

中国宏观策略研究

外需改善为深化国内结构性改革拓宽空间

2017年7月11日

- 6月份以美元计价的进出口同比增速都出现了明显回落：出口同比11.3%（前值8.7%）；进口同比17.2%（前值14.8%）。由6月份贸易顺差从上个月的407.94亿美元扩大至427.65亿美元。
- 虽然6月份中国出口经理人指数从5月份历史高点略有下滑，但依然维持相当高的景气度；同时官方制造业PMI中的新出口订单指数从去年11月开始已经连续8个月维持在50以上，该指数在6月份更是出现明显跳升，反映中国出口的景气度在不断提高。中国出口改善主要受益于全球经济复苏，我们看到OECD领先指数在经历了17个月之后于今年1月份已经回升到100以上，从该指数领先中国出口增速的关系来看，未来中国出口依然会维持温和增长。考虑到中国补库存周期接近尾声，伴随着PPI见顶回落，上游原材料需求也开始减弱，因此未来大宗商品进口会逐步回落。如果出口维持相对较高的景气度，那出口贸易顺差可能会继续扩大，从而有利于增强人民币汇率的韧性。
- 相对于同类指标在去年同期全面负增长的困难局面，我国货物贸易在今年上半年出现了大幅反弹，进出口总值同比增长19.6%。其中，出口和进口分别增长15%和25.7%。中国进出口贸易趋势性的改善很大程度上归功于全球经济温和复苏，国内经济稳中向好。2017年是08年金融危机之后发达经济体和新兴市场经济首次实现同步复苏，预计今年全球经济增速也将在危机后首次回到全球长期平均增长水平（3.5%）以上。根据OECD测算，日本和英国的产出缺口在2016年就已经转正，美国和欧元区15国的产出缺口将在明年分别转正和逼近零。全球经济复苏有效带动了中国的出口增长，而且在上周的德国汉堡G20会议上，包括美国在内全体成员一致支持全球化，承诺市场开

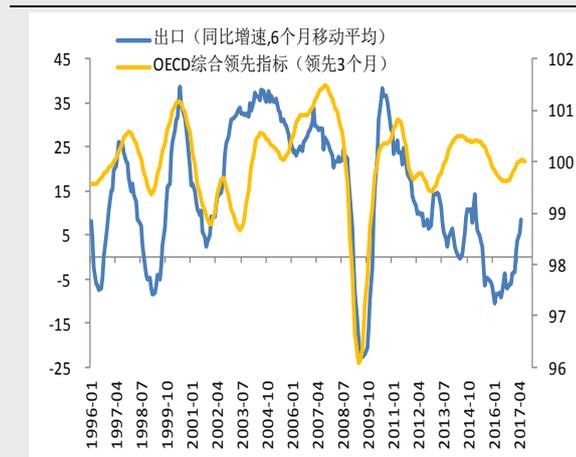
章俊
首席经济学家

联系方式：

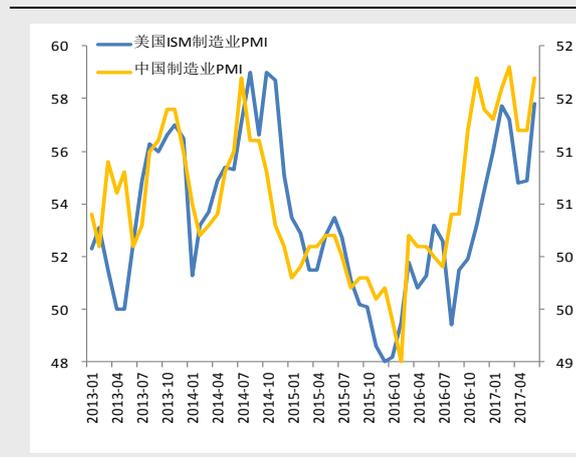
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：OECD 领先指数温和回升



图表 2：中美制造业 PMI



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

反对贸易保护主义,决定建立稳定的国际贸易体系,促进跨国投资。这说明全球经济一体化和贸易自由化依然是主流,从而在一定程度上降低了对特朗普政府上台之后贸易保护主义对中国出口可能会造成显著负面冲击的担心。我们相信本月19号即将启动的首轮中美全面经济对话,将进一步理清中美在经贸层面的各种,从而有利于中美双边贸易和全球经济的稳定。

- 同时如果我们把中国制造业 PMI 指数和美国 ISM 制造业 PMI 指数放在一起,会发现显著的相关性,这说明目前国内工业生产改善除了国内需求平稳之外,外需改善是一个很重要的因素。我们预计今年净出口对 GDP 增长的拉动会从去年负 0.5 个百分点,反弹至正 0.4 个百分点。1 个百分点左右的贡献改善在一定程度上对冲消费和投资贡献率的下滑,成为实现今年经济增长 6.5% 的关键性因素。我们认为外需改善将在一定程度上减轻政府稳增长的压力,从而为深化结构性改革(供给侧改革和金融去杠杆)提供空间。反过来说,政府也应该有效利用目前相对外部环境的改善来加快推进国内结构性改革,因为目前全球经济复苏已经进入了下半场,从未雨绸缪的角度考虑,要提升自身应对将来可能再次出现的危机的能力,同时留有足够的政策空间。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。