



国内需求边际改善，外需不确定性犹存

——2019 年 10 月外贸数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 10 月出口增速提高 2.3 个百分点至 -0.9%，进口增速提高 1.9 个百分点至 -6.4%。去年同期进出口基数均较高，不能解释进出口增速降幅的收窄。剔除香港贸易数据后，进口增速基本一致，但出口增速上升较多，表明对香港出口下降较多，拖累整个出口增速。历史经验表明，当人民币汇率贬值预期较强时，对香港的进口增速会大幅高于出口增速。当前对香港出口与进口增速的差值持续为负，存在境内人民币通过虚假贸易等渠道外流的可能，侧面反映出人民币存在一定外流压力。具体看：
- 10 月出口增速上升，主要源于对欧盟、东盟和美国出口的边际改善。对欧盟、美国、东盟、日本的出口增速分别较上月变动了 3.0%、5.7%、6.1%和 -2.9%，而对金砖国家出口增速环比降低 3.7%。从贸易顺差看，10 月我国贸易顺差 428.1 亿美元，环比增加 9.2%。贸易顺差的扩大，源于进口增速降幅大于出口增速降幅，属于衰退性贸易顺差。10 月对美贸易顺差 264.2 亿美元，占全部贸易顺差的 61.7%，比重较上月下降 4.3%。如果中美贸易谈判进展顺利，预计未来对美贸易顺差将有所减少。
- 10 月进口增速降幅的收窄，主要受国内需求边际改善影响，进口数量增速提高所致。在 33 种重点进口商品中，食用植物油、谷物及谷物粉、纸浆、未锻造的铜及铜材、金属加工机床、原木及锯材、成品油(海关口径)、初级形状的塑料、钢材和农产品的进口金额同比增速上升较多。在这 10 种商品中，有 8 种商品的进口数量增速提高，4 种商品的进口价格增速提高，表明 10 月份进口增速的上升，是进口商品数量增速提高带来的，反映国内需求的边际改善。9 月份各项宏观数据出现回升，也从侧面反映国内需求有所回暖。但进口金额降幅依然较大，10 月 PMI 进口指数低于临界值，国内需求不足状况仍在持续。
- 贸易结构趋于优化。一是加工贸易在进出口中的比重趋于下降，而反映我国对外贸易自主发展能力的一般贸易比重趋于提高，10 月份达到 59.3%，呈整体上升态势；二是出口产品结构优化，高新技术产品和机电产品在出口中的比重较高，10 月份两者比重分别为 29.1%和 58.3%，位于 2014 年以来的高点。
- 全球经济复苏动能继续弱化，各项指标显示实际经济情况逊于预期，外需明显放缓，对我国出口支撑减弱。10 月全球、美国和欧元区制造业 PMI 指数分别为 49.8%、48.3%、45.9%，均位于收缩区间，美国和欧元区两大经济体延续了此前放缓态势。同时，经济意外指数显示，欧洲经济增长差于预期，美国经济增长好于预期，经济景气程度指数反映未来经济环境的悲观预期者占多。因此，世界经济下行压力加大，我国出口面临的外部环境趋紧，加上全球贸易摩擦风险依然存在，均不利于我国出口环境的稳定，出口仍然面临较大不确定性。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

陈然

宏观经济研究中心 研究员

电话：010-68084680

邮箱：chenran_warden@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、基数效应不能解释进出口增速的降幅收窄，对香港出口下降较多拖累出口增长，境内人民币存在通过与香港的虚假贸易外流的风险	3
二、受国内需求边际改善影响，进口数量增速提高，导致进口降幅收窄	4
三、出口降幅的收窄，主要源于对欧盟、东盟和美国出口的边际改善；全球经济复苏动能下降，对出口支撑减弱	5
（一）10月出口降幅的收窄，主要源于对欧盟、东盟和美国出口的边际改善	5
（二）全球经济复苏动能继续减弱，不确定性增强，预计外需对我国出口支撑将减弱	6
四、贸易结构继续趋于优化	8

正文：

事件：据海关统计，10月当月全国进出口总额 3830.5 亿美元，同比下降 3.4%。其中，出口 2129.3 亿美元，同比下降 0.9%；进口 1701.2 亿美元，同比下降 6.4%；贸易差额为 428.1 亿美元，环比增加 9.2%（见图 1）。

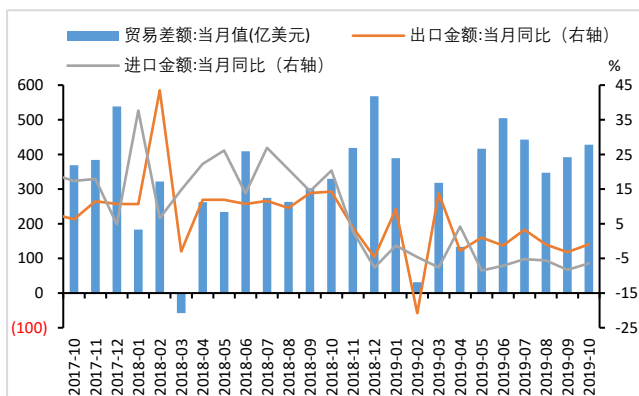
一、基数效应不能解释进出口增速的降幅收窄，对香港出口下降较多拖累出口增长，境内人民币存在通过与香港的虚假贸易外流的风险

从进出口增速看，10月出口与进口的降幅均较上月收窄，贸易顺差有所扩大。具体看，10月出口 2129.3 亿美元，同比下降 0.9%，降幅较上月收窄 2.2%；进口 1701.2 亿美元，同比下降 6.4%，降幅较上月收窄 1.9%；本月贸易顺差 428.1 亿美元，环比增加 36.2 亿美元，同比增加 98.4 亿美元。

为了分析 10 月进出口增速变动的原因，我们尝试剔除基数效应和香港贸易因素的影响。

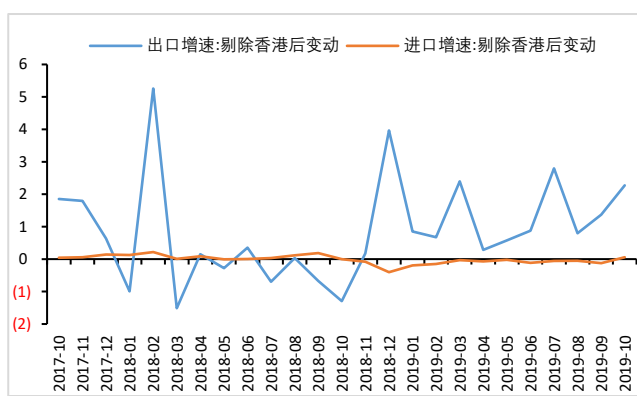
从基数效应的影响看，2018 年 10 月出口、进口同比增速分别为 14.3% 和 20.4%，分别较 2018 年 9 月份提高 0.4 和 6.0 个百分点，表明去年同期进出口增速均相对较高。2019 年 10 月出口、进口增速分别较 9 月提高 2.3、1.9 个百分点（见图 1），表明基数效应不是进出口增速提高的原因。

图 1：10 月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：10 月份香港贸易不是进出口增速上升的原因



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

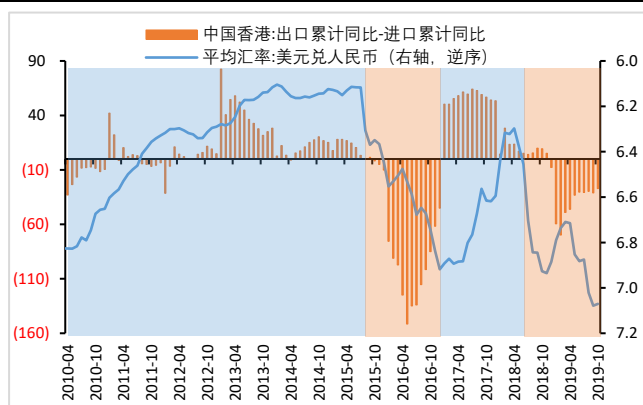
剔除香港进出口贸易数据后，10 月出口、进口同比增速分别为 1.4% 和 -6.3%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高 2.3 和 0.1 个百分点。进口增速与未剔除前基本一致，出口增速较未剔除前提高较多（见图 2），表明对香港出口下降较多，拖累了整个出口增速。

后金融危机时代以来的实践经验表明，当人民币汇率贬值预期较强时，对香港的进口增速会大幅高于出口增速，对香港贸易出口与进口增速差落入负区间；反之，当人民币汇率升值预期较强时，对香港贸易出口增速会高于进口增速较多，对香港贸易出口与

进口增速差会在正区间上波动（见图3）。2018年5月份以来，受中美贸易摩擦升级影响，人民币贬值预期有所增强。在此期间，对香港贸易出口与进口增速差逐渐由正转负后，持续在负区间波动。截止到10月份，已经连续11个月为负，表明中美贸易摩擦使人民币贬值预期有所增强，存在境内人民币通过虚假贸易等渠道外流的可能。

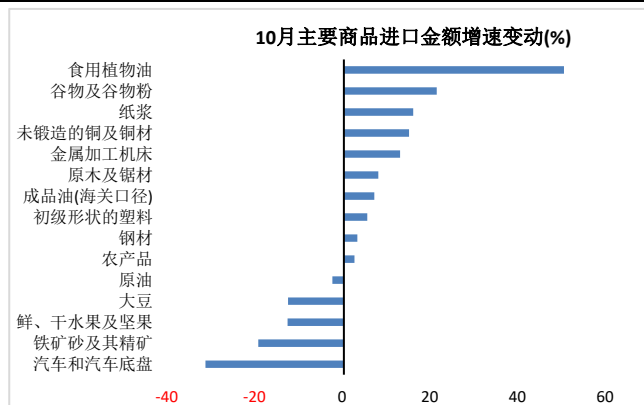
综上分析，基数效应不能解释进出口增速的变动，但对香港出口下降较多，拖累了整个出口增速。对香港出口与进口增速差持续在负区间内波动，侧面反映出人民币外流压力有所加大。

图3：人民币升值贬值预期与对香港进出口增速差



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图4：10月主要商品进口金额增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

二、受国内需求边际改善影响，进口数量增速提高，导致进口降幅收窄

为了分析10月进口增速降幅的收窄，是否是国内需求回暖所致，我们对33种重点进口商品进行分析，选出其中进口金额增速提高较多的商品，判断它们进口金额的上升是基于数量的增加还是源于价格的上涨。如果是前者，那么说明国内需求回暖，反之则相反。

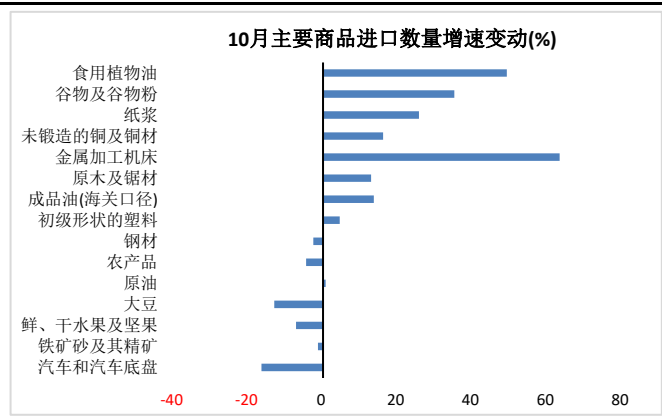
在33种重点进口商品中，10月食用植物油、谷物及谷物粉、纸浆、未锻造的铜及铜材、金属加工机床、原木及锯材、成品油(海关口径)、初级形状的塑料、钢材和农产品的进口金额增速，分别较上月提高50.2%、21.2%、15.8%、14.9%、12.8%、7.8%、6.9%、5.3%、3.1%和2.4%（见图4）。

从进口数量增速看，10月食用植物油、谷物及谷物粉、纸浆、未锻造的铜及铜材、金属加工机床、原木及锯材、成品油(海关口径)、初级形状的塑料、钢材和农产品的进口数量增速，分别较上月变动49.2%、35.1%、25.7%、16.1%、63.3%、12.9%、13.6%、4.5%、-2.6%和-4.5%（见图5）。进口金额增速提高的10种商品中，有8种商品的进口数量增速都较上月增加，说明数量因素是其进口金额增速上升的原因之一。

从进口价格增速看，10月食用植物油、谷物及谷物粉、纸浆、未锻造的铜及铜材、金属加工机床、原木及锯材、成品油(海关口径)、初级形状的塑料、钢材和农产品的进

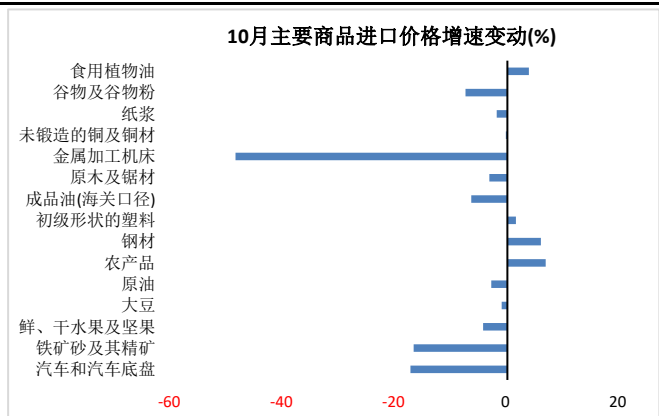
口价格增速，分别较上月变动 3.8%、-7.5%、-1.9%、-0.3%、-48.5%、-3.2%、-6.4%、1.5%、6.0%和 6.8%（见图 6）。10 种商品中有 4 种商品进口价格增速上升，相对于进口数量增速的整体上升，进口价格增速表现相对平稳且涨跌互现，说明价格因素不是进口金额增速上升的原因。

图 5：10 月主要商品进口数量增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

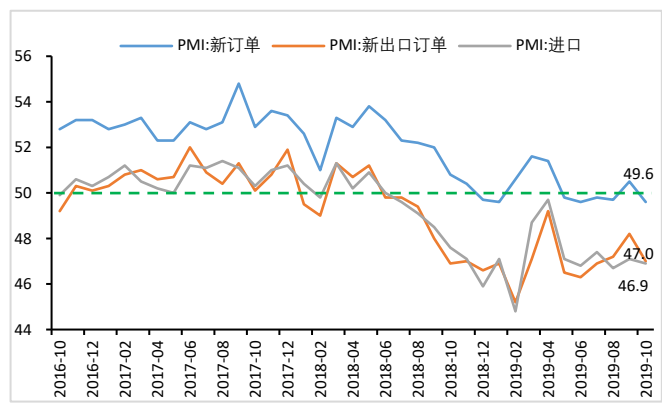
图 6：10 月主要商品进口价格增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

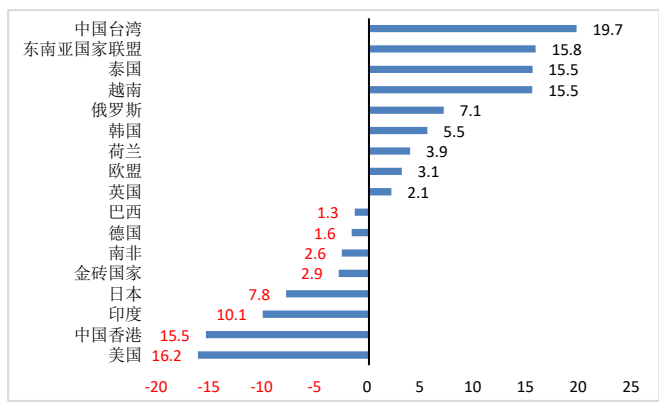
综上，10 月进口金额增速降幅的收窄，是进口商品数量增速提高带来的。进口数量的增加，表明国内需求有所回暖。9 月份工业增加值、社会消费品零售总额等多项数据开始回升，国内需求边际改善。但值得注意的是，进口金额增速降幅依然较高，10 月份 PMI 进口指数录得 46.9%，连续 16 个月低于荣枯线（见图 7），也侧面印证国内进口需求仍然不足。

图 7：10 月 PMI 进口指数低于临界值



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：10 月当月对主要贸易伙伴的出口增速(%)



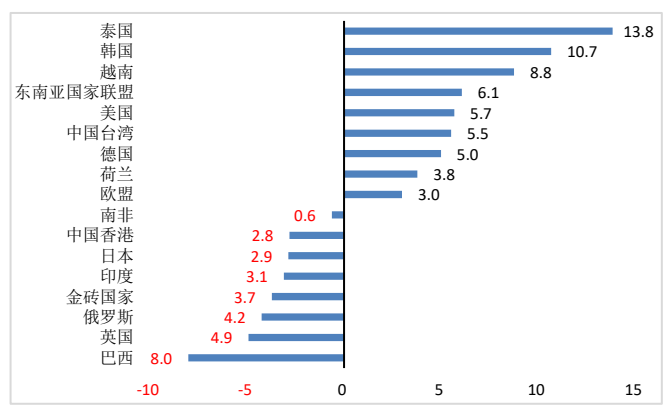
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

三、出口降幅的收窄，主要源于对欧盟、东盟和美国出口的边际改善； 全球经济复苏动能下降，对出口支撑减弱

（一）10 月出口降幅的收窄，主要源于对欧盟、东盟和美国出口的边际改善

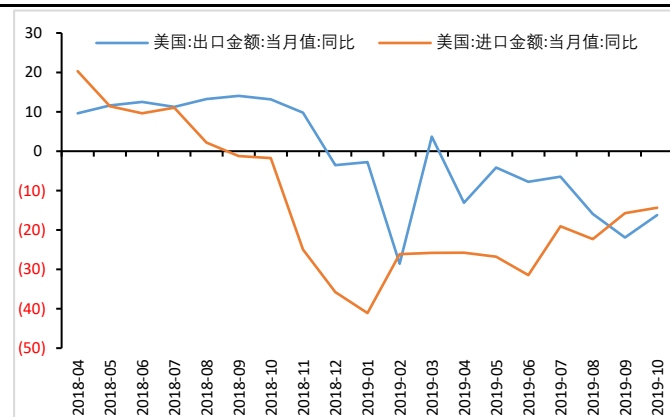
10 月份,对我国主要贸易伙伴欧盟、东盟、美国、日本的出口增速分别为 3.1%、15.8%、-16.2%和-7.8%,分别较上月变动了 3.0%、6.1%、5.7%和-2.9% (见图 8 和 9)。除此之外,对金砖国家录得-2.9%的出口增速,较上月降低 3.7 个百分点,其中对巴西、俄罗斯、南非和印度的出口增速,分别为-1.3%、7.1%、-2.6%和-10.1%,分别较上个月变动-8.0%、-4.2%、-0.6%和-3.1%。由此可见,10 月出口降幅的收窄,主要原因在于对欧盟、美国和东盟出口的边际改善。

图 9: 10 月出口增速较上月变动幅度(%)



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

图 10: 中国对美进出口增速



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

贸易顺差方面,10 月份为 428.1 亿美元,环比增加 9.2%,顺差的扩大源于进口金额的降幅大于出口金额的降幅,属于非扩张型顺差。其中,对美贸易顺差 264.22 亿美元,环比增加 2.1%,占总贸易顺差的 61.7%,较上月减少 4.3%。当前中美贸易顺差仍高,但主要为衰退性贸易顺差。去年四季度以来中国对美进、出口增速均下滑 (见图 10),随着贸易摩擦负面影响的逐步显现,今年 9 月以来中国对美出口金额的降幅超过进口金额。10 月中美贸易摩擦进入相对缓和阶段,如果中美贸易谈判进展顺利,我国对美进口或将有较大幅度增加,进一步减少对美贸易顺差。

(二) 全球经济复苏动能继续减弱,不确定性增强,预计外需对我国出口支撑将减弱

10 月份,摩根大通全球综合 PMI 指数和全球制造业 PMI 指数分别为 50.8%和 49.8% (见图 11),分别较上月降低 0.2 个百分点和 0.1 个百分点。2019 年初以来,西方

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_9148

