集型和机电产品两大类出口增速均好于前值，尤其是机电产品出口改善幅度较大**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**风险提示**

全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_3392](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3392)

