

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执业编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

王蔚然
联系人
wangweiran@sczq.com.cn
电话：86-10-56511796

相关研究

- 股债小双牛能否持续？
- 5月PMI数据点评：经济下行趋势不改
- 人民币的投机性升值难以持续

- 5月贸易数据反映出外需下行，内需不强的整体情况，该趋势可能仍将延续。全球工业需求可能在两三个月内见顶，这将拖累国内生产，导致经济回落。
- 出口金额隔年复合增长率则回落5.7个百分点至11.1%，外需总体可能已进入磨顶阶段。从出口分项数据看，其中集成电路出口基本保持平稳，而箱包、服装、家具零件等隔年增长率在上月提振后再次下行，以纺织纱线为代表的防疫物资出口由于全球疫情好转有所回落。
- 外需冲顶，警惕下行风险。企业新订单、新出口订单分项相较4月继续回落0.7和2.1个点，新出口订单已经回落至荣枯线以下。海外订单明显更弱，下行速度较快，可以从美国进口分项的弱势得以验证，外需未来走弱的趋势可能会逐渐显现。从欧美PMI来看，当下已经基本进入顶部区间，美国面向个人的第三轮补助1400美元大幅提振3、4月消费，但未来消费需求可能随着可支配收入下行走弱，欧洲在疫情好转后连续两月基本持平。
- 价格因素维持进口增速，内需不强。5月进口复合增速虽然增速回升1.7个点，但剔除价格因素后进口可能也呈现走平甚至下滑趋势。企业生产方面，PMI出厂价格分项提升3.3，在产品价格明显提升的同时，企业原材料补库需求却较弱，原材料库存继续下行0.6，反映企业家对未来景气度预期不强。
- 从中期来看，我们延续之前的判断，疫情发展如果符合预期，未来美国、欧洲和其他国家需求将依次见顶，全球工业需求高点可能在两三个月之内，大宗商品价格届时可能回落；内需当前不强，经济整体下行趋势可能延续。
- 在此背景下，尽管大宗商品反弹导致了流动性预期的短期收紧，但中期宽松趋势不变。建议逐步建立空商品多债券的头寸，股市结构方面，与流动性关系紧密的抱团股和创业板依然将得到支撑，而顺周期行业则需要谨慎对待。

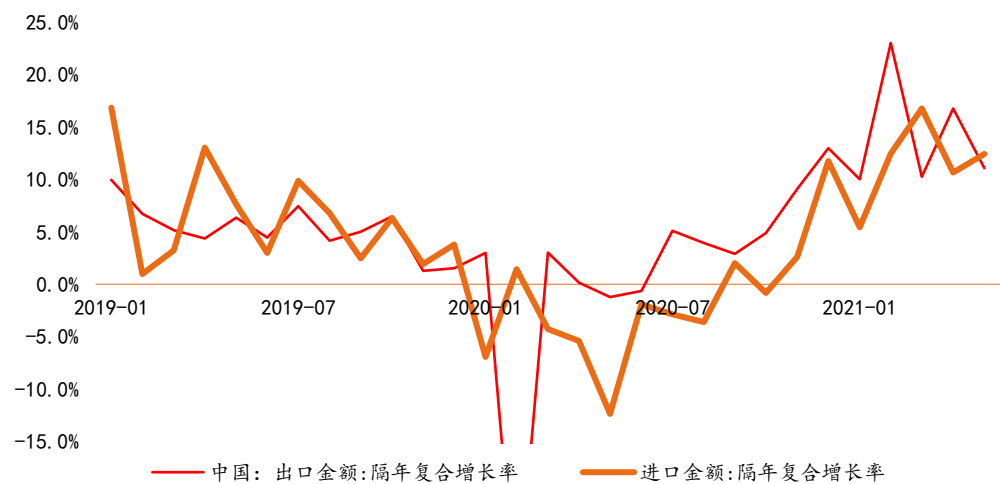
风险提示：疫苗不及预期

5月贸易数据反映出外需下行，内需不强的整体情况，该趋势可能仍将延续。全球工业需求可能在两三个月内见顶，这将拖累国内生产，导致经济回落。

出口增速回落，低于季节性

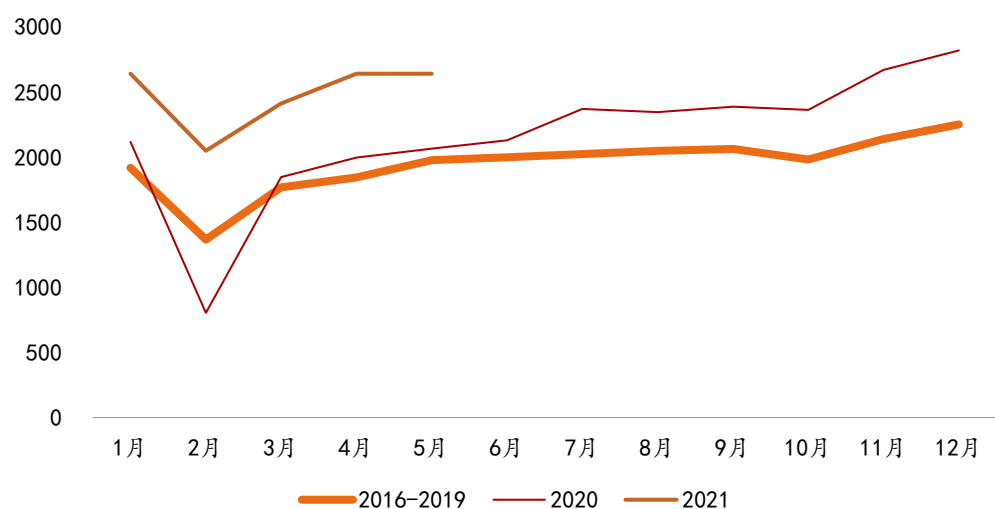
5月出口金额隔年复合增长率则回落5.7个百分点至11.1%。尽管2019年存在基数效应，但综合2016-2019的数据，五月出口总额呈现季节性上升，而今年则仅仅持平，外需总体可能已进入磨顶阶段。

图1：5月出口回落，进口基本持平



资料来源：Wind, 首创证券

图2：基数效应难以解释明显回落

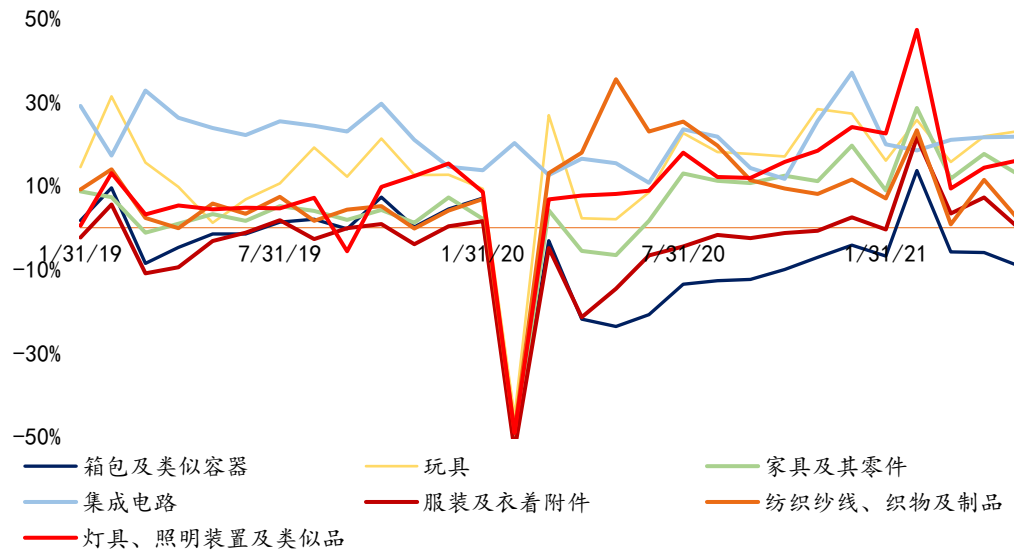


资料来源：Wind, 首创证券

从出口分项数据看，其中集成电路出口基本保持平稳，而箱包、服装、家具零件等

隔年增长率在上月提振后再次下行，以纺织纱线为代表的防疫物资出口由于全球疫情好转有所回落。

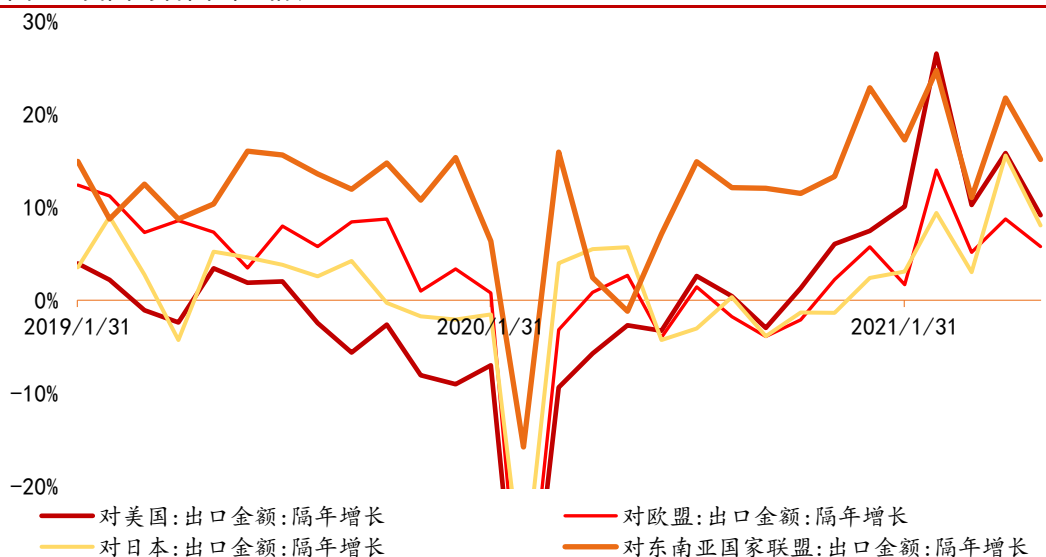
图 3：出口分项隔年增长率



资料来源：Wind、首创证券

从对其他国家出口数据来看，中国对主要贸易伙伴出口增速均明显下行，其中对美国出口降幅更大，在短暂的消费刺激后中国对美出口明显下降 6.7%。由于疫情爆发影响，对东盟国家和日本出口下滑 6.6%和 7.5%，对欧盟出口增速下滑 2.9%。

图 4：我国对各国出口情况

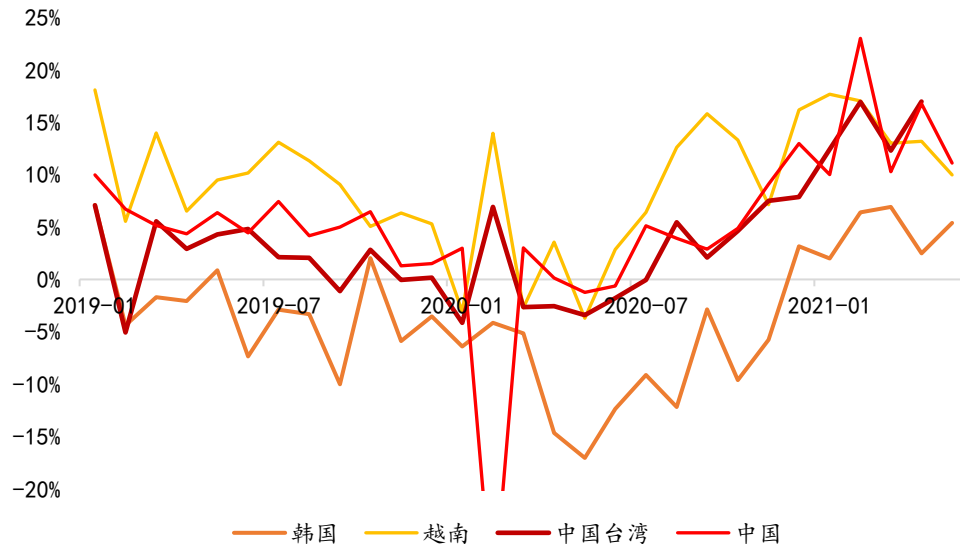


资料来源：Wind、首创证券

观察东亚出口导向型国家地区情况，各国生产能力逐渐恢复，一季度出口显著上行，多国出口金额创下 2019 年末以来新高。但越南出口金额增速连续回落，可能与东南亚

疫情爆发影响生产以及外需走弱有关，韩国出口增速上行可能原因是电子产业如面板和半导体行业的涨价潮。

图 5：东亚国家出口情况

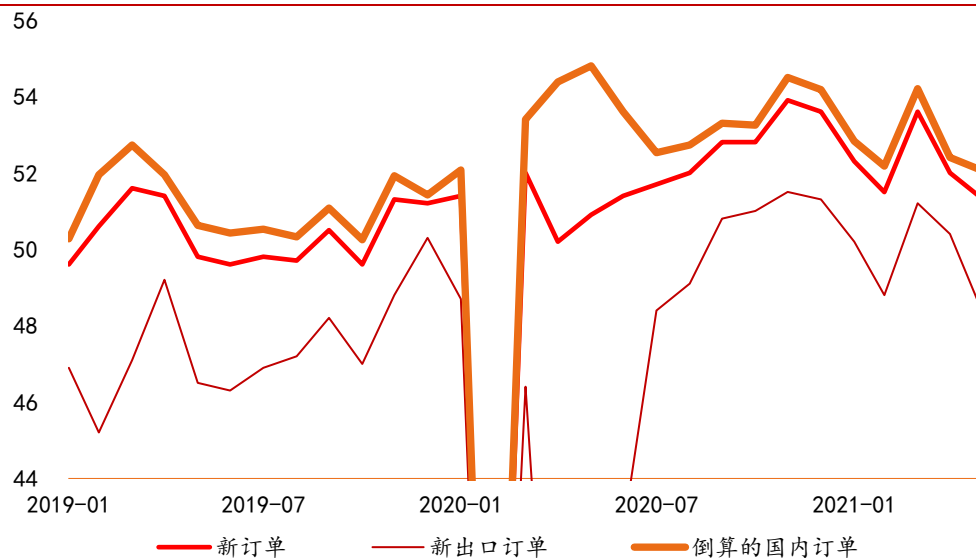


资料来源：Wind, 首创证券

外需冲顶，警惕下行风险

从国内 PMI 数据来看，企业新订单、新出口订单分项相较 4 月继续回落 0.7 和 2.1 个点，新出口订单已经回落至荣枯线以下。海外订单明显更弱，下行速度较快，可以从美国进口分项的弱势得以验证，外需未来走弱的趋势可能会逐渐显现。

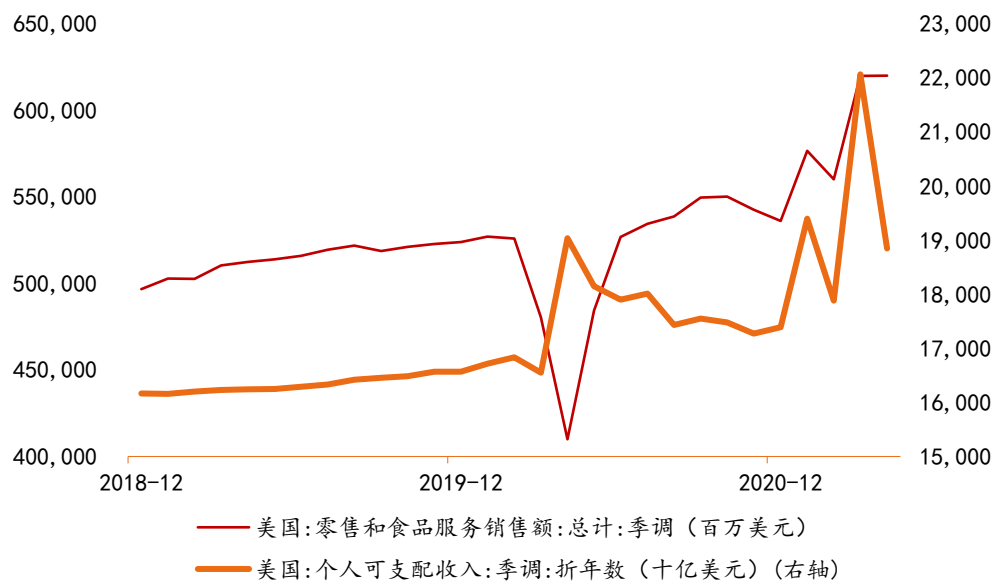
图 6：新订单量趋于下行



资料来源: Wind, 首创证券

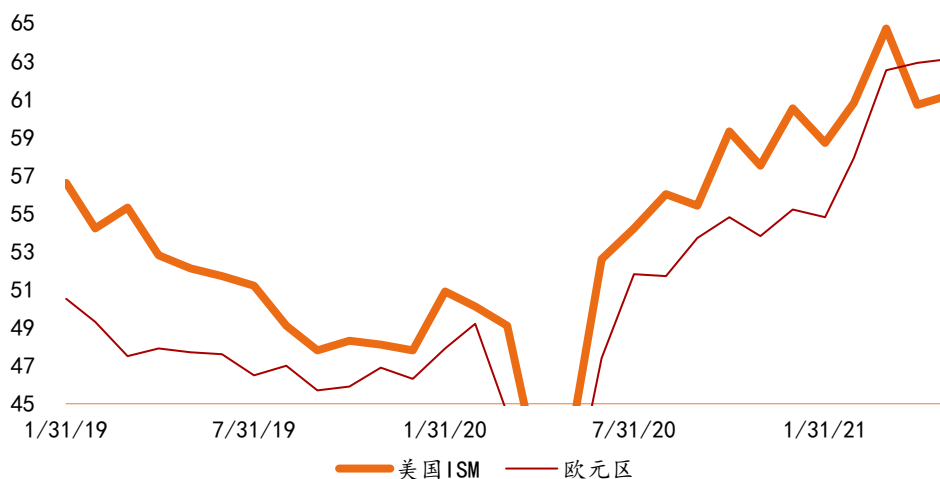
从美国欧洲 PMI 来看, 当下已经基本顶部区间, 美国面向个人的第三轮补助 1400 美元大幅提振 3、4 月消费, PMI 大幅超涨, 但短期消费之后可支配收入明显回落, 未来消费需求可能随着可支配收入下行走弱, 欧洲在疫情好转后连续两月基本持平。

图 7: 短期收入增长带动零售销售上升



资料来源: Wind, 首创证券

图 8: 美国欧洲 PMI

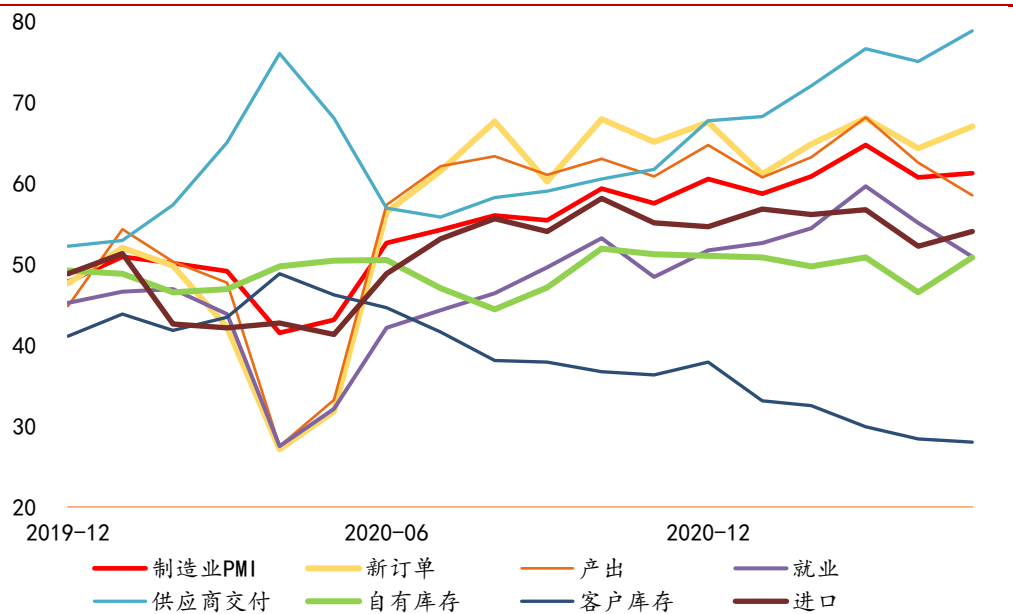


资料来源: Wind, 首创证券

根据 5 月美国 PMI 分项来看, 美国生产继续走弱, 需求冲高速度有所放缓。就业与产出分项两个月分别下行 8.7 和 9.6 个点, 需求方面新订单分项上升 2.7 个点至 67, 但在生产两个月走弱近 10 个点的情况下, 客户库存仅下滑 0.4 个点至 28, 产成品的库存

去化速度相较前几个月有所放缓。需求仍在高位，但冲高趋势已经接近见顶，从进口分项可以得到验证，4、5月进口分项分别为 52.2 和 54.0，为去年 7 月以来的低点，未来几个月下行压力可能加大。

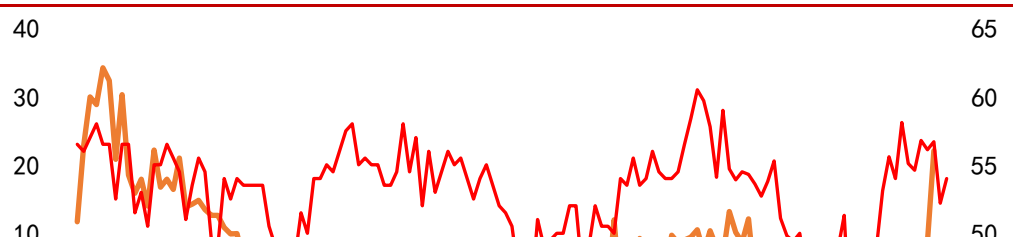
图 9：美国 ISM：制造业 PMI 分项



资料来源：Wind，首创证券

历史上美国 PMI 进口分项略领先货物进口同比，连续两月进口分项弱势反映出美国货物进口可能也将走弱。

图 10：美国 PMI 进口略领先货物进口同比



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_20028



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>