



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

内外需共同放缓并将持续

--8月进出口数据点评

2019年09月08日

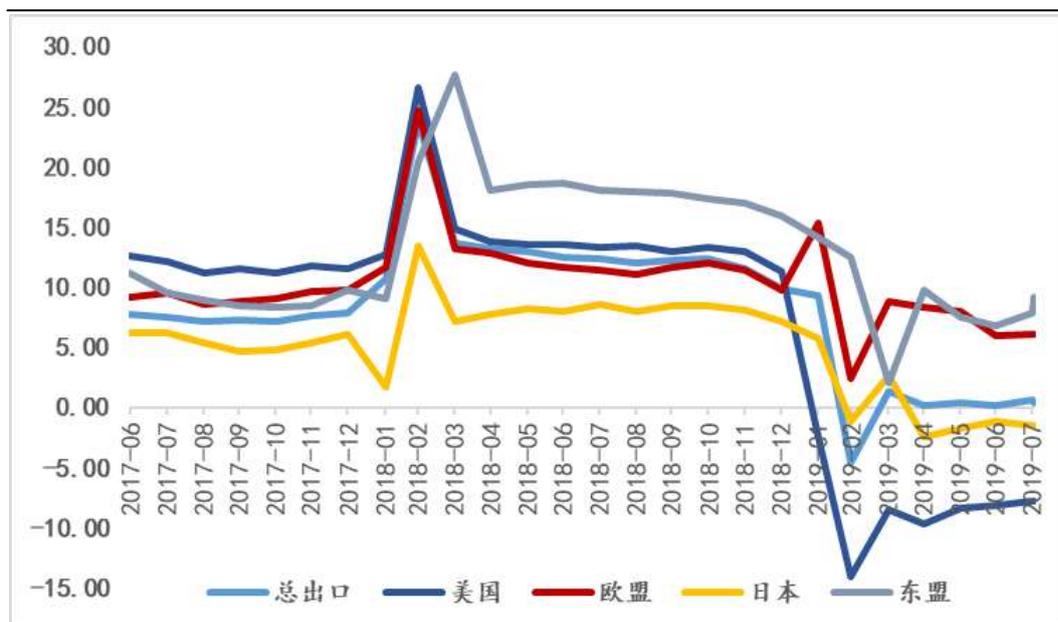
摘要:

- 对我国的影响? 加强了出口转移,然而外需全面放缓,出口继续承压:贸易战以来,我国加强了对欧盟、东盟等地区的出口转移,以对冲贸易摩擦影响。但与此同时,欧盟、东盟等国家在经济增速放缓的背景下,难以承接过高的商品转移,这些地区的支撑力度将逐渐减弱。另外,贸易渠道的建立与收缩都需要时间过程。即便后期贸易战有所缓和,商品在国家地区间的重新分配也是较为缓慢的,出口难以看到大幅度的跳升。况且目前贸易摩擦无缓和的迹象,其它国家需求整体向下,未来我国出口仍将继续下行。
- 对美国的影响? 美国的进出口同时恶化,贸易逆差进一步扩大,制造业下行:美国进口剔除贸易摩擦的因素后,显示内需也在走弱;另一方面,美国对进口商品征税也会抬升出口成本。对于美国高度依赖于进口的行业来讲,加征关税后则生产成本提高,从而抬升销售价格并影响出口情况。出口的持续下滑,使得美国制造业雪上加霜。
- 对于美国的经济状况来讲,贸易摩擦是促使其下滑的催化剂:出口下滑—恶化制造业—投资下行,企业缩小资本开支—就业以及薪资变差—居民个人收入减少—税改退坡后个人可支配收入放缓—个人消费支出减少,美国经济最大的支撑项也将逐渐走弱。
- 如贸易战短期内无法缓和,美国经济将按照上述逻辑逐步走弱,我国的出口继续承压,内需目前看到专项债额度提前下达以对冲地产的下行。然而除去土储、专项债外,可以申报额度的专项债类别仅有10%左右,再考虑批复流程等时滞,年内实际发行的规模预计较小,对冲力度有限。目前流动性宽松力度仍在,而实体部门缺乏有效需求,因此我们维持10年期国债利率将下行至2.8%的判断。

1 对我国的影响？加强出口转移，同时外需全面放缓

欧盟、东盟的出口重要性逐渐加强：2019年8月我国按美元计价出口同比增速-1%，较7月下降4.3%。按国别来看，对美出口增速继续下滑9.4%至-15.9%，对欧盟出口增速下滑3.3%至3.17%，对东盟出口增速下滑4.5%至11.2%。今年以来，我国对美出口持续为负增速，对欧盟及东盟地区增速虽较2018年也有放缓，但对这两个地区的出口占比有所提高，逐渐加强对美国的替代作用。与2018年初相比，美国在我国的出口占比由19%下降至17%，欧盟由16%上升至17.3%，东盟由12.5%上升至14%。

图1：我国对各主要经济体出口增速变动



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

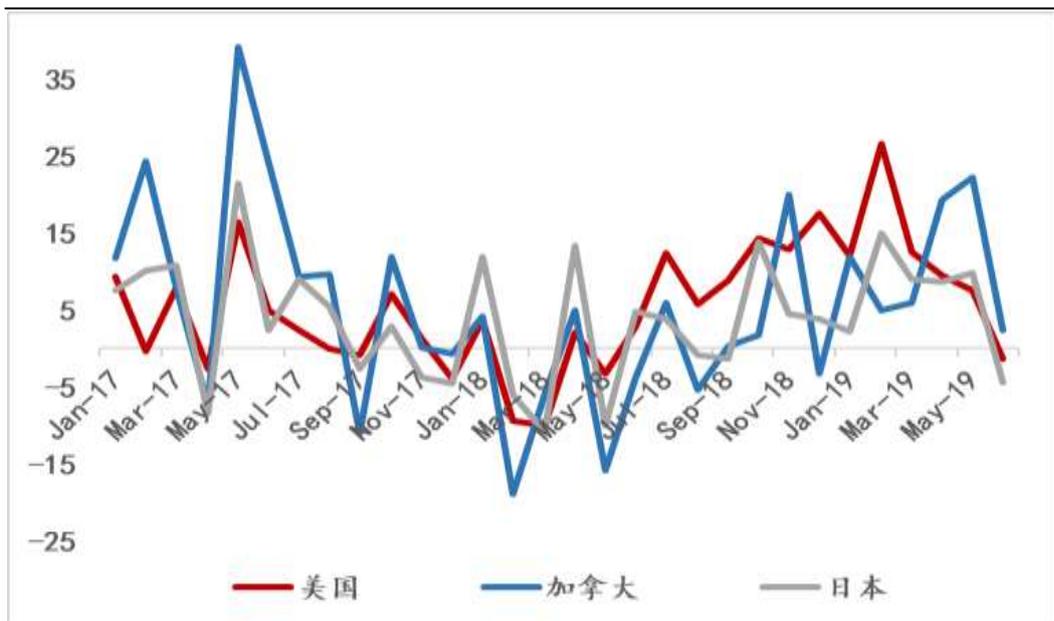
从货物类别来看，商品出口转移也是十分明显的。加征关税下，我国对美出口中占比靠前的商品增速均出现显著下滑：占比25%的“84章核反应堆、锅炉机械器具”增速由2018年初的20%快速下滑至目前的-16%，占比20%的“85章电机、电气、音像设备及其附件”增速由2018年初30%同样快速下滑至目前-7%，其它占比较高的家具、塑料制品、车辆零部件等增速都下滑明显。与此同时，这些商品在对欧盟的出口都保持了较高增速，如“85章”增速由2018年初的1%震荡上行到目前的12%，“94章家具”增速由1%上升至目前的18%。由此来看，重要的出口商品都逐渐形成了新的出口替代路径，以对冲美国贸易摩擦的影响。

但与此同时，欧盟、东盟等国家在经济增速放缓的背景下，难以承接过高的商品转移，出口增速也将缓慢下滑。从图1也可以看到，尽管欧盟、东盟等国家相对美国的出口增速表现强劲，但增速呈现出缓慢下行的趋势，而且与2018年的增速相比有明显的差异。欧元区制造业以及服务业PMI目前均在底部徘徊，8月欧元区制造业、服务业PMI分别为47、53.5，较年初下降3.5、0.2，制造业PMI已经接近2012年欧债危机时的水平。7月欧元区19国零售销售指数同比以及环比分别为2.2%、-0.6%，也属于较低水平，显示内需较为低迷。除中国以外，欧元区对其它主要国

家的进口增速都在放缓（图 2）。如欧元区对美国进口增速由 26% 下滑至 -1.4%，对加拿大由 12% 下滑至 2.3%，对日本由 4% 下滑至 -4%。

另外，贸易渠道的建立与收缩都需要时间过程。因此即便后期贸易战有所缓和，商品在国家地区间的重新分配也是较为缓慢的，出口难以看到大幅度的跳升。况且目前贸易摩擦无缓和的迹象，其它国家需求整体向下，未来我国出口仍将继续下行。

图 2：欧元区对其主要贸易伙伴进口增速都在下行



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

进口方面，由于我国对美国的反制措施，导致对美进口增速持续下滑，由 2018 年初的 20% 下滑至 -20%。而除美国之外，我国从日本、韩国以及欧盟等地区的进口增速都有不同程度的放缓，说明除去贸易战的因素，我国内需也在同步走弱。

2 对美什么影响？反制及成本抬升下出口下滑并恶化制造业：

2-1 美国进出口同时恶化：

贸易摩擦以来，美国的进出口同时恶化，贸易逆差进一步扩大。进口剔除贸易摩擦的因素后，显示内需也在走弱；而出口的持续下滑，使得美国制造业更加疲弱。

2019 年 6 月美国出口增速 -2.2%，较去年同期下滑 10.8%。一方面是遭受贸易摩擦的国家对美进行反制，2018 年以来特朗普对其主要贸易伙伴墨西哥、加拿大以及中国都发起了贸易冲突，反制之下，美国对这些国家的出口增速下滑十分明显。与 2018 年初相比，美国对加拿大出口增速由 10% 下滑至目前的 -2%，对墨西哥出口增速由 20% 下滑至目前的 -3%，对我国出口增速由 7% 放缓至 -13%。另一方面，欧洲以及其它美国主要出口国家的增速放缓导致的出口放缓，如德国、英国以及荷兰等。

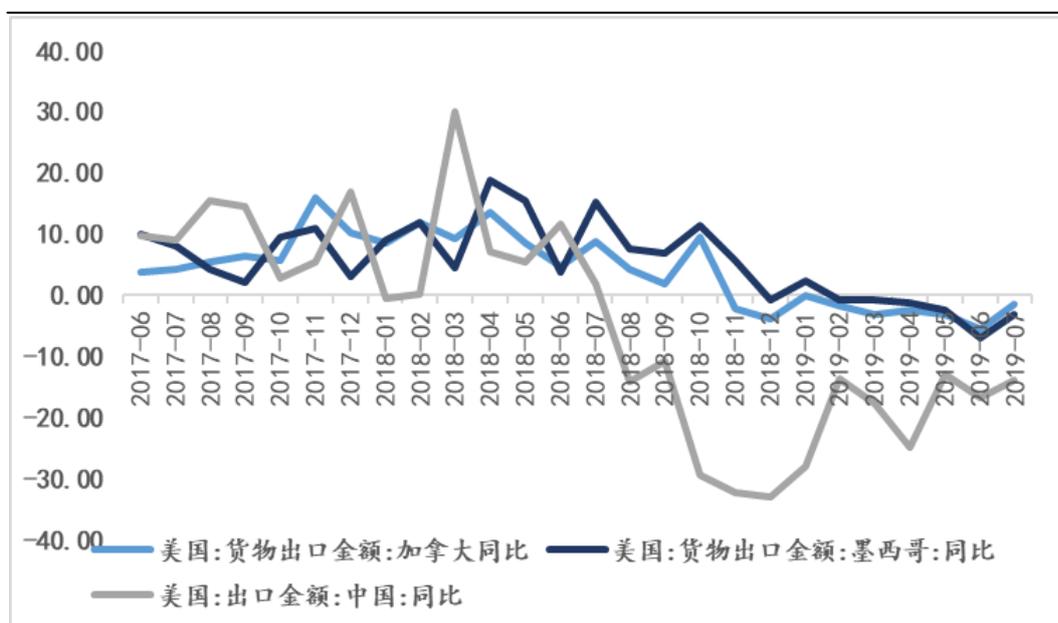
2019 年 6 月，美国进口增速 1.18%，较去年同期增速下滑近 8%。除去贸易摩擦因素，内需放缓也是进口下滑的原因：特朗普对主要贸易伙伴发动的贸易战的影响下，2018 年 9 月以来，美国从中国、加拿大以及墨西哥的进口增速均明显下滑。2018 年 9 月到

2019年6月，美国从中国进口增速由10.1%回落至-12.5%，从墨西哥进口增速由13.3%回落至3.2%，从加拿大进口增速由9.3%回落至-1.2%。除了这些国家，美国从法国、意大利等国家的进口增速也有明显放缓。分商品来看，除去电力机械、电信设备等被加征关税商品下滑明显外，杂项制品、服装衣着的增速较去年也下滑了14%、7%。与贸易摩擦无关的国别进口增速、商品进口增速的下滑，反映美国内需也有所走弱。

另一方面，美国对于进口商品征税也会抬升出口成本。对于美国高度依赖于进口的行业来讲，加征关税后则生产成本提高，从而抬升销售价格并影响出口情况。例如美国对进口钢铁征税后，其挖掘机出口销量即出现下滑。

因此，美国对主要伙伴进口征税的行为，从反制以及抬升出口成本两个层面，恶化了自身的出口，并将进一步恶化自身制造业情况。

图3：美国对其主要贸易伙伴出口增速均在放缓



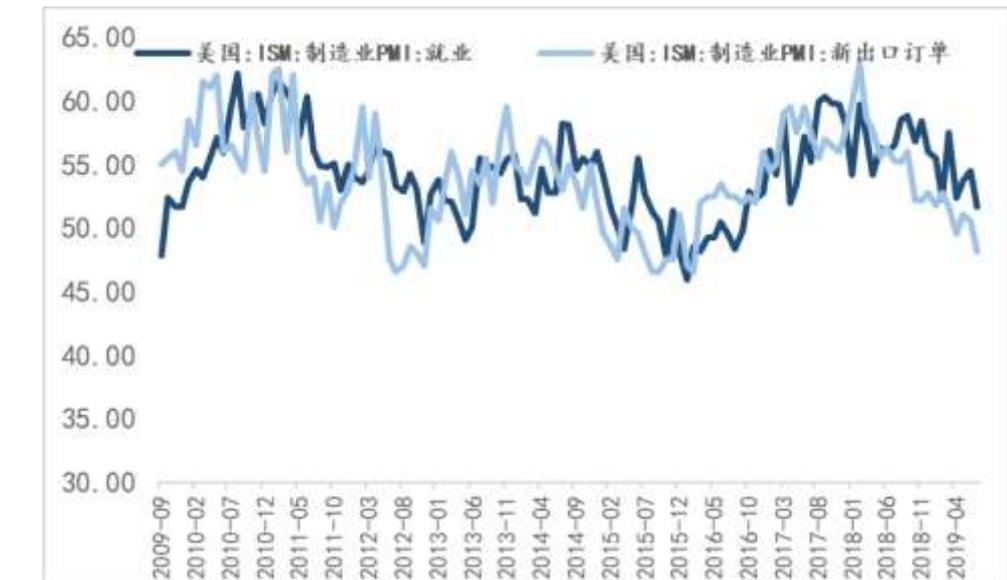
数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

2-2 出口下滑令美国制造业雪上加霜

制造业为当前美国经济最为薄弱的环节，整体表现为景气度低并且终端需求较弱：制造业 PMI 持续下滑，从 2018 年 8 月高点 61.3 下滑至 51.2。其中新订单指数由 65.1 回落至 50.8，产出指数由 63.3 回落至 50.8，生产与需求均下滑明显。就业方面，制造业雇佣数自 2019 年 1 月开始同比下滑，2019 年 7 月同比增速-12%；薪资方面，制造业平均周薪同比增速也出现趋势性下滑。2018 年 7 月薪资增速保持 2% 左右，与通胀水平基本持平，而 2019 年 7 月周薪增速仅有 0.98%，低于通胀。制造业就业表现为雇佣数下滑以及薪资放缓，也是制造业低迷的结果。

美国制造业的下游需求中，私人住宅投资处于筑底回升的过程，政府投资受制于杠杆率也在回落趋势，出口的下滑更是拖累了终端需求。因此特朗普的贸易政策不仅没有使制造业回流，反而在出口不断恶化的情况下令制造业雪上加霜。

图4：贸易摩擦后美国出口订单以及就业 PMI 持续下滑



数据来源: Wind, 第一创业研究整理。

对于美国的经济状况来讲, 贸易摩擦是促使其下滑的催化剂: 出口下滑—恶化制造业—投资下行, 企业缩小资本开支—就业以及薪资变差—居民个人收入减少—税改退坡后个人可支配收入放缓—个人消费支出减少, 美国经济最大的支撑项也将逐渐走弱。

如贸易战短期内无法缓和, 美国经济将按照上述逻辑逐步走弱, 我国的出口继续承压, 内需目前看到专项债额度提前下达以对冲地产的下行。然而除去土储、专项债外, 可以申报额度的专项债类别仅有 10%左右, 再考虑批复流程等时滞, 年内实际发行的规模预计较小, 对冲力度有限。目前流动性宽松力度仍在, 而实体部门缺乏有效需求, 因此我们维持 10 年期国债利率将下行至 2.8% 的判断。

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_10244

