

从“跌幅有限”到“涨幅有限”

——六月权益市场暨下半年宏观运行环境研究

五月的权益市场继四月攀升后出现一定的调整，但是，总体看依旧维持了相对强势，并呈现出一定的结构性机会。其中，代表新基本建设的中证 500 指数明显强于沪深 300 和上证 50 指数。

展望后市，我们维持对权益市场相对强势的观点不变。权益市场相对强势的基础依然在于权益市场在缓解经济下行压力和促进投资与消费方面有着不可替代的作用，因此，政策面总体对于权益市场构成支持。

在上半年全球疫情蔓延的情况下，我们判断权益市场维持相对强势的特征在于；实际上，截至到 5 月 28 日，今年以来沪深 300 指数和上证 50 指数分别下跌了 5.86% 和 8.28%，明显低于境外权益市场的跌幅。而中证 500 更是上涨了 1.81%。

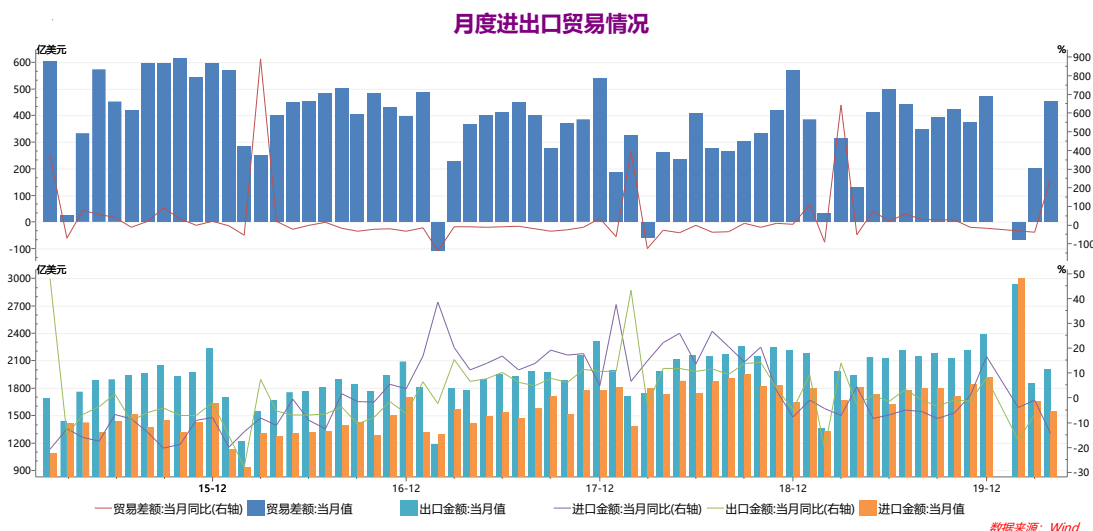
而在当前全球复工乐观情绪有所抬头的情况下，我们判断权益市场维持相对强势的特征将可能从“跌幅有限”转变位“涨幅有限”。

首先，我们要警惕疫情对经济的二次冲击。我们对疫情对经济的二次冲击是基于对进口大幅下降的判断的基础上的。

数据显示，4 月贸易收支继续顺差，出口结束了连续 3 月的下跌，同比上涨了 3.5%，报 2002.8 亿美元，而进口持续下跌，跌幅扩大，同比下降了 14.2%，

报 1549.4 亿美元。

图 1：月度进出口贸易数据



资料来源：银河期货研究所 海关 WIND

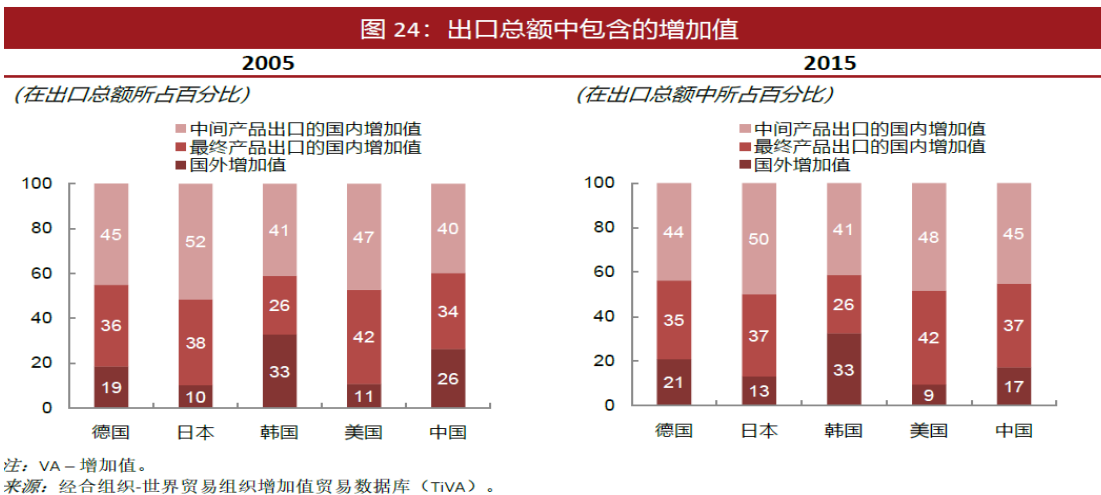
进口的大幅下降值得关注。当然，我们依旧可以用内需下降进行解释，但是，仅仅用内需下降的解释可能是不够的。

从产业链的角度进行解释可能更全面。

根据世界银行去年的报告，我国在国际分工中的地位经过数十年的努力，已经出现了根本性的改观，即从原来国际分工中末端不断地向前移动，后向参与度回落，前向参与度增加。即中国已经不是一个最终产品的出口国，中国的中间产品出口已经上升倒比较高的比率。

图 2：中国前向国际参与度回升，中间品出口比重走高

图 24：出口总额中包含的增加值



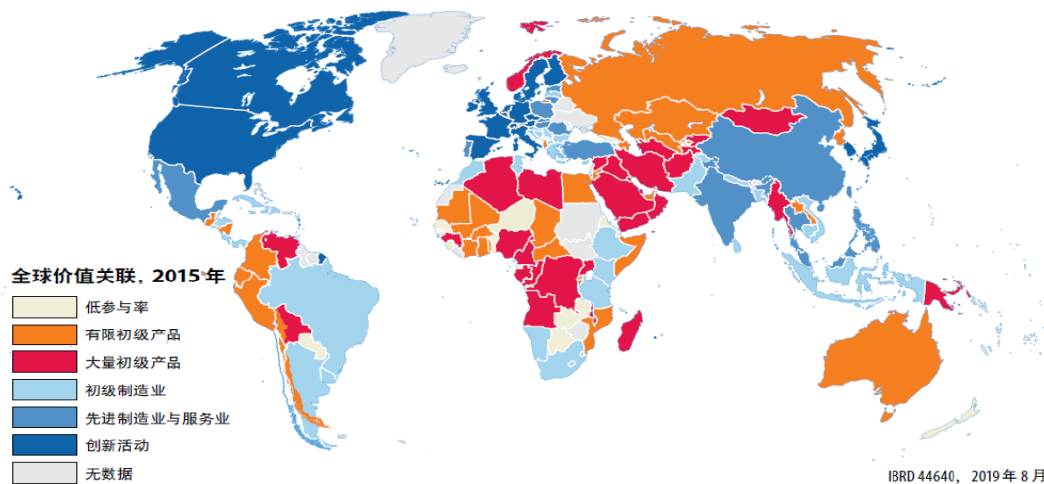
资料来源：银河期货研

究所 世界银行

中国在全球价值链中的地位被世界银行定义为“先进制造业与服务业”，当然和欧美先进国家的“创新活动”依旧有差距。中国也成为仅次于美国与德国的世界第三大中间品制造中心。

图 3：全球价值链中和中国的地位

地图 0.1 所有国家都参与了全球价值链——参与方式却不尽相同



资料来源：银河期货研究所 世界银行

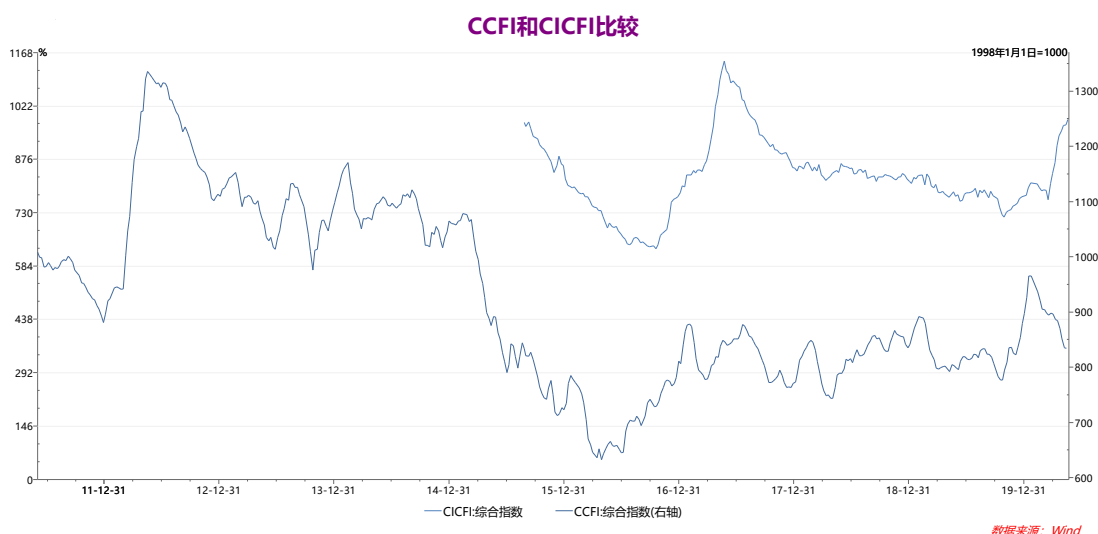
当然，中国依旧还是个重要的原料、原材料和中间品的进口国家。

考虑到中国在国际分工中的新地位，在不出现疫情二次冲击的假设下，我们可以推演出疫情对中国的影响出现以下两种情形的传递循环过程。

情形 1：国内生产停滞——中间品出口下降——国外生产受到冲击——国外产成品出口下降，叠加国内需求下降，国内进口下降——国外部分国家国际收支恶化，汇率贬值——进口下降，中国出口下降——国内生产再度下降和受到新的冲击。

从目前的高频经济数据看，我们已经走过了“国内生产停滞”这一过程，处于中间品等出口下降的过程，正进入了国内进口下降的阶段。

图 4：CCFI 和 CICFI 比较

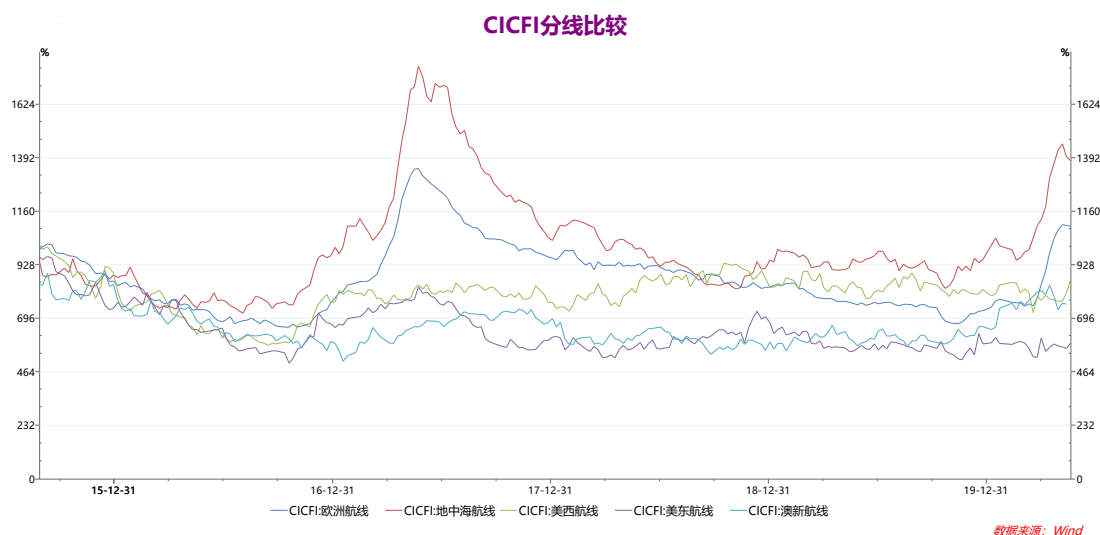


资料来源：银河期货研究所 WIND

从上图 CCFI（中国出口集装箱运价指数）看，今年以来出现了比较大的回落。而 CICFI（中国出口集装箱运价指数）看，依旧处于回升。

但是，我们从CICFI的分航线看，却发现除了美东和美西线外，已经出现了回落。尤其以澳新航线最为明显。

图 5：CICFI 分线比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

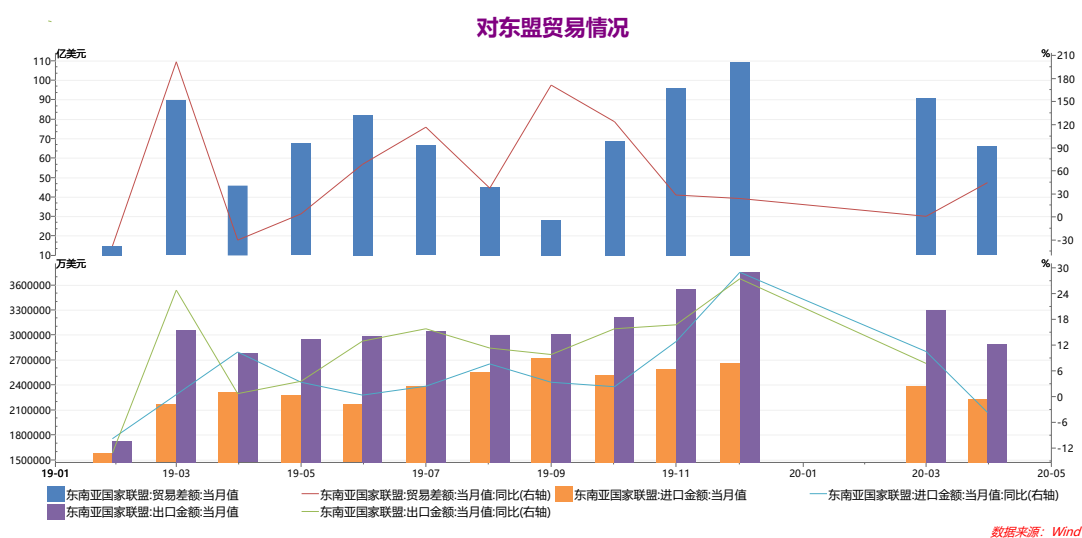
进口的下降，特别是中间品和原料和原材料进口的下降，不仅仅会对国内生产导致二次冲击，也会影响倒出口国的贸易收支和国际收支，进入影响倒该国货币的稳定。特别是对我国多数发展中国家的贸易伙伴而言。一旦该国汇率出现不稳，又可能应发新一轮的货币贬值，进而会对中国的进出口和人民币汇率产生新的压力，进而影响国内生产。我们注意倒，每次经济危机和金融危机均是在汇率战上寻找和撕开缺口的。

东盟已经是中国最重要的贸易伙伴之一。但从海关公布的数据看，3月和4月我国与东盟贸易起伏比较大。3月，东盟是我国唯一保持了贸易增长的地区，当月贸易顺差90.56%，同比上涨1.04%，其中，出口增加了7.72%，

进口增加了 10.49%。但是，4 月环比下跌明显。其中，进口下降 3.74%，而出口增加了 4.2%。中国对东盟的贸易主要体现在集成电路的进口与出口上，在能源合作方面，则主要体现在原油、煤炭进口和成品油出口上。

越南和马来西亚是中国在东盟中最重要的贸易伙伴，4 月数据显示，尽管中越贸易依旧处于比较高的增长，但增幅回落明显。而对马来西亚的进出口已经进入了负增长阶段。另一个数据显示，越南来自于中国的直接投资项目数累计同比大幅下降，从前值的 17.51%扩大跌幅到-27.81%。

图 6：月度中国与东盟贸易情况



资料来源：银河期货研究所 WIND

国际储备数据显示，马来西亚今年 3 月的国际储备资产仅仅为 1 0 1 7 . 0 4 亿美元，商品贸易净额较去年同期下降 1 4 . 7 %；而越南 2 0 1 8 年包括黄金在内国际储备资产仅仅为 5 5 4 亿美元，加上 2 0 1 9 年新增的储备资产，也不到 6 5 0 亿美元。

因此，这些国家一旦风吹草动，很可能引发新一轮的货币贬值战。

除了情形 1 外，还存在着情形 2。即从国外生产断流进行推演。

情形 2：国外生产停滞——国外原材料、中间品出口下降，即中国中间品、原材料进口下降——国内进口成本上升，输入性通胀——国外部分国家国际收支恶化，需求减少，货币贬值——中国出口减少，生产再度冲击，并出现明显滞涨。

按照情形 2 进行推演，在经历了国外生产停滞，中国进口也将面临下降，又由于中国的复产早于境外，可能因此会对原材料、原料和部分中间品的扰动，也可能因此导致输入性通胀。我们注意倒在 CPI 已经明显回落的情况下，《政府工作报告》依旧将物价控制目标定位 3.5% 可能部分也是处于这一考虑。

而 CIFCFI 澳新航线的止跌，铁矿石价格的回升，是不是和此推演有关呢？

图 7：澳新 CICFI 与 MYLpic 矿价指数比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

尽管我们分了 2 种情形，但我们感到这两种情形可能是相互交错而共同作用与影响的。

这两种情形的相互作用与影响，必将对包括权益市场在内的资本市场产生影响与冲击。

就权益市场而言，尽管政策面积极，但是疫情对经济导致的二次乃至多次冲击的可能性依旧会导致对权益市场的冲击，值得警惕。

正因为疫情对经济可能导致二次冲击和多次冲击的可能，在《政府工作

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_4875



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn