中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观专题报告

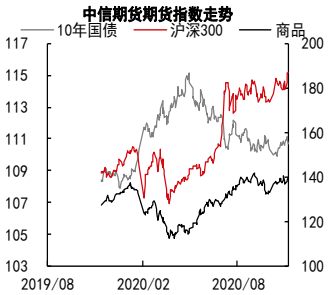
2020-11-06

# 9 月进口高增长之谜

投资咨询业务资格:
证监许可【2012】669 号

## 报告要点

9 月份进口增速较 8 月大幅提高 15.3 个百分点，我们认为其中 5-8 个百分点是不可持续。9 月份工作日较多推高进口增速 5 个百分点左右，这不可持续。基数效应推高进口增速 3 个百分点，部分不可持续。此外，人民币升值和中美贸易协定执行分别推升进口增速 3.0、0.6 个百分点，国内需求改善可能贡献 3.7 个百分点。我们预计 9 月份较低的商品贸易差额不可持续，中期来看，人民币仍有升值动力。





宏观研究团队

研究员:
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人:
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482



**摘要：**

**一、9 月进口高增有特殊性，5-8 个百分点的进口增速提高不可持续**。9 月份多数商品进口显著增加，并非少数商品导致整体进口高增。9 月份进口金额(美元)同比增长 13.2%，较 8 月份提高 15.3 个百分点。其中，工作日较多推高进口增速 5 个百分点左右。今年中秋节在 10 月份，而往年一般是在 9 月份，这使得今年 9 月份工作日比去年增加 9.5%，预计推高进口 4.8 个百分点，这可能是 9 月进口高增的最大原因。此外，人民币升值推升进口增速 3 个百分点左右；基数效应推高进口增速 3 个百分点左右；中美贸易协定执行推高进口增速 0.6 个百分点左右；9 月海外供应能力并未明显恢复，对我国进口增长可能没有贡献；国内需求改善可能也是 9 月进口增长的重要原因，我们倾向于认为剩余的 3.7 个百分点可能来自内需改善的影响。在以上因素中，工作日较多推高进口增速是不可持续的，去年 9 月基数较低的影响不可持续，但去年 8 月基数偏高的影响是可持续的，合计来看 5-8 个百分点的进口增速提高不可持续。

**二、中期来看，人民币仍有升值动力**。我们预计 9 月份较低的商品贸易差额是不可持续的，四季度商品贸易差额仍会好于去年的正常水平。当前我国海外旅游仍受海外疫情抑制，这使得我国服务贸易逆差仍然偏低。此外，我们认为中美利差将在较长时间内处于较高水平，这将持续吸引外资流入。中期来看，人民币仍有升值动力。

**风险提示**：中美关系恶化



**重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。**

# 目 录

摘要：.....1
一、9 月进口高增有特殊性，相当部分不可持续.....3
（一）9 月份多数商品进口显著增加，并非少数商品导致整体进口高增.....3
（二）9 月份工作日较多推高进口增速 5 个百分点左右.....5
（三）人民币升值推升 9 月进口增速 3 个百分点左右.....5
（四）基数效应推高 9 月进口增速 3 个百分点左右.....6
（五）中美贸易协定执行推高 9 月进口增速 0.6 个百分点左右.....7
（六）9 月海外供应能力并未明显恢复，对我国进口增长可能没有贡献.....8
（七）国内需求改善可能也是 9 月进口增长的重要原因，具体影响不太确定.....8
（八）预计 5-8 个百分点的进口增速提高不可持续.....9
二、中期人民币仍有升值动力.....9
免责声明.....11

# 图目录

图表 1： 进口商品各类别对 9 月份进口增速提高的贡献.....3
图表 2： 主要进口商品对 9 月份进口增速提高的贡献.....4
图表 3： 2005-2019 年间各月进口金额环比增速中位数.....5
图表 4： 进口金额美元值与人民币值当月同比增速.....6
图表 5： 人民币升贬值与进口金额美元-人民币增速之差.....6
图表 6： 历年 9 月进口金额环比增速.....7
图表 7： 9 月我国对主要地区的进口增速及其相对于 8 月的变化.....7
图表 8： 我国进口增速与美国工业部门产能利用率.....8
图表 9： 美欧日工业生产指数同比.....8
图表 10： 我国进口增速与消费和制造业投资增速的关系.....9
图表 11： 我国商品贸易差额.....10

9 月份我国进口金额(美元)同比增长 13.2%，远好于市场预期增速 0.1%，也远好于 8 月份增速-2.1%。这导致我国商品贸易顺差缩小 219 亿美元至 370 亿美元。今年 6 月份以来人民币升值的一个重要原因是商品贸易差额扩大，而 9 月份贸易顺差的缩小为人民币的走势增添了变数。那么，9 月份进口为何高增？进口高增长能够持续吗？

# 一、9 月进口高增有特殊性，相当部分不可持续

**为表述简便，下文中进口金额默认是美元值。进口增速可能受到工作日天数、汇率、基数效应、进口需求、海外供应、贸易政策等众多因素影响。**那么，哪些因素是导致 9 月份进口高增的原因呢？9 月份进口增速较 8 月份提高 15.3 个百分点。各个因素对 9 月份进口增速的影响又有多大呢？

## （一）9 月份多数商品进口显著增加，并非少数商品导致整体进口高增

**9 月份进口增速提高 15.3 个百分点，我们将其按海关 HS 商品分类进行拆解。根据我们的计算方法，各类商品对增速提高的贡献之和恰好是 15.3 个百分点。**

图表1： 进口商品各类别对 9 月份进口增速提高的贡献

| 进口商品类别 | 占总进口金额的比例 | 对增速提高的贡献(百分点) | 贡献/进口占比（百分点） |
|---|---|---|---|
| 第一类　活动物；动物产品 | 1.9% | 0.16 | 8.24 |
| 第二类　植物产品 | 3.3% | 0.50 | 15.13 |
| 第三类　动、植物油、脂及其分解产品；精制的食用油脂；动、植物蜡 | 0.5% | -0.01 | -1.76 |
| 第四类　食品；饮料、酒及醋；烟草、烟草及烟草代用品的制品 | 1.4% | 0.21 | 15.30 |
| 第五类　矿产品 | 20.5% | 2.10 | 10.25 |
| 第六类　化学工业及其相关工业的产品 | 7.2% | 1.17 | 16.34 |
| 第七类　塑料及其制品；橡胶及其制品 | 4.2% | 0.67 | 16.17 |
| 第八类　生皮、皮革、毛皮及其制品；旅行用品、手提包及类似品等 | 0.5% | 0.12 | 26.84 |
| 第九类　木及木制品；木炭；软木及软木制品；编结制品等 | 1.0% | 0.07 | 7.73 |
| 第十类　木浆及其他纤维素浆；纸及纸板的废碎品；纸、纸板及其制品 | 1.2% | 0.10 | 8.26 |
| 第十一类　纺织原料及纺织制品 | 1.3% | 0.19 | 14.35 |
| 第十二类　鞋、帽、伞、杖、鞭及其零件；已加工的羽毛及其制品等 | 0.3% | 0.00 | 0.96 |
| 第十三类　石料、石膏、水泥及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃产品 | 0.5% | 0.08 | 16.28 |
| 第十四类　珍珠、宝石、贵金属、包贵金属及其制品；仿首饰；硬币 | 1.8% | -0.05 | -2.78 |
| 第十五类　贱金属及其制品 | 6.4% | 0.66 | 10.35 |
| **第十六类　机器、机械器具、电气设备及其零件；录音机及放声机等** | **37.7%** | **7.27** | **19.26** |
| 第十七类　车辆、航空器、船舶及有关运输设备 | 4.5% | 1.17 | 25.79 |
| 第十八类　光学、电影、计量、医疗等仪器及设备；钟表；乐器等 | 5.0% | 0.75 | 15.11 |
| 第二十类　杂项制品 | 0.3% | 0.06 | 16.69 |
| 第二十二　类特殊交易品及未分类商品 | 0.4% | 0.06 | 12.52 |

资料来源：中信期货研究部

说明：第十九类、第二十一类进口占比低于 0.1%，本表没有列出。

从上表数据可以看到，第十六类商品贡献最大，为 7.27 个百分点。不过，第十六类商品占总进口金额的比例也是最高的，为 37.7%。一种商品的进口占比越高，其进口的增长对整体进口增速的提高的贡献也就越大。为了剔除掉这种影响，我们将每种商品类别的贡献除以其占进口的比例，这样得到归一化后的贡献。从理论上讲，各类商品归一化贡献的平均水平（并非算术平均值）是 15.3 个百分点。从上表可以看到，大多数商品类别的归一化贡献在 15.3 个百分点左右，只有少数类别偏高（第八、十七类）或偏低（第三、十二、十四类）。**这说明 9 月份进口高增并非少数商品进口大幅的结果，而是大多数类别商品进口同时增加的结果**。

图表2： 主要进口商品对 9 月份进口增速提高的贡献

| 主要进口商品 | 占总进口金额的比例 | 对增速提高的贡献（百分点） | 贡献/进口占比（百分点） |
|---|---|---|---|
| 农产品* | 7.5% | 0.95 | 12.61 |
| 肉类（包括杂碎） | 1.1% | 0.00 | -0.12 |
| 粮食 | 2.4% | 0.29 | 11.88 |
| 大豆 | 1.8% | 0.08 | 4.32 |
| 金属矿及矿砂 | 9.0% | 1.60 | 17.85 |
| 铁矿砂及其精矿 | 5.9% | 0.95 | 16.01 |
| 铜矿砂及其精矿 | 1.8% | 0.58 | 32.94 |
| 原油 | 7.9% | 0.61 | 7.78 |
| 天然气 | 1.1% | -0.13 | -11.22 |
| 基本有机化学品 | 1.8% | 0.12 | 6.57 |
| 医药材及药品 | 1.8% | 0.20 | 11.18 |
| 美容化妆品及洗护用品 | 1.2% | 0.42 | 35.64 |
| 初级形状的塑料 | 2.5% | 0.36 | 14.61 |
| 纸浆、纸及其制品 | 1.1% | 0.08 | 7.64 |
| 未锻轧铜及铜材 | 2.4% | 0.32 | 13.01 |
| **机电产品*** | **48.1%** | **9.31** | **19.36** |
| 自动数据处理设备及其零部件 | 2.9% | 0.66 | 22.42 |
| 半导体制造设备 | 1.2% | -0.05 | -4.35 |
| 电工器材 | 2.0% | 0.28 | 14.17 |
| **集成电路** | **18.3%** | **3.40** | **18.59** |
| 汽车（包括底盘） | 2.7% | 0.71 | 26.50 |
| 汽车零配件 | 1.6% | 0.15 | 9.39 |
| 计量检测分析自控仪器及器具 | 1.9% | 0.24 | 12.60 |
| **高新技术产品*** | **34.8%** | **6.71** | **19.26** |
| 生命科学技术 | 2.0% | 0.18 | 8.95 |
| 光电技术 | 1.6% | 0.10 | 6.16 |
| 计算机与通信技术 | 6.6% | 1.97 | 29.99 |
| 电子技术 | 20.6% | 3.76 | 18.22 |
| 计算机集成制造技术 | 2.8% | 0.24 | 8.61 |

资料来源：中信期货研究部

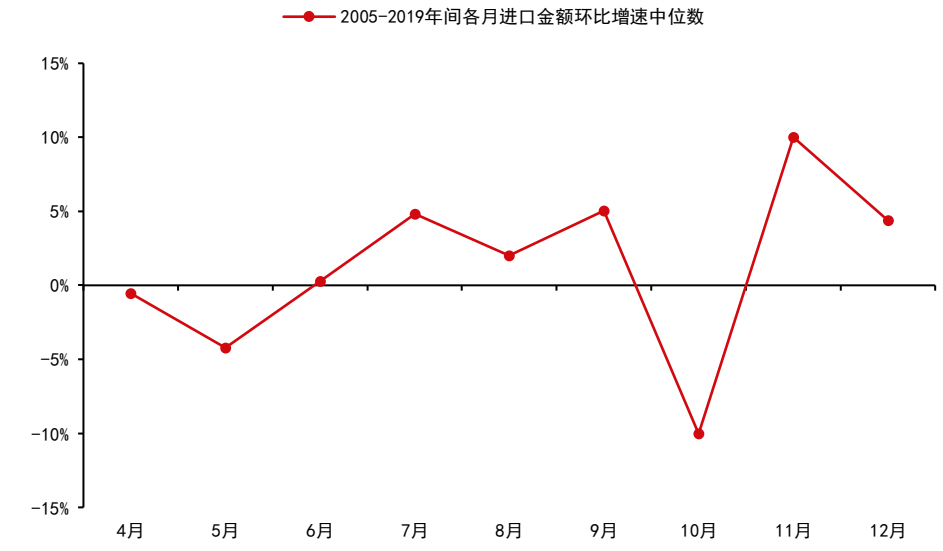
**HS 商品分类虽然全面但不细致，我们对主要进口商品进行了同样的分析（见上表），结论是类似的。**大多数商品类别的归一化贡献在 15.3 个百分点左右。集成电路的归一化贡献度略高，为 18.6 个百分点。9 月 15 日，美国对华为的禁令正式生效。从数据来看，9 月份集成电路进口增长也并未大幅超过平均水平。**华为禁令生效可能导致华为提前备货，但并非 9 月进口高增的重要原因。**

**不管是从 HS 商品分类还是主要进口商品来看，9 月份进口的增长是普遍的，，并非少数商品导致整体进口高增。**

### （二）9 月份工作日较多推高进口增速 5 个百分点左右

**今年 9 月份的工作日比去年多 2 个，我们估计这推高 9 月份进口增速 5 个百分点左右。**今年中秋节在 10 月份，而往年一般是在 9 月份，这使得今年 9 月份工作日有 23 个，而去年是 21 个。今年 9 月份工作日比去年增加 9.5%。当然，工作日数量变化对进口金额的影响并非 1:1 的关系。从 2005-2019 年间各月进口金额环比增速中位数来看，工作日数量对进口金额的影响是显著的。比如因为国庆节影响，10 月份进口金额较 9 月份一般显著减少，历年中位数是减少 10%。根据我们的估算，工作日变化 1%对进口金额的影响在 0.5%左右。今年 9 月份工作日较去年增加 9.5%，这会推高进口增速约 4.8 个百分点。

图表3： 2005-2019 年间各月进口金额环比增速中位数



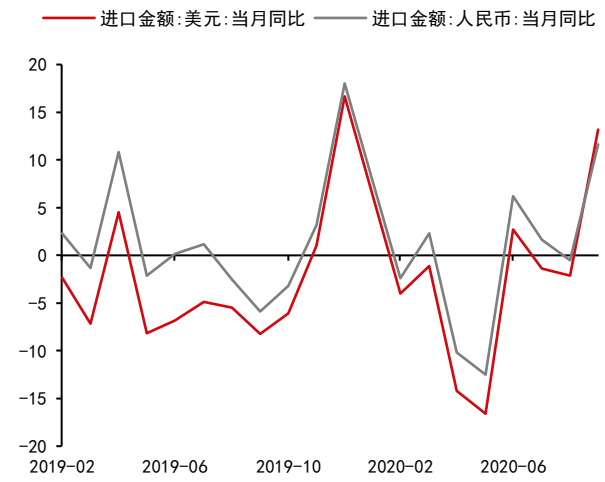

资料来源：Wind 中信期货研究部

### （三）人民币升值推升 9 月进口增速 3 个百分点左右

**近几个月人民币升值较快，这会推升进口增速。**9 月份以美元计价的进口金

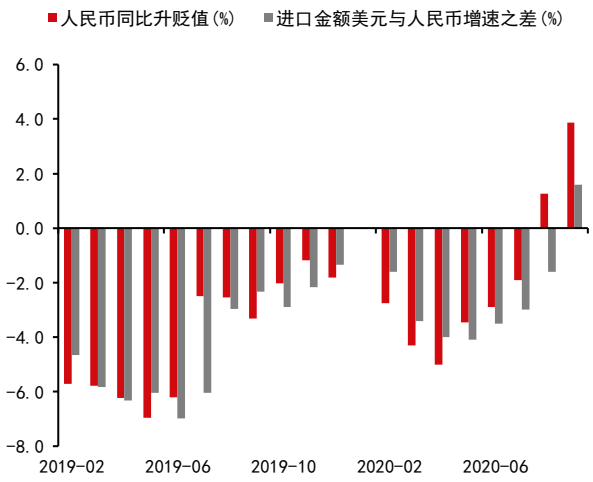
额当月同比增长 13.2%，增速高于以人民币计价的增速 11.6%。不管是从逻辑上来讲，还是从实际数据表现来看，人民币同比升贬值幅度都是进口金额美元与人民币增速差异的主要来源。9 月份以美元和人民币计价的进口金额增速相对于 8 月份分别提高 15.3、12.1 个百分点。人民币升值推升以美元计价的进口金额增速 3.2 个百分点。

图表4： 进口金额美元值与人民币值当月同比增速




资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 人民币升贬值与进口金额美元-人民币增速之差

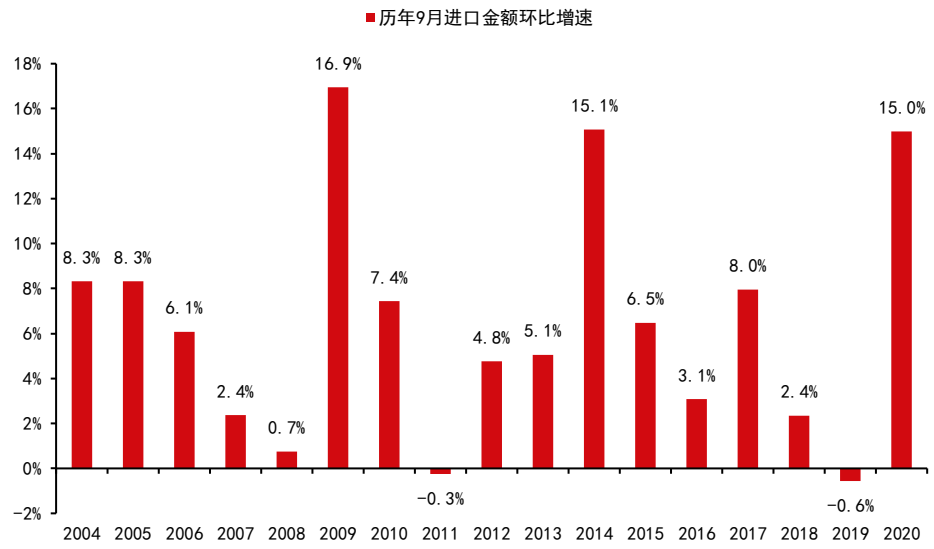



资料来源：Wind 中信期货研究部

### （四）基数效应推高 9 月进口增速 3 个百分点左右

**我们估计基数效应推高今年 9 月进口增速 3 个百分点左右**。9 月份是传统旺季，一般进口金额会高于 8 月份。2004-2019 年的 16 年间有 14 个年份 9 月份进口金额增速是增加的，环比增速的中位数是 5.7%。但是，去年 9 月份进口金额环比减少 0.6%。这可能有两个原因。一是去年 9 月份进口金额异常低；二是虽然去年 9 月份进口金额大体正常，但是去年 8 月份进口金额异常高，从而 9 月份环比增速偏低。当然实际情况可能是两个原因同时存在。第一个原因会导致今年 9 月份增速异常高，而第二个原因会导致今年 8 月份增速异常低。这两个原因都会导致去年 9 月份环比增速偏低，而今年 9 月份增速相对于 8 月份增速有所提高。根据我们的估算，基数效应推高 9 月份进口增速 3 个百分点左右。

图表6： 历年 9 月进口金额环比增速

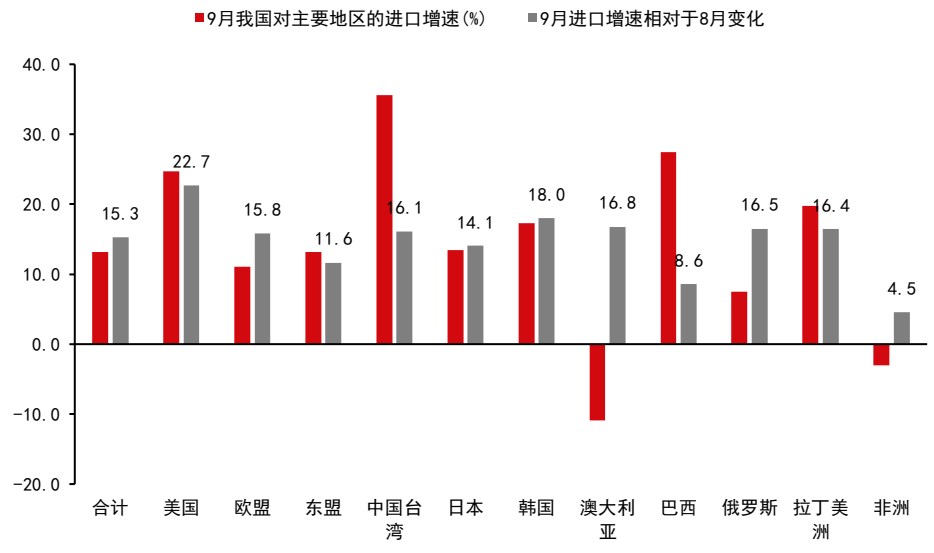



资料来源：Wind 中信期货研究部

## （五）中美贸易协定执行推高 9 月进口增速 0.6 个百分点左右

今年 1-9 月份我国自美进口同比增长 0.9%，显著好于我国整体进口增速-3.1%，反映了中美第一阶段贸易协定的影响。9 月份我国从美国进口金额当月同比增速高达 24.7%，较 8 月份提高 22.7 个百分点，增速提高幅度在主要地区中是最高的。从环比来看，9 月份我国进口金额环比增长 15.0%，其中自美国的进口金额环比增长 25.4%，增速较整体环比增速高 10.4 个百分点左右，对应约 10 亿美元左右的增量，额外拉动进口增速 0.6 个百分点左右。也就是说，中美贸易协定执行推高 9 月份进口增速 0.6 个百分点。

图表7： 9 月我国对主要地区的进口增速及其相对于 8 月的变化



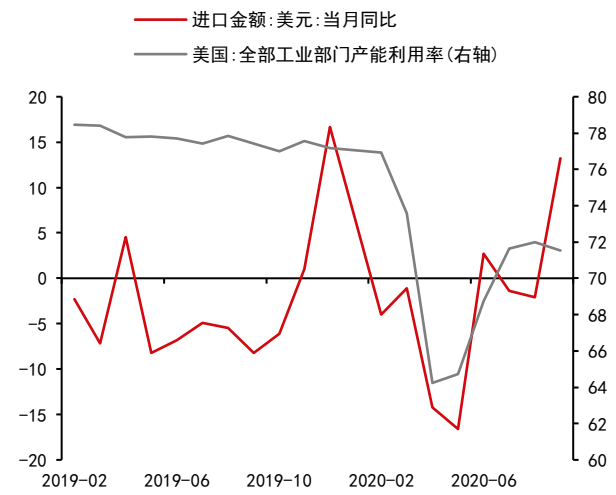

资料来源：Wind 中信期货研究部

### （六）9 月海外供应能力并未明显恢复，对我国进口增长可能没有贡献

**海外供应能力是影响我国进口金额的重要因素**。今年 4、5 月份，新冠疫情对海外供应构成了较大的冲击，在我国国内需求逐步恢复的背景下，我国进口金额增速反而大幅下降 15 个百分点左右至-14.2%、-16.6%。

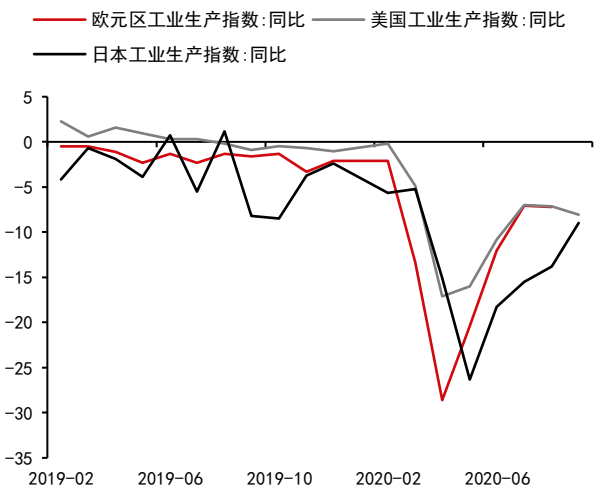
**9 月海外供应能力并未明显恢复，对我国进口增长可能没有贡献。**9 月份美国工业部门产能利用率和工业生产指数同比增速均略有回落。欧元区 9 月份数据尚未公布，但 8 月份工业生产指数同比增速就不再继续改善，而 9 月份欧元区疫情更趋严重，预计供应能力也并非进一步恢复。日本 9 月份工业生产指数同比增速有所提高，但我国从日本的进口增速提高幅度（14.1 个百分点）低于欧元区和美国（15.8、22.7 个百分点），这说明我国自日本进口增加并非源于日本工业生产增加。总体上来看，我国 9 月份进口增长与海外供应关系不大。

图表8： 我国进口增速与美国工业部门产能利用率




资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 美欧日工业生产指数同比



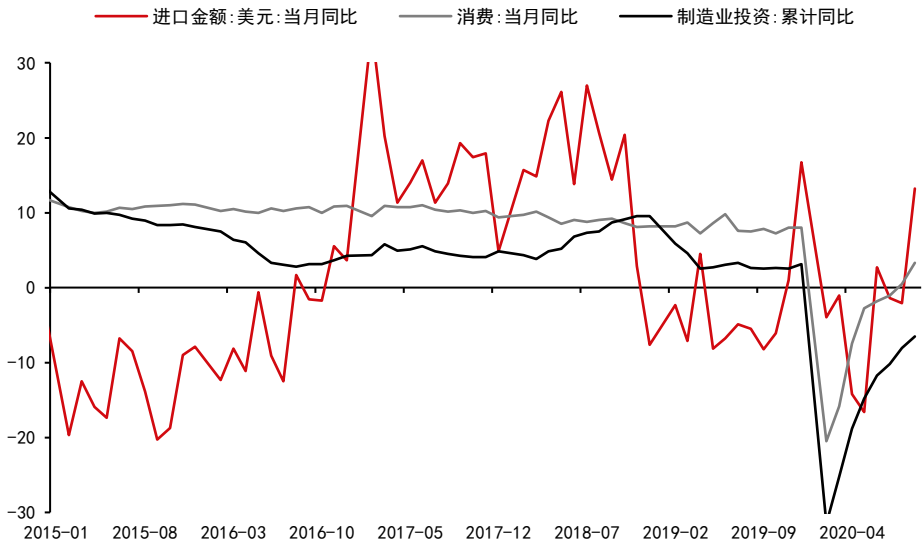

资料来源：Wind 中信期货研究部

### （七）国内需求改善可能也是 9 月进口增长的重要原因，具体影响不太确定

进口反映了我国对海外商品的需求。一般来讲，国内需求的改善会推高进口增速。**今年 9 月份我国消费和制造业投资进一步改善，这可能也是进口增速提高的重要原因**。从 2015 年以来的数据来看，制造业投资增速与进口增速相关性更强一些。2016 年下半年至 2018 年间，我国进口增速与制造业投资增速均趋于上行，不过进口增速波动更大。2015-2019 年间我国消费增速波动小，因此看起来与进口增速关系较小，但从逻辑上讲，消费需求的增加也会推高进口增速。今年 9 月份我国消费当月同比增速较 8 月份提高 2.8 个百分点，加速修复，尤其是家具、装修材料等非必需品消费加速修复，增速分别提高 3.6、3.4 个百分点。制造业投资当月数据波动偏大，从趋势上来看，今年 8、9 月份我国制造业投资修复较为明显。由于工业企业盈利增速自 6 月份就持续处于 10%以上的较高水平，制造业企业预期改善是较为显著的。这些均有利于我国进口的改善。**通过估算需求改善幅**

**度从而推算进口改善程度存在一些困难。换个角度看，在进口增速 15.3 个百分点的提高中，前述 4 个因素可以解释 11.6 个百分点，我们倾向于认为剩余的 3.7 个百分点可能来自内需改善的影响。**

图表10： 我国进口增速与消费和制造业投资增速的关系




资料来源：Wind 中信期货研究部

### （八）预计 5-8 个百分点的进口增速提高不可持续

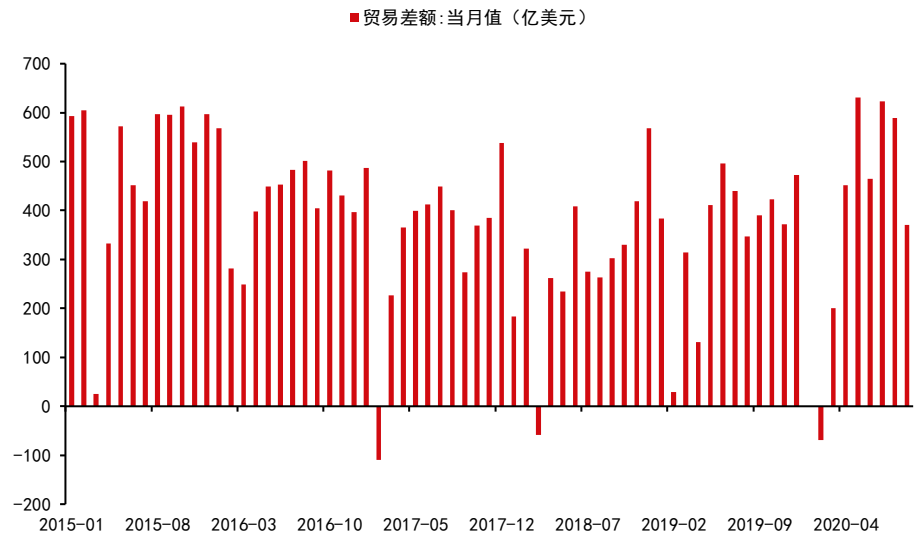
总结以上导致进口增速提高的多个因素，其中工作日较多推高进口增速是不可持续的，这对应 5 个百分点的增速提高。基数效应包含两种。其中，去年 9 月基数较低的影响不可持续，但去年 8 月基数偏高的影响是可持续的。本文不再进一步分析这两种基数效应各有多少，不可持续的增速提高约 0-3 个百分点。合计来看，5-8 个百分点的进口增速提高是不可持续的。

## 二、中期人民币仍有升值动力

9 月份进口高增长使得商品贸易差额降至正常水平以下。从以上分析可以看到，9 月份进口高增长中相当部分是不可持续的。虽然 9 月份工作日较多也使得的 9 月份出口金额偏高，但根据我们估算，其影响只有进口的一半。原油价格仍处于低位，这使得我国原油进口金额减少，这对商品贸易顺差的支持仍然存在。总体上我们预计**9 月份较低的商品贸易差额是不可持续的，四季度商品贸易差额仍会好于去年的正常水平**。

当前我国海外旅游仍受海外疫情抑制，这使得我国服务贸易逆差仍然偏低。此外，我们认为中美利差将在较长时间内处于较高水平，这将持续吸引外资流入。因此，我们认为**中期人民币仍有升值动力**。

图表11： 我国商品贸易差额




资料来源：Wind 中信期货研究部

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

**深圳总部**

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com