

## 宏观点评

### 关注出口链条的三大潜在变化——5月贸易数据点评

**事件：**以美元计，5月中国出口同比1.1%（预期-3.9%，前值-2.7%）；进口同比-8.5%（预期-3.5%，前值4%）；贸易顺差416.5亿美元（预期223亿，前值138.4亿）。

#### 核心结论：

**1、5月出口增速超预期回升，主因“抢出口”。**一方面，美国公布剩余3000亿关税清单后，出口商开始加速对美出口，表现为5月对美出口大幅提速。另一方面，5月摩根大通全球制造业PMI由4月的50.4%下滑至49.8%，5月韩国出口同比增速也由4月的-2.0%下滑至-9.4%，均指向外需依然疲软，也从侧面印证了我国出口的改善更多缘于“抢出口”。

**2、5月进口增速延续下滑，主因内需走弱和大宗商品价格下跌。**4月社零增速、工业企业利润增速、5月制造业PMI均大幅下滑，表明内需明显走弱，是进口下滑的主因。此外，5月CRB指数同比由4月的-3.8%下滑至-6.8%，大宗商品价格的下跌也在一定程度上拉低了进口增速。

**3、5月贸易顺差显著抬升，对美国顺差大幅扩大。**发达经济体中，5月中国对美国贸易顺差大幅扩大，对欧盟的贸易顺差小幅扩大，对日本贸易逆差有所收窄；新兴经济体中，5月中国对东盟、印度的贸易顺差有所扩大，对韩国、巴西的贸易逆差有所收窄。对美顺差的大幅扩大，主因对美出口大幅提升，背后的原因依然是贸易摩擦导致的“抢出口”效应。

**4、往后看，进出口依然承压，中美贸易谈判前景仍为核心变量。**美国最快将于6月底对中国剩余3000亿商品加税，“抢出口”也有望延续到6月，但伴随全球经济已经放缓，未来出口仍不容乐观。进口方面，维持前期观点：随着减税降费和稳就业等政策的落地，企业端和居民端需求有望边际改善，从而进口增速有望迎来一定程度的修复，但考虑到高基数，叠加中国自6月1日起上调对美600亿商品的关税，预计进口增速难以持续抬升。

#### 5、建议关注贸易摩擦对出口链条的3大潜在影响：

- **产业转移加速：**近年来随着国内人力成本抬升，再叠加本轮贸易冲击的负面冲击，产业转移（尤其是制造业）的趋势越发明显。数据显示，今年前5个月，中国对越南的直接投资规模已经高于过往全年水平。
- **冲击就业：**我们测算发现，中美贸易摩擦预计拖累我国就业390-760万人，我们构建的就业前瞻指标也显示未来1-2个季度就业情况不容乐观。与此同时，2019年政府工作报告首次将就业优先政策置于宏观政策层面，5月22日国务院成立就业工作领导小组，稳就业重要性再次凸显。
- **人民币贬值压力加大，若中美冲突全面升级，不排除“破7”：**在稳信心的硬要求下，短期内人民币汇率尚难跌破“7”；若中美冲突全面升级，加之货币当局也在有意淡化人民币汇率的整数关口，中长期看，并不排除破“7”的可能性。需要指出的是，近年来人民币汇率与出口之间的相关性其实并不显著，而且汇率贬值对出口的影响弹性也会逐步趋弱，也即：人民币再贬值对贸易摩擦升级的对冲效果有待观察。

**风险提示：**中美贸易摩擦超预期演化；国内政策执行力度不及预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《出口仍将承压，进口难持续抬升——4月贸易数据点评》2019-05-09
- 2、《出口只是“假反弹”，二季度将“真回落”——3月进出口数据点评》2019-4-13
- 3、《继续跟踪2019年出口四个线索，关注贸易摩擦阶段性缓和的受益行业——1月进出口点评》2019-2-15
- 4、《贸易拐点已现，跟踪2019年出口四个线索——2018年进出口点评》2019-1-15



## 内容目录

出口超预期回升，“抢出口”应为主因 .....	3
进口延续下滑，主因内需走弱及大宗下跌 .....	4
贸易顺差显著抬升，对美国顺差大幅扩大 .....	5
提示关注贸易摩擦之于出口链条的 3 大潜在影响 .....	6
风险提示 .....	8

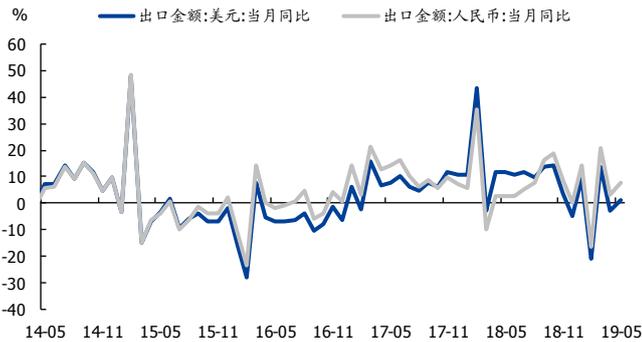
## 图表目录

图表 1: 5 月中国出口同比超预期回升 .....	3
图表 2: 5 月中国对美国出口同比大幅抬升 .....	3
图表 3: 5 月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回升 .....	3
图表 4: 5 月主要商品出口同比普遍回升 .....	3
图表 5: 5 月摩根大通全球制造业 PMI 进一步下滑 .....	4
图表 6: 5 月韩国出口同比进一步下滑 .....	4
图表 7: 5 月中国进口同比超预期回落 .....	4
图表 8: 5 月中国对主要发达经济体进口同比普遍回落 .....	4
图表 9: 5 月中国对主要新兴经济体进口同比普遍回落 .....	4
图表 10: 5 月中国主要商品进口同比普遍下滑 .....	4
图表 11: 4 月社零同比增速大幅下滑 .....	5
图表 12: 4 月工业企业利润同比增速大幅下滑 .....	5
图表 13: 5 月制造业 PMI 大幅下滑 .....	5
图表 14: 2018 年二三季度多数月份进口基数较高 .....	5
图表 15: 中国对主要发达经济体贸易差额走势 .....	6
图表 16: 中国对主要发展中经济体贸易差额走势 .....	6
图表 17: 中国对美国进出口及贸易差额变化 .....	6
图表 18: 中国总出口同比与对美出口同比变化 .....	6
图表 19: 今年 1-5 月，中国对越南的直接投资规模已高于历史全年水平 .....	7
图表 20: 外商独资企业出口占总出口的比重达 30% .....	7
图表 21: 2019 年 1-3 月城镇职工基本养老保险期末参保人数续降 .....	7
图表 22: 一季度城镇领取失业保险金人数增速上升 0.43 个百分点至 1.79% .....	7
图表 23: 贸易摩擦演化已成为人民币汇率的核心影响变量 .....	8
图表 24: 人民币贬值对出口的拉动作用并不明显 .....	8

## 出口超预期回升，“抢出口”应为主因

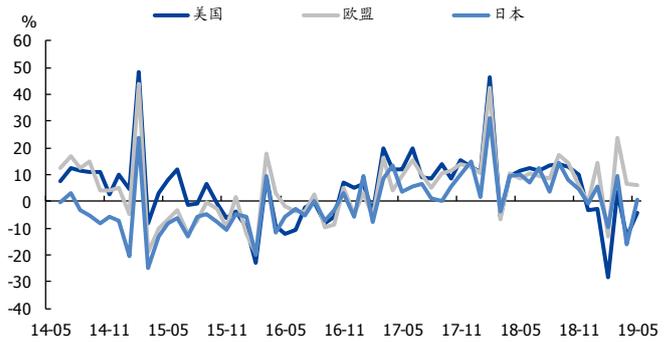
5月出口同比超预期回升。以美元计，5月中国出口同比1.1%（预期-3.9%，前值-2.7%）；以人民币计，5月中国出口同比7.7%（预期4.7%，前值3.1%）。分国家来看，5月中国对美国和日本出口增速明显改善，对欧盟出口增速小幅回落；对新兴市场的出口增速普遍有所改善。从主要出口商品类别来看，服装、高新技术产品、机电产品出口增速有所提升，玩具出口增速小幅下滑。

图表1：5月中国出口同比超预期回升



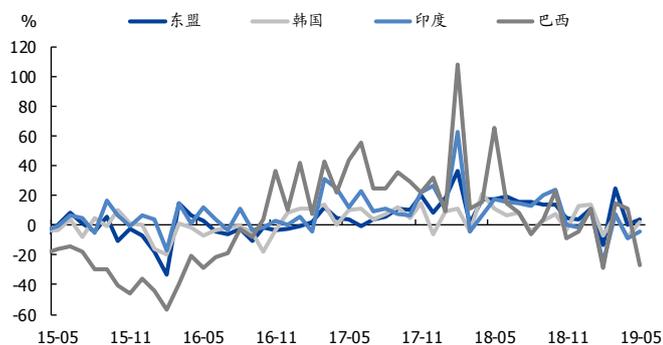
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：5月中国对美国出口同比大幅抬升



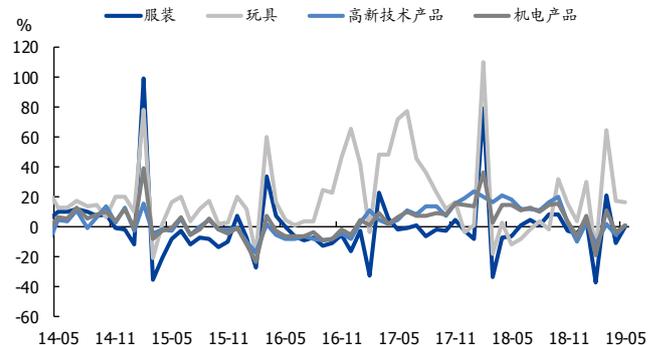
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：5月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：5月主要商品出口同比普遍回升

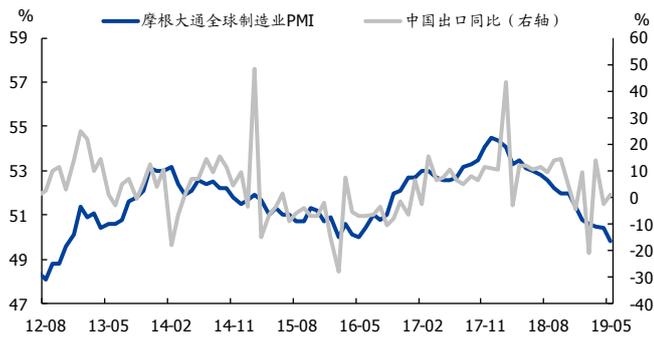


资料来源：Wind，国盛证券研究所

5月出口大幅下滑，主因贸易摩擦升级抢出口”。5月13日，美国公布了对华3000亿美元商品的关税清单，在贸易摩擦加剧的背景下，出口商由于担忧未来税率进一步上升而提前出口，表现为5月对美出口大幅提速。另一方面，5月摩根大通全球制造业PMI由4月的50.4%下滑至49.8%，5月韩国出口同比增速也由4月的-2.0%下滑至-9.4%，均指向外需依然疲软，表明我国出口的改善更多缘于“抢出口”。

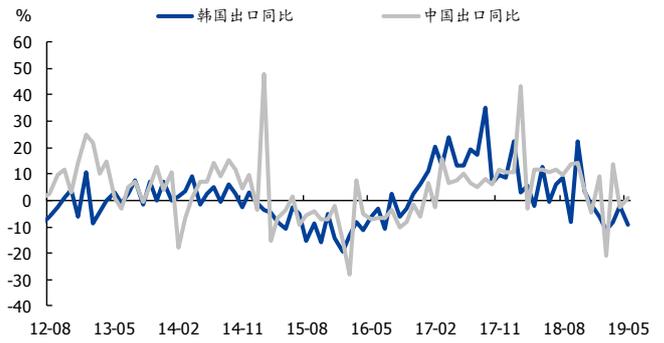
往后看，贸易摩擦仍是影响出口的主要变量。美国最快将于6月底对中国剩余3000亿美元商品开始加税，从而“抢出口”有望延续到6月；但伴随全球经济放缓，未来出口前景仍不容乐观。若中美未能达成贸易协议，一旦“抢出口”告一段落，出口增速预计将出现大幅下滑。接下来，中美贸易摩擦进展可关注四大时点：1)6月17日美国就3000亿美元清单举行公开听证会，并于6月24日截止收集意见；2)6月28-29日G20峰会，观察中美元首是否对话；3)今年是中美建交40周年，下半年可能有相关纪念活动；4)今年11月16-17日，在智利召开的APEC峰会。

图表 5: 5月摩根大通全球制造业 PMI 进一步下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 5月韩国出口同比进一步下滑

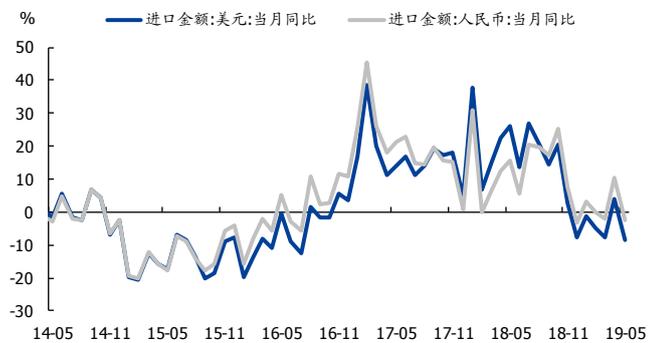


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 进口延续下滑，主因内需走弱及大宗下跌

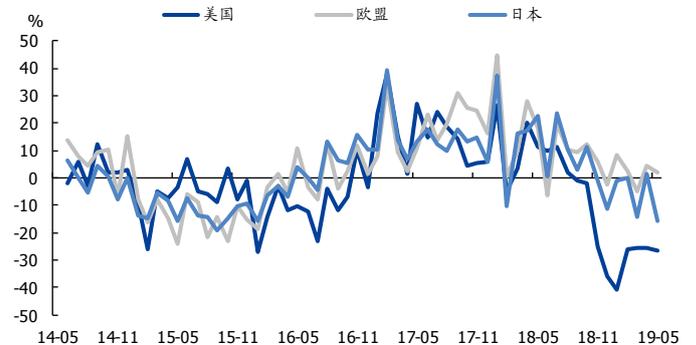
5月进口同比超预期下滑。以美元计，5月进口同比-8.5%（预期-3.5%，前值4%）；以人民币计，5月进口同比-2.5%（预期5.8%，前值10.3%）。分国家来看，5月中国对主要发达经济体和新兴经济体的进口增速普遍回落，其中对美国的进口同比下滑幅度最小。从主要商品类别来看，5月农产品、原油、钢材、汽车的进口同比有所下滑，农产品下滑幅度最大，而铁矿石进口同比有小幅抬升。

图表 7: 5月中国进口同比超预期回落



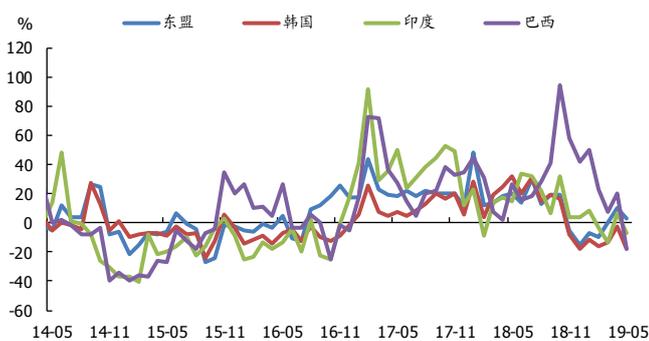
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 5月中国对主要发达经济体进口同比普遍回落



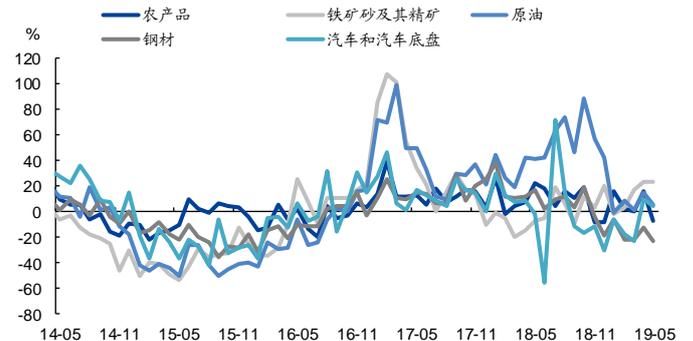
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 5月中国对主要新兴经济体进口同比普遍回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 5月中国主要商品进口同比普遍下滑

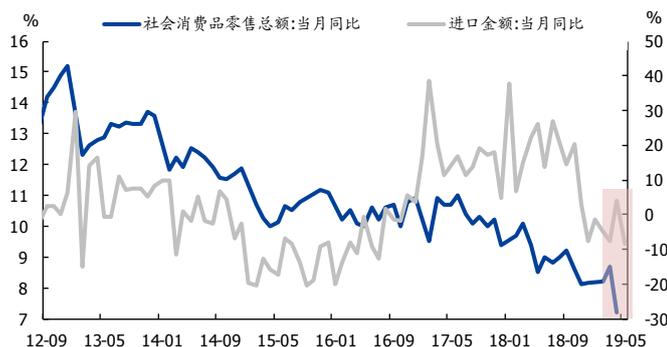


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5月进口同比超预期下滑，主因内需走弱和大宗商品价格下跌。4月社零增速和工业企业利润增速双双大幅下滑，5月制造业PMI也由4月的50.1%大幅下滑至49.4%，均指向内需明显走弱，从而拖累进口表现。此外，5月CRB指数同比由4月的-3.8%下滑至-6.8%，大宗商品价格的下跌也在一定程度上拉低了进口增速。

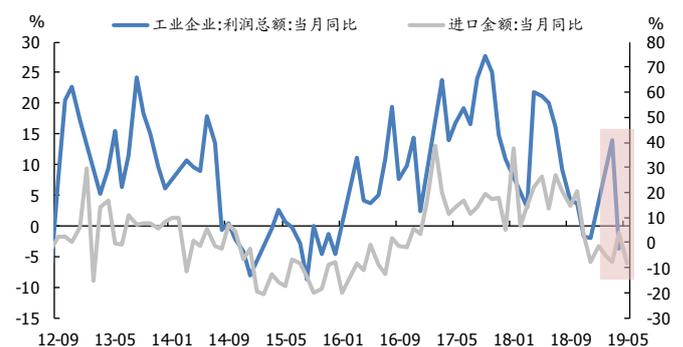
重申前期观点：未来进口增速有望修复，但难以持续抬升。随着减税降费 and 稳就业等政策的落地，企业端和居民端需求有望边际改善，内需有望好转，从而进口增速有望迎来一定程度的修复。但考虑到二三季度大多数月份的基数较高，且中国自6月1日起上调了对美600亿商品的关税，预计进口增速难以出现持续抬升。

图表 11: 4月社零同比增速大幅下滑



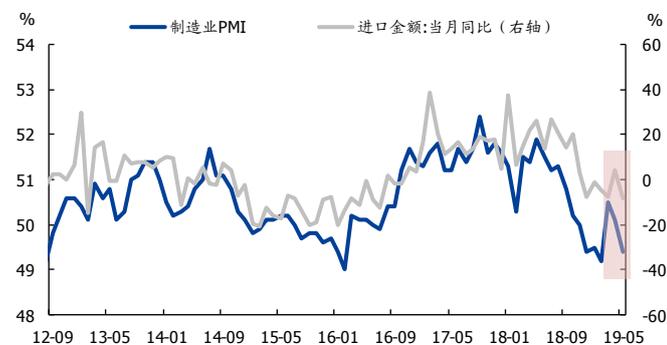
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 4月工业企业利润同比增速大幅下滑



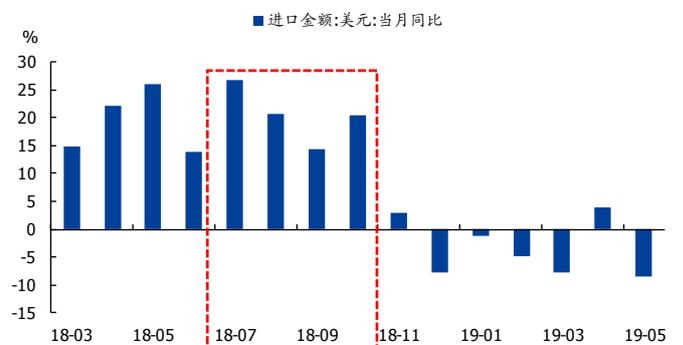
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 5月制造业 PMI 大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2018年二三季度多数月份进口基数较高

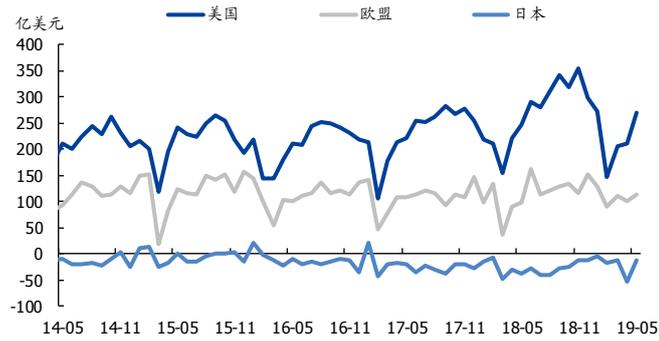


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 贸易顺差显著抬升，对美国顺差大幅扩大

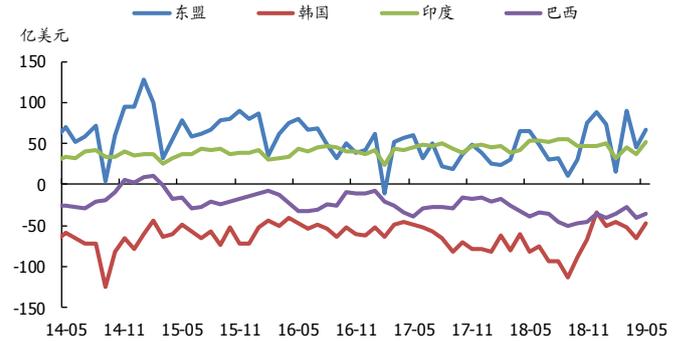
以美元计，5月中国贸易顺差416.5亿美元(预期223亿,前值138.4亿);以人民币计，5月中国贸易顺差2791.2亿元(预期1360亿,前值935.7亿)。分国家来看，发达经济体中，5月中国对美国贸易顺差大幅扩大，对欧盟的贸易顺差小幅扩大，对日本贸易逆差有所收窄；新兴经济体中，中国对东盟、印度的贸易顺差有所扩大，对韩国、巴西的贸易逆差有所收窄。

图表 15: 中国对主要发达经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

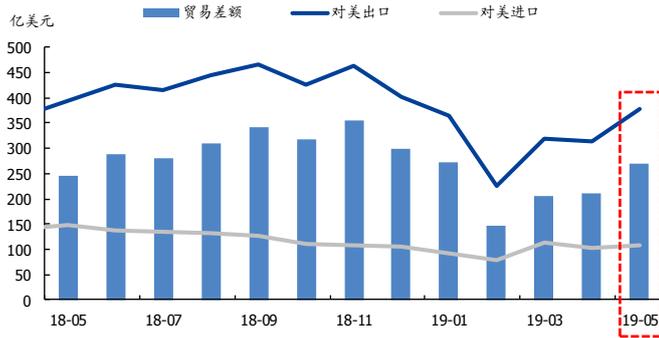
图表 16: 中国对主要发展中经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

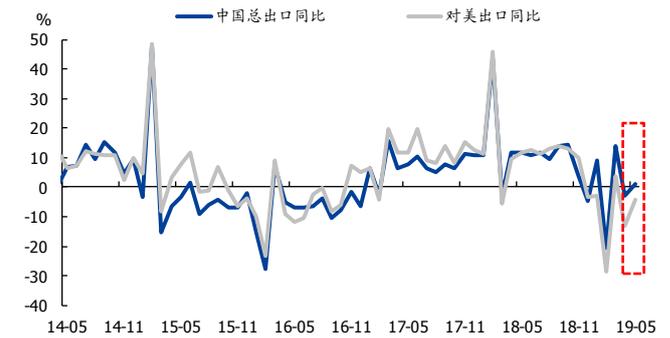
5月对美顺差扩大, 主因贸易摩擦导致的“抢出口”。5月中国对美贸易顺差为268.9亿美元, 较前值扩大58.8亿美元, 主因对美出口大幅增加: 5月对美出口环比提升63.2亿美元, 对美进口环比提升4.5亿美元; 同时, 从单月出口增速的环比变动来看, 5月中国总出口增速环比提升3.8%, 而对美出口增速环比提升8.9%, 对美出口的改善明显超过总出口的改善。不难看出, 5月对美顺差大幅扩大, “抢出口”应是主因。

图表 17: 中国对美国进出口及贸易差额变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 中国总出口同比与对美出口同比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

提示关注贸易摩擦之于出口链条的3大潜在影响

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\\_12127](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12127)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn