

宏观研究/动态点评

2020年04月14日

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

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观:要素的改革也是改革的要素》2020.04
- 2《宏观:新型城镇化:立足当下,放眼长远》2020.04
- 3《宏观:坏消息是“挖深坑”,好消息是在好转》2020.03

3月喘息,4月承压

3月进出口数据点评

核心观点

3月进出口数据好于预期,进口增速走出负值,内需修复形成支撑。出口增速边际改善,前期因复工延迟积压的订单在3月陆续交付,而外需下滑对出口的拖累在3月中下旬才开始发酵。外需下滑压力仍存,或将在4月体现,韩国4月上旬外贸数据已不佳。另外,医疗仪器及器械由于占比小,3月出口金额仅为74.5亿元,对于出口的正向拉动并不强。在外围环境不容乐观的背景下,我国对内促进产业链升级加大出口竞争力,对外加强与一带一路和东盟国家的经贸联系,或能在一定程度上对冲外部不利因素。

出口增速边际改善,但外需下滑压力仍存,或将在4月集中体现

3月份,我国出口同比增速为-3.5%,较前值-15.90%有一定改善,主因在于:1)前期因延期复工积压的出口订单陆续交付;2)外需下滑对出口的拖累在3月中下旬才开始发酵。但是到4月,疫情的全球大流行将对出口形成较大冲击,作为全球贸易领头羊的韩国4月上旬的出口已下滑18.6%。因此我们认为,出口仍面临严峻挑战,需结合3月和4月数据综合判断外需下滑的影响。其一、外需急剧下滑是在3月中下旬开始进一步演绎,企业面临的问题正在转变为订单消失、有复工但难复产。其二、4月中旬欧美疫情有见顶迹象,但是新兴市场国家疫情加速,全球防疫战线或将拉长。

进口增速走出负值区间,内需修复是支撑

3月份,我国进口同比按照人民币计价为2.4%,高于前值-2.4%,实现由负转正。我们认为主要原因在于:国内复工复产提速以及内需的修复对进口存在一定提振。我们预计,在内需逐步回暖与欧美疫情见顶的背景下,进口增速有望出现回升,但是由于全球疫情并未平息,大量海外企业仍处于停工停产的状态,这对进口也会形成扰动,回升的节奏或是波动上行。另外,尽管一季度中国对美国出口下降23.6%,但是中美第一阶段经贸协议仍对进口形成支撑,一季度大豆、猪肉、棉花等商品自美进口增长迅速。

3月贸易差额由逆差转为顺差,但4月局面可能再次逆转

3月份,我国贸易差额重新回到顺差199亿美元。我们认为,3月贸易差额的修复主要是由于国内供给恢复对出口的支撑暂时领先于国外停工停产对进口的拖累。我们预计,4月的贸易差额可能再次面临顺差收窄,甚至是逆差的局面。一方面,居民企业生产生活逐步恢复正常,内需渐进修复,进口增速有望震荡上行。另一方面,在出口对于前期订单的利好反映完毕后,外需萎缩造成的利空将成为拖累出口的主要因素。

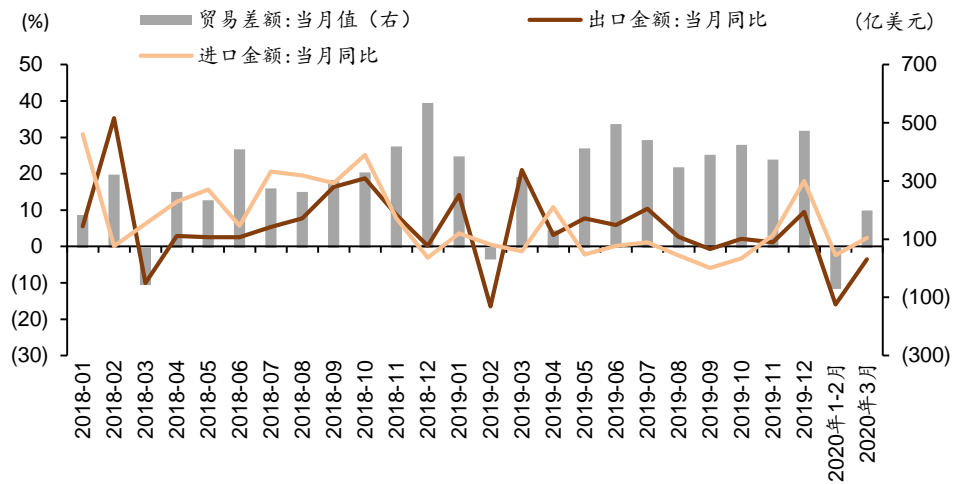
大豆风险敞口较大,短期存在一定的涨价压力

三月下旬以来,部分国家出台限制粮食出口政策,同时疫情在巴西等粮食出口大国蔓延,由此带来的生产物流中断等问题将对全球粮食供给有所冲击。对于国内而言,三大主粮(稻谷、小麦、玉米)自给自足,粮价受外部影响较小。但国内大豆风险敞口较大,当下正处于南美洲大豆出货季,阿根廷与巴西均因疫情影响到出口效率,3月我国大豆进口同比下滑13%,并且冲击在数据上还未充分体现。我们认为巴西疫情或是国内豆价走势的关键,预计4-5月豆价仍有压力,但全年供给宽松,涨价不具有持续性。

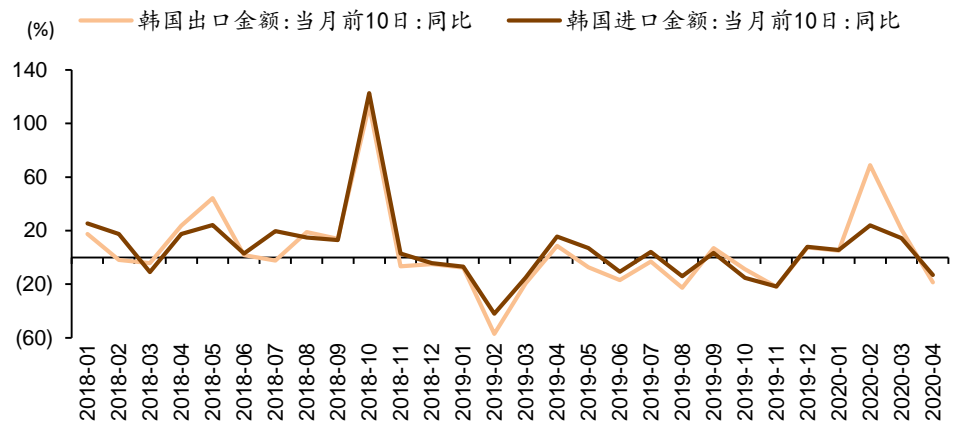
疫情冲击全球产业链的背景下:中国的“危与机”

疫情为全球经济按下“暂停键”,在冲击全球产业链的同时也为中国带来了危与机。一方面,由于各国疫情发展步调不一致,全球总需求会互相牵制。我国制造业在全球产业链之中大部分处在“夹心层”的位置,而海外上下游企业停工停产,也导致了国内企业“复工难复产”的问题。疫情冲击下,短期修复产业链,中期避免产业链外移,长期加速产业链的升级更为紧迫。

风险提示:海外疫情扩散超预期、全球供应链效率降低约束国内开工。

图表1：进口增速走出负值区间，出口增速大幅改善，贸易顺差由逆转正


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：韩国4月前10日出口同比下滑18.6%，进口同比下滑13%


资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、海外疫情扩散超预期。**海外部分国家地区行政性管控能力不足，可能难以限制人员流动造成疫情持续扩散。
- 2、全球供应链效率降低约束国内开工。**由于全球产业链环环相扣，外部疫情扩散造成的停工停产可能对国内生产活动造成严重扰动。

免责声明

分析师声明

本人，芦哲、刘天天，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、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商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师芦哲、刘天天本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 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；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 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；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

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_5832



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>