

2020 年 05 月 31 日

十论“复苏牛”之三：利率维持低位的基本面持续改善

■投资要点：

上周我们与投资者交流，相当多投资者担心中美关系波动对市场风险偏好构成冲击。我们在报告《外部风险担忧释放，最终带来的是投资机会》指出，“我们认为短期来看虽然受到中美关系等因素影响市场可能有所波动，但未来几个月，A股的核心依然要把握住‘复苏牛’的大趋势，短期如果因为对中美的担忧出现显著调整，则是需要把握的机会。”本周A股市场整体表现也是显著优于市场预期，主要指数整体呈现反弹。

从全球市场来看，伴随着海外疫情趋稳，主要经济体复工有序推进，经济复苏预期正在推动各国股市走出低谷。这也印证了我们在《十论“复苏牛”之二：我们对外需复苏保持乐观》中的观点，“海外对疫情的应对也是一个动态的学习和进步的过程，无论是从当前海外复工情况，还是从海外资产价格中所隐含的预期，海外经济复工与复苏的前景并不悲观。”

从国内来看，我们认为整体流动性环境仍将温和改善，持续超预期回升的社融将对经济复苏和企业盈利提供较强的支撑，下半年的经济增速将呈现显著回升，分子端企业盈利的改善将成为驱动A股持续上行的核心动力。

近期和投资者交流，相当多投资者担心中美关系波动对市场风险偏好构成冲击，我们认为短期来看虽然受到中美关系等因素影响市场可能有所波动，但未来几个月，A股的核心依然要把握住“复苏牛”的大趋势，短期如果因为对中美的担忧出现显著调整，则是需要把握的机会。近期行业重点关注：新能源汽车、军工、半导体、云计算、互联网、通信、券商、航空等，主题重点关注自主可控、卫星互联网、湖北区域振兴等。

■风险提示：

1.海外疫情超预期，2.全球经济低预期，3.政策推进低预期等。

投资策略主题报告

证券研究报告

陈果

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517010001
chenguo@essence.com.cn
021-35082010

易斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100005
yibin@essence.com.cn

林荣雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001
linrx1@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 利率维持低位的复苏	4
2. 美国宣称加大对华施压预计影响有限	11

图表目录

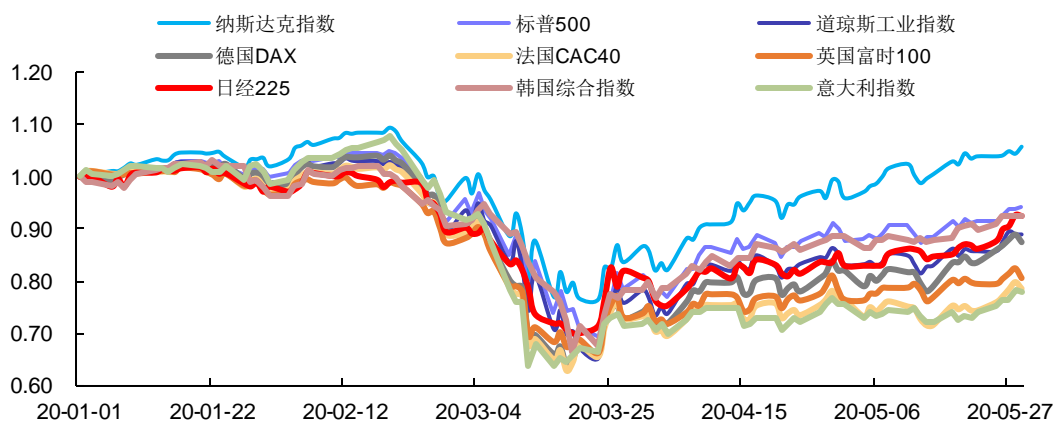
图 1: 多数海外市场指数已恢复至 3 月初水平 (1 月 1 日=1)	3
图 2: 5 月原油价格涨幅创历史记录	3
图 3: 近期银行间市场利率回升 (%)	4
图 4: 当前社融温和回升 (%)	5
图 5: 当前实际贷款利率水平处于较低水平 (%)	5
图 6: 央行公开市场操作 (亿元)	6
图 7: 社融同比与 A 股 EPS 增速 (%)	6
图 8: 外部冲击对于 A 股影响减弱	7
图 9: 历史上 A 股上行期社融同比和利率的变动情况 (%)	7
图 10: 6 大发电集团日均耗煤量周度同比 (%)	7
图 11: 30 大中城市房地产销售面积同比	7
图 12: 社会钢材库存 (万吨)	8
图 13: 乘用车销量同比 (%)	8
图 14: PMI 连续 3 个月处于荣枯线以上	8
图 15: 制造业和非制造业企业信心改善明显	9
图 16: 产成品库存持续下降 (%)	9
图 17: 2018 年来工业企业营收、利润及库存状况	10
图 18: 高技术制造业利润修复显著快于平均水平	10
图 19: 高技术制造业营收累计同比增速加快	10
图 20: 2020 年 1-4 月分行业工业企业利润总额与营收情况一览	11
图 21: 2019 年中国香港货物贸易主要进口来源国家和地区分布	12
图 22: 2019 年中国香港本地产品出口国家和地区分布	12
图 23: 2019 香港对美国出口产品占比 (%)	12
图 24: 2018、2019 年香港对美国出口的前十大种类出口额 (百万美元)	13
图 25: 中国对外贸易依存度下降	13
图 26: 香港对美贸易占比持续下降	13
图 27: 美国对香港贸易差额 (百万美元)	13
图 28: 美国对香港直接投资 (十亿港币)	13
表 1: 2018 年以来历次外部冲击	6

本周受全球经济复苏预期影响海外市场普涨，A股市场不惧中美担忧呈现反弹。上证综指，中小板指，创业板指涨跌幅分别为1.37%，0.80%，1.96%。从行业指数来看，本周休闲服务（10.95%），轻工制造（5.73%），商业贸易（4.32%），食品饮料（3.97%），传媒（3.72%）等行业表现较好，计算机（0.36%），国防军工（0.21%），建筑装饰（0.07%），电子（-0.47%），通信（-2.86%）等行业表现靠后。

上周我们与投资者交流，相当多投资者担心中美关系波动对市场风险偏好构成冲击。我们在报告《外部风险担忧释放，最终带来的是投资机会》指出，“我们认为短期来看虽然受到中美关系等因素影响市场可能有所波动，但未来几个月，A股的核心依然要把握住‘复苏牛’的大趋势，短期如果因为对中美担忧出现显著调整，则是需要把握的机会。”本周A股市场整体表现也是显著优于市场预期，主要指数整体呈现反弹。

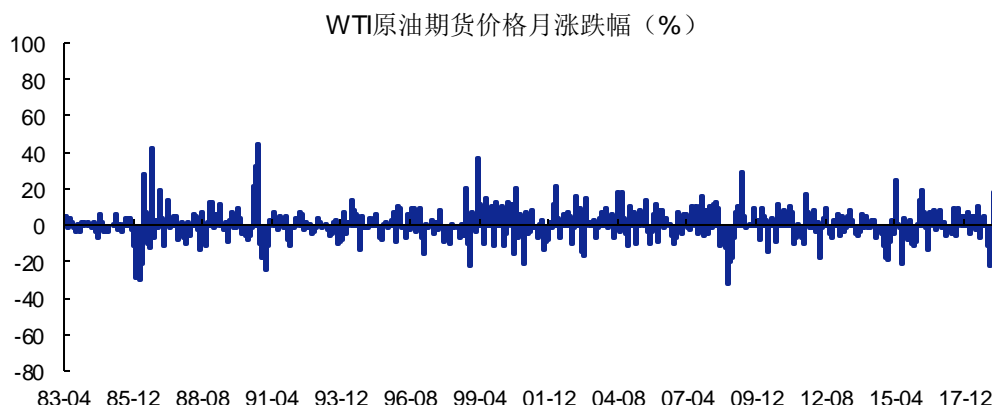
从全球市场来看，伴随着海外疫情趋稳，主要经济体复工有序推进，经济复苏预期正在推动各国股市走出低谷。这也印证了我们在《十论“复苏牛”之二：我们对外需复苏保持乐观》中的观点，“海外对疫情的应对也是一个动态的学习和进步的过程，无论是从当前海外复工情况，还是从海外资产价格中所隐含的预期，海外经济复工与复苏的前景并不悲观。”

图1：多数海外市场指数已恢复至3月初水平（1月1日=1）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图2：5月原油价格涨幅创历史记录



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从国内来看，我们认为整体流动性环境仍将温和改善，持续超预期回升的社融将对经济

复苏和企业盈利提供较强的支撑，下半年的经济增速将呈现显著回升，分子端企业盈利的改善将成为驱动 A 股持续上行的核心动力。

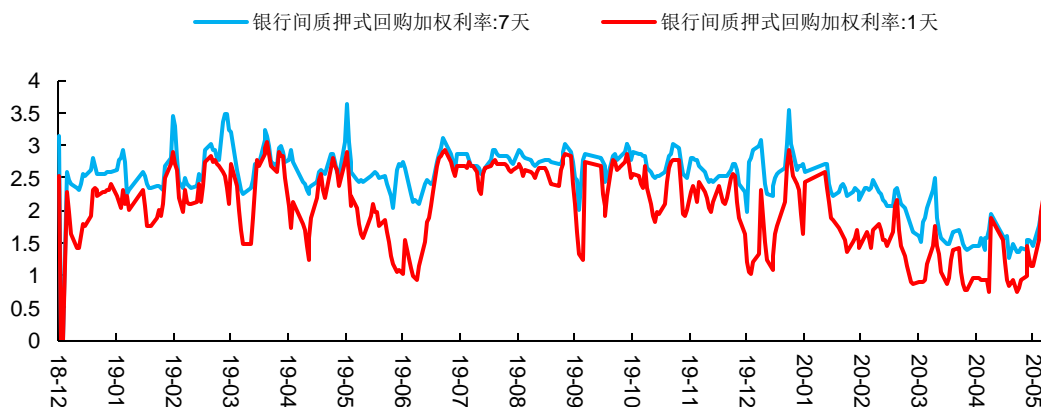
近期和投资者交流，相当多投资者担心中美关系波动对市场风险偏好构成冲击，我们认为短期来看虽然受到中美关系等因素影响市场可能有所波动，但未来几个月，A 股的核心依然要把握住“复苏牛”的大趋势，短期如果因为对中美担忧出现显著调整，则是需要把握的机会。近期行业重点关注：新能源汽车、军工、半导体、云计算、互联网、通信、券商、航空等，主题重点关注自主可控、卫星互联网、湖北区域振兴等。

1. 利率维持低位的复苏

近期银行间市场利率回升，部分投资者担心流动性最宽松时刻已经过去，对市场构成负面影响。

我们认为本质上是流动性边际变化与基本面改善哪个力量更强。基本面持续改善，但流动性并不会明显收紧，这就是足以有支持股票市场上市的环境。

图 3：近期银行间市场利率回升（%）

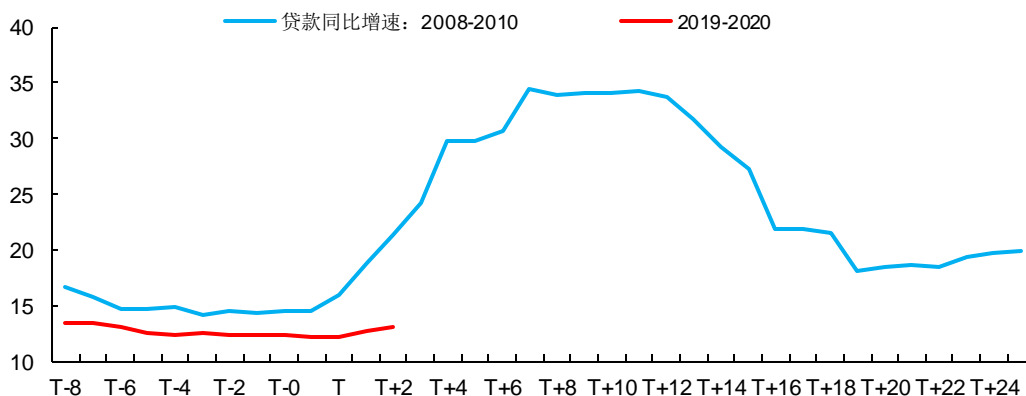


资料来源：Wind，安信证券研究中心

“稳货币，宽信用”的政策基调已经确立。5月22日政府工作报告中提到，“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量(M2)、社会融资规模增速明显高于去年”，这也是本届政府自2014年以来在政府工作报告中对于货币供应量最为积极的定调。5月26日，易纲行长更进一步指出“下一阶段，中国稳健的货币政策将更加灵活适度，央行将综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年”。这一表述较政府工作报告更为积极。我们认为下半年向实体经济信用投放的速度仍将进一步加快，有望推动社融增速持续超预期改善。

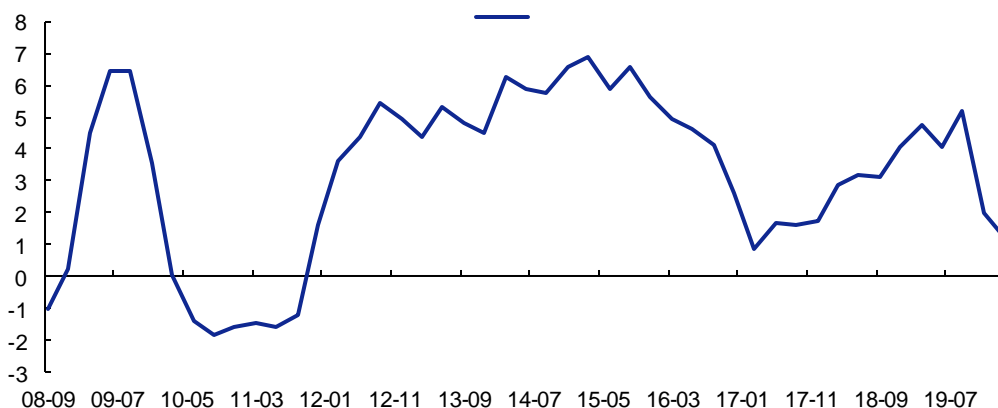
5月28日，在回答记者有关疫情期间经济发展问题时，李克强表示，“过去我们说过，不搞大水漫灌，现在还是这样，但是特殊时期要有特殊的政策，我们叫作放水养鱼”。回顾历史，我们可以看到在2008年全球金融危机期间，国内货币政策极度宽松，配合“四万亿”刺激政策，带来了利率和社融的大起大落。社融增速由2008年末的14.6%迅速升至2009年中的34.4%，随后到2010年又迅速回落至18.2%。而与之相对应的是实际融资利率（经过GDP平减指数调整的加权贷款利率水平）也是由2008年9月的-1.0%迅速上升到2009年6月的6.4%，随后到2009年9月回落至-1.8%的历史低位。当前政策所强调的“放水养鱼”正是针对过去“大水漫灌”带来的利率和信用扩张的大起大落，以及随后带来的长期经济增长问题所提出的。

图 4：当前社融温和回升（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：当前实际贷款利率水平处于较低水平（%）

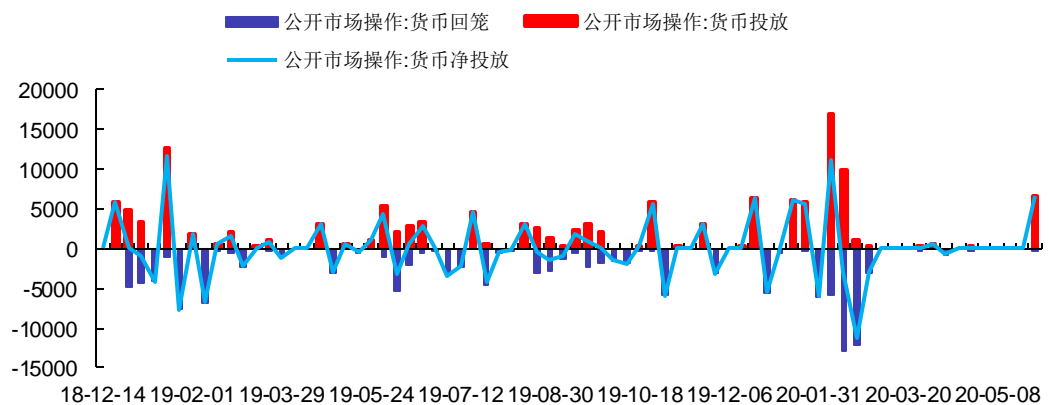


资料来源：Wind，安信证券研究中心

央行公开市场操作显示货币政策并未转向。本周央行通过公开市场操作投放流动性 6700 亿元，这一规模也为春节以来的最大单周投放规模，而除去历年春节前的季节性投放，这也是 2008 年以来非春节期间的单周投放新高。央行持续为市场注入流动性也显示了其对市场的呵护，我们认为当前货币政策并未转向，结合政府公开报告，未来降息降准等全面宽松政策依然值得期待。

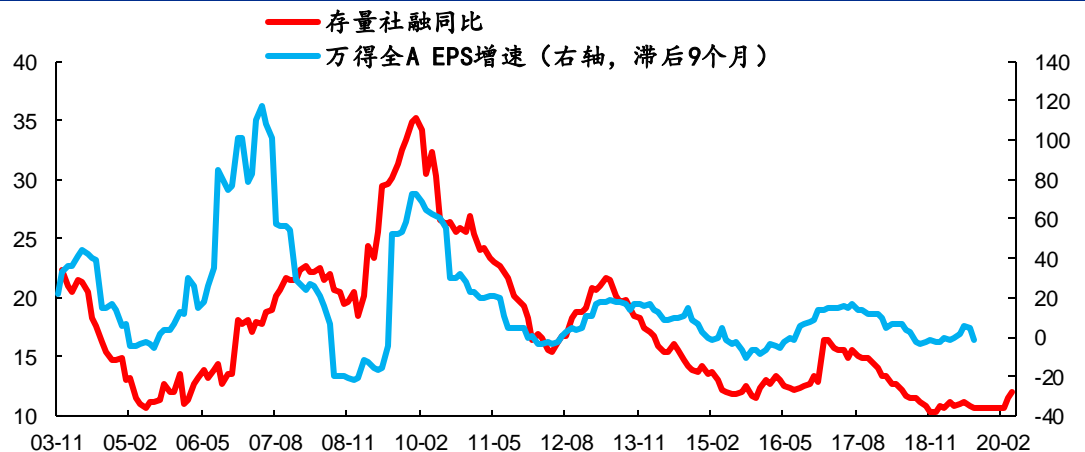
整体来看，当前利率下行速度最快的时候已经过去，但并不意味着最为货币政策最宽松的时候过去。我们认为虽然当前利率下行的一阶导拐点已经出现，但是整体货币政策并未出现转向的迹象，这也意味着未来相当长时间，政策利率水平仍将维持在一个较为适宜的水平。

图 6：央行公开市场操作（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：社融同比与 A 股 EPS 增速（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

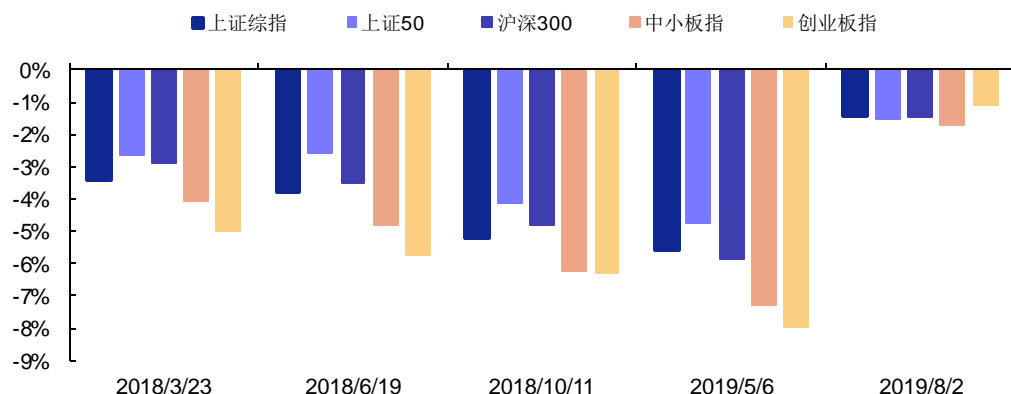
当前 A 股市场面对宏观环境优于 2019 年下半年。从流动性来看，2019 年下半年，10 年期国债收益率维持在 3.0%-3.3% 区间震荡，而存量社融同比增速则是由 6 月的 11.2% 逐步回落至年末的 10.7%。另外一方面 2019 年 5 月 5 日和 8 月 1 日，特朗普两次宣布加征 5000 亿中国进口商品关税，也对 A 股市场风险偏好带来一定负面冲击。上证综指则是在 2700-3050 点之间震荡。而从当前来看，我们认为未来利率水平整体仍维持在较低水平，社融增速有望持续较高速增长，而海外冲击对于 A 股的影响减弱，整体宏观环境将好于 2019 年下半年。A 股市场向上的动能也将逐步增强。

表 1：2018 年以来历次外部冲击

时间	事件
2018 年 3 月 22 日	特朗普宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税
2018 年 6 月 15 日	特朗普批准对大约 500 亿美元中国商品加征关税
2018 年 10 月 9 日	特朗普称，如果中国继续采取反制措施，美将继续向价值 2670 亿美元的中国输美产品加征关税
2019 年 5 月 5 日	特朗普发文，决定从 5 月 10 日对中国价值 2000 亿美元商品的关税从 10% 上调到 25%。
2019 年 8 月 1 日	特朗普发文，从 9 月 1 日起对剩余 3000 亿美元中国商品加征 10% 的关税，并可能提高到 25% 以上

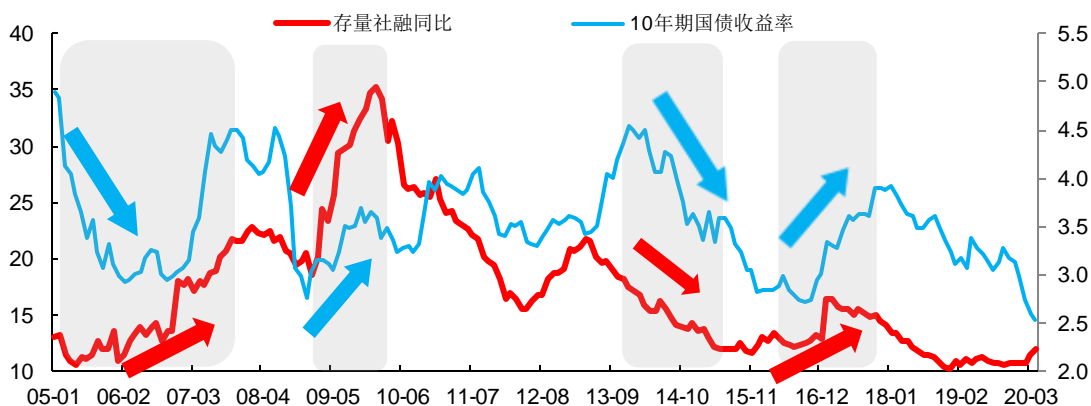
资料来源：人民网，安信证券研究中心

图 8：外部冲击对于 A 股影响减弱



资料来源：Wind，安信证券研究中心

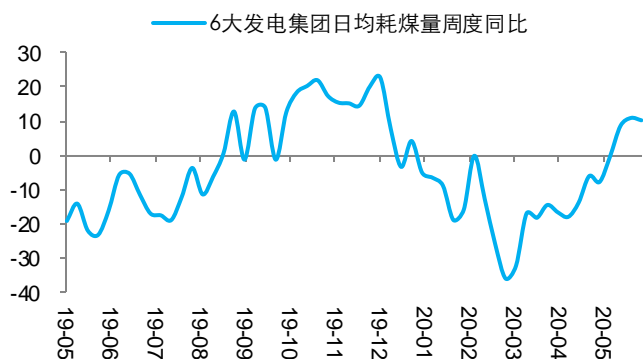
图 9：历史上 A 股上行期社融同比和利率的变动情况 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

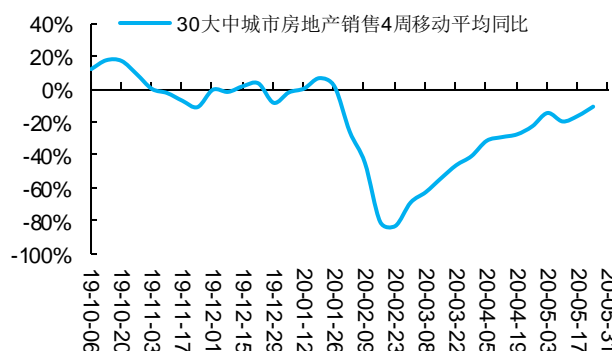
中观经济数据显示复苏处于进行时。需求端恢复趋稳，乘用车批发持续回升，销售同比趋稳，房地产销售同比降幅持续缩窄。生产端稳步恢复，六大电厂耗煤量同比增速趋稳，社会钢材库存去化速度仍快于去年同期。

图 10：6 大发电集团日均耗煤量周度同比 (%)



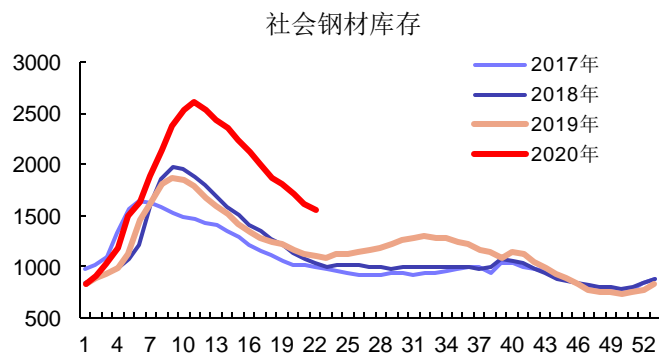
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：30 大中城市房地产销售面积同比



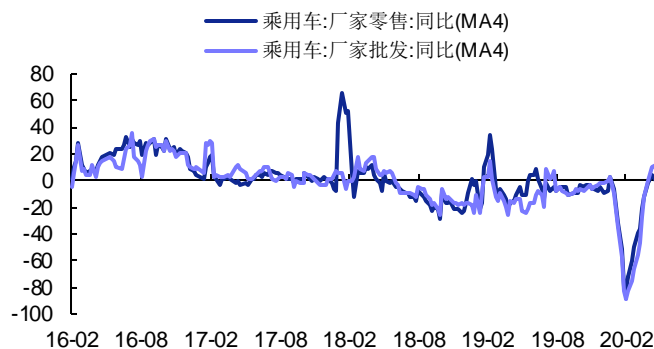
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12: 社会钢材库存 (万吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 乘用车销量同比 (%)



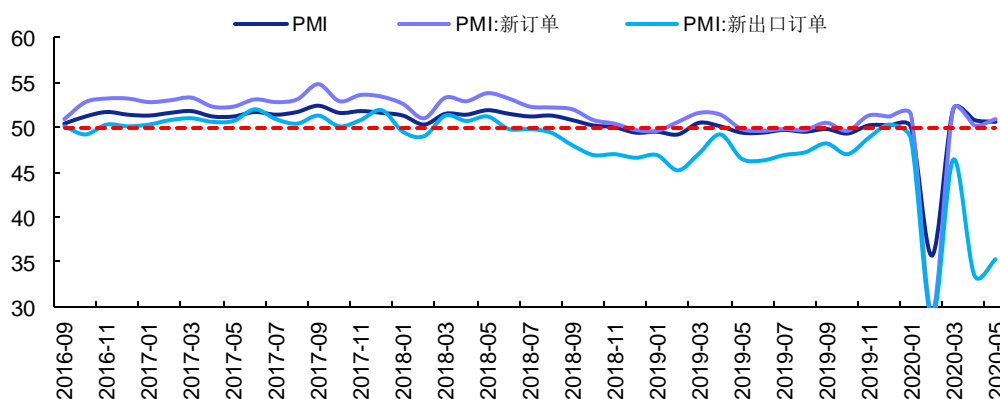
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

制造业 PMI 连续三个月在荣枯线以上，经济复苏确认。5 月份制造业 PMI 为 50.2%，比上月回落 0.2 个百分点，自 3 月以来连续三个月高于荣枯线，显示经济保持恢复性增长势头。值得关注的是新订单指数为 50.9%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业市场需求有所增加；新出口订单指数为 35.3%，较上月回升 1.8 个百分点，显示在海外复工推进背景下，外需正在逐步复苏。

企业信心改善明显。制造业企业生产经营活动预期指数比上月上升 3.9 个百分点，达到 57.9%。从行业情况看，食品及酒饮料精制茶、石油加工、专用设备、汽车等制造业生产经营活动预期指数高于 60.0%，相关企业对未来三个月行业发展趋势总体看好。建筑业和服务业业务活动预期指数分别为 67.5%和 63.2%，比上月上升 2.1 和 4.0 个百分点，均创下 13 年以来新高，显示企业信心不断增强。

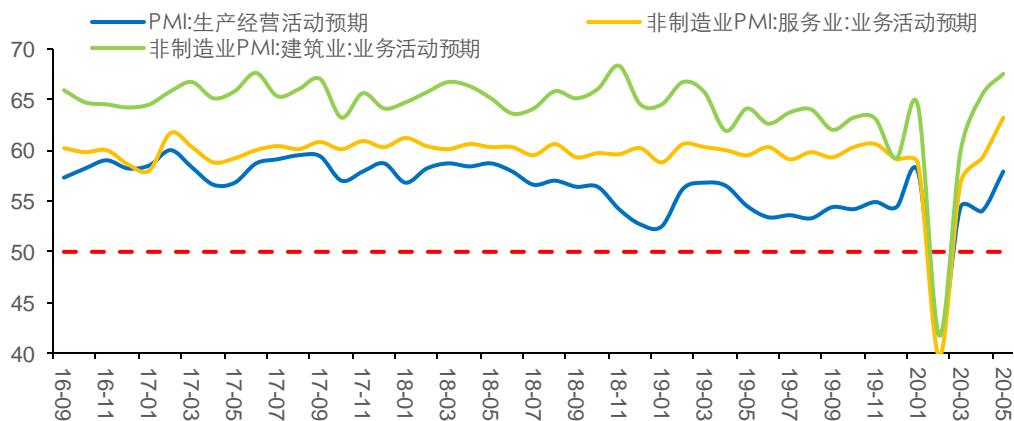
产成品库存持续下降。5 月 PMI 产成品库存指数为 47.3%，较上月回落 2 个百分点，显示工业产成品库存持续下降，这一数据也和 4 月工业企业产成品库存数据相互印证，显示库存工业品需求恢复的速度快于生产，库存去化仍在推进。

图 14: PMI 连续 3 个月处于荣枯线以上



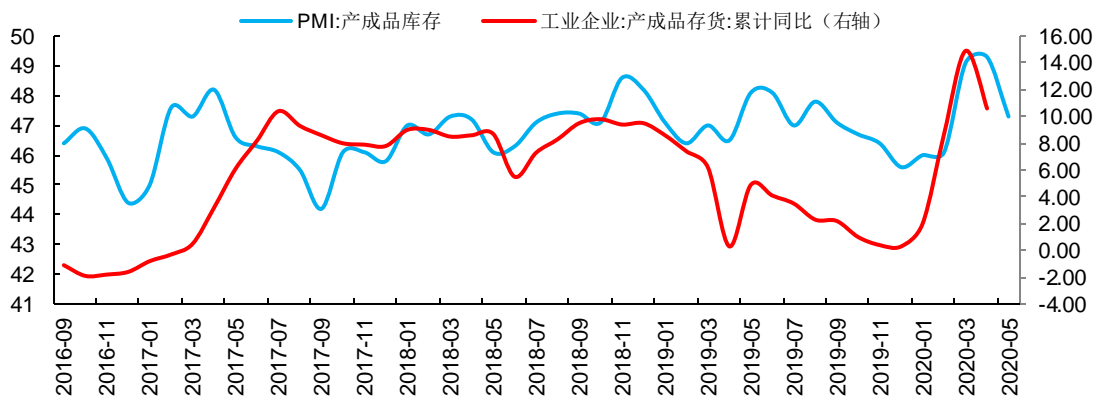
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 制造业和非制造业企业信心改善明显



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

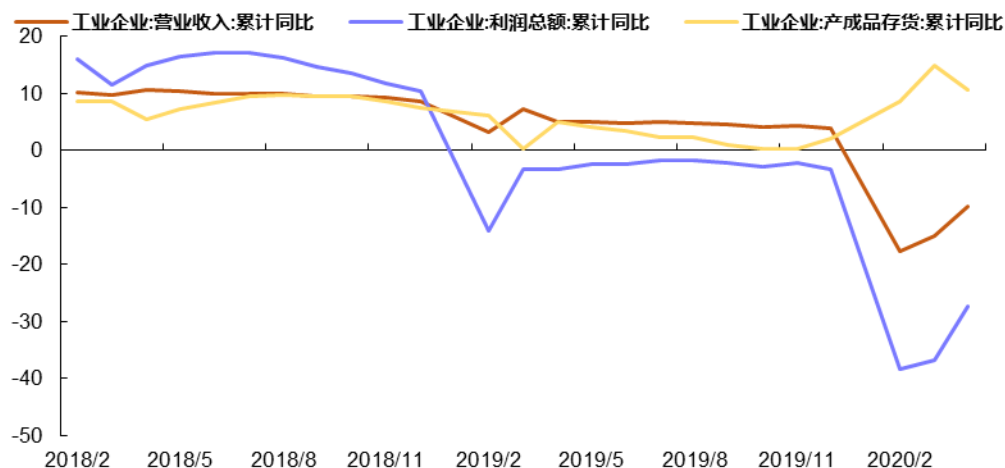
图 16: 产成品库存持续下降 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4 月工业企业利润数据大幅好转，5 月消费修复弱于生产的现象正在持续改善，库存数据有望二次探底。根据国家统计局数据，1—4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12597.9 亿元，同比下降 27.4%，降幅比 1—3 月份收窄 9.3pct。其中，4 月份规模以上工业企业实现利润总额同比下降 4.3%，降幅比 3 月份大幅收窄 30.6 个百分点。对应 4 月份规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%（3 月为-1.1%），工业企业营业收入同比增长 5.1%（3 月为-11.1%）。在 4 月份生产销售均由负转正的变化下，我们观察到 1-4 月产成品存货同比增长 10.6%，较 3 月大幅下滑-4.3pcts，说明消费修复弱于生产的现象出现了积极的好转，库存数据有望二次探底，也对应着近期上游资源品价格出现一定的上涨。对于 4 月工业企业数据的大幅好转，我们认为这是在一季度宏观经济基本面在全球疫情冲击下经历至暗时刻后的迅速反弹。客观而言，受疫情影响，4 月份工业企业利润明显改善与一季度订单后延密切相关，一定程度上也与当月投资收益大幅增加、同期基数偏低有关，后续是否持续修复仍需进一步验证。

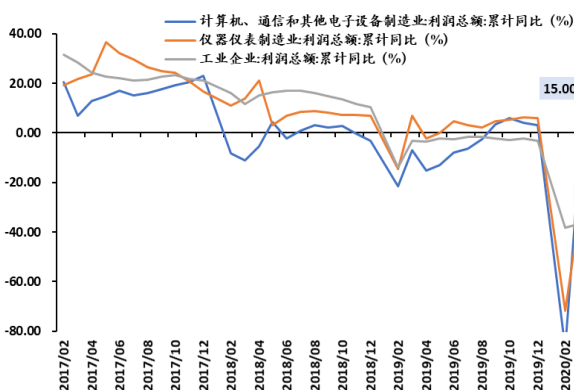
图 17：2018 年来工业企业营收、利润及库存状况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

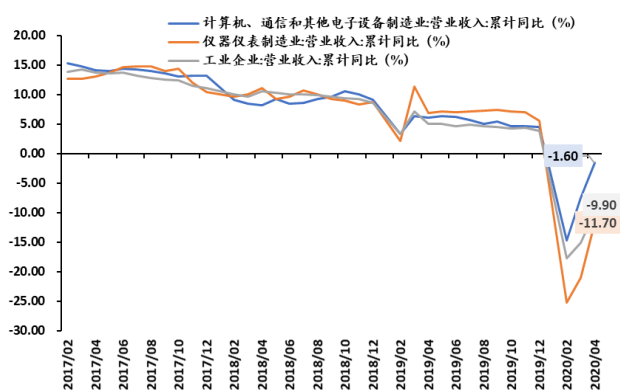
从结构上看，大多数行业利润环比改善，但分化依然明显，4 月高科技制造领域成为最大亮点。根据国家统计局数据，4 月份大多数行业环比改善。41 个工业大类行业中，33 个行业利润增速比 3 月份加快或降幅收窄，其中 23 个行业利润实现增长。其中，汽车、专用设备、电气机械、电子等重点行业改善明显。但结构分化依然比较突出，4 月份，汽车制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信及其他电子设备制造业行业利润分别同比增长 29.5%(3 月为-80.4%)、87.5%(-20.5%)、33.9%(-28.6%)、85.1%(19.5%)。但在 PPI 下滑的压制下，上游部分资源品行业利润增速依然大幅负增长。其中，4 月高科技制造领域成为最大亮点。4 月，高技术制造业利润同比增长 55.7%，增速比 3 月份大幅加快 55.2 个百分点；工业战略性新兴产业利润由 3 月份下降 9.1%转为 4 月份增长 38.8%。1-4 月计算机、通信和其他电子设备制造业利润增速环比上升 27.0pct，营收增速环比上升 5.9pct。

图 18：高技术制造业利润修复显著快于平均水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：高技术制造业营收累计同比增速加快



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：2020 年 1-4 月分行业工业企业利润总额与营收情况一览

类型	行业	工业企业利润总额同比/%							工业企业营收同比/%						
		2019年至今走势	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-04	2020年4月环比2020年3月	2019年至今走势	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-04	2020年4月环比2020年3月
上游原材料类	黑色金属矿采选业		327.3	178.0	396.5	-47.8	40.3	88.1		12.8	13.1	11.1	-1.2	1.1	2.3
	其他采矿业		-28.6	75.0	60.0	-100.0	-50.0	50.0		4.5	14.2	23.5	-68.4	-50.8	17.6
	橡胶和塑料制品业		9.8	12.9	12.0	-30.9	-11.9	19.0		2.4	2.6	2	-21.2	-13.3	7.9
	印刷业和记录媒介复制业		6.6	8.3	4.1	-38.7	-21.2	17.5		1.7	1.1	1.6	-21.8	-13.7	8.1
	金属制品业		14.8	10.6	5.9	-39.1	-22.3	16.8		6.3	5.5	4.9	-20.5	-12.4	8.1
	非金属矿物制品业		11.9	11.8	7.5	-34.0	-19.7	14.3		12.5	12.5	9.9	-17.5	-11.0	6.5
	化学原料及化学制品制造业		25.6	18.5	6.1	-17.2	-2.9	14.3		12.5	12.5	9.9	-15.9	-8.9	7.0
	医药制造业		-25.4	-20.2	-9.1	-5.5	5.5	11.0		-2.3	-3.6	-3	-20.3	-13.5	6.8
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		-7.5	-4.4	-6.2	-26.4	-17.1	9.3		-1.3	0.7	0.6	-20.2	-13.7	6.5
	化学纤维及化学纤维制造业		-13.8	-13.0	-25.6	-56.5	-48.0	8.5		0.7	-0.6	-1	-17.8	-13.3	4.5
	煤炭开采和洗选业		-7.1	-3.2	-2.4	-29.9	-27.0	2.9		3.6	3.9	3.2	-12.7	-10.0	2.7
	有色金属矿采选业		-24.5	-23.6	-28.8	-33.9	-31.8	2.1		-0.5	-1.8	-4.6	-15.0	-12.2	2.8
	黑色金属冶炼及压延加工业		-21.8	-41.8	-37.6	-55.7	-60.4	-4.7		9.1	8.5	6.8	-10.8	-7.5	3.3
消费品类	有色金属冶炼及压延加工业		3.1	8.1	1.2	-30.2	-40.3	-10.1		6	7.6	7.2	-10.0	-4.6	5.4
	石油、煤炭及其他燃料加工业		-53.6	-53.5	-42.5	-187.9	-213.3	-25.4		3.6	3	4	-8.9	-11.4	-2.5
	石油和天然气开采业		17.8	7.9	1.8	-20.1	-56.4	-36.3		4.8	1.8	-0.8	-2.3	-13.8	-11.5
	纺织业		-0.1	-4.3	-10.9	-38.8	-19.8	19.0		2.7	0.9	-1.8	-26.0	-19.8	6.2
	食品制造业		13.5	11.5	9.1	-27.4	-13.0	14.4		5.5	7	4.2	-7.8	-2.5	5.3
	家具制造业		13.4	18.9	10.8	-47.8	-37.2	10.6		2.3	4.4	1.5	-23.7	-18.6	5.1
	农副食品加工业		-2.0	3.5	3.9	11.2	20.0	8.8		4.3	4.5	4	-6.3	-1.0	5.3
	纺织服装、服饰业		-0.8	-1.6	-9.8	-43.5	-34.8	8.7		2.2	1.5	-3.4	-23.5	-18.5	5.0
	医药制造业		9.4	10.0	5.9	-15.7	-7.4	8.3		8.5	8.4	7.4	-8.9	-5.6	3.3
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业		21.7	12.0	9.9	-37.1	-31.8	5.3		6.4	4.5	2	-21.8	-18.0	3.8
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		2.3	8.5	-1.9	-34.8	-32.2	2.6		3.5	4.2	-1.1	-22.5	-18.8	3.7
	酒、饮料和精制茶制造业		16.9	17.2	10.2	-11.2	-8.9	2.3		6.4	6.9	5	-15.6	-11.6	4.0
	烟草制造业		-23.1	-29.1	-19.8	-62.2	-60.4	1.8		7.1	4	4	-25.4	-20.0	5.4
	专用设备制造业		28.7	21.5	1.3	28.5	22.6	-5.9		10	8.3	6.1	7.7	7.8	0.1
仪器类	专用设备制造业		16.6	12.9	12.9	-34.7	-3.1	31.6		8.4	6.7	6.3	-18.3	-7.9	10.4
	仪器仪表制造业		4.7	4.8	5.9	-33.2	-2.0	31.2		7	7.4	5.5	-21.0	-11.7	9.3
	汽车制造业		-24.9	-16.6	-15.9	-80.2	-52.1	28.1		-5.9	-4.2	-1.8	-30.9	-20.7	10.2
	计算机、通信和其他电子设备制造业		-7.9	3.6	3.1	-12.0	15.0	27.0		6.2	5.4	4.5	-7.5	-1.6	5.9
	电气机械及器材制造业		13.0	13.5	10.8	-47.0	-22.9	24.1		5.8	5.5	5.9	-21.6	-13.3	8.3
	通用设备制造业		5.5	3.0	3.7	-39.9	-17.6	22.3		4	3.5	3.9	-22.4	-12.9	9.5
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		33.2	22.7	11.9	-33.2	-11.7	21.5		9.3	8	4.5	-18.3	-10.9	7.4
	其他制造业		7.5	10.4	2.9	-35.5	-16.6	18.9		1.8	0.9	-0.3	-21.2	-11.9	9.3
	金属制品业		12.1	6.0	-0.1	-84.3	-66.7	17.6		10	10	12.8	-6.5	-2.5	4.0
	水的生产和供应业		14.9	17.1	5.6	-57.0	-31.9	25.1		8.9	9.4	8.5	-2.6	-1.2	1.4
	废弃资源综合利用业		8.8	9.4	5.1	-34.1	-25.1	9.0		10.5	11.1	8.8	-16.2	-11.3	4.9
	电力、热力生产和供应业		11.5	13.7	19.0	-30.7	-27.0	3.7		6	5.9	6	-5.4	-4.6	0.8
	燃气生产和供应业		-7.3	1.5	0.6	-2.8	-1.7	1.1		19.6	16.6	12	-14.3	-13.8	0.5
	其他														

资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 美国宣称加大对华施压预计影响有限

据环球网报道，2020 年 5 月 30 日，特朗普在白宫记者会上宣布多项制裁措施，对华加大施压。在我们和投资者沟通交流中，发现有相当多投资者担心其将带来显著利空。我们认为：

美国如果采取进一步行动，对中国整体影响亦可控，对中国香港影响主要是间接影响，亦不宜高估。当前国内经济逐步转型，对于出口的依存度持续下降；另外一方面，随着出口结构的多样化，对于中国香港转口贸易的依赖度也在不断下降。根据中国香港工业贸易署数据，2018 年中国内地经中国香港出口到美国的货物约为 370 亿美元，基于 WTO 的“原产地原则”，特别关税区不影响美国对于此类货物的征税。

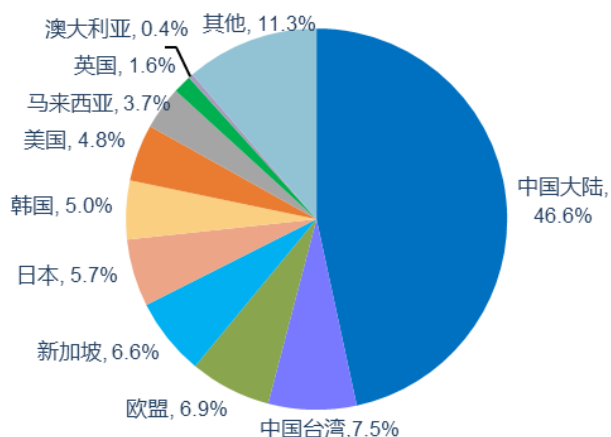
对于中国香港而言，当前对美贸易额在其对外贸易规模中占比已经由 20 世纪 80 年代的 20%以上下降到当前的 7.7%，2019 年中国香港出口到美国的本地生产产品约 4.7 亿美元，直接影响整体可控。

整体来看，投资者担忧的是外资撤离中国香港等间接影响，但即使美国采取进一步行动，中国香港的核心竞争力并不会动摇，中国香港拥有优越的地理位置，是连接亚洲和中国内地市场的重要枢纽；持续得到中央政府的大力支持，地方上的特区政府也具有高效行政能力，拥有低税率和零关税、积累汇聚优秀人才、便利开放的营商环境及多方面的优势。

当前香港对美国的贸易依赖度已较低。从国别/地区来看，2019 年中国大陆是中国香港的第一大出口市场，2019 年出口额为 26.35 亿美元，占中国香港出口总额的 43.3%，中国香港对美国出口金额为 4.69 亿美元，占中国香港出口总额的 7.7%，其他主要西方发达国家（英国、欧盟、加拿大和澳大利亚）的出口金额合计为 6.72 亿美元，占中国香港出口总额的 11.04%。同样，2019 年中国大陆是中国香港的第一大进口来源地，其进口额为 2625.12 亿美元，占中国香港进口总额的 46.6%，中国香港自美国进口额为 271.56 亿美元，占总进口额的 4.8%，自其他主要西方发达国家（英国、欧盟和澳大利亚）的进口金额合计为 498.89

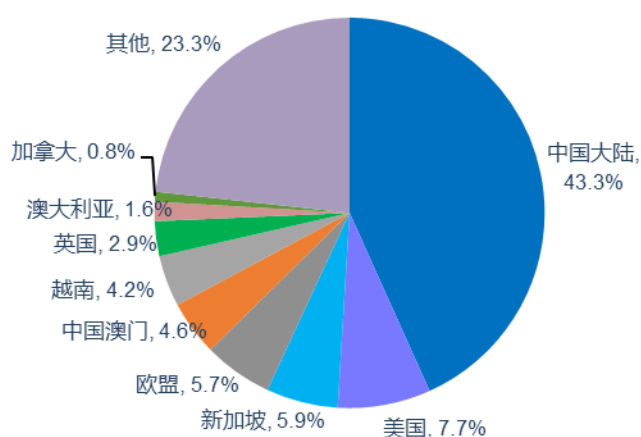
亿美元，占中国香港进口总额的 8.9%。

图 21：2019 年中国香港货物贸易主要进口来源国家和地区分布



资料来源：香港政府统计处，安信证券研究中心

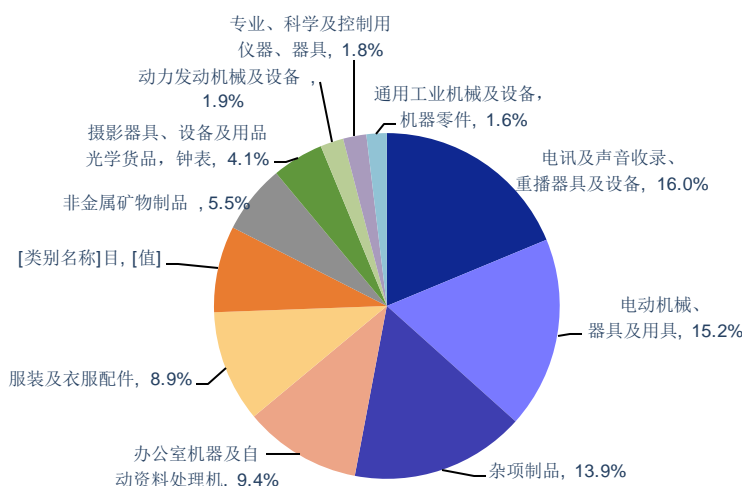
图 22：2019 年中国香港本地产品出口国家和地区分布



资料来源：香港政府统计处，安信证券研究中心

香港对美贸易以通信设备，机械设备，计算机和服装为主。在 2019 年香港对美国出口产品的前 10 大种类中，电讯及声音收录、重播器具及设备出口额占比最大，占对美总出口的 16.0%，其次为电动机械、器具及用具，杂项制品，办公室机器及自动资料处理机，分别占对美出口总额的 15.2%、13.9%与 9.4%。此外，2019 香港对美国出口产品的前十大种类占出口总额的 93.1%。

图 23：2019 中国香港对美国出口产品占比 (%)



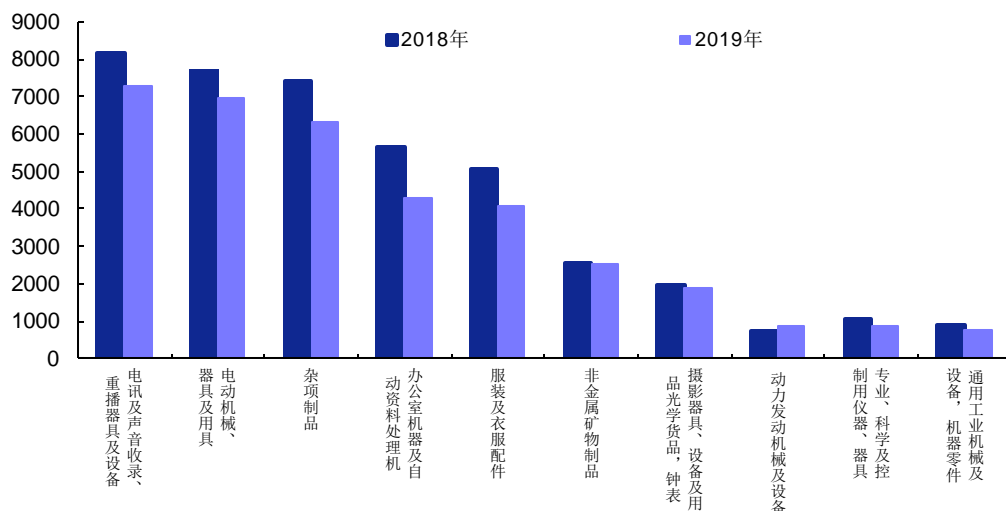
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2019 年香港对美国出口同比 2018 年出现一定程度的下降。在出口产品的前十大种类中，办公室机器及自动资料处理机的出口额降幅最为明显，2018 年其出口额为 56.61 亿美元，到 2019 年仅为 42.60 亿美元，降幅达 24.7%。此外，电讯及声音收录、重播器具及设备，电动机械、器具及用具，杂项制品，服装及衣服配件的出口额也出现了较为明显的下滑。值得一提的是，在对美出口产品的前 10 种类中，动力发动机机械及设备的出口额出现同比小幅上升。

整体来看，我们认为这也反映了在“原产地原则”下，大陆经由香港至美国的转口贸易由于关税税率调整已经受到影响，并未出现部分投资者所猜测的“在贸易摩擦背景下，部分

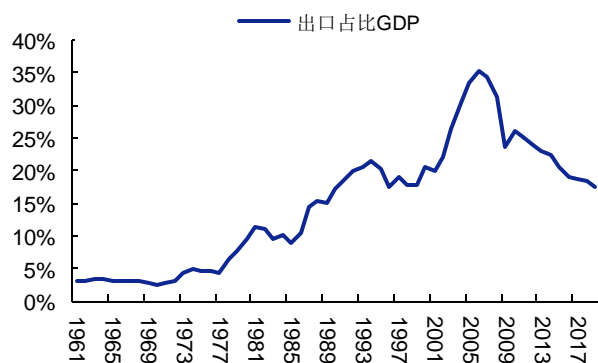
大陆商品通过在港二次加工，转变为港产商品出口美国”的情况。

图 24：2018、2019 年中国香港对美国出口的前十大种类出口额（百万美元）



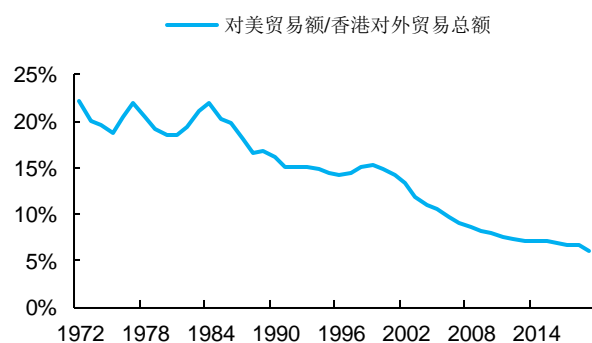
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：中国大陆对外贸易依存度下降



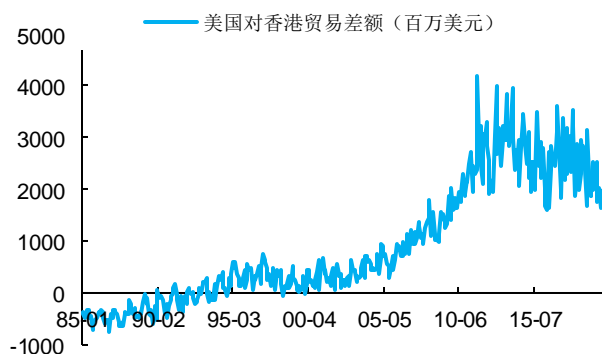
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：中国香港对美贸易占比持续下降



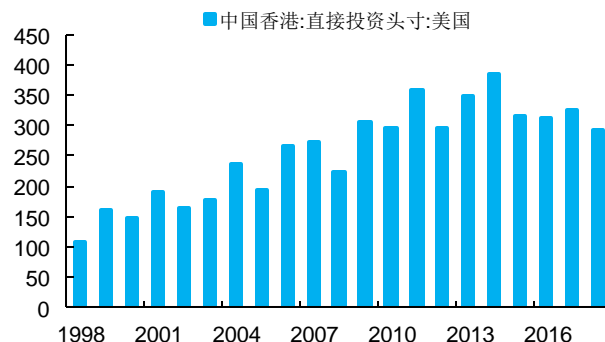
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：美国对中国香港贸易差额（百万美元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 28：美国对中国香港直接投资（十亿港币）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

风险提示：1.海外疫情超预期，2.全球经济低预期，3.政策推进低预期等。

■ 分析师声明

陈果、易斌、林荣雄声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034