

## 宏观研究/动态点评

2020年07月14日

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

### 相关研究

1《宏观：人民币汇率仍有稳的基础》2020.07

2《宏观：盈利改善趋势确定，力度有限》2020.06

3《宏观：防疫物资拉动出口，顺差格局延续》2020.06

# 外需渐复苏，外贸显韧性

## 6月外贸数据点评

### 核心观点

据海关总署，6月份出口（美元计价）同比增速+0.5%（5月为-3.3%），进口同比+2.7%（5月为-16.7%）；当月贸易顺差464.2亿美元，较5月有所缩窄。6月份出口、进口数据均强于Wind一致预期（依次分别为-2.9%/-9.7%）。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。三季度内需有望延续修复，而外需仍可能受贸易摩擦、海外疫情反复等因素扰动，内需复苏确定性强于外需，对应我国进口可能较出口数据表现更为积极，贸易顺差或将收窄。汇率是经济基本面的映射，国内经济稳步复苏，为稳定人民币汇率提供了坚实基础。

### 国内生产强于海外，对冲了出口下行压力

今年上半年，美元计价，我国出口累计同比-6.2%，新冠疫情对主要经济体需求的负面冲击有所体现。但中国是当前全球疫情控制最好的国家，国内企业从3月份就较快复工复产，我国工业产业链条较为完整、生产能力强的优势得以体现，在全球防疫形势严峻的背景下，整个上半年，我国医疗物资相关出口同比大涨。除医疗行业以外，由于其他国家生产能力尚未完全恢复，一部分全球贸易需求对应的其他行业生产订单（如电子加工、汽车生产等），也可能转移到中国来完成。“国内生产强于海外”的逻辑，对我国出口数据起到了一定对冲作用。

### 内需复苏确定性强于外需，Q3贸易顺差或有所缩窄

二季度，国内各项需求呈现较快修复。6-7月份，尽管海外疫情形势仍未明朗、美国新增疫情仍然较多，但主要经济体在尽力防控疫情的同时，已先后重启复工。国内需求+海外生产陆续修复，6月进口同比转正；同时，我国内需复苏速率逐渐超过生产端，6月份进口数据的改善幅度比出口更大，环比分别为16.17%与3.27%，我们认为三季度贸易顺差或较二季度缩窄。据海关总署表述，中方继续执行中美第一阶段贸易协议，上半年自美进口降幅低于整体进口，而对美出口降幅大于整体出口，对美贸易顺差呈现收窄。

### 外需开始缓步复苏，外贸基本盘韧性较足

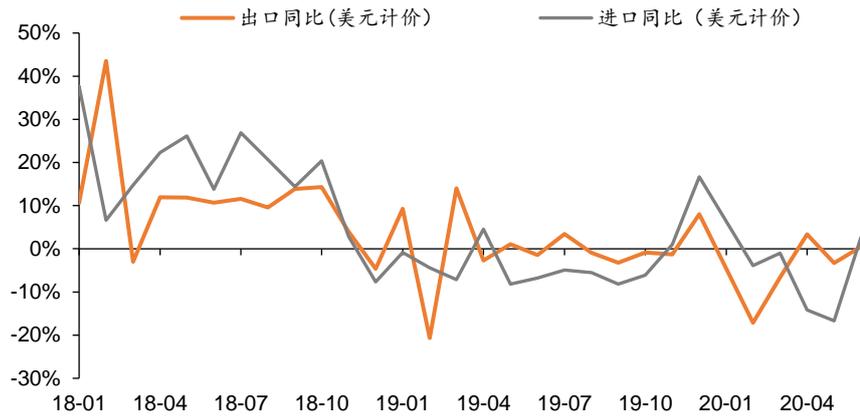
韩国是出口导向型国家的典型代表，同时其国内疫情控制也相对较好；此外，由于韩国出口的产品结构以及主要出口国家与中国的情况相似，两国的出口额同比变化在历史上较为一致。韩国出口金额6月同比-10.9%（5月为-23.6%），修复态势类似我国6月出口数据，或可说明全球需求开始缓步复苏。经同比百分化调整后的中、美、欧、日、韩制造业PMI，6月份同比均较5月改善。未来一到两个季度，应对外贸环境波动仍是经济工作重要议题之一，我们认为外贸基本盘稳定可期，韧性较足。

### 完善要素体系，挖掘内需潜力，内部循环为主

近期习总书记和刘鹤副总理连续提到要建立“国内循环为主，国内国际双循环”的经济格局，我们认为这将是中期趋势，一方面应对大国博弈加剧、国内产业链仍有缺失的现状，需要主动补短板，降低关键技术的对外依存度；另一方面，应对外需下滑的风险，国内外需敏感度较高的行业需采取转型，摆脱就业、经济拉动等方面对外需的过度依赖。国内循环为主要要求更多去挖掘内需潜力，并建立国内供给为主的要素投入体系，这或将是未来中期政策制定的主要指导方向。

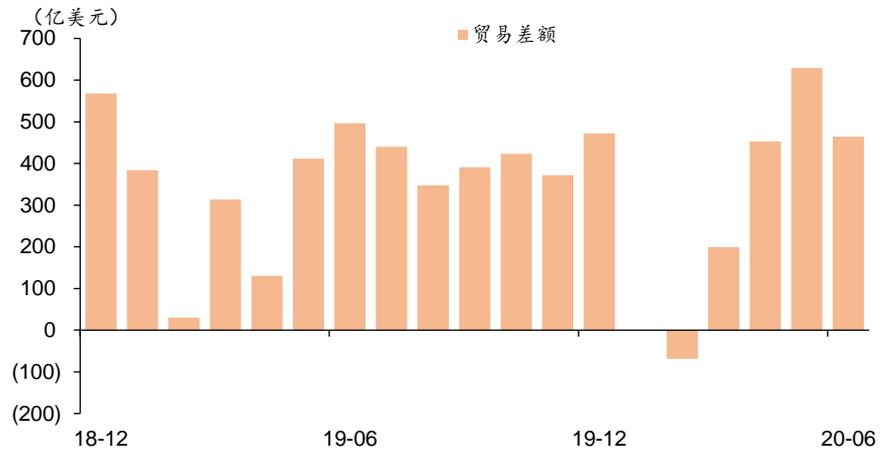
风险提示：全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

**图表1：6月份，出口、进口（美元计价）同比均较前值改善**



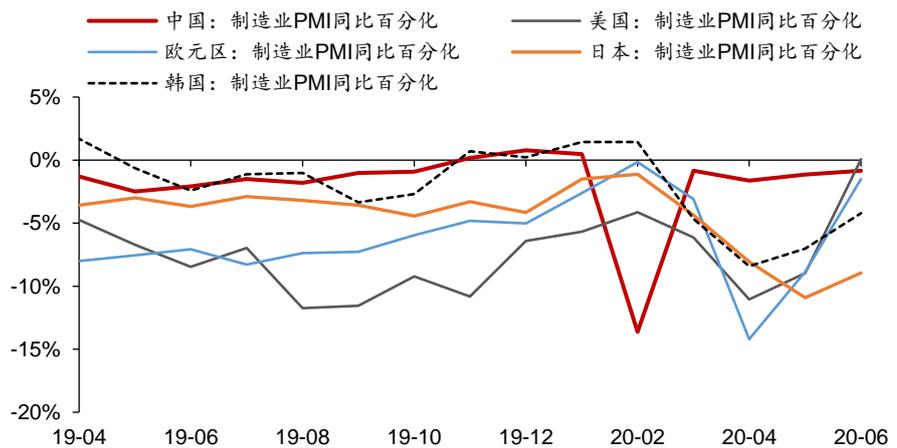
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：6月份，贸易差额有所缩窄，主因内需改善幅度大于外需**



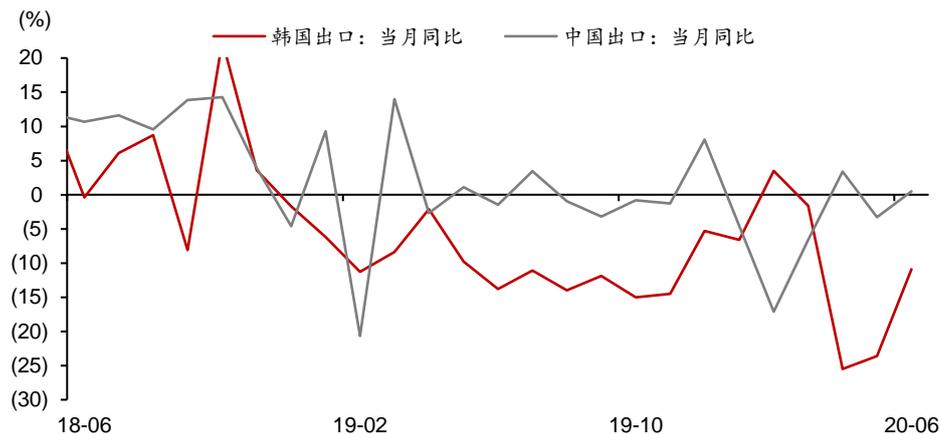
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：经同比百分化处理的各国PMI，6月份，主要经济体大都较前值改善**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 韩国的6月份出口数据改善态势类似我国，全球外贸需求缓步复苏



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

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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本研究报告并非意图发送、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

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\\_3895](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3895)

