



低基数效应与内需边际改善致进口增速回升

——2019 年 11 月外贸数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **11 月出口增速降低 0.3 个百分点至 -1.1%，进口增速提高 6.5 个百分点至 0.3%。**去年同期进出口基数均较低，是进口增速回升的原因之一，但不能解释出口增速的下降。剔除香港贸易数据后，进口增速基本一致，但出口增速上升较多，表明对香港出口下降较多，拖累整个出口增速。历史经验表明，当人民币汇率贬值预期较强时，对香港的进口增速会大幅高于出口增速，反之则相反。当前对香港进口增速持续高于出口增速，表明存在境内人民币通过虚假贸易等渠道外流的可能，侧面反映出人民币存在一定外流压力。具体看：
- **11 月出口增速回落，主要源于对欧盟和美国出口增速的降低。**对欧盟、东盟、美国、日本的出口增速分别较上月变动 -6.9%、2.2%、-6.8% 和 0.0%，对金砖国家出口增速环比提高 6.4%。**从贸易顺差看**，11 月我国贸易顺差 387.3 亿美元，环比减少 9.0%。其中，对美贸易顺差占总贸易顺差的 63.5%，11 月份录得 246.1 亿美元，环比减少 7.0%，是本月贸易顺差收窄的主因。11 月对美进口增速大幅回升主要受去年低基数和增加自美国进口的影响，但对美出口增速持续下行，表明贸易摩擦影响仍不容忽视。
- **11 月进口增速的回升，主要受国内需求边际改善影响，进口数量增速提高所致。**在 33 种重点进口商品中，大豆、汽车和汽车底盘、鲜干水果及坚果、谷物及谷物粉、农产品、初级形状的塑料、未锻造的铜及铜材、钢材、原木及锯材的进口金额同比增速上升较多。在这 9 种商品中，有 9 种商品的进口数量增速提高，5 种商品的进口价格增速提高，表明 11 月份进口增速的上升，是进口商品数量增速提高带来的，反映国内需求的边际改善。11 月份进口 PMI 出现回升，也从侧面反映国内进口需求有所回暖。但值得注意的是，10 月社零、工业增加值、工业企业利润等多项数据有所回落，国内需求不足态势并未出现实质性变化。
- **贸易结构趋于优化。**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趋于提高，11 月份达到 59.2%，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，11 月份两者比重分别为 29.3% 和 58.4%，位于 2014 年以来的高点。
- **全球经济复苏动能继续弱化，各项指标显示实际经济情况逊于预期，外需明显放缓，对我国出口支撑减弱。**11 月全球、美国和欧元区制造业 PMI 指数分别为 50.3%、48.1%、46.9%，美国和欧元区两大经济体延续了此前放缓态势。同时，经济意外指数显示，欧洲经济增长差于预期，美国经济增长好于预期，经济景气程度指数反映未来经济环境的悲观预期者占多。因此，世界经济下行压力加大，我国出口面临的外部环境趋紧，加上全球贸易摩擦风险依然存在，均不利于我国出口环境的稳定，出口仍然面临较大不确定性。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 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_warden@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、基数效应是进口增速回升的原因之一，对香港出口下降较多拖累出口增长，境内人民币存在通过与香港虚假贸易外流的风险	3
二、受国内需求边际改善影响，进口数量增速提高，导致进口增速回升	4
三、出口增速的下降，主要源于对欧盟和美国出口增速的降低；全球经济复苏动能下降，对出口支撑减弱	5
（一） 11 月出口增速的下降，主要源于对欧盟和美国出口增速的降低.....	5
（二）全球经济复苏动能继续减弱，不确定性增强，预计外需对我国出口支撑减弱 ...	6
四、贸易结构继续趋于优化	7

正文：

事件：据海关统计，11月当月全国进出口总额4047.5亿美元，同比下降0.5%。其中，出口2217.4亿美元，同比下降1.1%；进口1830.1亿美元，同比上升0.3%；贸易差额为387.3亿美元，环比减少9.0%（见图1）。

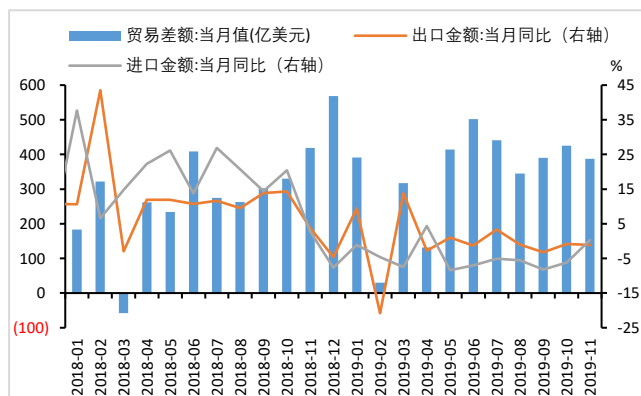
一、基数效应是进口增速回升的原因之一，对香港出口下降较多拖累出口增长，境内人民币存在通过与香港虚假贸易外流的风险

从进出口增速看，11月出口降幅较上月略有扩大，进口增速由负转正，贸易顺差有所收窄。具体看，11月出口2217.4亿美元，同比下降1.1%，降幅较上月扩大0.3%；进口1830.1亿美元，同比增长0.3%，增速较上月回升6.5%；本月贸易顺差387.3亿美元，环比减少38.1亿美元，同比减少31.3亿美元。

为了分析11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。

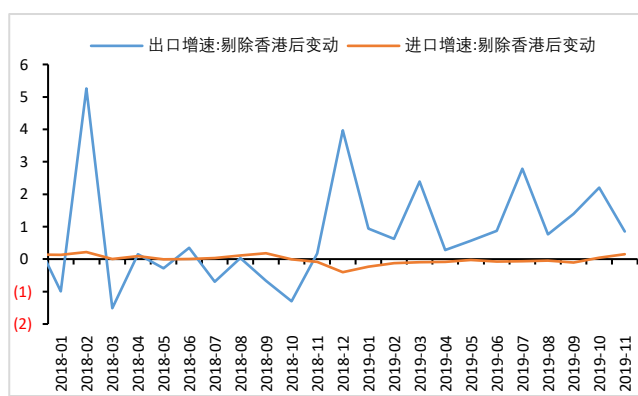
从基数效应的影响看，2018年11月出口、进口同比增速分别为3.9%和2.8%，分别较2018年10月份降低10.4和17.5个百分点，表明去年同期进出口增速均相对较低。2019年11月出口、进口增速分别较10月降低0.3个百分点和提高6.5个百分点（见图1），表明基数效应是进口增速回升的原因之一，但不是出口增速下降的原因。

图1：11月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：11月份香港贸易拖累出口增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

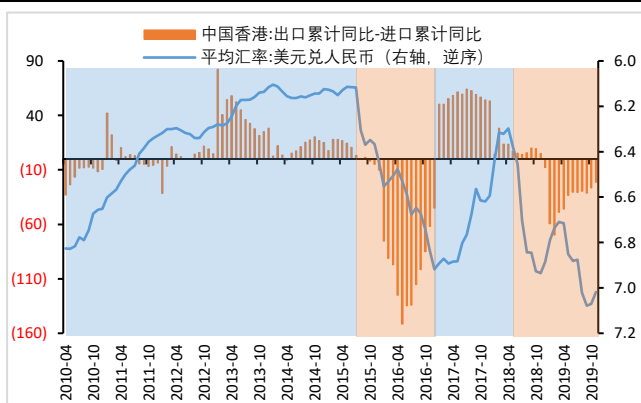
剔除香港进出口贸易数据后，11月出口、进口同比增速分别为-0.3%和0.5%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高0.8和0.2个百分点。进口增速与未剔除前基本一致，出口增速较未剔除前提高较多（见图2），表明对香港出口下降较多，拖累了整个出口增速。

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，对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月份以来，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。截止到11月份，已经连续12个月为负，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。

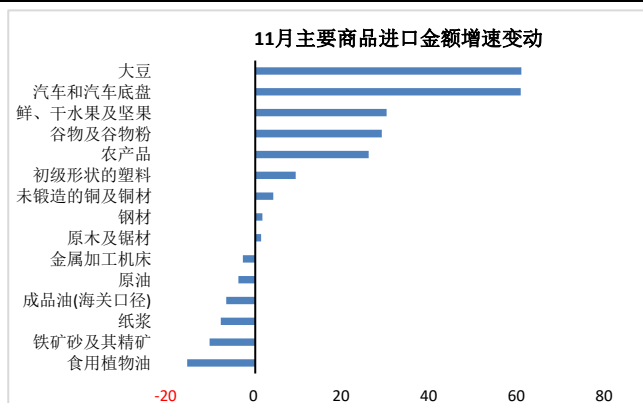
综上分析，基数效应是进口增速回升的原因之一，但不能解释出口增速的下降；对香港出口下降较多，拖累了整个出口增速。对香港出口与进口增速差持续在负区间内波动，侧面反映出人民币存在一定外流压力。

图3：人民币升值贬值预期与对香港进出口增速差



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图4：11月主要商品进口金额增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

二、受国内需求边际改善影响，进口数量增速提高，导致进口增速回升

为了分析11月进口增速的回升，是否是国内需求回暖所致，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提高较多的商品，判断它们进口金额的上升是基于数量的增加还是源于价格的上涨。如果是前者，那么说明国内需求回暖，反之则相反。

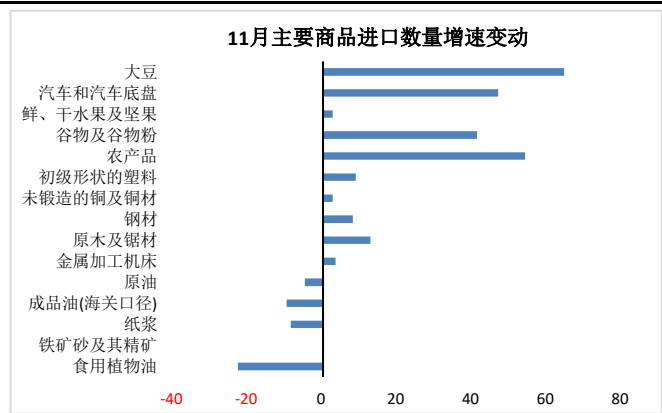
在33种重点进口商品中，11月大豆、汽车和汽车底盘、鲜干水果及坚果、谷物及谷物粉、农产品、初级形状的塑料、未锻造的铜及铜材、钢材、原木及锯材的进口金额增速，分别较上月提高60.8%、60.6%、30.0%、28.9%、25.9%、9.2%、4.1%、1.6%和1.4%（见图4）。

从进口数量增速看，11月大豆、汽车和汽车底盘、鲜干水果及坚果、谷物及谷物粉、农产品、初级形状的塑料、未锻造的铜及铜材、钢材、原木及锯材的进口数量增速，分别较上月变动64.6%、46.9%、2.6%、41.3%、54.1%、8.7%、2.6%、8.0%和12.7%（见图5）。进口金额增速提高的9种商品中，所有商品的进口数量增速都较上月增加，说明数量因素是其进口金额增速上升的原因之一。

从进口价格增速看，11月大豆、汽车和汽车底盘、鲜干水果及坚果、谷物及谷物粉、农产品、初级形状的塑料、未锻造的铜及铜材、钢材、原木及锯材的进口价格增速，分别较上月变动1.8%、13.1%、26.4%、-3.1%、-20.2%、1.7%、1.6%、-6.0%和-7.9%（见

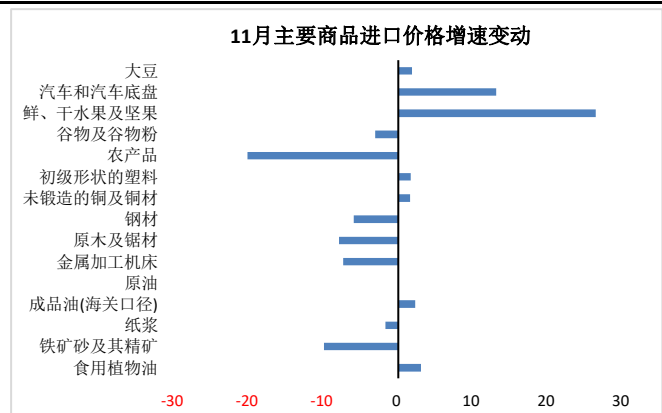
图 6)。9 种商品中有 5 种商品进口价格增速上升，相对于进口数量增速的全面上升，进口价格增速表现相对平稳且涨跌互现，说明价格因素不是进口金额增速上升的原因。

图 5：11 月主要商品进口数量增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

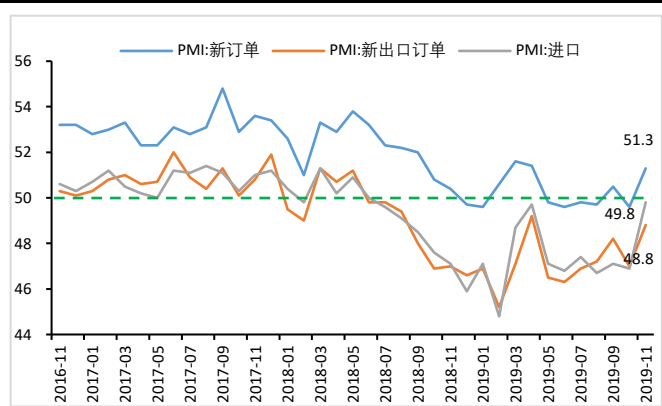
图 6：11 月主要商品进口价格增速较上月变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

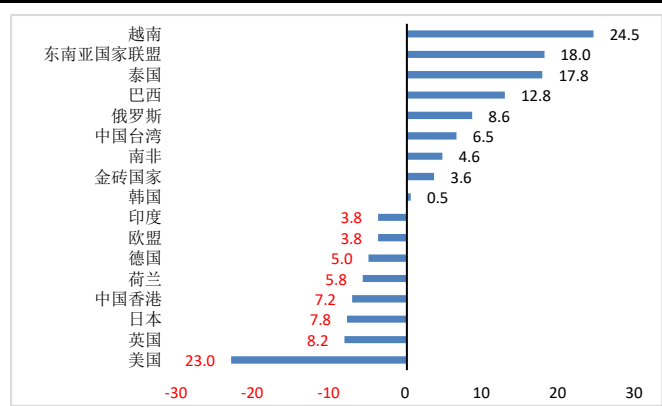
综上，11 月进口金额增速的回升，是进口商品数量增速提高带来的。进口数量的增加，表明国内需求有所回暖。11 月份 PMI 进口指数录得 49.8%，较上月大幅提高 3.2%（见图 7），也侧面印证国内进口需求边际转好。但值得注意的是，10 月社零、工业增加值、工业企业利润等多项数据有所回落，国内需求不足态势并未出现实质性变化。

图 7：11 月 PMI 进口指数大幅回升



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：11 月当月对主要贸易伙伴的出口增速(%)



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

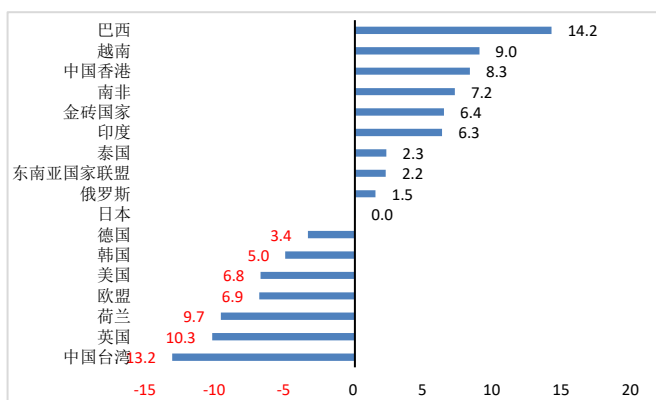
三、出口增速的下降，主要源于对欧盟和美国出口增速的降低；全球经济复苏动能下降，对出口支撑减弱

（一）11 月出口增速的下降，主要源于对欧盟和美国出口增速的降低

11 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-3.8%、18.0%、-23.0%和-7.8%，分别较上月变动了-6.9%、2.2%、-6.8%和 0.0%（见图 8 和 9）。除此之外，对金砖国家录得 3.6%的出口增速，较上月提高 6.4 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 12.8%、8.6%、4.6%和-3.8%，分别较上个月

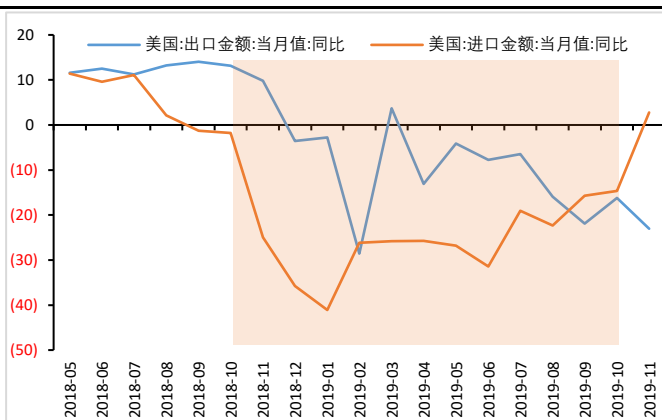
变动 14.2%、1.5%、7.2%和 6.3%。由此可见，11 月出口增速的下降，主要原因在于对欧盟和美国出口增速的降低。

图 9：11 月出口增速较上月变动幅度(%)



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：中国对美进出口增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

贸易顺差方面，11 月份为 387.3 亿美元，环比减少 9.0%。其中，对美贸易顺差占总贸易顺差的 63.5%，11 月份录得 246.1 亿美元，环比减少 7.0%，是本月贸易顺差收窄的主因。2018 年四季度以来中国对美进、出口增速先后出现下滑（见图 10），2018 年 11 月份进口同比减少 25.0%，降幅较上月扩大 23.2 个百分点。2019 年 11 月对美进口由负转正，主要受去年基数较低所致，而对美出口仍维持下降趋势，表明贸易摩擦影响仍不容忽视。

（二）全球经济复苏动能继续减弱，不确定性增强，预计外需对我国出口支撑减弱

11 月份，摩根大通全球综合 PMI 指数和全球制造业 PMI 指数分别为 51.5%和 50.3%（见图 11），分别较上月提高 0.7 和 0.5 个百分点。2018 年初以来，两个指标整体呈下降趋势，综合 PMI 仍在扩张区间，表明全球经济仍在缓慢复苏，但复苏步伐明显放缓，短期内仍有利于我国出口需求的增长。值得注意的是，2018 年以来制造业景气指数下降趋势明显，目前已降至收缩区间。发达国家复苏不均衡加剧，特朗普发起的全球贸易摩擦雪上加霜，未来全球经济增长的下行风险增加。

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_8543

