

未来影响出口增速的几个关键因素

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 未来影响出口增速的几个关键因素

出口增速从2018年全年的9.87%下降至2019年1-7月的0.6%，出口对经济的拉动不仅直接体现在净出口额本身，出口还具有投资溢出效应、消费溢出效应，另外，贸易还具有技术外溢效应，这会影响中国的长期经济增长。历史数据表明出口增速下行期间，名义GDP与实际GDP增速一般不会太好。我们梳理影响未来出口增速的几个关键因素。

全球经济下行。央行在2019年二季度货币政策执行报告中的专栏提到“全球经济增长疲弱，面临下行风险”，摩根大通全球制造业PMI自2018年4月起连续下行，从53.5%降至2019年7月的49.3%，且已连续三个月跌破荣枯线。OECD综合领先指标自2018年以来也连续下行，目前处于2010年以来的最低值。全球经济放缓决定中国出口增速下行的大趋势，后续关注全球经济下行幅度与持续性，尤其是美国经济是否具有韧性，参考1995年和1998年美联储预防性降息，后续美国经济可能在2%的潜在经济增速附近波动。

贸易摩擦。加征关税扰乱出口节奏与企业预期，短期导致企业抢出口，抢出口结束后，加征关税商品出口增速会快速下滑，长期影响全球产业链分工，2019年以来对东盟出口占比回升可能是未来产业链变迁的一个缩影。如果后续3000亿美元关税落地，在短暂抢出口结束后，关税将对四季度出口金额形成拖累，不过考虑到四季度基数偏低，出口同比增速可能不至于失速下行。

汇率贬值。在外部环境复杂的环境下，汇率作为一个可用的政策工具显得更加重要。人民币实际有效汇率领先出口同比增速，人民币适度贬值有利于改善出口，改善制造业投资和生产，增加货币政策自主性，缓解经济下行压力。8月初人民币大幅贬值，出口增速可能滞后受到提振。不过从基本面对政策目标角度来看，未来人民币持续单边贬值可能性相对较小，汇率贬值提振出口的持续性和力度可能较为有限。

价格因素。出口金额是包含价格的指标，统一计价单位后，出口价格指数与PPI增速高度相关，三季度可能是PPI同比增速底部区域，四季度重回上升趋势，因此，三季度价格因素对出口增速可能拖累较大。

整体而言，在全球经济企稳或者贸易环境显著改善(例如停止加征关税)之前，出口增速在大趋势上还是下行，从价格和基数分布来看，三季度可能是出口压力较大的时期，同时，关税、汇率可能会扰乱出口节奏与出口企业预期。

● 风险提示：全球贸易摩擦升级

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

| | |
|--------------------------|---|
| 1、 未来影响出口增速的几个关键因素 | 3 |
| 2、 一周高频数据观察..... | 5 |
| 2.1、 高炉开工率上升 | 5 |
| 2.2、 原油价格下跌 | 6 |
| 2.3、 猪肉价格上涨 | 6 |
| 2.4、 房地产销售面积增速回落 | 7 |
| 2.5、 央行暂停逆回购操作 | 7 |
| 2.6、 人民币汇率破 7 | 8 |

图表目录

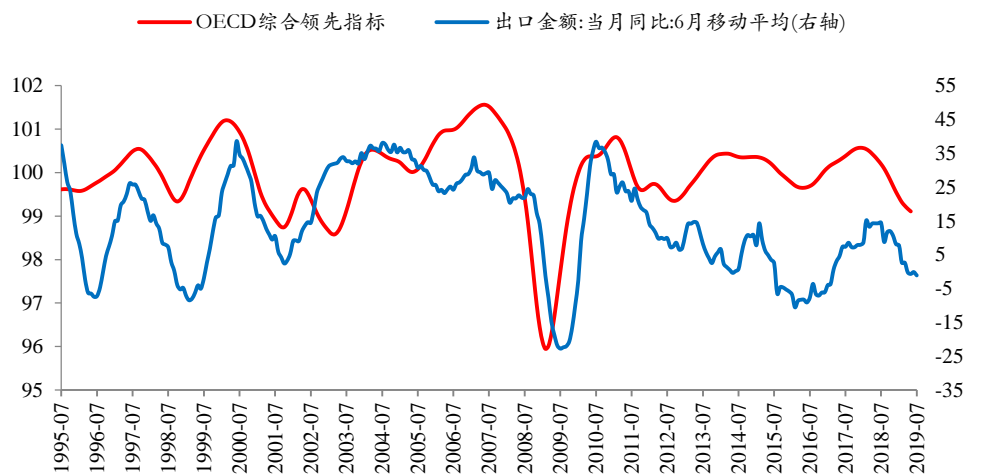
| | |
|---|---|
| 图 1: 全球经济放缓, 中国出口增速下行 | 3 |
| 图 2: 中国制造业 PMI 与全球制造业 PMI 的先后关系 | 3 |
| 图 3: 1995 年与 1998 年美联储预防性降息, 美国经济最终没有持续下行 | 4 |
| 图 4: 四季度出口面临低基数 | 4 |
| 图 5: 人民币贬值促进出口 | 5 |
| 图 6: 出口价格指数走势 | 5 |
| 图 7: 高炉开工率上升 (%) | 6 |
| 图 8: 油价下跌 (美元/桶) | 6 |
| 图 9: 猪肉价格上涨 (元/公斤) | 7 |
| 图 10: 房地产销售面积增速回落 (%) | 7 |
| 图 11: 货币市场利率先降后升 (%) | 8 |
| 图 12: 美元指数下跌 | 8 |
| 图 13: 人民币对美元贬值 | 9 |
| 表 1: 央行公开市场操作 (2019.8.5-8.9) | 8 |

1、未来影响出口增速的几个关键因素

出口增速从2018年全年的9.87%下降至2019年1-7月的0.6%，出口对经济的拉动不仅直接体现在净出口额本身，出口还具有投资溢出效应、消费溢出效应，另外，贸易还具有技术外溢效应，这会影响中国的长期经济增长。历史数据表明出口增速下行期间，名义GDP与实际GDP增速一般不会太好。我们梳理影响未来出口增速的几个关键因素。

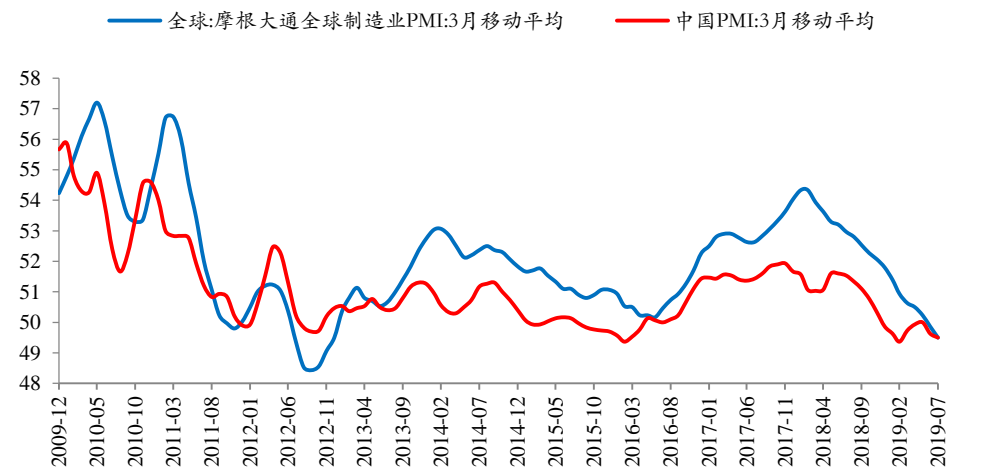
全球经济下行。央行在2019年二季度货币政策执行报告中的专栏提到“全球经济增长疲弱，面临下行风险”，摩根大通全球制造业PMI自2018年4月起连续下行，从53.5%降至2019年7月的49.3%，且已连续三个月跌破荣枯线。OECD综合领先指标自2018年以来也连续下行，目前处于2010年以来的最低值。全球经济放缓决定中国出口增速下行的趋势，后续关注全球经济下行幅度与持续性，尤其是美国经济是否具有韧性，参考1995年和1998年美联储预防性降息，后续美国经济可能在2%的潜在经济增速附近波动。

图1： 全球经济放缓，中国出口增速下行

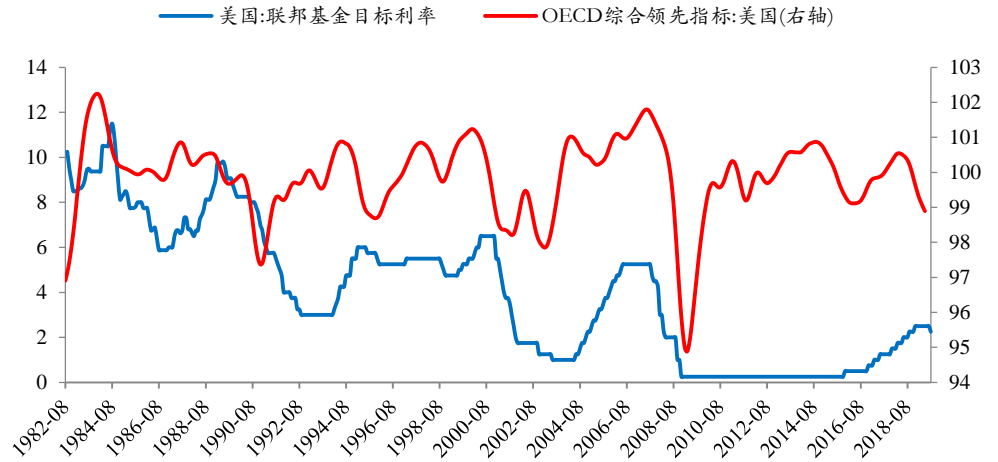


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 中国制造业PMI与全球制造业PMI的先后关系

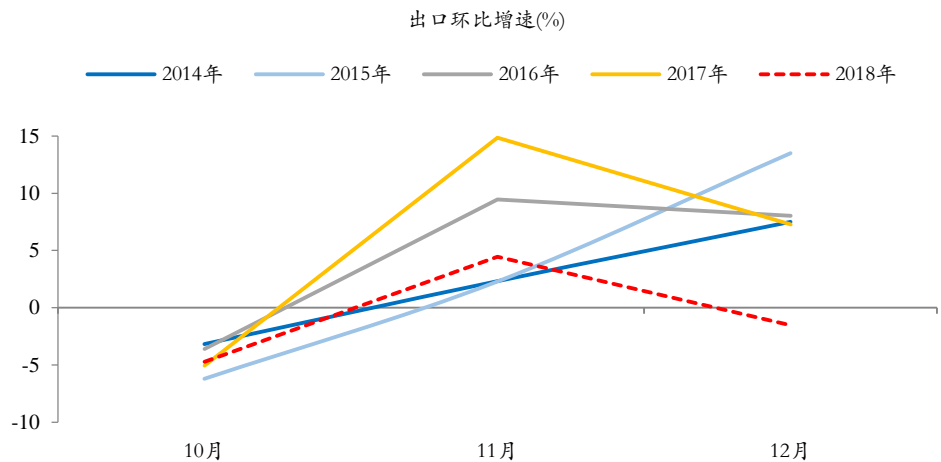


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 1995 年与 1998 年美联储预防性降息，美国经济最终没有持续下行

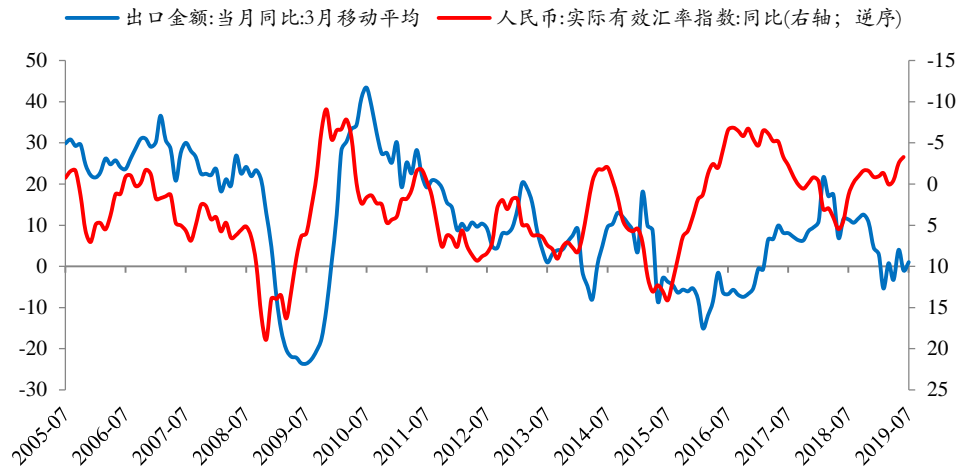
资料来源：Wind，新时代证券研究所

贸易摩擦。加征关税扰乱出口节奏与企业预期，短期导致企业抢出口，抢出口结束后，加征关税商品出口增速会快速下滑，长期影响全球产业链分工，2019 年以来对东盟出口占比回升可能是未来产业链变迁的一个缩影。如果后续 3000 亿美元关税落地，在短暂抢出口结束后，关税将对四季度出口金额形成拖累，不过考虑到四季度基数偏低，出口同比增速可能不至于失速下行。

图4： 四季度出口面临低基数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

汇率贬值。在外部环境复杂的环境下，汇率作为一个可用的政策工具显得更加重要。人民币实际有效汇率领先出口同比增速，人民币适度贬值有利于改善出口，改善制造业投资和生产，增加货币政策自主性，缓解经济下行压力。8月初人民币大幅贬值，出口增速可能滞后受到提振。不过从基本面与政策目标角度来看，未来人民币持续单边贬值可能性相对较小，汇率贬值提振出口的持续性和力度可能较为有限。

图5：人民币贬值促进出口

资料来源：Wind，新时代证券研究所

价格因素。出口金额是包含价格的指标，统一计价单位后，出口价格指数与PPI增速高度相关，三季度可能是PPI同比增速底部区域，四季度重回上升趋势，因此，三季度价格因素对出口增速可能拖累较大。

图6：出口价格指数走势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

整体而言，在全球经济企稳或者贸易环境显著改善（例如停止加征关税）之前，出口增速在大趋势上还是下行，从价格和基数分布来看，三季度可能是出口压力较大的时期，同时，关税、汇率可能会扰乱出口节奏与出口企业预期。

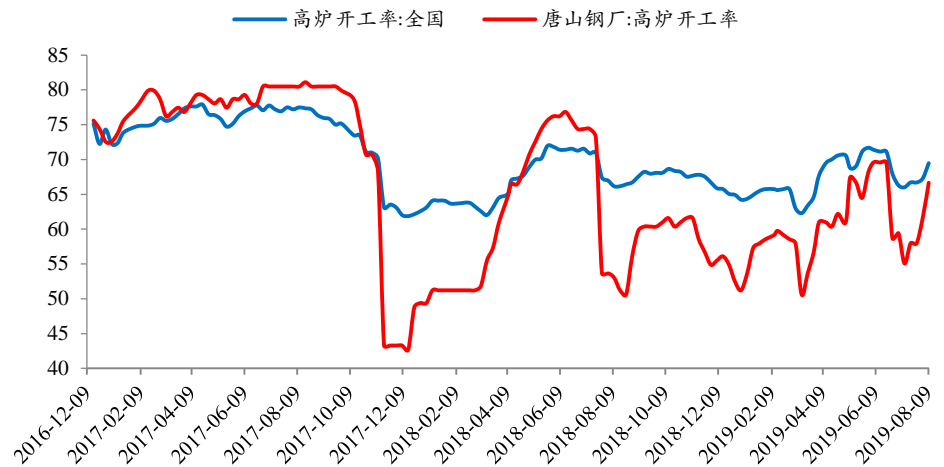
2、一周高频数据观察

2.1、高炉开工率上升

上周（2019年8月3日-2019年8月9日，下同），唐山8月环保限产弱于7月，唐山高炉开工率回升8.2%至66.67%，全国高炉开工率回升3.3%至69.48%；

近期多地降雨，6大发电集团日均耗煤量环比下降9.2%至72.22万吨。

图7：高炉开工率上升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、原油价格下跌

上周，钢材社会库存环比增加1.2%，受需求减弱与贸易摩擦升温影响，螺纹钢期货价收跌4.9%。截至8月2日当周，美国原油库存增加240万桶，市场预期减少280万桶，油价下跌，布油价格一周收跌5.4%，WTI原油价格收跌2.1%。

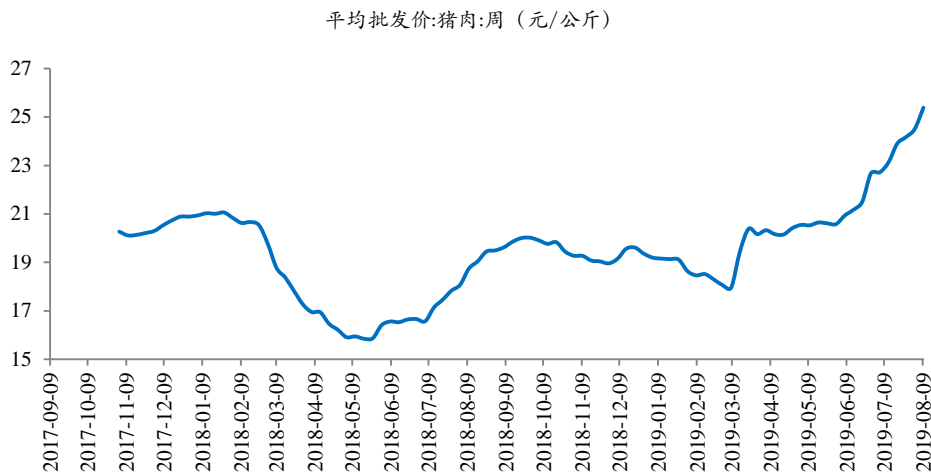
图8：油价下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、猪肉价格上涨

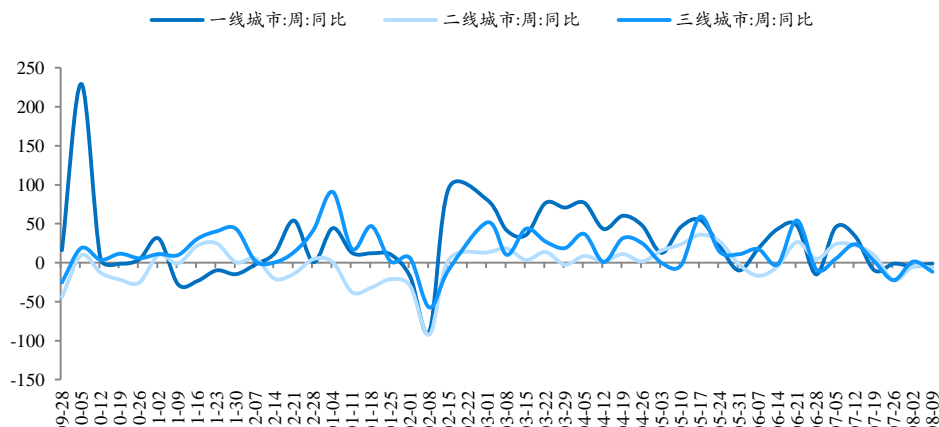
上周，近期部分地区出现降雨天气，28种重点监测蔬菜价格上涨1.5%，高于前值(-0.2%)。7种重点监测水果价格下跌2.6%，跌幅较前值(-4.9%)收窄。猪肉批发价一周上涨3.6%，涨幅高于前值(1.37%)。

图9：猪肉价格上涨（元/公斤）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、房地产销售面积增速回落

上周，30大中城市商品房销售面积同比下降7.1%，降幅较前值（-3%）扩大，其中，一线城市商品房销售面积同比降幅从4.7%收窄至1.3%，二线城市商品房销售面积同比增速从-5.1%下降至-6%，三线城市商品房销售面积同比增速从1.4%下降至-11.7%。

图10：房地产销售面积增速回落（%）

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_10827

