

# 低基数对出口改善的贡献将贯穿整个四季度

——2019年10月外贸数据点评

宏观数据点评

2019年11月08日

**报告摘要：**

中国10月出口（以美元计）同比降0.9%，预期降2.9%，前值降3.2%；进口降6.4%，预期降8.2%，前值降8.5%；贸易顺差428.1亿美元，前值396.5亿美元。

**● 基数效应支撑进出口改善**

出口改善主要有三方面原因：一是基数效应；二是人民币贬值；三是外需好转。中美经贸关系缓和，未来出口有望实现正增长。进口改善一方面是由于中美经贸谈判取得实质性进展，中国加大从美国的进口量；一方面是由于铁矿石进口增长。鉴于2018年11月和12月进口环比增速较低，进口增速有望转正。

**● MLF利率下调对冲人民币升值，逆周期调节仍看消费刺激**

人民币贬值与降息存在一定的替代效应；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，四季度为较好的降息时间窗口。一方面，LPR定价应用进展超预期；一方面，随着人民币升值，无法通过汇率渠道稳增长。为了维持逆周期调节力度，央行选择了通过降息来对冲汇率升值。但是，消费和科技创新驱动才是中国经济转型的方向，预计政府仍将通过刺激消费实施逆周期调节。

**● 逆周期调节不改稳健货币政策，股市略优于债市**

一方面，中国面临结构性通胀，猪肉价格上涨使得CPI不断走高，放松货币政策可能通过预期机制使得CPI螺旋式走高，增加中低收入家庭生活成本。另一方面，PPI依然维持负区间，核心CPI维持低位，三季度GDP增长率下行至6.0%，货币政策也断不可能收紧。四季度经济增长有望企稳，CPI将持续破三直至明年上半年。中期内，预计债市仍将维持震荡格局，股市略优于债市，抗通胀板块将受益于CPI上行。农产品板块在一定程度上可能受到中美贸易关系缓和冲击。

**● 风险提示：**

中美贸易谈判不及预期，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

<b>一、基数效应支撑进出口改善</b> .....	<b>3</b>
1、10月进出口超预期.....	3
2、对欧盟、东盟出口增速回升.....	4
3、高新技术产品和机电产品出口降幅收窄.....	4
4、农产品进口增速回升.....	5
<b>二、MLF利率下调对冲人民币升值，逆周期调节仍看消费刺激</b> .....	<b>5</b>
1、中美贸易谈判进展顺利，离岸、在岸人民币汇率齐破7.0.....	5
2、MLF利率下调旨在对冲汇率升值，逆周期调节仍看消费刺激.....	5
3、11月1年期LPR利率有望再度下行5BP.....	6
4、逆周期调节不改稳健货币政策，股市略优于债市.....	6
<b>风险提示：</b> .....	<b>6</b>

中国 10 月出口（以美元计）同比降 0.9%，预期降 2.9%，前值降 3.2%；进口降 6.4%，预期降 8.2%，前值降 8.5%；贸易顺差 428.1 亿美元，前值 396.5 亿美元。

我们认为：

(1) 出口改善主要有三方面原因：一是基数效应；二是人民币贬值；三是外需好转。中美经贸关系缓和，未来出口有望实现正增长。进口改善一方面是由于中美经贸谈判取得实质性进展，中国加大从美国的进口量；一方面是由于铁矿石进口增长。鉴于 2018 年 11 月和 12 月进口环比增速较低，进口增速有望转正。

(2) MLF 利率下调旨在对冲汇率升值，逆周期调节仍看消费刺激。一方面，LPR 定价应用进展超预期；一方面，随着人民币升值，无法通过汇率渠道稳增长。为了维持逆周期调节力度，央行选择了通过降息来对冲汇率升值。但是，消费和科技创新驱动才是中国经济转型的方向，预计政府仍将通过刺激消费实施逆周期调节。

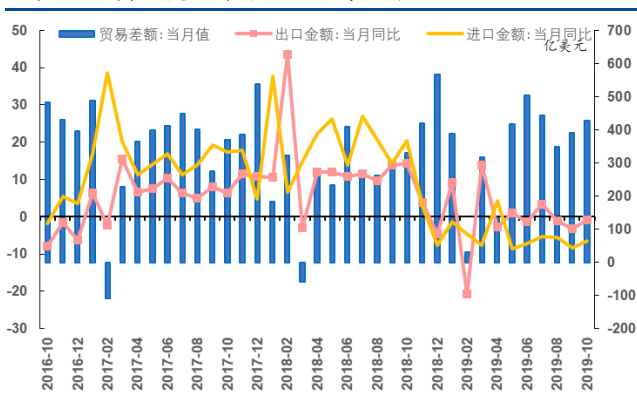
(3) 逆周期调节不改稳健货币政策，股市略优于债市。一方面，中国面临结构性通胀，猪肉价格上涨使得 CPI 不断走高，放松货币政策可能通过预期机制使得 CPI 螺旋式走高，增加中低收入家庭生活成本。另一方面，PPI 依然维持负区间，核心 CPI 维持低位，三季度 GDP 增长率下行至 6.0%，货币政策也断不可能收紧。四季度经济增长有望企稳，CPI 将持续破三直至明年上半年。中期内，预计债市仍将维持震荡格局，股市略优于债市，抗通胀板块将受益于 CPI 上行。

## 一、基数效应支撑进出口改善

### 1、10 月进出口超预期

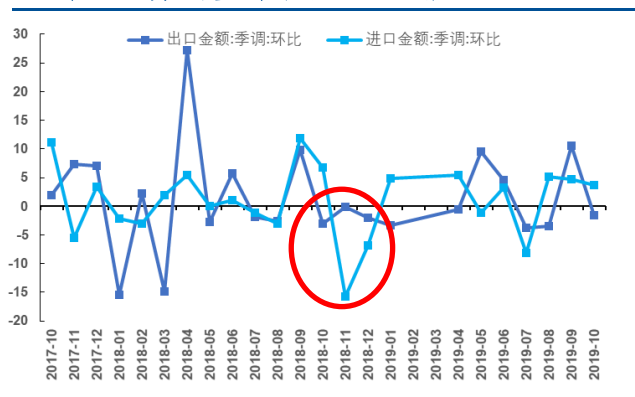
中国 10 月出口（以美元计）同比降 0.9%，预期降 2.9%，前值降 3.2%；进口降 6.4%，预期降 8.2%，前值降 8.5%；贸易顺差 428.1 亿美元，前值 396.5 亿美元。经季节调整后，10 月出口（以美元计）环比下降 1.6%，略高于上年同期的-3.0%；进口环比增长 3.7%，较上年同期的 6.8%有所回落。

图 1：10 月按美元计价进出口同比增速 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

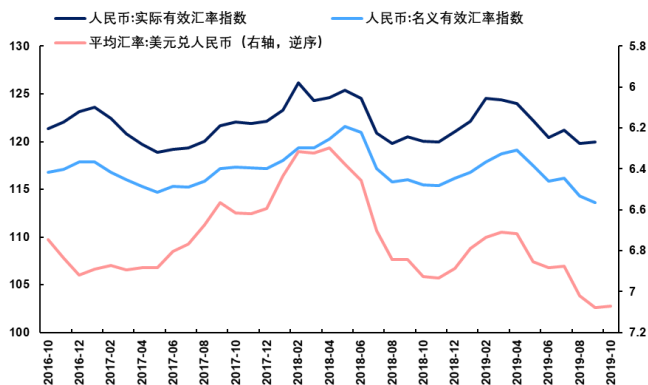
图 2：10 月按美元计价进出口环比增速 (%)



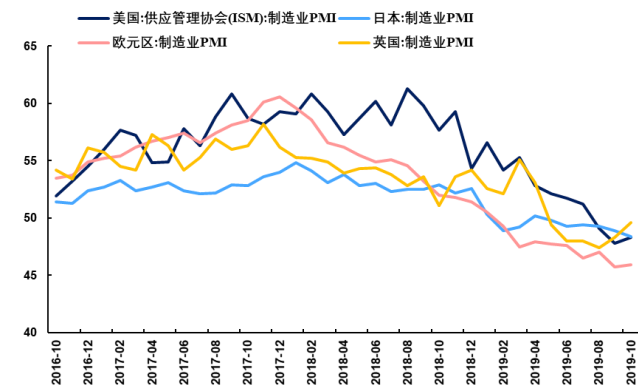
资料来源：WIND，民生证券研究院

我们认为，出口改善主要有三方面原因：一是基数效应，2018 年 10 月出口环比增速较低；二是人民币贬值有利于促进出口；三是外需好转，除日本外，美国、欧元区、英国等主要经济体制造业 PMI 较 9 月有所回升。虽然 11 月人民币兑美元汇率升值破 7，但中美经贸关系缓和，出口有望实现正增长。进口改善一方面是由于中美经贸谈判取得实质性

进展，中国加大从美国的进口量；一方面是由于铁矿石进口增长。鉴于 2018 年 11 月和 12 月进口环比增速较低，进口增速有望转正。

**图 3: 人民币汇率贬值 (%)**


资料来源: WIND, 民生证券研究院

**图 4: 主要经济体制造业 PMI (%)**


资料来源: WIND, 民生证券研究院

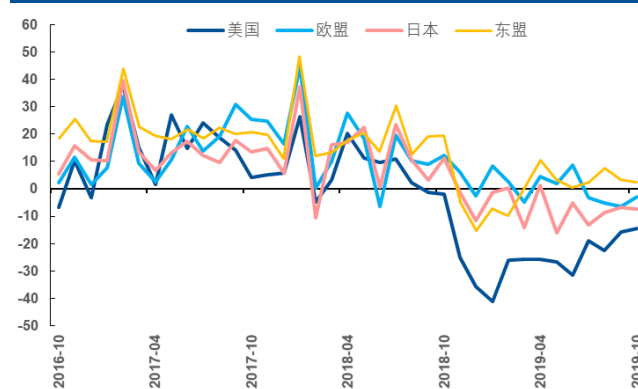
## 2、对欧盟、东盟出口增速回升

2019 年 10 月中国对美国出口当月同比回落 16.2%，降幅较 9 月收窄；中国对欧盟和东盟出口当月同比增长 3.1%和 15.8%，分别较上月回升 3.0 和 6.1 个百分点；中国对日本出口当月同比回落 7.9%，降幅较 9 月扩大 2.9 个百分点。美国、欧元区制造业 PMI 回升，外需好转，带动出口增速回升。

2019 年 9 月中国对美国、欧元区进口当月同比回落 14.3%和 3.0%，降幅分别较上月收窄 1.4 和 3.5 个百分点。对日本进口当月同比回落 7.3%，较上月回落 0.6 个百分点；对东盟进口同比增长 2.3%，较上月回落 1.0 个百分点。

**图 5: 主要国家出口当月同比增速对比 (%)**

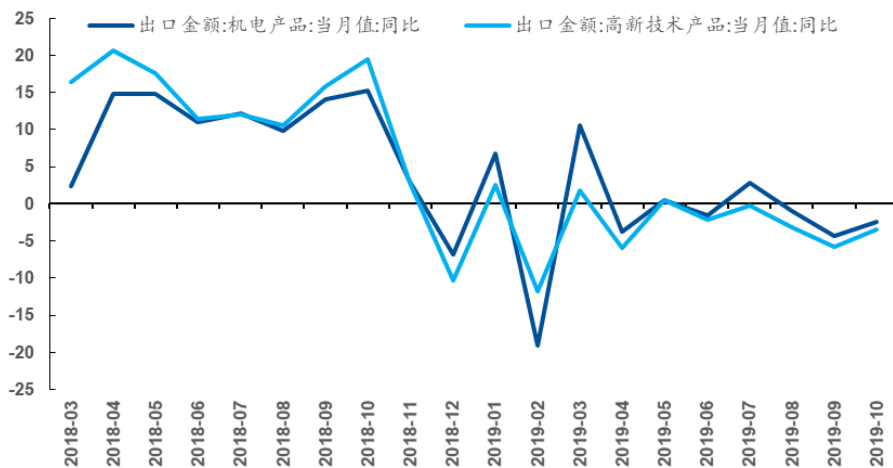

资料来源: WIND, 民生证券研究院

**图 6: 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降幅收窄

2019 年 10 月中国高新技术产品当月同比下降 3.4%，机电产品出口下降 2.4%，降幅分别较上月收窄 2.3 和 1.9 个百分点。

**图 7: 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、农产品进口增速回升

从主要商品来看, 2019 年 10 月中国农产品进口当月同比增长 7.3%, 增速较 9 月回升 2.4 个百分点; 铁矿石进口当月同比增长 36.3%, 增速较 9 月回落 19.5 个百分点。受原油价格下降影响, 原油、成品油进口当月同比增速分别为-9.6%和-25.7%。

## 二、MLF 利率下调对冲人民币升值, 逆周期调节仍看消费刺激

### 1、中美贸易谈判进展顺利, 离岸、在岸人民币汇率齐破 7.0

人民币汇率问题是中美贸易谈判的一个重要议题, 中美贸易谈判也是影响人民币汇率走势的一个重要因素。8 月 1 日, 特朗普宣布将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税。8 月 5 日, 在岸、离岸人民币兑美元汇率双双跌破 7 元。当日, 美国财政部发布声明称在美国总统特朗普的支持下, 财政部长穆努钦决定认定中国为汇率操纵国。近期随着中美贸易谈判进展顺利, 第一阶段协议有望达成, 人民币汇率也随之再度回到“6 时代”。

### 2、MLF 利率下调旨在对冲汇率升值, 逆周期调节仍看消费刺激

在《2019 年 8 月宏观数据预测》、《全面降准可期, 降息尚待四季度》、《为什么 MLF 利率下调不必急于一时》中, 我们一再重申: 人民币贬值与降息存在一定的替代效应; 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, 四季度为较好的降息时间窗口。

人民币贬值与降息存在一定的替代效应。货币政策的传导途径并不仅限于利率渠道, 汇率渠道也会影响国内经济。8、9、10 月, 人民币兑美元汇率贬值对于促进出口、稳定经济起到了一定作用。10 月份, 随着 9 月 CPI 超出市场预期, 达到 3.0%, 10 年期国债利率也升破 3.3%, 实体经济融资成本面临上行风险。一方面, 在央行第三季度金融数据新闻发布会上, 中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示 LPR 定价应用进展超预期; 一方面, 随着人民币升值, 无法通过汇率渠道稳增长, 为了维持逆周期调节力度, 央行选择了通过降息来对冲汇率升值。但是, 消费和科技创新驱动才是中国经济转型的方向,



预计政府仍将通过刺激消费实施逆周期调节。

### 3、11月1年期LPR利率有望再度下行5BP

10月LPR利率报价与上月持平，表明商业银行在综合考虑资金成本、信用风险溢价和信贷供求后，没有动力进一步下调加点幅度。随着本次MLF利率下调，11月1年期LPR利率有望再度下行5bp至4.15%。在房住不炒的政策要求下，预计5年期以上LPR继续维持在4.85%的水平。

### 4、逆周期调节不改稳健货币政策，股市略优于债市

货币政策仍然维持稳健基调，未来仍将通过结构性政策进行逆周期调节。一方面，当前，中国面临结构性通胀，猪肉价格上涨使得CPI不断走高，放松货币政策可能通过预期机制使得CPI螺旋式走高，增加中低收入家庭生活成本。另一方面，PPI依然维持负区间，核心CPI维持低位，三季度GDP增长率下行至6.0%，货币政策也断不可能收紧。

四季度经济增长有望企稳，CPI将持续破三直至明年上半年。中期内，预计债市仍将维持震荡格局，股市略优于债市，抗通胀板块将受益于CPI上行。农产品板块在一定程度上可能受到中美贸易关系缓和冲击。

## 风险提示：

中美贸易谈判不及预期，人民币超预期升值，货币财政政策超预期。

**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\\_9127](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9127)

