

## 外需放缓且前景堪忧，经济更为依赖内需

### 点评

- 今日海关公布数据显示受疫情冲击 1-2 月出口增速显著下降。疫情冲击导致海外对中国商品需求下降，1-2 月美元价衡量出口同比增速下跌 17.2%，增速较去年 12 月放缓 24.9 个百分点，低于我们与市场的预期（图 1、表 1）。同样，疫情冲击导致国内经济活动走弱，进口增速同样回落，1-2 月美元价衡量进口增速较上月回落 20.5 个百分点至 -4.0%。出口更大幅度的下滑导致贸易逆差扩大，1-2 月货物贸易逆差 70.9 亿美元，逆差同比增加 485.4 亿美元，1-2 月逆差扩大将拉低当季 GDP 约 1.5 个百分点，对经济产生明显的负面影响。
- 1-2 月出口放缓是因为国内疫情，未来出口疲弱更多由于海外疫情。1-2 月出口跌落主要是由于国内疫情导致海外对中国商品检疫加强，需求下降。周边经济体如韩国、越南等出口增速均在 1-2 月有所回升。2 月韩国和越南出口分别同比增长 4.5% 和 27.4%，增速较上月提升 10.8 和 32.4 个百分点，显示 1-2 月我国出口放缓主要原因并非全球需求走弱，更多的由于我国疫情冲击下海外对我国商品需求下降。但随着 2 月下旬以来疫情在全球的蔓延，未来出口将在海外需求走弱影响之下继续疲弱。分国别来看，1-2 月对美日欧出口分别下跌 27.4%、29.9% 和 24.4%，跌幅较去年 12 月分别扩大 13.2、37.0 和 27.5 个百分点。对新兴市场国家出口同样明显跌落，1-2 月对东盟出口同比下跌 5.2%，跌幅较去年 12 月扩大 32.6 个百分点。疫情冲击在国别和贸易方式方面均有明显的负面冲击，未呈现出明显的结构差别。
- 复工延迟，国内经济活动偏弱导致进口需求下降，未来何时回升取决于国内复工进度。由于春节后国内复工持续延迟，经济活动疲弱，导致进口增速同样出现跌落。其中铁矿石进口量同比增长 1.4%，增速较上月回落 15.5 个百分点。目前来看，3 月上旬复工复产进度依然缓慢，预计进口增速在 3 月或难以明显回升。而中美贸易第一阶段协定签订后，我国自美进口继续保持增长，1-2 月同比增长 2.5%，增速较去年 12 月下滑 5.3 个百分点。而大豆进口数量 1-2 月同比增长 14.2%，较去年 12 月回落 52.6 个百分点。未来进口回升取决于复工进度决定的国内需求。
- 经济更为依赖内需，打通复工复产约束瓶颈是推动内需回升的关键。疫情冲击下，1-2 月出口明显跌落，虽然国内疫情改善，但疫情在海外的蔓延意味着海外需求走弱将带动未来外需继续疲弱，因而经济回归正常状况更为依赖内需。目前国内宏观政策已经明显发力宽松，但由于人工、物流以及订单等约束复工复产瓶颈的存在，复工复产滞后导致宏观政策效果成效有限。未来内需回升的速度和节奏关键取决于复工复产的节奏，而背后是对人口流动限制、物流限制等政策的调整速度。如果这些瓶颈被消除，在稳增长政策配合之下，内需有望快速恢复，外贸将呈现出口走弱、进口回升态势。但如果复工复产依然缓慢，外贸或延续内外需同时疲弱格局。
- 风险提示：外需超预期下行。

### 西南证券研究发展中心

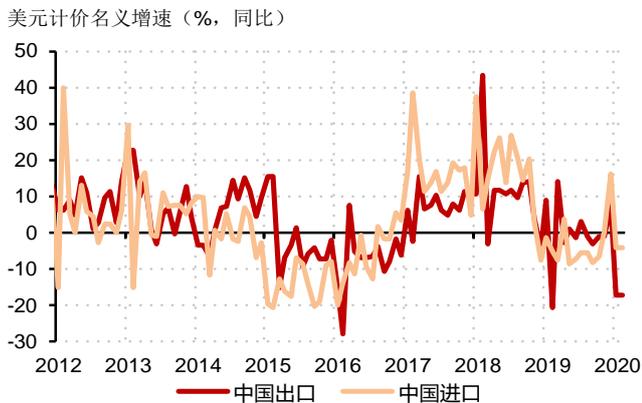
分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 当前经济的症结：复工复产 or 宏观政策——月度经济预测（2020-03-06）
2. 联储吹响了全球央行加码宽松的“号角”（2020-03-04）
3. 疫情冲击海外资本市场，这次与之前或不一样（2020-03-02）
4. 2 月已成事实，3 月能否快速回升是关键（2020-02-29）
5. 资金的盛宴，谁会撤走酒杯？（2020-02-25）
6. 从两次政治局会议对比看政策方向（2020-02-23）
7. 关于一月金融数据的四个问题（2020-02-21）
8. 降低成本，定向宽松——2019 年 4 季度《货币政策执行报告》解读（2020-02-21）
9. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？（2020-02-18）
10. 基于调研全面评估疫情对 1 季度信贷影响——2020 年 1 季度银行信贷经理调研（2020-02-17）

图 1：出口增速回升，进口增速回落



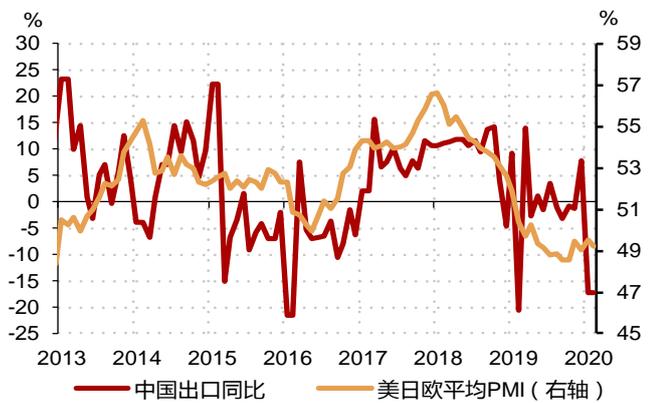
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：我国与周边经济体出口增速在 1-2 月出现背离



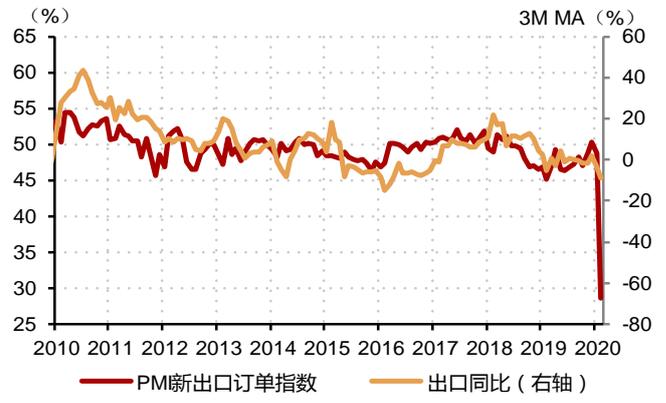
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：1-2 月出口下滑并非外需下降，主要由于疫情冲击



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：PMI 新订单显示未来出口增速将继续承压



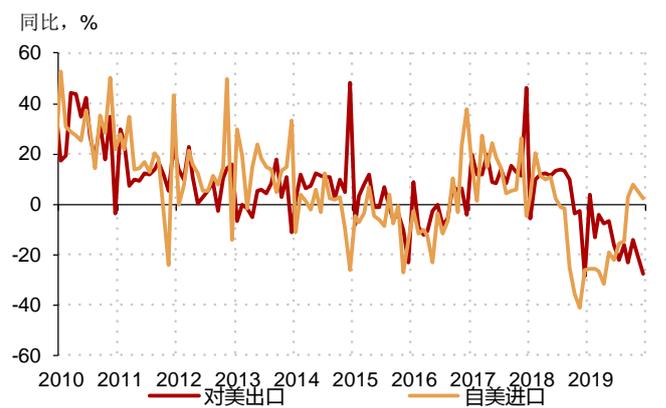
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：对美进出口增速均低速增长



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：自美进口继续保持增长



数据来源：wind、西南证券整理

**表 1：我国宏观经济指标预测**

		2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	2020-2	西南预测 2020-2F	市场预测 2020-2F
CPI	同比%	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4		5.2	4.8
PPI	同比%	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.1		-0.5	-0.3
工业增加值真实增速	同比%		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9			0.0	1.9
固定资产投资累积名义增速	同比%		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4			0.0	1.9
消费品零售名义增速	同比%		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0			-1.0	2.2
新增人民币贷款	亿人民币	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11400	33400		8500	12333
M2增速	同比%	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4		8.4	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%	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6			-17.2	-5.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3			-4.0	0.0
贸易顺差	亿美元	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9			-70.9	237.9
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	6.99	6.92	6.97	7.01	6.95
存款准备金率	%	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	12.5	12.5	12.5

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预测为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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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

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\\_6721](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6721)

