

宏观研究/动态点评

2019年07月12日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：全球市场应该进入防御模式还是进攻模式？》2019.07
- 2 《宏观：物价上涨压力仍可控》2019.07
- 3 《宏观：央行连续 7 个月增持黄金意欲何为？》2019.07

进口继续下滑，提示内需下行风险

——点评 6 月进出口数据

进口增速下行幅度仍然较大

6 月份，我国进口 1618.6 亿美元，下降 7.3%，按照人民币计价同比下降 0.4%，我们预计 6 月进口增速按照人民币计价增长 1.8%，按照美元计价下降 5.7%。进口增速略低于我们预期。我们认为，进口数据的走弱在一定程度上反映出我国内需的下行风险，从数据上看，中采和财新 PMI 数据 6 月均为 49.4，在荣枯线以下，也反映出经济的下行压力。在我们发布的《贸易摩擦下，下半年财政会发力吗？——下半年财政政策空间测算》报告中，系统梳理了如果经济出现新的下行压力，财政政策的可能空间。但我们认为，目前政策仍以托底为主，具体还应重点关注 7 月底的政治局会议。

出口增速仍然维持低位

6 月份，我国出口 2128.4 亿美元，下降 1.3%，以人民币计价增长 6.1%。我们预计 6 月出口当月同比增速按照人民币计价 2.5%，按照美元计价为 -5.3%。出口增速高于我们预期。我们认为，这可能是由于我国对非美国国家的出口增速尚好，部分抵消了对美出口的负效应，而且这种情况在人民币贬值的情况下会更为突出。从上半年的情况来看，我国对欧盟、东盟和“一带一路”国家的出口增速都维持平稳。此外，中美关系有所缓解，出口负面冲击有所缓解。但我们提示，2000 亿商品关税已经加到 25%，未来影响不可忽视。

我国延续出现“衰退式”顺差

6 月份，我国贸易顺差 509.8 亿美元。1-6 月累计，贸易顺差同比扩大 41.6%。此前我们曾经提示，我国贸易差额主要取决于出口和进口回落的速度，如果全球经济回落风险和中美贸易摩擦的风险更大，那么可能会制约出口增速从而导致我国贸易顺差收窄，如果我国内需不振，从而限制进口增速，并且回落幅度快于出口增速，那么可能会导致“衰退式”顺差。我们认为，4 月底以来，国内的政策取向重新回到三大攻坚战和去杠杆上来，逆周期调控政策逐渐减弱或退出，“衰退式”顺差的可能仍会延续。如果国内政策重新强调逆周期调控和“六稳”，那么“衰退式”顺差的可能会有所减小。

中美贸易摩擦的影响体现出了结构性分化

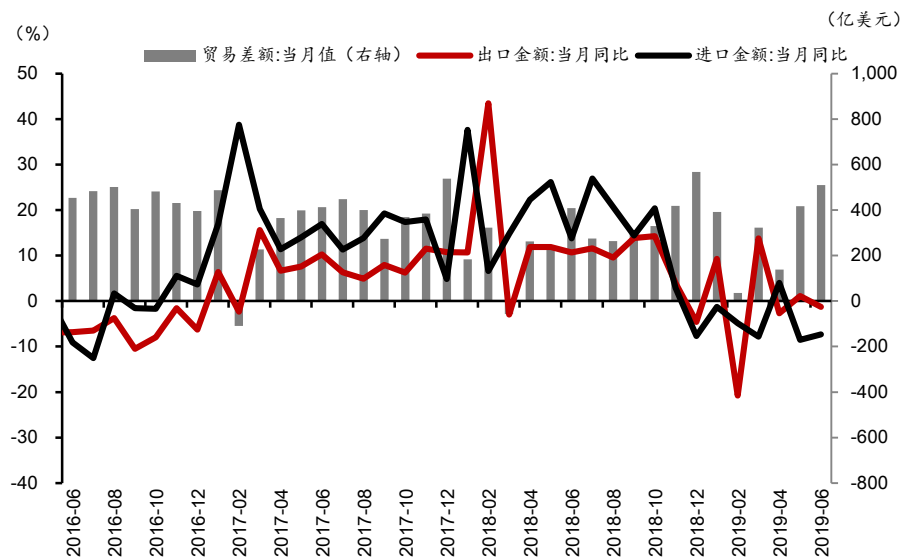
去年以来，中美贸易摩擦成为一个较大的不确定因素。从今年上半年的情况看，这个影响体现出了结构性分化。在从事贸易的主体这个维度，似乎外商投资企业受到的影响更大。根据海关总署数据，上半年，我国民营企业进出口总额增长 11%，比去年同期提升了 2.7 个百分点，同期，外商投资企业进出口总额下降 1%，国有企业进出口总额增长 0.3%。从对美国贸易来看，似乎进口的负面影响大于出口，今年上半年我国对美国进出口总额同比下降 9%，其中对美出口同比下降 2.6%；自美进口同比下降 25.7%，考虑到我国内需下行的因素，我们认为进口回落的幅度仍然较大。

以改革开放来应对中美贸易摩擦

我们在最近发布的报告《以改革开放来应对中美贸易摩擦——新供给价值重估理论（五）》中提到，中国一直以改革开放的态度应对中美贸易摩擦。我们认为，只要改革开放持续推进，生产要素占优的过程必然导致人民币升值。人民币核心风险资产价值重估的逻辑中最应该关注的就是人民币汇率，中长期汇率升值会与风险资产价值重估互为正向加强。我们认为，我国加快对外开放的具体措施包括：修改负面清单、建立自由贸易港、扩大自由贸易区、扩大金融和服务业对外开放以及扩大农业制造业采矿业开放等。

风险提示：全球经济下行超预期，我国政策托底不及预期。

图表1: 我国进出口增速数据走势



资料来源: wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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_11469

