

宏观点评

人民币“破7”对出口影响几何？——兼评7月贸易数据

事件：以美元计，7月中国出口同比3.3%（预期-1%，前值-1.3%）；进口同比-5.6%（预期-9%，前值-7.4%）；贸易顺差450.5亿美元（预期426.5亿，前值509.7亿）。

核心结论：

1、7月出口超预期反弹，新兴市场是主支撑。7月中国对东盟、韩国、印度、巴西的出口增速分别较上月提升2.7、6.3、12.6、33.8个百分点（尤其是对东盟出口增速为15.6%，1-7月累计9.1%），是7月我国出口改善的主贡献。此外，也应和6月底G20峰会中美冲突缓和进而提振了出口信心有关。往后看，尽管8月有望继续抢出口（9月1日3000亿、10%的关税有可能生效），但鉴于全球经济趋弱和高基数，3季度出口大概率继续承压。

2、7月进口超预期回升，主因对美进口尤其是农产品采购增加。分国别看，7月中国对欧盟、日本进口增速有所下滑，对美国则明显回升；分商品看，7月农产品、钢材、铁矿石的进口增速有所回升，原油、汽车进口增速有所回落。和出口一样，如此表现也应和6月底G20峰会后中国逐步增加对美进口有关。往后看，重申前期观点：随着减税降费 and 稳就业等政策落地，企业端和居民端需求有望边际改善，从而进口将有所修复。但考虑到第三季度的基数较高和中国经济下行压力仍大，预计进口增速难以出现持续、大幅的抬升。

3、继续跟踪下半年贸易形势的五大变量，即：中美贸易谈判进展、我国稳外贸的效果、越南等国加强原产地核查对转口贸易的影响、全球经济景气度、人民币汇率。往后看，五大跟踪变量仍将有效，可继续关注，其中：**鉴于人民币时隔10年再“破7”，本报告将重点分析其对出口的具体影响。**

- 人民币兑美元贬值有助于改善中国对美出口，但对总出口贡献有限。历史数据显示，人民币兑美元贬值与中国对美出口增速强正相关，但与中国对非美国家出口增速的相关性并不显著。
- 人民币贬值更利好低端制造业，并不利于外贸转型升级。统计发现，人民币汇率与服装鞋帽、玩具家具等低端制造业出口增速正相关性较强，但与高新技术产品、机电产品的出口增速负相关，可能是因为高端制造业部分核心零部件和技术设备依赖进口，人民币贬值将抬高其生产成本。
- 人民币持续贬值将加剧资本外流压力，稳外储、稳预期压力加大。“811汇改”后，人民币兑美元持续大贬，期间外储也大降至3万亿美元关口。
- 总体看，汇率大幅贬值有利有弊，对出口拉动作用有限，也并非应对贸易摩擦的长久之计。倾向于认为，人民币断崖式下跌可能性很低，综合考虑加关税的对冲需求和技术线推演，7.2-7.3有望成为下一道“防线”。

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 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《人民币十年来再“破7”，会有四大考验》2019-08-08
- 2、《关注下半年进出口链条的五大变量——兼评6月贸易数据》2019-07-14
- 3、《关注出口链条的三大潜在变化——5月贸易数据点评》2019-06-10
- 4、《出口仍将承压，进口难持续抬升——4月贸易数据点评》2019-05-09
- 5、《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



内容目录

7月出口超预期走高，但后续仍不容乐观	3
7月进口增速改善，主因对美进口尤其是农产品采购增加	3
7月贸易顺差有所缩小，对美国顺差大幅缩小	4
继续跟踪进出口链条五大变量，人民币“破7”对出口影响“几何”	5
风险提示	9

图表目录

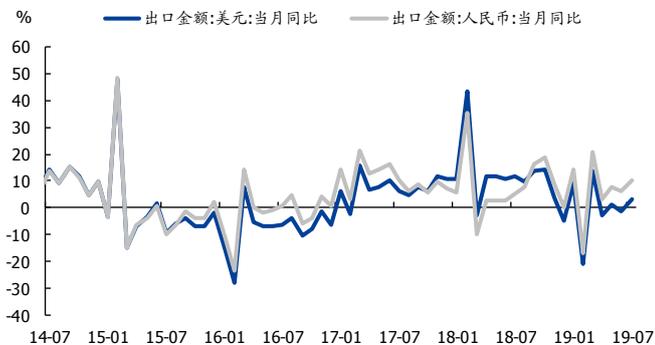
图表 1: 7月中国出口同比超预期回升	3
图表 2: 7月中国对美欧出口同比小幅回升	3
图表 3: 7月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回升	3
图表 4: 7月主要商品出口同比普遍回升	3
图表 5: 7月中国进口同比超预期回升	4
图表 6: 7月中国对美国进口增速明显回升	4
图表 7: 7月中国对主要新兴经济体进口同比普遍回升	4
图表 8: 7月中国主要商品进口同比普遍回升	4
图表 9: 中国对主要发达经济体贸易差额走势	5
图表 10: 中国对主要新兴经济体贸易差额走势	5
图表 11: 中国对美国进出口及贸易差额变化	5
图表 12: 7月美国 ISM 制造业 PMI 下滑至近 3 年新低	5
图表 13: 6月越南对美国出口增速下滑明显	6
图表 14: 美元兑人民币与中国总出口增速具有一定的正相关性	7
图表 15: 美元兑人民币与中国对美出口增速相关性较强	7
图表 16: 美元兑人民币与中国对非美国国家出口增速相关性较弱	7
图表 17: 美元兑人民币与低端制造业产品出口增速相关性较强	8
图表 18: 美元兑人民币与高端制造业产品出口增速呈负相关性	8
图表 19: 811 汇改后人民币持续贬值，资本外流压力加大	8
图表 20: 811 汇改后，外商投资大幅放缓	8
图表 21: 811 汇改后，股市出现暴跌	8
图表 22: 811 汇改后，央行为稳汇率动用大量外汇储备	8

7月出口超预期走高，但后续仍不容乐观

7月出口同比超预期回升，新兴市场是主贡献。以美元计，7月中国出口同比3.3%（预期-1%，前值-1.3%）；以人民币计，7月中国出口同比10.3%（预期7%，前值6%）。分国家来看，7月中国对东盟、韩国、印度、巴西的出口增速分别较上月提升2.7、6.3、12.6、33.8个百分点（尤其是7月当月对东盟出口增速为15.6%，1-7月累计9.1%），对美国出口从-1.4%则小幅收窄至-1.2%。从主要出口商品类别来看，服装、玩具、高新技术产品、机电产品出口增速均有所提升。此外，7月出口改善，也应和6月底G20峰会中美冲突缓和，进而提振了出口信心有关。

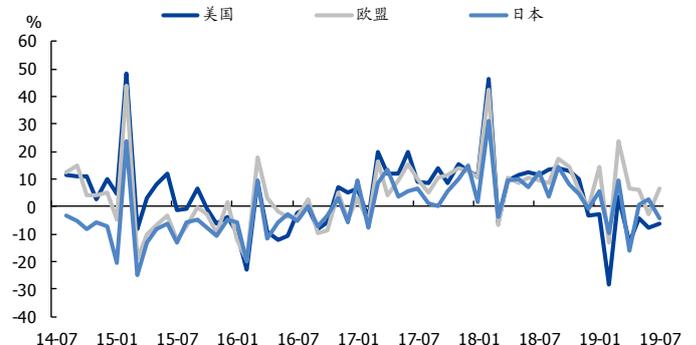
往后看，8月有望继续抢出口（9月1日3000亿、10%的关税有可能生效），但鉴于全球经济趋弱和高基数，出口大概率继续承压。

图表 1: 7月中国出口同比超预期回升



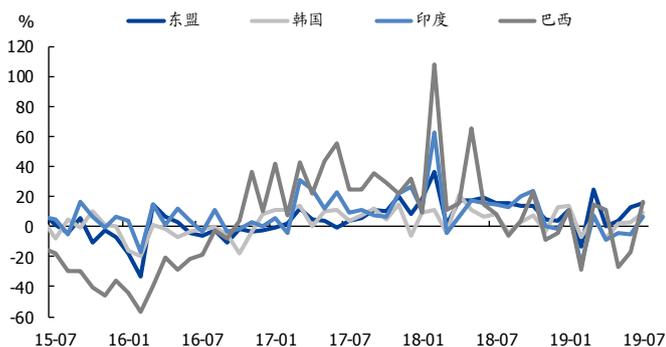
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 7月中国对美欧出口同比小幅回升



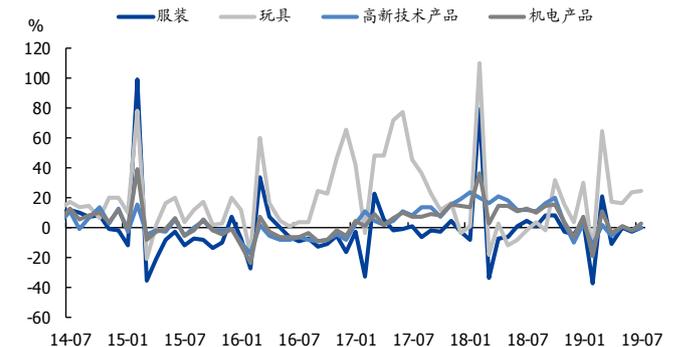
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 7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: 7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

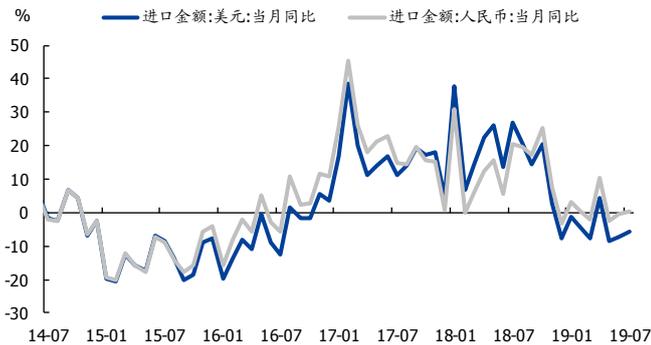
7月进口增速改善，主因对美进口尤其是农产品采购增加

7月进口同比超预期回升。以美元计，7月进口同比-5.6%（预期-9%，前值-7.4%）；以人民币计，7月进口同比0.4%（预期-3.3%，前值-0.4%）。分国别看，7月中国对欧盟、

日本进口增速有所下滑，对美国的进口增速明显回升，对主要新兴经济体的进口增速普遍回升。主要进口商品方面，7月农产品、钢材、铁矿石的进口增速有所回升，原油、汽车进口增速有所回落（汽车进口增速大幅回落，主要受去年7月1日实施的进口车关税下调政策影响）。不难看出，6月底G20峰会中美谈判有了缓和迹象，中国在7月开始逐步增加对美农产品的采购，包括大豆、高粱、猪肉等，表现为对美进口增速改善的同时农产品进口增速改善，这在一定程度上对7月进口提供了支撑。

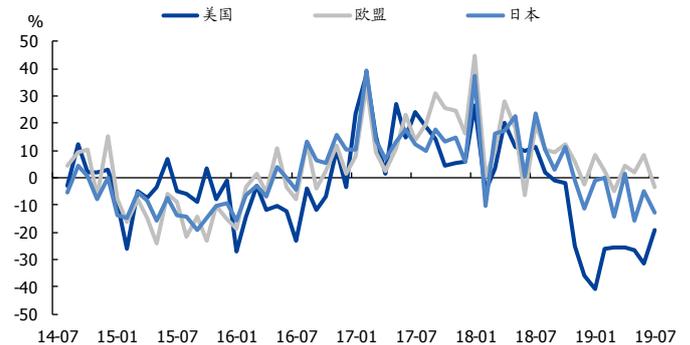
重申前期观点：未来进口增速有望修复，但难以持续、大幅抬升。随着减税降费 and 稳就业等政策的落地，企业端和居民端需求有望边际改善，内需有望好转，从而进口增速有望迎来一定程度的修复。但考虑到第三季度的基数较高，预计进口增速难以出现持续、大幅的抬升。

图表 5: 7月中国进口同比超预期回升



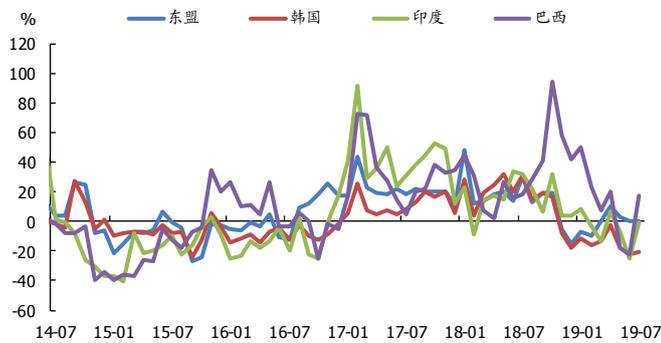
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 7月中国对美国进口增速明显回升



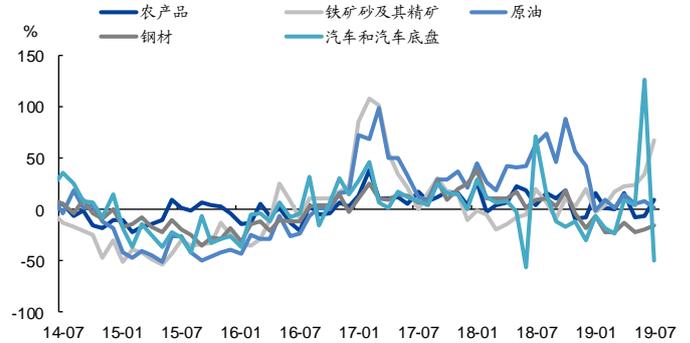
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 7月中国对主要新兴经济体进口同比普遍回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 7月中国主要商品进口同比普遍回升

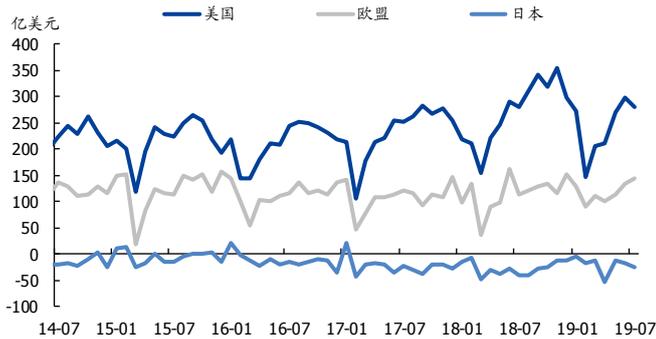


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

7月贸易顺差有所缩小，对美国顺差大幅缩小

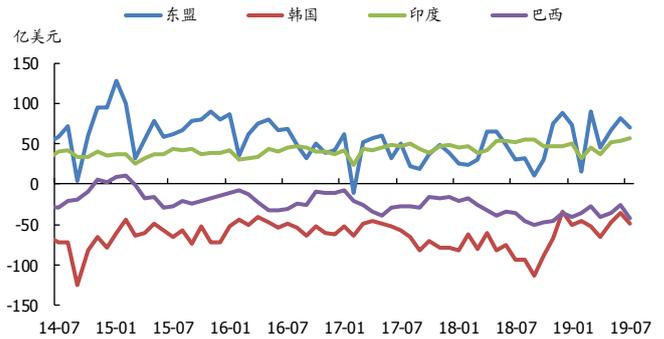
7月贸易顺差缩小但仍高于预期。以美元计，7月中国贸易顺差450.5亿美元（预期426.5亿，前值509.7亿）；以人民币计，7月中国贸易顺差3102.6亿元（预期3100亿，前值3451亿）。分国家来看，发达经济体中，7月中国对美国的贸易顺差下滑明显，对欧盟顺差有所提升，对日本逆差有所扩大；新兴经济体中，中国对东盟的贸易顺差下滑，对印度顺差扩大，对韩国、巴西的逆差扩大。

图表 9: 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

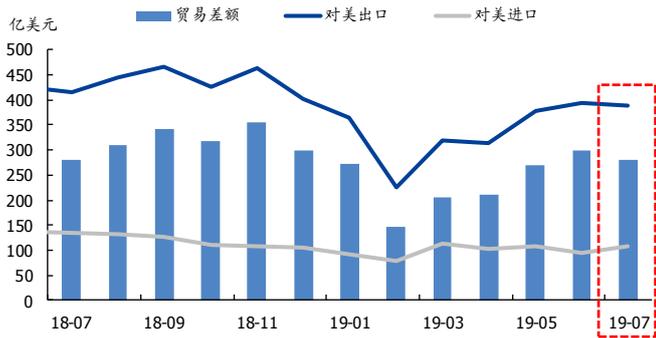
图表 10: 中国对主要新兴经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

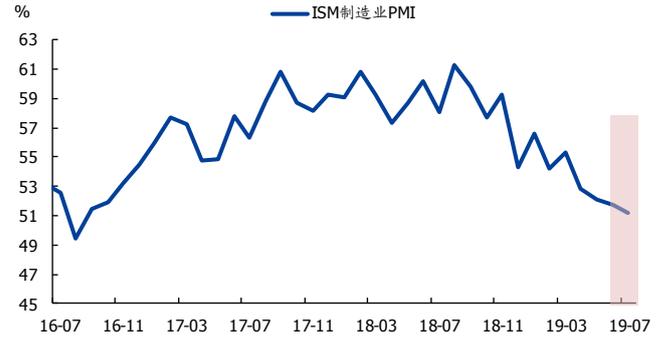
7月对美顺差下滑明显。7月中国对美贸易顺差为279.7亿美元,较前值下滑19.5亿美元,下滑幅度为所有贸易国中最大。其中7月对美出口环比下降4.3亿美元,对美进口环比提升15.2亿美元。7月对美出口下滑,主因美国经济放缓带来的需求走弱,表现为美国7月ISM制造业PMI下滑至51.2%,为近3年新低。7月对美进口增加,主要缘于中国为落实G20共识以及迎接新一轮谈判,在7月加大了对美国农产品的进口。

图表 11: 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 12: 7月美国ISM制造业PMI下滑至近3年新低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

继续跟踪进出口链条五大变量,人民币“破7”对出口影响“几何”

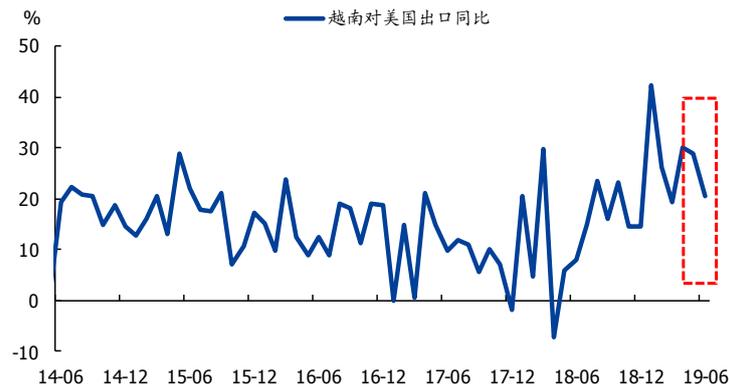
在前期报告《关注下半年进出口链条的五大变量》中我们指出,跟踪下半年贸易形势有五大变量,即:中美贸易谈判进展、我国稳外贸举措的效果、越南等国加强原产地核查对转口贸易的影响、全球经济景气度和人民币汇率。往后看,这五大变量仍有效,建议继续跟踪,其中:考虑到8月以来人民币时隔10年再“破7”,本报告将重点分析人民币贬值对出口的具体影响。

变量一:中美贸易谈判进展。8月2日凌晨特朗普表示,将从9月1日起对中国剩余的3000亿美元商品加征10%的关税,随后我国表态也将视情况采取必要的反制措施。维持此前判断,当前中美谈判窗口仍在,但展望中长期,中美关系已从过去20多年“蜜月期”进入“紧平衡”,中美贸易摩擦难以实质性缓和、且将继续冲突不断,中美关系也将成为今后数十年全球的大变量。此外,也需要关注7月以来日韩冲突的后续演化。

变量二：我国稳外贸举措的效果。7月10日国务院常务会议再提稳外贸，并提出了完善出口退税政策等多项措施，包括完善出口退税政策、更好发挥出口信用保险作用、加快发展跨境电商、培育进口贸易示范区、降低口岸收费等等。

变量三：越南等国加强原产地核查对转口贸易的影响。去年下半年以来部分中国出口商为规避关税“借道”东南亚国家出口到美国，其中典型代表是越南。越南海关6月9日发表声明称，将加大对原产地的核查和惩罚力度，6月越南对美出口增速也由29%下降至20%。往后看，随着其他国家加大对原产地核查，在中美谈判未见明显缓和的情形下，我国“借道”他国转口至美国的难度有可能加大。

图表 13: 6月越南对美国出口增速下滑明显



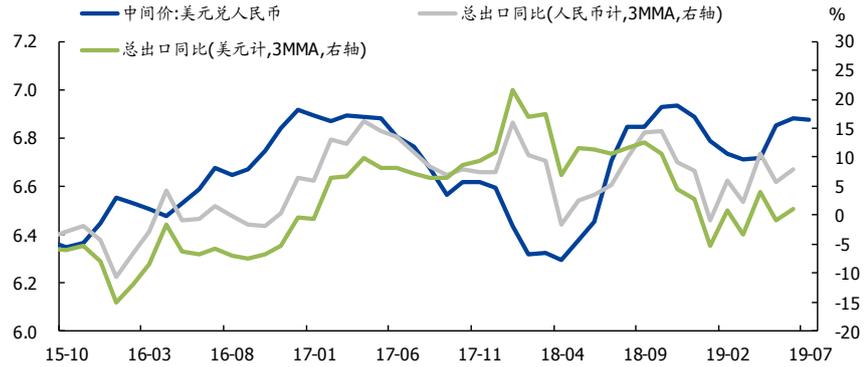
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

变量四：全球经济景气度。数据显示，7月美国和欧元区 PMI 继续降逾 0.5 个百分点，7月日本和中国 PMI 小幅回升但仍低于荣枯线，总体看，全球经济下行压力日渐加大。历史数据也表明，全球经济景气与我国出口表现高度正相关。

变量五：人民币汇率，尤其“破7”了对出口究竟有何影响？我们此前报告曾多次指出，若中美谈判再恶化，人民币贬值压力将再凸显并有可能“破7”。时至8月，人民币离岸汇率、在岸汇率和兑美元中间价均已“破7”。对此，央行“答记者问”直接指出，“受单边主义和贸易保护主义措施及对中国加征关税预期等影响，人民币对美元汇率有所贬值，突破了7元”。确实，人民币“破7”的直接原因是中美贸易冲突升级，不过，本质原因显然是中国经济下行压力大。往后看，根据央行公开表态以及最新公布的二季度货币政策执行报告，人民币汇率将坚持以我为主、兼顾国际。具体到进出口链条，需要关注的是，人民币贬值究竟对出口有多大的提振作用？

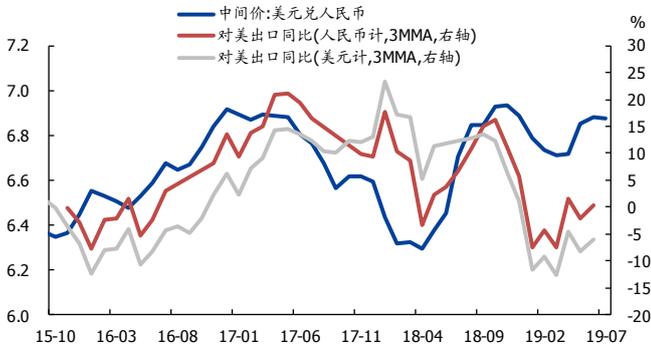
其一，人民币兑美元贬值有利于对美出口，但对总出口拉动有限。无论是以美元计价还是以人民币计价的数据，人民币兑美元汇率与中国总出口增速呈现出一定的正相关性。但拆分国家来看，人民币兑美元汇率与中国对美出口增速的正相关性明显更强，而与中国对非美国出口增速的相关性较弱。

图表 14: 美元兑人民币与中国总出口增速具有一定的正相关性



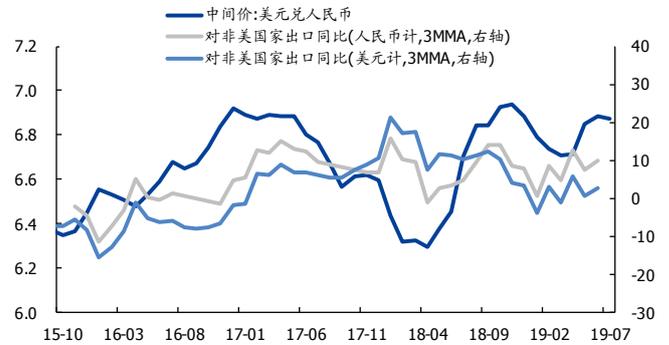
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美元兑人民币与中国对美出口增速相关性较强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 美元兑人民币与中国对非美国国家出口增速相关性较弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其二，人民币贬值有利于低端制造业产品出口，对高端制造业产品出口有负面作用。由于低端制造业原材料大部分来自国内，且生产所需的技术水平较低，人民币贬值对其出口会更加有利，历史上看美元兑人民币与服装鞋帽、玩具家具的出口增速有较强的正相关性。对比之下，高端制造业产品的关键零部件和核心技术设备往往依赖进口，人民币贬值将导致其生产成本抬升，对其出口不利，统计发现，美元兑人民币与高新技术产品、机电产品的出口增速呈现出一定的负相关性。

以上研究也揭示了类似结论，比如，刘科峰、顾晓敏(2018)发现，人民币兑美元升值10%

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_10798



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>