

内需有待提振，外需仍有下降压力

——2020年4月外贸数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **基数效用是进口和出口增速变动的因素之一，跨境资金平稳。**4月出口、进口增速分别提高10.1、降低13.2个百分点至3.5%、-14.2%。去年同期出口基数较低、进口基数较高，是进出口增速变动的因素之一。剔除香港贸易因素后的进口、出口增速变化相对平稳，表明汇率预期相对稳定，资本跨境流动平稳。
- **4月出口增速的回升，主要来自对欧盟、美国、日本等发达经济体出口增速的提高，受疫情向新兴经济体蔓延影响，对新兴经济体出口增速下降较多。**4月对欧盟、东盟、美国、日本、金砖国家的出口增速分别较3月变动19.7%、-3.5%、23.0%、34.4%、-18.6%。当前全球疫情从发达经济体向新兴经济体蔓延，国内新订单不足问题凸显，预计未来几个月的出口仍将受到拖累。4月份新出口订单PMI大幅降至33.5%，随着因延期复工积压的存量订单逐渐消化，后续出口在需求端面临较大压力。
- **国内需求不足，叠加全球大宗商品价格下跌，共同导致进口增速回落。**在4月份11种进口金额增速降低的重点商品中，有10种重点商品的进口数量增速下降，7种商品进口价格增速降低，表明进口增速下降是量价齐跌造成的。钢材、塑料、原油等工业原材料的进口数量均同比减少，反映国内工业生产动力尚处于恢复过程中。
- **全球经济增长动能大幅减弱，不确定性加大，外需对我国出口支撑减弱。**4月份，摩根大通全球综合PMI、全球制造业PMI指数分别降低12.7、7.5个百分点至26.5%、39.8%，全球经济或将急剧跌入负增长。此外4月份主要发达经济体经济意外指数也全面大幅下降，预示经济远不及预期。预计外需对我国外贸支撑将减弱，未来出口下行压力较大。但从年内未来数月来看，投资者对全球疫情和经济增长的预期在边际好转。
- **贸易结构继续趋于优化。**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提高，4月份达到59.8%，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，4月份两者比重分别为30.0%和58.8%，位于2014年以来的高点。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

陈然

宏观经济研究中心 研究员
电话：010-68084680
邮箱：chenran@hnrkg.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、基数效用是进口和出口增速变动的原因之一，跨境资金平稳.....	3
二、国内需求不足叠加大宗商品价格下跌致进口增速回落.....	4
三、受疫情从发达经济体向新兴经济体蔓延影响，新订单不足问题渐显.....	5
四、疫情致全球经济增长动能大幅下降，外需对出口支撑减弱.....	6
五、贸易结构继续趋于优化.....	7

正文：

事件：据海关统计，4月当月全国进出口总额3552.2亿美元，同比下降5.0%。其中，出口2002.8亿美元，同比增长3.5%；进口1549.4亿美元，同比下降14.2%；贸易差额为453.4亿美元，增加2.5倍（见图1）。

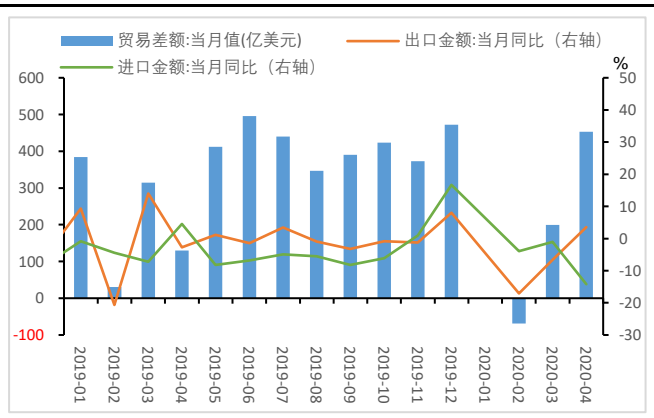
一、基数效用是进口和出口增速变动的原因之一，跨境资金平稳

从进出口增速看，4月出口增速由负转正，进口金额降幅扩大，贸易顺差增加。具体看，4月出口2002.8亿美元，同比增长3.5%，增速较3月提高10.1个百分点；进口1549.4亿美元，同比减少14.2%，降幅较3月扩大13.2个百分点；贸易差额453.4亿美元，较3月增加254.1亿美元，同比增加323.2亿美元。

为了分析4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，2019年4月出口、进口同比增速分别为-2.7%和4.5%，分别较2019年3月份降低16.7和提高11.7个百分点，表明去年同期出口基数较低、进口基数较高。2020年4月出口、进口增速分别较2020年3月提高10.1和降低13.2个百分点（见图1），表明基数效用是进出口增速变动的原因之一。

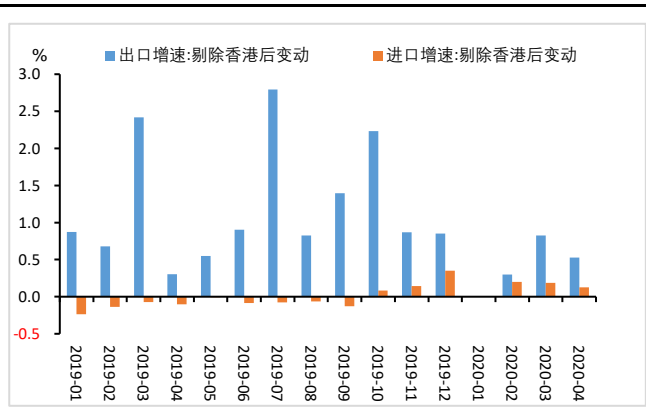
图1：4月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信研究院

注：2020年2月为1-2月的累计值

图2：4月份香港贸易拖累进出口增速



资料来源：WIND，财信研究院

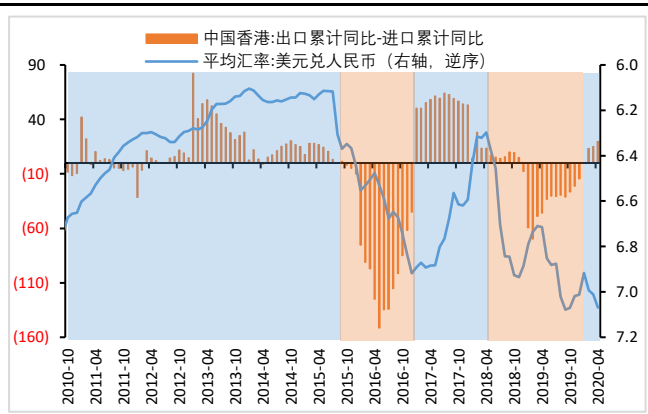
剔除香港进出口贸易数据后，4月出口、进口同比增速分别为4.0%和-14.1%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高0.5和0.1个百分点（见图2）。出口增速较未剔除前略有提升，进口增速变化不大，表明香港贸易小幅拖累了出口增速，不是本月进出口增速变动的原因。

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，境内资产存在通过虚假贸易将人民币转移到香港的可能，导致从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月至2019年9月份，受中美贸易摩擦升级影响，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，表明中美贸易摩擦使人民币贬值预期有所增强，存在境内人民币通过虚假贸易等渠道外流的可能。但2019年10月份以来，随着中美贸易谈判取得进展，人民币贬值预期明显减弱，4月份对香港地区的出口增速高于进口增速，资本跨境流动趋于稳定。

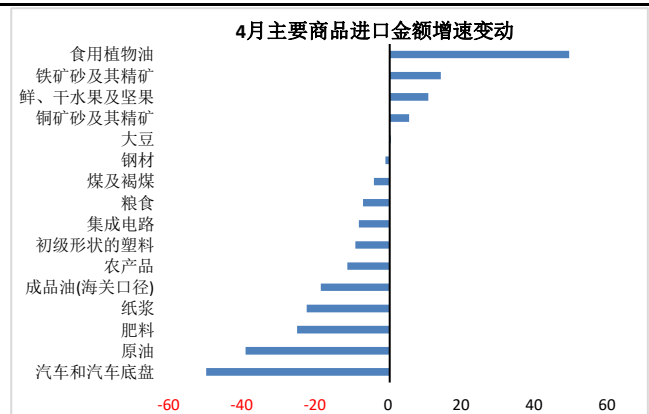
综上分析，基数效应是进出口增速变动的的原因之一；2020年以来对香港出口与进口增速差持续为正，反映了人民币跨境资金流动基本稳定。

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，财信研究院

图4：4月主要商品进口金额增速较上月变动



资料来源：WIND，财信研究院

二、国内需求不足叠加大宗商品价格下跌致进口增速回落

为了分析4月进口增速的回落，是否是国内需求下降所致，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，判断它们进口金额增速的降低是基于数量的减少还是源于价格的下跌。如果是前者，那么说明国内需求下降，反之则相反。

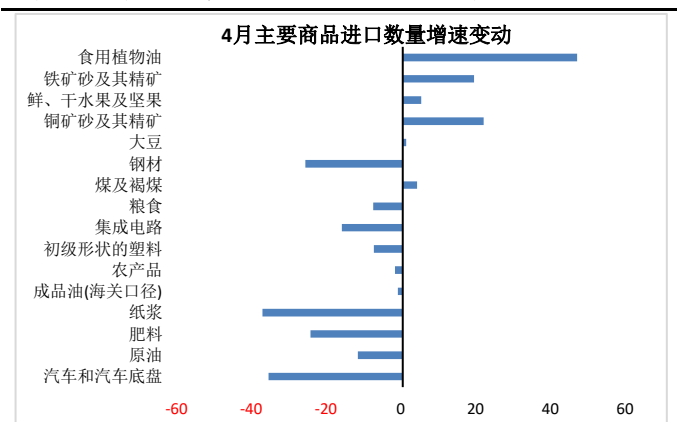
在33种重点进口商品中，4月汽车和汽车底盘、原油、肥料、纸浆、成品油(海关口径)、农产品、初级形状的塑料、集成电路、粮食、煤及褐煤、钢材的进口金额增速，分别较3月降低50.2%、39.5%、25.3%、22.8%、18.9%、11.6%、9.4%、8.4%、7.3%、4.3%、1.2%（见图4）。

从进口数量增速看，4月汽车和汽车底盘、原油、肥料、纸浆、成品油(海关口径)、农产品、初级形状的塑料、集成电路、粮食、煤及褐煤、钢材的进口数量增速，分别较3月变动-35.9%、-12.0%、-24.7%、-37.6%、-1.3%、-2.1%、-7.8%、-16.3%、-7.9%、3.8%、-26.1%（见图5）。进口金额增速降低的11种商品中，有10种商品的进口数量增速较上月减少，说明数量因素是其进口金额增速回落的原因之一。

从进口价格增速看，4月汽车和汽车底盘、原油、肥料、纸浆、成品油(海关口径)、农产品、初级形状的塑料、集成电路、粮食、煤及褐煤、钢材的进口价格增速，分别较3月变动-22.5%、-31.5%、-2.5%、3.3%、-24.9%、-9.7%、-2.5%、4.0%、0.2%、-6.5%、

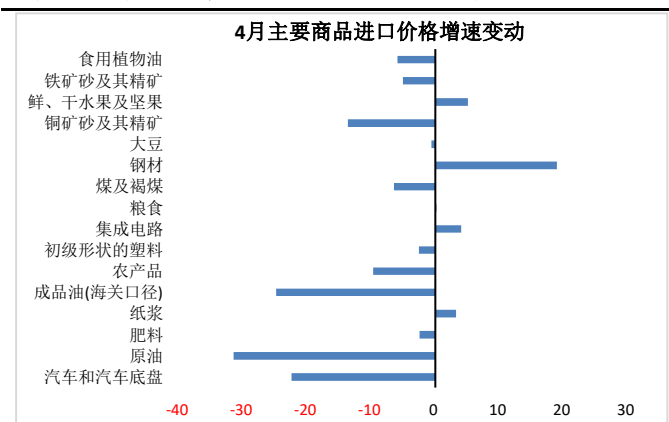
19.0%（见图6）。11种商品中有7种商品进口价格增速下降，说明价格因素也是进口金额增速下降的原因之一。

图5：4月主要商品进口数量增速较上月变动



资料来源：WIND，财信研究院

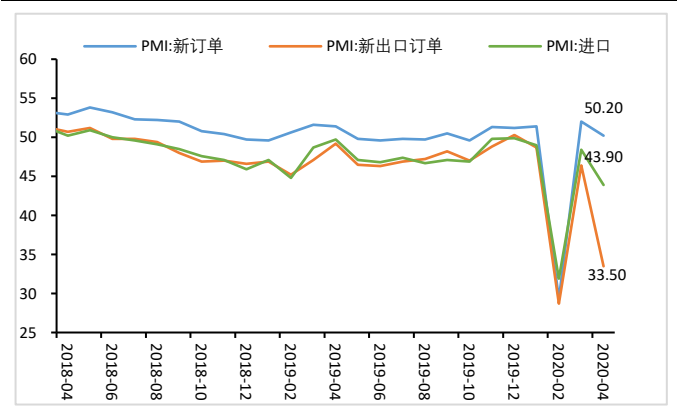
图6：4月主要商品进口价格增速较上月变动



资料来源：WIND，财信研究院

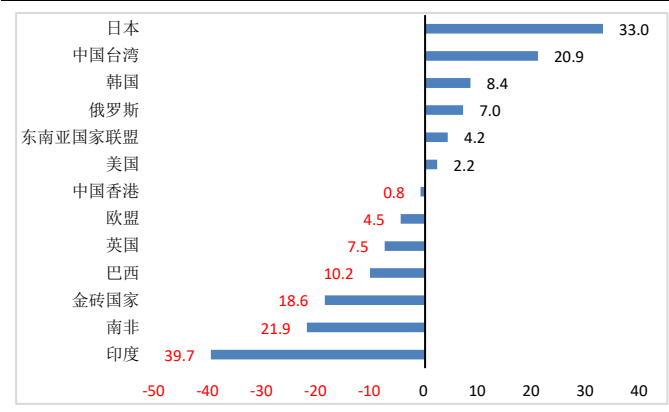
综上，4月进口金额增速的回落，是进口商品量价齐跌造成的。尽管4月国内疫情得到有效控制，生产生活快速恢复，但钢材、塑料、原油等工业原材料的进口数量均同比减少，反映工业生产动力不足。4月份进口指数录得43.9%，较上月回落4.5个百分点（见图7），也侧面印证国内进口需求有所不足。价格方面，4月份原油、金属等大宗商品价格大幅下跌，也是造成4月进口金额减少的原因之一。

图7：4月份进口 PMI 回落



资料来源：WIND，财信研究院

图8：4月当月对主要贸易伙伴的出口增速(%)



资料来源：WIND，财信研究院

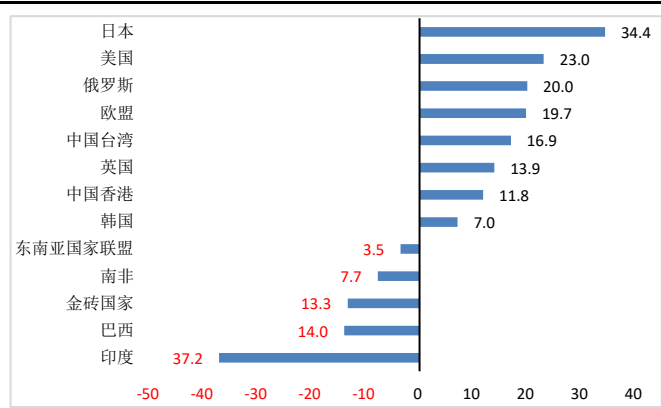
三、受疫情从发达经济体向新兴经济体蔓延影响，新订单不足问题渐显

4月份，对我国主要贸易伙伴欧盟、东盟、美国、日本的出口增速分别为-4.5%、4.2%、2.2%和33.0%，分别较3月变动了19.7%、-3.5%、23.0%和34.4%（见图8和9）。除此之外，对金砖国家录得-18.6%的出口增速，较3月降低5.3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-10.2%、7.0%、-21.9%和-39.7%，分别较3月变动-14.0%、20.0%、-7.7%和-37.2%。由此可见，4月出口增速的回升主要来自对欧盟、

美国、日本等发达经济体出口增速提高（但1-4月份对欧盟、美国、日本的出口增速分别为-9.1%、-18.2%、-4.9%），而对东盟、金砖国家等新兴经济体的出口增速整体下滑。近年来我国对新兴经济体的出口份额呈上升趋势，4月对欧盟、东盟、美国、日本、金砖国家的出口金额分别占总出口的16.1%、14.4%、16.0%、6.8%、5.3%（见图10），随着疫情在新兴经济体加速扩散，对东盟、金砖国家等新兴经济体的出口将有较大下行风险，稳外贸压力加大。

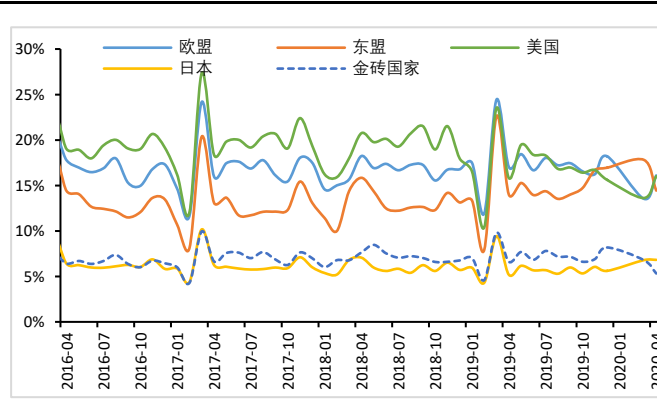
4月份国内外贸企业复工复产持续向好，稳外贸政策效果显现，出口状况有所好转。但海外疫情蔓延引发的新订单不足问题凸显，4月份新出口订单PMI大幅降至33.5%（见图7）。我国对随着因延期复工积压的存量订单逐渐消化，后续出口在需求端面临较大压力。

图9：4月出口增速较上月变动幅度(%)



资料来源：WIND，财信研究院

图10：中国主要贸易伙伴占出口金额比重



资料来源：WIND，财信研究院

四、疫情致全球经济增长动能大幅下降，外需对出口支撑减弱

4月份摩根大通全球综合PMI、全球制造业PMI指数录得26.5%、39.8%（见图11），分别较上月降低12.7、7.5个百分点。从主要发达经济体美国和欧元区的经济增长情况看，4月份美国和欧元区制造业PMI指数分别为41.5%和33.4%（见图12），分别较上月降低7.6和11.1个百分点。当前海外疫情仍在蔓延，全球经济下行风险加剧，外需对出口支撑将继续减小。

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_5373



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn