

国内外需求偏弱致进出口增速下滑

——2019年9月外贸数据的点评

宏观点评

投资要点:

- 9月出口增速降低2.2个百分点至-3.2%，进口增速降低2.9个百分点至-8.5%。去年同期出口基数较高，进口基数较低，能解释出口增速下降，但不能解释进口增速下降。剔除香港贸易数据后，出口增速有所上升，表明9月对港出口贸易拖累了出口增速，是出口增速下降的原因之一。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。具体看：
- 9月出口增速下降，主要原因在于对主要贸易伙伴出口增速的全面下滑。对欧盟、美国、东盟、日本的出口增速分别较上月降低了3.1%、5.9%、1.5%和6.4%，而对金砖国家出口增速环比降低2.0%。从贸易顺差看，9月我国贸易顺差396.5亿美元，环比增加14.0%，顺差的扩大源于进口金额的降幅大于出口金额的降幅，预计未来将有所收窄。9月对美贸易顺差258.8亿美元，占全部贸易顺差的65.3%，比重较上月下降12.2%。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。
- 9月进口增速下降，受国内需求偏弱所致。在33种重点进口商品中，铁矿砂及其精矿、鲜干水果及坚果、纸浆、金属加工机床、未锻造的铜及铜材、原油、初级形状的塑料、成品油（海关口径）和钢材的进口金额同比增速下降较多。在这9种商品中，有6种商品的进口数量增速降低，6种商品的进口价格增速降低，表明9月份进口增速的降低，是进口商品量价齐跌导致的，反映国内需求不足。8月份各项宏观数据持续走弱，9月份PMI进口指数低于临界值，也侧面印证国内需求不足。
- 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，9月份达到59.6%，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，9月份两者比重分别为28.8%和58.1%，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。9月全球、美国和欧元区制造业PMI指数分别为49.7%、47.8%、45.7%，美国和欧元区两大经济体延续了此前放缓态势，双双步入收缩区间。同时，经济意外指数显示，欧洲经济增长差于预期，美国经济增长则好于预期，美强欧弱格局延续。9月ZEW经济景气指数也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，且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

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com

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、高基数效应和对香港出口下降较多，是出口增速下降的原因之一	3
二、进口商品量价齐跌，致进口金额降幅扩大，国内需求仍然偏弱	4
三、出口增速的下降，主要原因在于对主要贸易伙伴出口增速的全面下滑；全球 经济复苏动能下降，对出口支撑减弱	5
（一）9月出口增速的下降，主要原因在于对主要贸易伙伴出口增速的全面下滑	5
（二）全球经济复苏动能继续减弱，预计外需对我国出口支撑将减小	6
四、贸易结构继续趋于优化	7

正文：

事件：据海关统计，9月当月全国进出口总额3966.0亿美元，同比下降5.7%。其中，出口2181.2亿美元，同比下降3.2%；进口1784.7亿美元，同比下降8.5%；贸易差额为396.5亿美元，环比增加14.0%（见图1）。

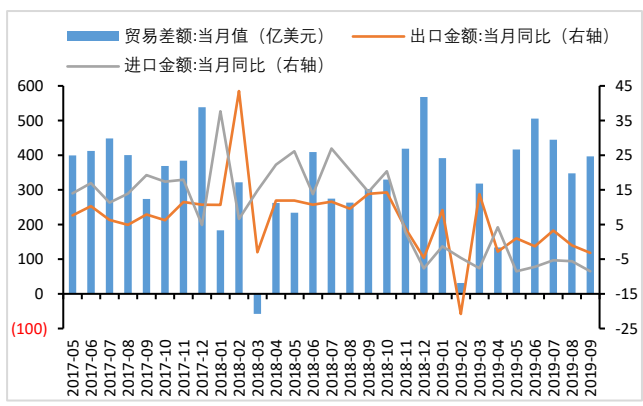
一、高基数效应和对香港出口下降较多，是出口增速下降的原因之一

从进出口增速看，9月出口增速与进口增速均延续负增长，贸易顺差有所扩大。具体看，9月出口2181.2亿美元，同比下降3.2%，降幅较上月扩大2.2%；进口1784.7亿美元，同比下降8.5%，降幅较上月扩大2.9%；本月贸易顺差396.5亿美元，环比增加48.7亿美元，同比增加93.9亿美元。

为了分析9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。

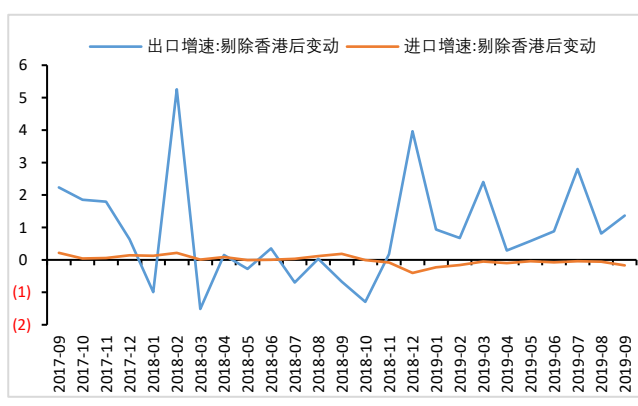
从基数效应的影响看，2018年9月出口、进口同比增速分别为13.9%和14.4%，分别较2018年8月份提高4.3个百分点和降低6.3个百分点，表明去年同期出口增速相对较高，进口增速相对较低。2019年9月出口、进口增速分别较2019年8月降低2.2、2.9个百分点（见图1），表明基数效应是出口增速下降的原因，但不是进口增速下降的原因。

图1：9月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：9月份香港贸易是出口增速下降的原因之一



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

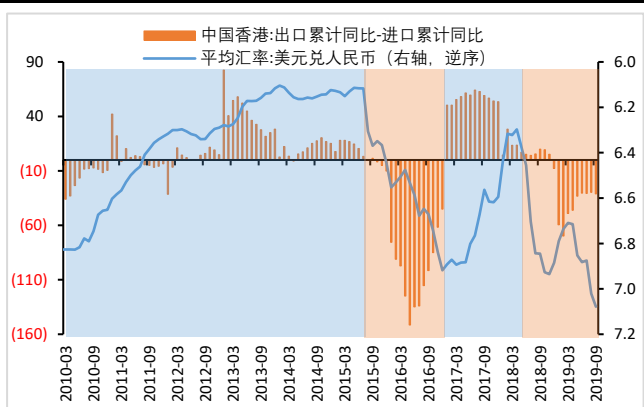
剔除香港进出口贸易数据后，9月出口、进口同比增速分别为-1.8%和-8.7%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高1.4个百分点和降低0.2个百分点。进口增速与未剔除前基本一致，出口增速较未剔除前提高较多（见图2），表明香港贸易因素不是进口增速降低的原因，但对香港出口贸易增速下降较多（9月为-12.6%），成为拖累出口的原因之一。

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，中美贸易摩擦不断升级，

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9月份，已经连续10个月为负，表明中美贸易摩擦的不断升级使人民币贬值预期增强，人民币通过虚假贸易等渠道的外流压力有所加大。

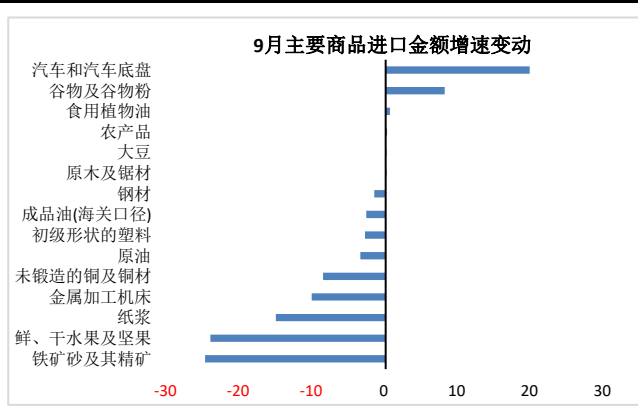
综上分析，基数效应和香港贸易因素均能部分解释出口降幅的扩大，但均不是进口增速回落的原因。对香港出口与进口增速差持续在负区间内波动，侧面反映出人民币外流压力有所加大。

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4：9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、进口商品量价齐跌，致进口金额降幅扩大，国内需求仍然偏弱

为了分析9月进口金额降幅的扩大，是否是国内需求不足所致，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降低较多的商品，判断它们进口金额的下降是基于数量的减少还是源于价格的下跌。如果是前者，那么说明国内需求不足，反之则相反。

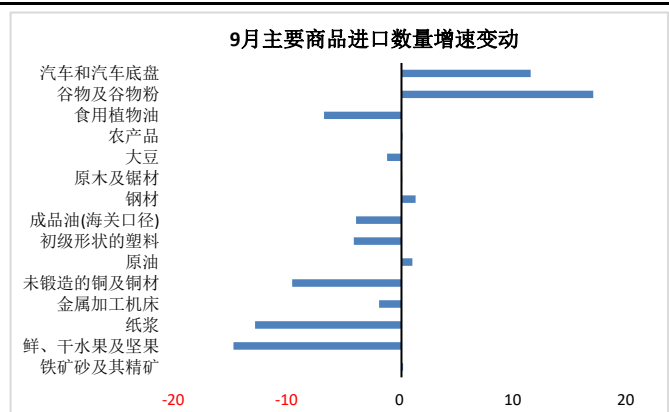
在33种重点进口商品中，9月铁矿砂及其精矿、鲜干水果及坚果、纸浆、金属加工机床、未锻造的铜及铜材、原油、初级形状的塑料、成品油(海关口径)和钢材的进口金额增速，分别较上月降低24.8%、24.1%、15.1%、10.2%、8.6%、3.5%、2.8%、2.7%和1.6（见图4）。

从进口数量增速看，9月铁矿砂及其精矿、鲜干水果及坚果、纸浆、金属加工机床、未锻造的铜及铜材、原油、初级形状的塑料、成品油(海关口径)和钢材的进口数量增速，分别较上月变动0.1%、-14.8%、-12.9%、-2.0%、-9.7%、1.0%、-4.2%、-4.0%和1.2%（见图5）。进口金额增速回落的9种商品中，有6种商品的进口数量增速都较上月有所降低，说明数量因素是进口金额增速下降的原因之一。

从进口价格增速看，9月铁矿砂及其精矿、鲜干水果及坚果、纸浆、金属加工机床、未锻造的铜及铜材、原油、初级形状的塑料、成品油(海关口径)和钢材的进口价格增速，分别较上月变动-23.6%、-5.4%、-5.3%、-12.8%、0.6%、-3.9%、0.5%、1.3%和-2.9%（见图6）。9种商品中有6种商品进口价格增速回落，说明价格因素亦是进口金额增速下降

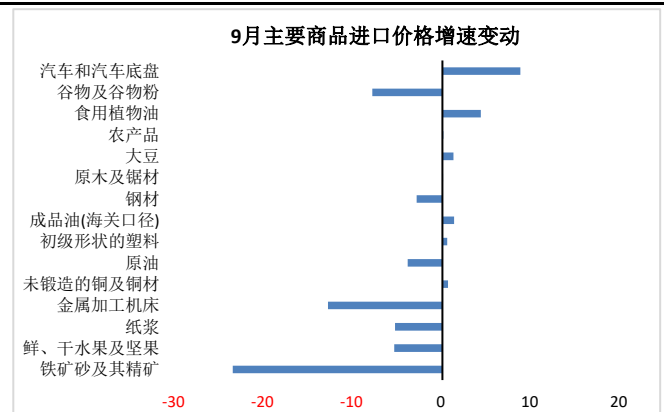
的原因之一。

图 5：9 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

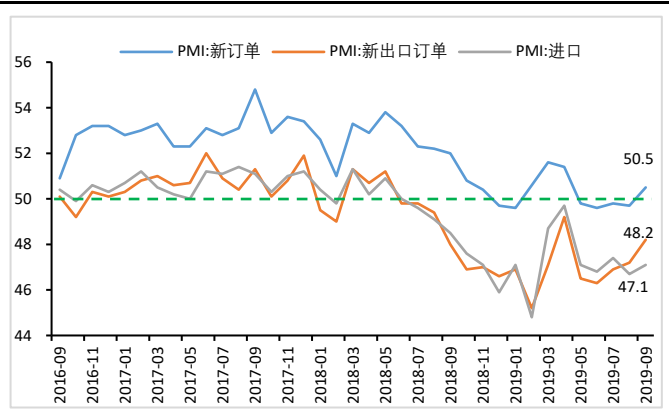
图 6：9 月主要商品进口价格增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

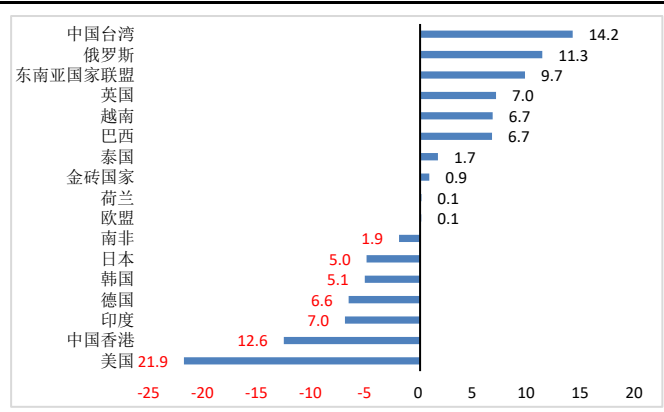
综上，9 月进口金额降幅的扩大，是进口商品量价齐跌带来的。进口数量的减少，表明国内需求不足。今年二季度以来宏观经济数据走弱，8 月份社零、工业增加值等多项数据持续走弱，国内需求放缓迹象已现。9 月份 PMI 进口指数录得 47.1%，连续 15 个月低于荣枯线（见图 7），也印证了国内需求有所不足。

图 7：9 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 8：9 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

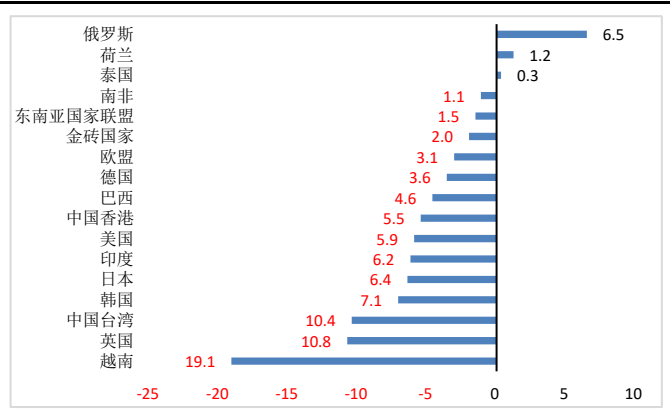
三、出口增速的下降，主要原因在于对主要贸易伙伴出口增速的全面下滑；全球经济复苏动能下降，对出口支撑减弱

（一）9 月出口增速的下降，主要原因在于对主要贸易伙伴出口增速的全面下滑

9 月份，对我国主要贸易伙伴欧盟、美国、东盟、日本的出口增速分别为 0.1%、-21.9%、9.7%和-5.0%，分别较上月降低了 3.1%、5.9%、1.5%和 6.4%（见图 8 和 9）。除此之外，对金砖国家录得 0.9%的出口增速，较上月降低 2.0 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 6.7%、11.3%、-1.9%和-7.0%，分别较上个月变动-4.6%、

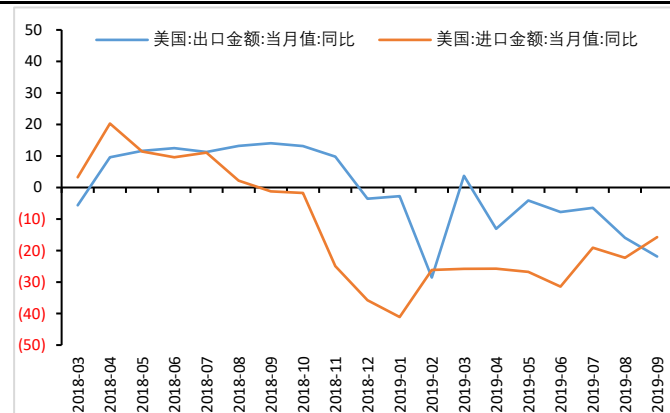
6.5%、-1.1%和-6.2%。由此可见，9月出口增速的下降，主要原因在于对主要贸易伙伴出口增速的全面下滑。

图 9：9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，9月份为 396.5 亿美元，环比增加 14.0%，顺差的扩大源于进口金额的降幅大于出口金额的降幅，长期难以持续，预计未来将收窄。对美贸易顺差 258.8 亿美元，环比减少 4.0%，占总贸易顺差的 65.3%，较上月减少 12.2%。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），随着贸易摩擦的负面影响逐步显现，9月份中国对美出口增速的降幅超过进口增速，使对美贸易顺差收窄。目前中美贸易战进入相对缓和的阶段，如果中美贸易谈判进展顺利，预计我国对美进口会有较大幅度增加，对美贸易顺差将有所减少。

（二）全球经济复苏动能继续减弱，预计外需对我国出口支撑将减小

9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 51.2%和 49.7%（见图 11），分别与上月降低 0.1 个百分点和提高 0.2 个百分点。2018 年初以来，两个指标整体呈下降趋势，由于服务业 PMI 处于较高水平，导致综合 PMI 仍在扩张区间。但 2018 年以来制造业景气指数下降趋势明显，目前已降至收缩区间。发达国家复苏不均衡加剧，特朗普发起的全球贸易摩擦雪上加霜，未来全球经济增长的下行风险增加。

图 11：摩根大通全球经济景气指数

图 12：美欧制造业景气指数

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_9546



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn