

## 年初以来，出口呈现出哪些特性

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

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

### ● 年初以来，出口呈现出哪些特性

年初以来，出口呈现出的特性有：

(1) 出口环比增速弱于季节性，同比负增长。2019年初以来，大多数月份出口环比增速弱于季节性，而前三季度出口累计同比减少0.1%，远低于2018年前三季度的12.2%，同时，自1996年以来，只有5年前三季度出口累计同比负增长。出口增速大幅下台阶，不仅因为全球经济放缓，也有贸易摩擦的原因。

(2) 虽然增速下滑，但中国出口在全球主要经济体占比没有明显减少。如果统计全球12个主要经济体出口情况，可以发现2019年前8月中国出口在这12个经济体占比为22.1%，和2018年全年的22.2%相当。说明虽然中国出口增速下滑，但全球其他经济体出口增速下滑得更快，例如可比经济体韩国2019年前8月出口累计同比降低9.5%，较2018年全年的5.4%明显下滑。

(3) 对美出口增速与占比显著下降。前9月对美出口累计同比减少10.6%，较2018年全年的11.3%显著下滑，前9月对美出口为17.1%，不及2018年全年的19.2%。对美出口增速与占比显著下降的原因在于，一方面，美国经济放缓，美国ISM制造业PMI连续2个月处于收缩区间；另一方面，关税导致部分对美出口商品出口增速下降。

(4) 对越南出口增速显著上升并大幅跑赢整体出口增速。前9月中国对越南出口累计同比增长15.3%，大幅跑赢整体出口增速，同时，美国自越南进口增速和占美国进口总额比例均显著回升。这可能与中美贸易摩擦有关，越南在中美贸易之间充当中转站的作用，越南海关在6月9日发表声明，已经发现几十起中国货物冒充原产越南的商品出口，以绕过美国针对中国出口商品采取的惩罚性关税措施，贸易摩擦具有长期性，未来贸易中转可能会逐渐转向贸易替代。

(5) 加工贸易萎缩快于一般贸易。前9月加工贸易出口快速萎缩，其中，来料加工贸易出口同比减少11.3%，进料加工贸易出口同比减少6.9%，增速与降幅（与2018年全年增速相比）均显著低于整体出口，而前9月一般贸易出口同比增长3.1%，高于整体出口增速（-0.1%）。这可能与关税的负面影响有关，关税导致出口企业承担更多的成本，加工贸易利润率低，贸易效益不佳，这种情况下，企业可能倾向于减少加工贸易。

### ● 风险提示：贸易摩擦加剧

### 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、 年初以来，出口呈现出哪些特性.....	3
2、 工业利润降幅逐季收窄，库存加速去化.....	6
3、 一周高频数据观察.....	8
3.1、 发电耗煤量下降.....	8
3.2、 原油价格上涨.....	9
3.3、 猪肉价格大涨.....	9
3.4、 房地产销售面积增速回落.....	10
3.5、 央行净投放量扩大.....	10
3.6、 美元指数上升，人民币汇率升值.....	11

## 图表目录

图 1: 2019 年前 9 月出口负增长.....	3
图 2: 年初以来大多数月份出口环比增速弱于季节性.....	4
图 3: 中国出口在全球主要经济体占比没有明显减少.....	4
图 4: 全球主要经济体出口增速也在下滑.....	5
图 5: 对美出口占比显著下降.....	5
图 6: 对越南出口增速显著上升并大幅跑赢整体出口增速.....	5
图 7: 加工贸易萎缩快于一般贸易.....	6
图 8: 工业利润增速下滑.....	7
图 9: 库存水平处于历史低位.....	7
图 10: 去库存初期，利润增速加速下滑；去库存后期，利润增速不再显著下滑，而是呈现企稳甚至反弹的趋势.....	8
图 11: 发电耗煤量回落（%）.....	8
图 12: 原油价格上涨（美元/桶）.....	9
图 13: 猪肉价格上涨（元/公斤）.....	9
图 14: 房地产销售面积增速回落（%）.....	10
图 15: 货币市场利率先升后降（%）.....	11
图 16: 美元指数上升.....	11
图 17: 人民币汇率升值.....	11
表 1: 央行公开市场操作（2019.10.21-10.25）.....	10

## 1、年初以来，出口呈现出哪些特性

年初以来，出口呈现出的特性有：

(1) **出口环比增速弱于季节性，同比负增长。**2019年初以来，大多数月份出口环比增速弱于季节性，而前三季度出口累计同比减少0.1%，远低于2018年前三季度的12.2%，同时，自1996年以来，只有5年前三季度出口累计同比负增长。出口增速大幅下台阶，不仅因为全球经济放缓，也有贸易摩擦的原因。

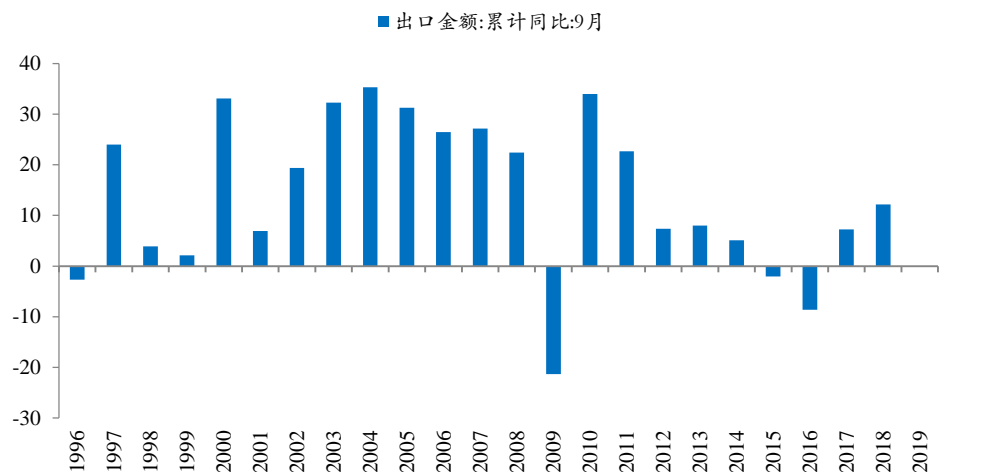
(2) **虽然增速下滑，但中国出口在全球主要经济体占比没有明显减少。**如果统计全球12个主要经济体出口情况，可以发现2019年前8月中国出口在这12个经济体占比为22.1%，和2018年全年的22.2%相当。说明虽然中国出口增速下滑，但全球其他经济体出口增速下滑得更快，例如可比经济体韩国2019年前8月出口累计同比降低9.5%，较2018年全年的5.4%明显下滑。

(3) **对美出口增速与占比显著下降。**前9月对美出口累计同比减少10.6%，较2018年全年的11.3%显著下滑，前9月对美出口为17.1%，不及2018年全年的19.2%。对美出口增速与占比显著下降的原因在于，一方面，美国经济放缓，美国ISM制造业PMI连续2个月处于收缩区间；另一方面，关税导致部分对美出口商品出口增速下降。

(4) **对越南出口增速显著上升并大幅跑赢整体出口增速。**前9月中国对越南出口累计同比增长15.3%，大幅跑赢整体出口增速，同时，美国自越南进口增速和占美国进口总额比例均显著回升。这可能与中美贸易摩擦有关，越南在中美贸易之间充当中转站的作用，越南海关在6月9日发表声明，已经发现几十起中国货物冒充原产越南的商品出口，以绕过美国针对中国出口商品采取的惩罚性关税措施，贸易摩擦具有长期性，未来贸易中转可能会逐渐转向贸易替代。

(5) **加工贸易萎缩快于一般贸易。**前9月加工贸易出口快速萎缩，其中，来料加工贸易出口同比减少11.3%，进料加工贸易出口同比减少6.9%，增速与降幅(与2018年全年增速相比)均显著低于整体出口，而前9月一般贸易出口同比增长3.1%，高于整体出口增速(-0.1%)。这可能与关税的负面影响有关，关税导致出口企业承担更多的成本，加工贸易利润率低，贸易效益不佳，这种情况下，企业可能倾向于减少加工贸易。

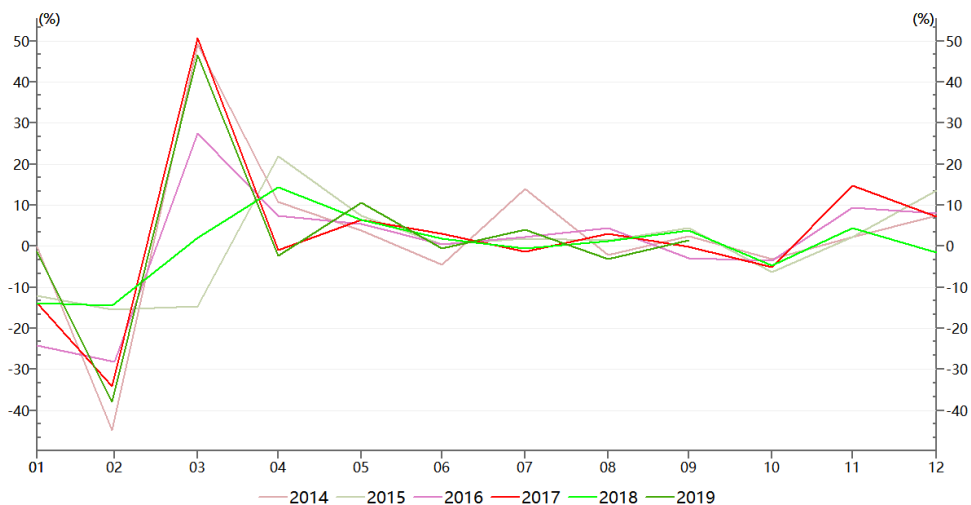
**图1：2019年前9月出口负增长**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 年初以来大多数月份出口环比增速弱于季节性

出口金额:当月值:环比

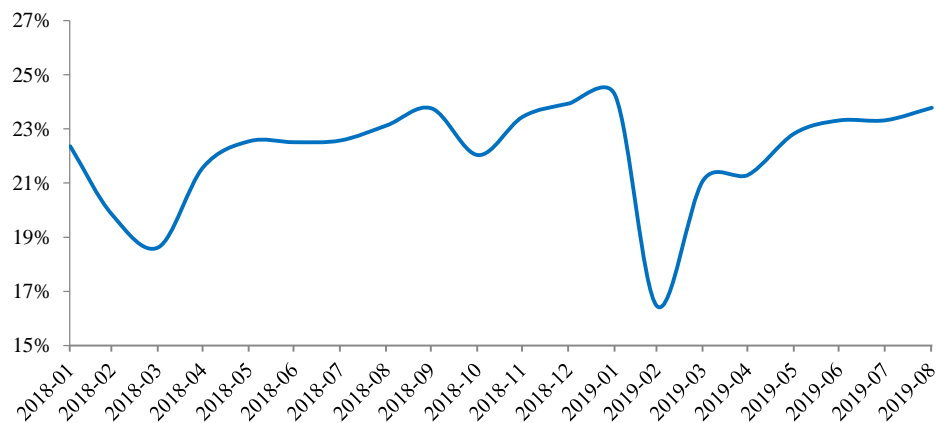


数据来源: Wind

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

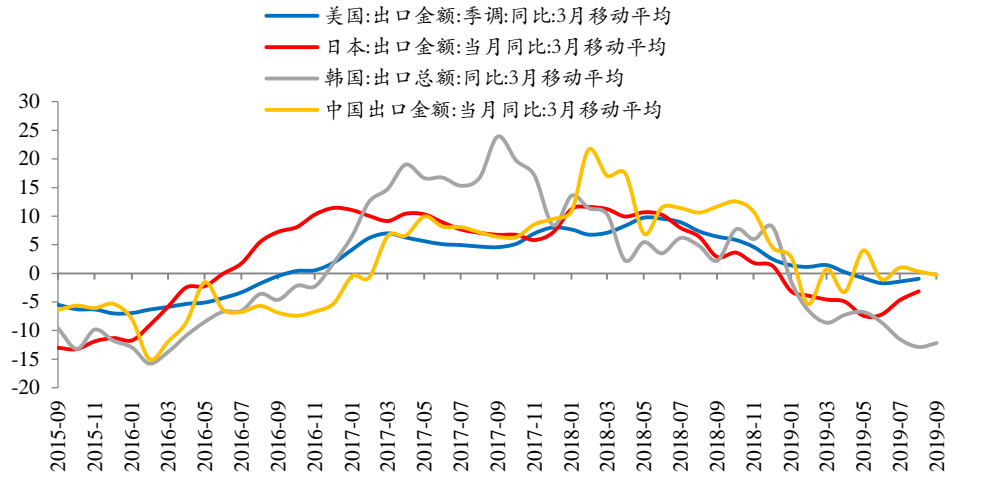
图3： 中国出口在全球主要经济体占比没有明显减少

中国出口在12个经济体中占比



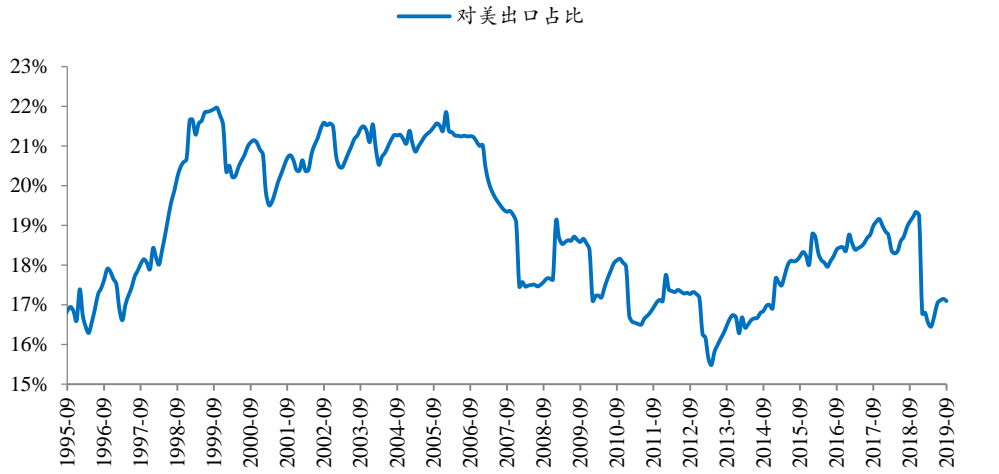
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4： 全球主要经济体出口增速也在下滑



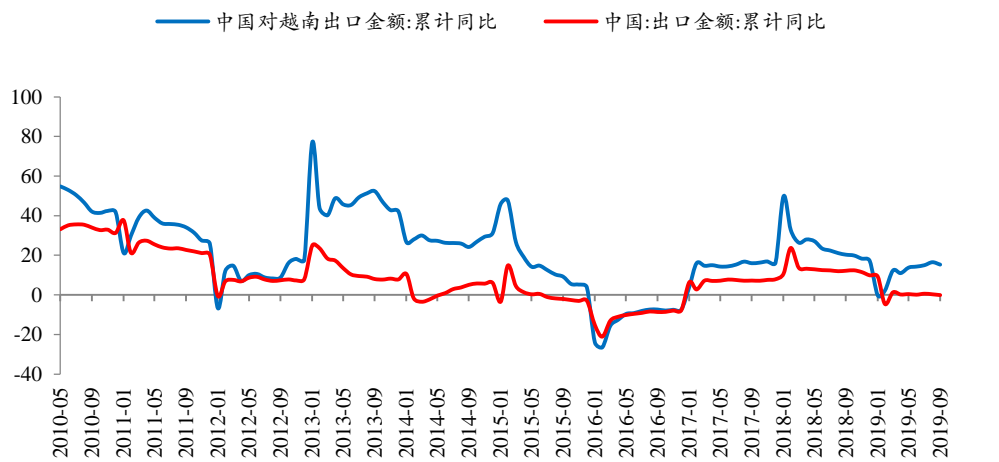
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 对美出口占比显著下降

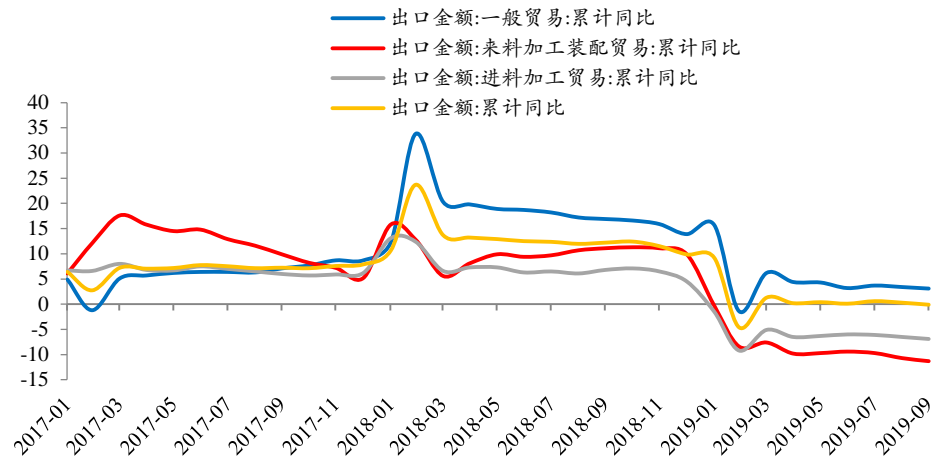


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 对越南出口增速显著上升并大幅跑赢整体出口增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 加工贸易萎缩快于一般贸易**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、工业利润降幅逐季收窄，库存加速去化

2019年9月工业企业利润同比下降5.3%，增速较8月(-2.2%)回落，工业企业利润可以大致从量、价和主营业务利润率增速三方面解释，9月企业利润增速回落，价和利润率增速为主要拖累。

从量上来看。9月工业增加值同比增速从4.4%大幅回升至5.8%，采矿业、制造业生产增速均有不同程度回升，工业增加值增速回升的主要原因在于：其一，低基数。2018年9月工业增加值季调环比增长0.45%，为2011年以来同期最低，类比2017年9月(2016年9月工业增加值季调环比增长0.45%，2017年9月工业增加值同比增速回升0.6个百分点)。其二，虽然出口增速回落，但出口交货值增速再次出现季末回升。低基数不能完全解释工业生产增速回升，部分企业在季末有加快生产销售的计划安排，2019年9月工业增加值季调环比增长0.72%，增速显著高于近年同期。制造业拉动工业生产增速大约1个百分点，是工业生产增速回升最大贡献，9月出口交货值同比减少0.7%，虽然连续2个月负增长但降幅较8月收窄，对出口敏感的计算机行业生产增速较8月回升6.7个百分点。

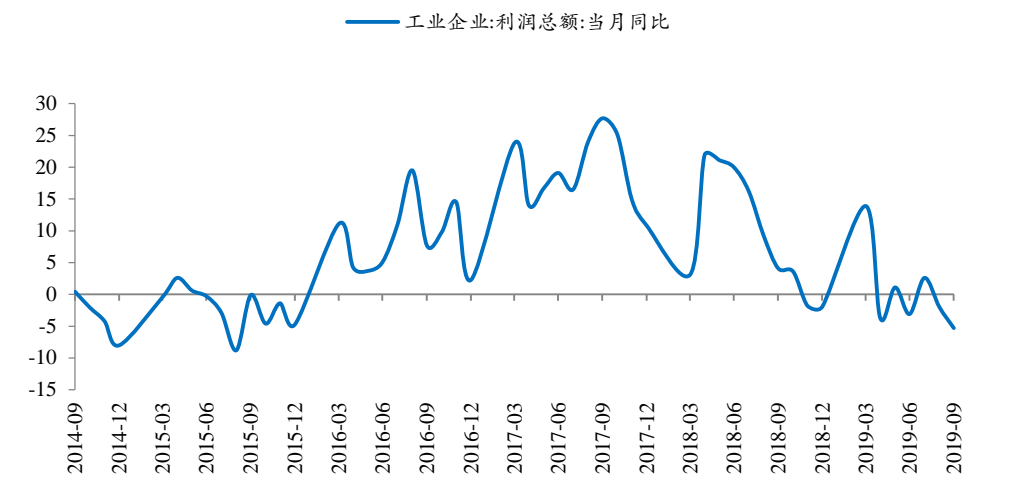
从价上来看。9月PPI环比增速转正，与PMI价格分项以及大宗商品价格指数走势一致，化工、有色金属、计算机等行业带动PPI环比降幅收窄，但在高基数的影响下，同比降幅扩大至1.2%，9月PPI翘尾因素进一步回落-0.7%，PPI同比增速继续下降。

从利润率增速来看。9月主营业务利润率同比减少8%，增速较(-4.8%)回落。

从季度走势来看，工业企业利润一季度下降3.3%，二季度下降1.9%，三季度下降1.8%，降幅呈逐季收窄态势。四季度工业利润增速有望加速回升：(1)三季度PPI同比转负，工业增加值同比从二季度的5.6%下降至5%，量价均拖累工业利润，然而三季度工业利润增速与二季度基本持平，可能与减税降费效果逐渐显现有关，10月9日国务院印发的《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》提到“增强地方应对更大规模减税降费的能力”，四季度减税降费力度可能进一步加大。(2)当前PPI同比增速回落很大程度上受高基数影响，随着

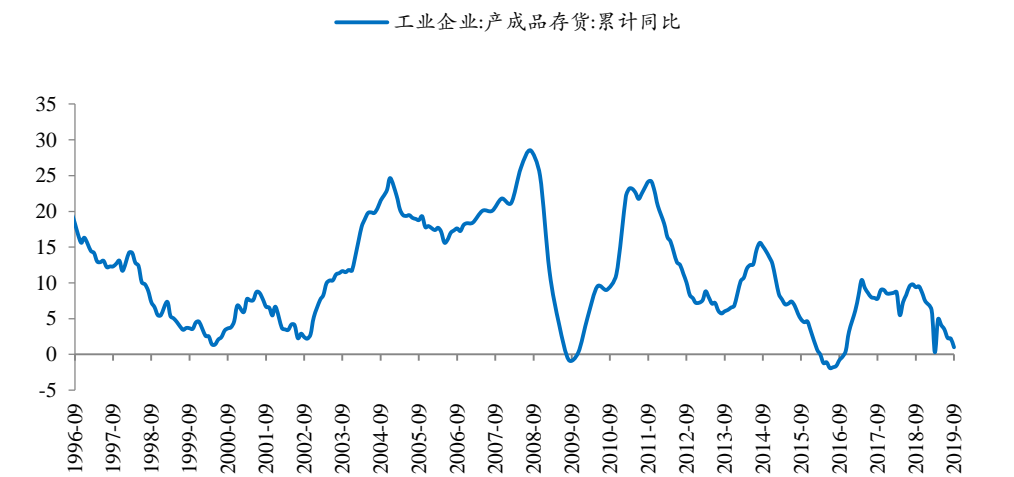
基数快速下降，四季度PPI增速有望回升。(3) 三季度工业生产低迷一定程度上与关税、台风天气、7-8月基数偏高有关，三季度工业企业库存加速去化，9月末产成品存货同比增速下降至1%，处于历史5.5%分位数水平，处于历史低位的库存水平意味着若需求出现边际改善，企业有较大动机补库存。叠加四季度工业增加值基数处于近年同期偏低水平，将拉升同比增速。同时，如果观察库存与工业利润的走势，可以发现，在去库存初期，利润增速随库存加速下滑，而到了去库存后期，利润增速不再显著下滑，反而呈现企稳甚至反弹的趋势。原因可能在于，一方面，利润增速领先库存变化，可能说明利润增速是外生的，取决于需求。另一方面，库存对价格有影响，利润增速又有一定内生性。需求下滑，去库存初期，厂商可能会大幅调低价格，到了去库存末期，价格受到支撑。

**图8： 工业利润增速下滑**



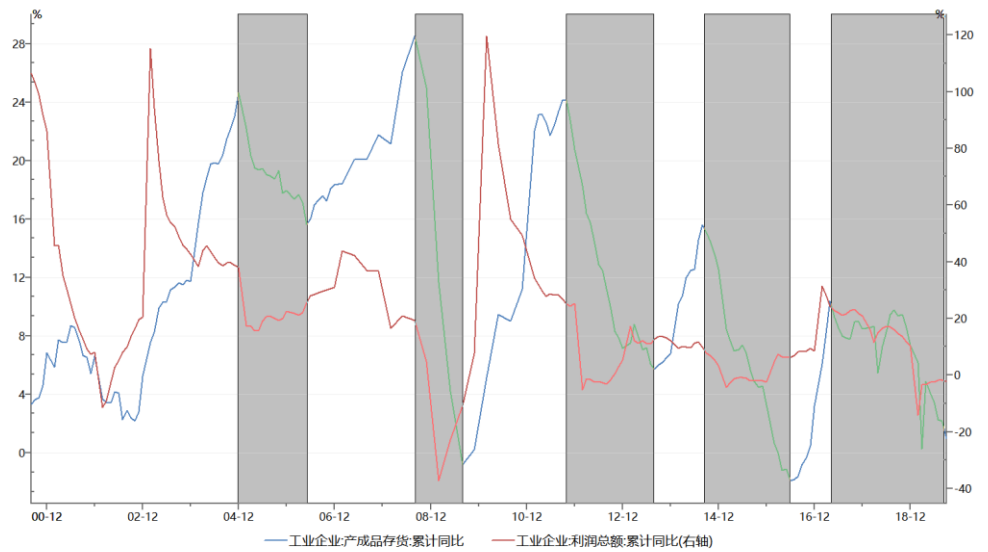
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图9： 库存水平处于历史低位**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图10：去库存初期，利润增速加速下滑；去库存后期，利润增速不再显著下滑，而是呈现企稳甚至反弹的趋势**



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3、一周高频数据观察

#### 3.1、发电耗煤量下降

上周（2019年10月19日-2019年10月25日，下同），唐山在10月9日发布《10月份全市大气污染防治强化管控方案》的通知，通知要求，钢铁企业绩效评级C级的限产50%以上，本次管控时限为2019年10月10日0时至10月31日24时。唐山高炉开工率回落1.2%至59.42%，高炉开工率与前值（63.54%）持平，6大发电集团日均耗煤量环比下降1.1%至61.83万吨。

**图11：发电耗煤量回落（%）**

日均耗煤量:6大发电集团:合计:周



**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\\_9433](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9433)

