

进出口如期回落，外需不振亟待加码刺激消费

——2019年8月外贸数据点评

宏观数据点评

2019年09月09日

报告摘要：

8月份，我国进出口总值3947.6亿美元，下降3.2%。其中，出口2148亿美元，下降1%，预期增长2%，前值增长3.3%；进口1799.6亿美元，下降5.6%，预期下降5.9%，前值-5.6%上修为-5.3%；贸易顺差348.4亿美元，扩大32.5%。

● 8月进出口如期回落

进出口回落方向上符合预期，但是外需不振导致出口不及预期。8月份美国和欧盟的消费信心指数均明显回落，与出口下降相契合。

● 对东盟进口增长或表明消费受制于预算不足

对东盟进口维持增长一方面表明中国生产要素成本上升导致本国产品在价格上竞争力不足，需要通过技术创新提高附加值；一方面表明国内消费受制于预算不足，低价产品受到广大消费者欢迎。

● 货币宽松不可恃，亟待加码刺激消费

货币宽松无法解决投资低效率问题，盲目刺激投资固然可以在短期内稳定需求，却也可能加剧产能过剩和高杠杆，调整成本更高。而消费和科技创新驱动则是中国经济转型的方向，通过刺激消费实施逆周期管理的调整成本相对较小。在人民币兑美元汇率8月份贬值2.13%的情况下，出口大幅回落表明外需不振仅靠贬值难以有效对冲，亟待加码刺激消费扩大内需。

● 风险提示：

中美贸易摩擦加剧，人民币超预期升值，货币财政政策超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一、8月进出口如期回落	3
1、8月进出口如期回落.....	3
2、美国仍是出口主要拖累项，对东盟进口增长或表明消费受制于预算不足	3
3、高新技术产品和机电产品出口回落.....	4
4、铁矿石稳定进口，飞机拖累进口	4
二、货币宽松不可恃，亟待加码刺激消费.....	5
风险提示：	5

8 月份，我国进出口总值 3947.6 亿美元，下降 3.2%。其中，出口 2148 亿美元，下降 1%，预期增长 2%，前值增长 3.3%；进口 1799.6 亿美元，下降 5.6%，预期下降 5.9%，前值-5.6%上修为-5.3%；贸易顺差 348.4 亿美元，扩大 32.5%。

我们认为：

(1) 进出口回落方向上符合预期，但是外需不振导致出口不及预期。8 月份美国和欧盟的消费信心指数均明显回落，与出口下降相契合。

(2) 对东盟进口维持增长一方面表明中国生产要素成本上升导致本国产品在价格上竞争力不足，需要通过技术创新提高附加值；一方面表明国内消费受制于预算不足，低价产品受到广大消费者欢迎。

(3) 货币宽松无法解决投资低效率问题，盲目刺激投资固然可以在短期内稳定需求，却也可能加剧产能过剩和高杠杆，调整成本更高。而消费和科技创新驱动则是中国经济转型的方向，通过刺激消费实施逆周期管理的调整成本相对较小。在人民币兑美元汇率 8 月份贬值 2.13% 的情况下，出口大幅回落表明外需不振仅靠贬值难以有效对冲，亟待加码刺激消费扩大内需。

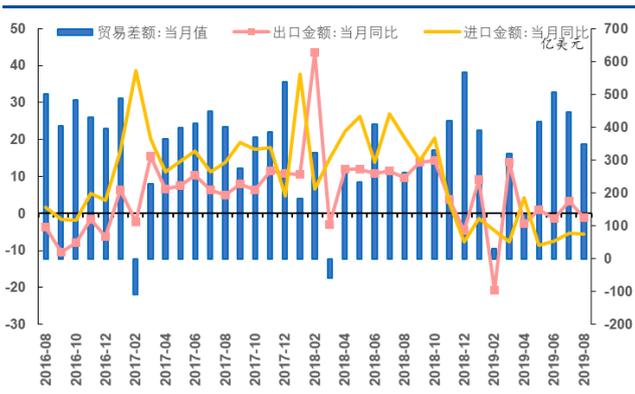
一、8 月进出口如期回落

1、8 月进出口如期回落

8 月份，我国进出口总值 3947.6 亿美元，下降 3.2%。其中，出口 2148 亿美元，下降 1%，预期增长 2%，前值增长 3.3%；进口 1799.6 亿美元，下降 5.6%，预期下降 5.9%，前值-5.6%上修为-5.3%；贸易顺差 348.4 亿美元，扩大 32.5%。

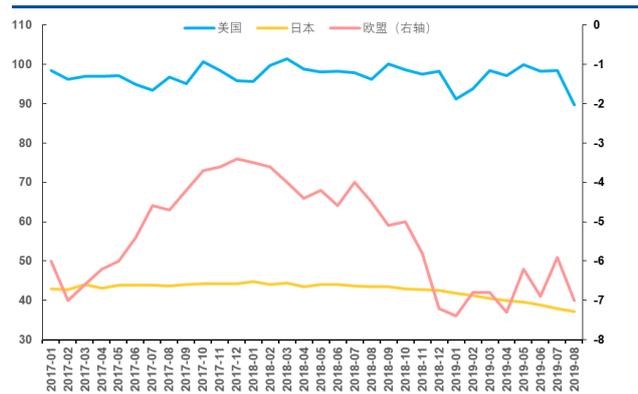
我们认为，进出口回落方向上符合预期，但是外需不振导致出口不及预期。8 月份美国和欧盟的消费信心指数均明显回落，与出口下降相契合。

图 1：8 月按美元计价进出口如期回落 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：主要经济体消费信心指数回落 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

2、美国仍是出口主要拖累项，对东盟进口增长或表明消费受制于预算不足

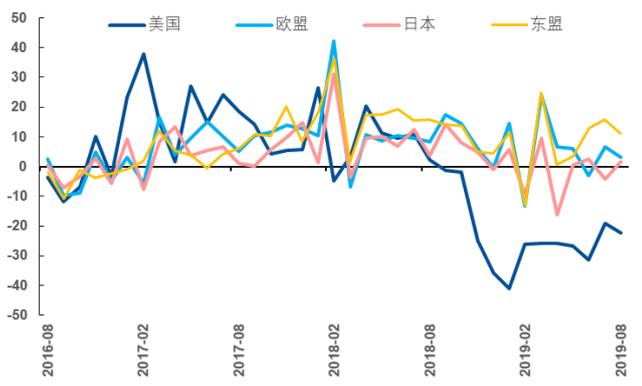
美国仍是出口主要拖累项。2019 年 8 月中国对美国出口当月同比回落 22.3%，降幅较 7 月进一步扩大。中国对东盟和东盟出口当月同比增长 3.2% 和 11.3%，分别较上月回落 3.4 和 4.5 个百分点。对日本出口当月同比增长 1.5%，较上月回升 5.6 个百分点。

2019 年 8 月中国对美国、东盟进口当月同比回落 22.3% 和 5.3%，分别较上月回落 3.2

和 1.9 个百分点。对日本进口同比下降 8.8%，较上月回升 4.3 个百分点；对东盟进口同比增长 7.6%，较上月回升 5.2 个百分点。

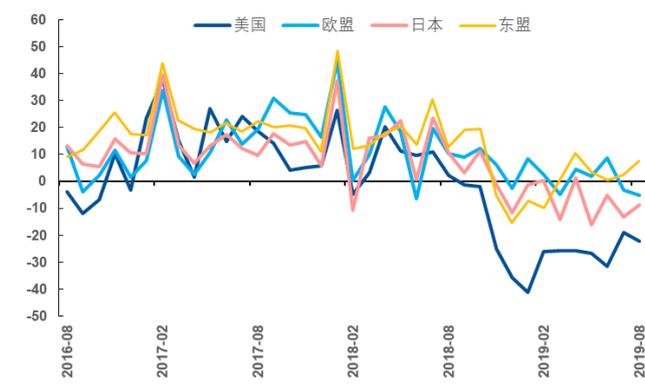
对东盟进口维持增长或表明中国消费受制于预算不足。与美国、欧盟和日本不同，东盟生产的产品大都为劳动密集型产品，价格相对较低。对东盟进口维持增长一方面表明中国生产要素成本上升导致本国产品在价格上竞争力不足，需要通过技术创新提高附加值；一方面表明国内消费受制于预算不足，低价产品受到广大消费者欢迎，这也与拼多多在国内的快速发展相契合。

图 3：主要国家出口当月同比增速对比 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：主要国家进口当月同比增速对比 (%)

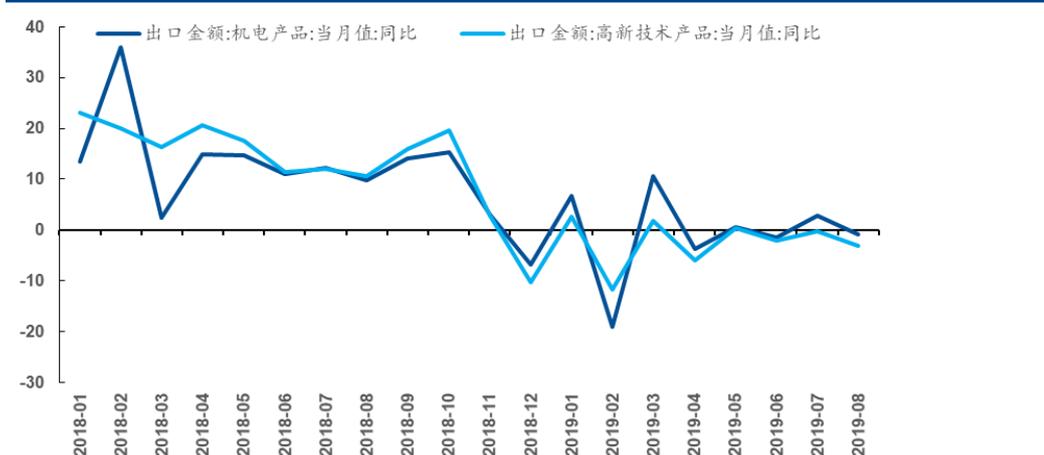


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、高新技术产品和机电产品出口回落

2019 年 8 月中国高新技术产品当月同比下降 3.2%，机电产品出口下降 0.9%，分别较上月回落 3.0 和 3.8 个百分点。

图 5：高新技术产品和机电产品出口回落 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

4、铁矿石稳定进口，飞机拖累进口

从主要商品来看，2019 年 8 月中国铁矿石进口当月同比增加 48.7 亿美元，为主要的进口增加项。飞机进口当月同比减少 17.2 亿美元，为主要的进口拖累项。

二、货币宽松不可恃，亟待加码刺激消费

货币政策作用于实体经济可以有多条传导机制：其一是生产机制，通过利率下降减少消费促进投资，通过资源流向高效率的企业扩大产出，通过做大蛋糕促进经济增长，这也是中国主要的货币政策传导机制。其二是再分配机制，通过利率降低刺激资产价格上涨，再通过财富效应促进消费增长。譬如，房地产价格上升可以通过财富效应、流动性约束缓解效应和信心效应促进私人消费，也可以通过预算约束效应、替代效应抑制私人消费（Ludwing 和 Slok, 2002）。Muellbauer（2008）发现信贷市场自由化之后高房价才能促进消费，信贷市场发展滞后时高房价会抑制消费。英国和美国在信贷市场自由化之前房地产没有财富效应，而现在住房抵押效应非常显著，约为股市财富效应的 2 倍。2019 年 9 月 4 日，美联储前主席艾伦-格林斯潘也表示，美国股市将决定美国是否走向衰退。这也是特朗普一再敦促美联储降息的重要原因。而中国却缺乏财富效应，以致于房地产对消费的挤出效应超越了拉动效应（见《挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍应坚持》）。

中国经济的问题根源在于投资效率不足，而非投资总量不足。供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。根据徐忠和贾彦东（2019）的《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》，近年来中国潜在产出增速的趋势性放缓主要源于高投资并未形成有效资本，进而导致有效资本投入对潜在产出的拉动力持续走低。货币宽松无法解决投资低效率问题，盲目刺激投资固然可以在短期内稳定需求，却也可能加剧产能过剩和高杠杆，调整成本更高。而消费和科技创新驱动则是中国经济转型的方向，通过刺激消费实施逆周期管理的调整成本相对较小。在人民币兑美元汇率 8 月份贬值 2.13% 的情况下，出口大幅回落表明外需不振仅靠贬值难以有效对冲，亟待加码刺激消费扩大内需。

9 月降准不改稳健货币政策取向。一方面，此次降准与 9 月中旬税期形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定，而且定向降准分两次实施，也有利于稳妥有序释放资金。因此，此次降准并非大水漫灌，稳健货币政策取向没有改变。另一方面，在贷款需求不足和专项债加快发行的情况下，降准释放的资金有利于确保专项债顺利发行。

利率市场化有助于提高投资效率，降息应待 LPR 应用得到落实。根据 Wind 数据，2019 年上半年中国金融业净利润占全体上市公司的 48.5%。虽然低于上年同期，但是金融业尤其是银行业挤压实体经济利润仍是不争的事实。虽然监管层加强了对房地产信贷的管控，但是由于地方财政压力加大，市场上仍然存在房地产调控可能放松和房价大涨的预期。只要有利可图，就难以杜绝资金流入房地产市场。在降准的同时，9 月份下调 MLF 利率可能向市场传递货币稳健基调转变的信号，不利于推进供给侧结构性改革。

风险提示：

中美贸易摩擦加剧，人民币超预期升值，货币财政政策超预期。

插图目录

图 1: 8 月按美元计价进出口如期回落 (%)	3
图 2: 主要经济体消费信心指数回落 (%)	3
图 3: 主要国家出口当月同比增速对比 (%)	4
图 4: 主要国家进口当月同比增速对比 (%)	4
图 5: 高新技术产品和机电产品出口回落 (%)	4

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_10291

