

外需弱势内需下行，经济走势继续承压

摘要

- 虽然5月出口增速小幅改善，但依然延续弱势，而且改善动力可能来自贸易战加剧下的提前出口，这是难以持续的。在全球经济放缓、全球贸易量收缩背景下，同时叠加中美贸易冲突加剧，未来出口将延续放缓态势。而前期逆周期政策退出后，内需同样开始放缓，在信用扩张有限环境下，内需下行压力在上升。叠加全球工业品价格涨幅收窄，进口增速同样将延续弱势。进出口双缩可能是未来一段时期外贸总体格局。而外需走弱将加剧经济走弱压力，稳定经济需要更为有效的稳增长政策出台，以推动内需企稳回升。预计随着经济放缓压力的不断上升，宽松政策将再度发力。而在经济未出现企稳回升之前，走弱的基本面和宽松的政策将共同推动债市继续上行。
- 风险提示：中美贸易冲突超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

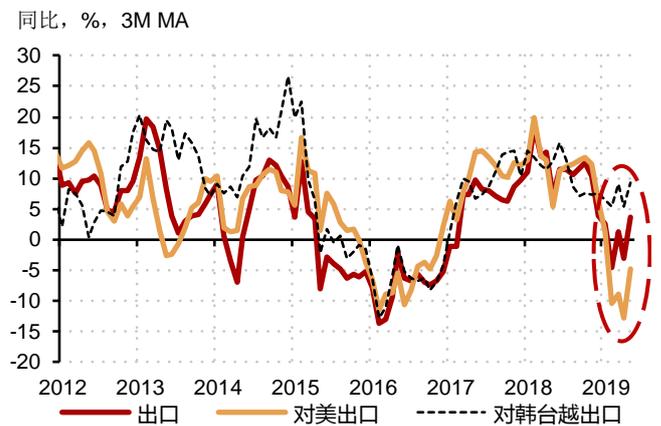
1. 全球降息潮下如何配置资产 (2019-06-09)
2. 从房价与房租的关系说起 (2019-06-09)
3. 回望近百年前贸易战的启示 (2019-06-04)
4. 哪些园区平台最符合IPO上市条件？——基于144家国家级经开区平台的筛选 (2019-06-03)
5. 供需双缩经济放缓，我国完善反制制度 (2019-06-02)
6. 企业景气度走弱，呼唤更为有效的稳增长政策 (2019-05-31)
7. 警惕信用再度收缩的风险——月度经济预测 (2019-05-30)
8. 从周期的视角理解美国通胀 (2019-05-28)
9. 企业盈利疲弱，需求继续放缓 (2019-05-28)
10. 稳定需求，加快创新 (2019-05-26)

今日海关总署公布数据显示出口小幅改善，但依然偏弱，进口增速跌落。5月美元价衡量的出口同比增长1.1%，增速较上月小幅提升3.8个百分点，强于我们与市场的预期（图1、表1）。在全球经济放缓和中美贸易冲突加剧环境下，出口增速小幅改善，可能与贸易战加剧环境下部分产品提前出口相关。而5月美元价衡量进口同比下跌8.5%，增速较上月下滑12.5个百分点，显示内需继续走弱。出口小幅改善进口回落导致贸易顺差扩大，5月贸易顺差较去年同期增加182.5亿美元至416.6亿美元。

中美贸易战加剧形成的部分商品提前出口可能推升了5月出口增速。5月我国出口小幅回升更多由于中美贸易冲突加剧背景下，部分商品存在提前出口可能。虽然5月美国对中国2000亿美元商品加征关税幅度提升到25%，但由于威胁对剩余3000亿美元左右商品继续加征关税，这会形成提前出口效果，一定程度上推升了当月出口。另一方面，我们看到5月越南出口和中国对越南出口均有显著增加，分别从较上月提升6.0和16.1个百分点至14.3%和23.0%，显示通过类似转口贸易的方式，借助周边国家规避关税的贸易规模在不断增加，这实际上会削弱贸易战的实际冲击，而对周边国家形成利好。

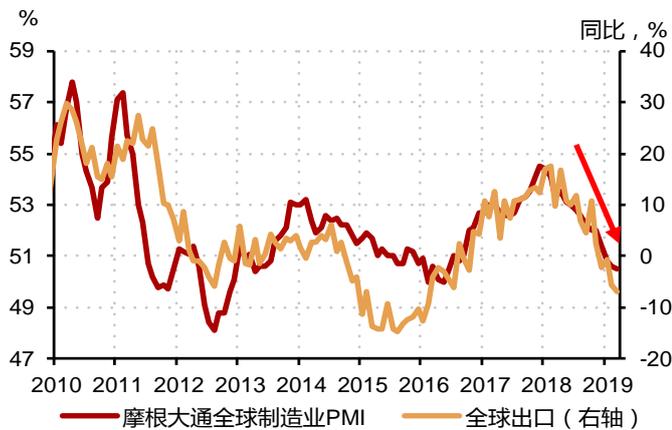
图1：出口小幅改善进口继续回落


数据来源：wind、西南证券整理

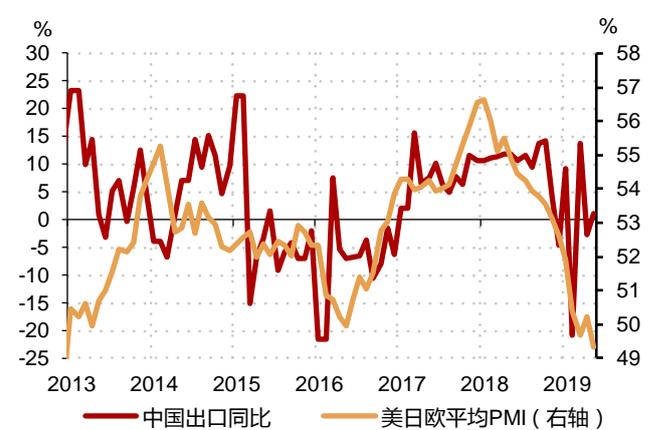
图2：中国对美和对周边国家出口增速明显背离


数据来源：wind、西南证券整理

全球经济放缓以及贸易冲突加剧环境下，出口依然将趋势性放缓。近期发达国家经济数据显示，经济下行压力在明显上升，美、日、欧等发达国家PMI均有大幅度下行，意味着外需将趋势性走弱。5月与我国贸易结构较为类似的韩国出口跌幅较上月扩大7.4个百分点至9.4%，也印证了外需偏弱的情况。而在全球经济放缓的同时，贸易保护主义不断抬头，导致全球贸易增速下降。5月我国对美出口同比跌幅收窄8.9个百分点至4.2%，对日本出口增速较上月提升16.8个百分点至0.5%。但考虑到全球经济持续走弱，提前出口效应也将逐渐衰退，因而我们依然认为出口将在未来一段时间延续放缓态势。

图 3：全球经济放缓，贸易规模收缩


数据来源：wind、西南证券整理

图 4：发达国家经济走弱决定外需疲弱


数据来源：wind、西南证券整理

内需继续走弱带动进口下滑。内需走弱带动进口增速回落，大宗商品进口量增速均有所回落。2 月原油和铁矿石进口同比增速分别为 -11.0% 与 3.0%，增速较上月分别下滑 8.4 和 7.8 个百分点（图 5）。而随着中美贸易冲突加剧，中国自美进口继续下滑，5 月自美国进口额同比下跌 26.8%，跌幅较上月扩大 1.0 个百分点。而 5 月大豆进口量同样再度放缓，同比下跌 24.0%，跌幅较上月扩大 34.4 个百分点。同时，随着全球经济共振下行，大宗商品价格开始回落，将带动进口价格指数回落。随着内需的持续走弱，全球工业品价格涨幅收窄，以及中美贸易冲突持续，进口增速将持续放缓。

图 5：大宗商品进口量增速回落


数据来源：wind、西南证券整理

图 6：中美贸易同比增速


数据来源：wind、西南证券整理

外需下行内需走弱，经济继续承压。虽然 5 月出口增速小幅改善，但依然延续弱势，而且改善动力来自贸易战加剧下的提前出口，这是难以持续的。在全球经济放缓，全球贸易量收缩背景下，同时叠加中美贸易冲突加剧，未来出口将延续放缓态势。而前期逆周期政策退出后，内需同样开始放缓，在信用扩张有限环境下，内需下行压力在上升。叠加全球工业品价格涨幅收窄，进口增速同样将延续弱势。进出口双缩可能是未来一段时期外贸总体格局。而外需走弱将加剧经济走弱压力，稳定经济需要更为有效的稳增长政策出台，以推动内需企稳回升。预计随着经济放缓压力的不断上升，宽松政策将再度发力。而在经济未出现企稳回升之前，走弱的基本面和宽松的政策将共同推动债市继续上行。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	西南预测	市场预期
																2019-5F	2019-5F
CPI	同比%	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5		2.7	2.7
PPI	同比%	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9		0.7	0.6
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4		5.3	5.5
固定资产投资名义增速	同比%	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1		5.9	6.2
消费品零售名义增速	同比%	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2		8.0	8.6
新增人民币贷款	亿人民币	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200		11500	12085
M2增速	同比%	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5		8.7	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-4.0	-3.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-5.0	-3.1
贸易顺差	亿美元	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	243.6	249.9
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.90	6.85
存款准备金率	%	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5

资料来源: CEIC, Wind, 西南证券

注: 市场预期为Wind 调查的市场预测均值, 其中汇率为即期汇率, 西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报

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_12124

