宏观研究

出口好于预期：中外复苏差异的故事

——点评 8 月贸易数据

宏观事件点评 | 2020 年 9 月 8 日

报告摘要：

- **出口好于预期：中外复苏差异的故事。**8 月出口增速再次超预期回升，达到 9.5%。疫情发生以来，出口好于预期已经屡见不鲜。中国出口表现抢眼，根本原因在于中外复苏路径的差异。疫情背景下，欧美生产能力修复较慢，消费品供应面临缺口，中国凭借快速修复的生产能力，恰好补上了这一缺口。

- **进口不及预期：恰好是同一枚硬币的反面。**8 月进口延续负增长，为-2.1%。今年进口仅 6 月出现过一次正增长，其他时间均为负增长。进口持续低迷，根本原因也是中外复苏路径的差异，跟出口好于预期恰好构成同一枚硬币的两面。主要贸易伙伴生产满足自身需求尚有不足，对外订单交付就更存在困难。

- **供需回归平衡之日，就是进出口趋稳之时。**当中外均逐渐实现供需相互协调时，中国出口和进口也将趋于平稳。8 月出口环比反季节性下降，可能预示着出口增速持续快速提高告一段落，未来出口可能将进入平台期。随着中国需求逐渐改善，进口有望摆脱持续低迷局面。

- **风险提示：全球疫情传播二次反弹，中国逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

一、出口好于预期：中外复苏差异的故事

出口增速再次超预期回升。8 月，以美元计，中国出口金额同比增长 9.5%。这是出口增速连续第 3 个月回升，比上月回升了 2.3 个百分点，如果与 2 月份疫情最严重时的底部相比，已经回升了 26.6 个百分点。这是出口增速再一次超出市场预期，比市场预期高出 1.2 个百分点。疫情发生以来，出口好于预期已经屡见不鲜。

中国出口表现抢眼，根本原因在于中外复苏路径的差异。疫情发生后，得益于中国政府强大的动员力，中国经济在全球率先复苏，并呈现“生产领先于需求”的特征。而欧美等国采取了大规模发放消费者补贴的方式刺激经济，复苏呈现“需求领先于生产”的特征。例如，美国 5 月零售同比已经转正，但直到 7 月消费品产出仍延续负增长。又如，欧元区 5 月零售同比也已经转正，但 6 月工业产出仍保持两位数以上负增长。疫情背景下，欧美生产能力修复较慢，消费品供应面临缺口，中国凭借快速修复的生产能力，恰好补上了这一缺口。

单就 8 月而言，出口回升主要有以下原因：

从贸易伙伴看，对美国、东盟出口增长较快，对日本出口继续改善。8 月对美国出口增长 20%，较上月回升 7.5 个百分点，对美出口金额已连续 5 个月回升；对东盟出口增长 12.9%，虽然较上月略微回落 1 个百分点，但保持两位数以上增速；对日本出口增长-0.8%，虽然还是负增长，但降幅较上月收窄 1.2 个百分点。但值得注意的是，对欧盟出口增长-6.5%，降幅较上月扩大 3 个百分点，构成一定拖累。

从产品类别看，我国传统优势产品和医疗产品均保持较好表现。8 月机电产品出口增长 11.9%，较上月提高 1.6 个百分点，连续两个月保持两位数以上增速；高新技术产品出口增长 11.9%，虽较上月回落 3.6 个百分点，但也是连续两个月保持两位数以上增速；医疗仪器及器械出口增长 38.9%，增速较上月大幅回落近 40 个百分点，但对整体出口仍为正贡献。

从基数层面看，低基数对出口增速回升也有贡献。去年 8 月，出口金额环比-3.1%，增速是过去几年同期最低的。今年 8 月，出口金额环比-1%，比去年同期高了 2.1 个百分点。

二、进口不及预期：恰好是同一枚硬币的反面

进口延续负增长。8 月，以美元计，中国进口金额同比增长-2.1%。这是 7 月以来进口连续第 2 个月负增长，也是疫情发生以来第 6 次月度负增长。事实上，今年进口仅 6 月出现过一次正增长，其他时间均为负增长。这也是进口增速再一次不及市场预期，市场原本预期 8 月进口能实现小幅正增长。

进口持续低迷，根本原因也是中外复苏路径的差异，跟出口好于预期恰好构成同一枚硬币的两面。一方面，主要贸易伙伴生产落后于需求，目前生产仍处于恢复进程中，满足自身需求尚有不足，对外订单交付就更存在困难；另一方面，国内需求落后于生产，

目前库存尚处于高位，进口需求自然不强，例如，疫情发生以来 PMI 指数始终处于荣枯线下方，8 月为 49%，较上月甚至回落了 0.1 个百分点。

主要大宗商品进口增速有所放缓。8 月原油进口量增长 12.6%，增速较上月下降 12.4 个百分点，原油进口量连续第 2 个月回落；铁矿砂进口量增长 5.8%，增速较上月下降 18 个百分点；未锻造的铜及铜材进口量增长 67.1%，增速较上月下降 14.4 个百分点；大豆进口量增长 1.3%，增速较上月下降 15.5 个百分点。此外，机电产品进口额增长 1.9%，增速较上月放缓 0.3 个百分点；汽车（含底盘）进口量增长-5.7%，降幅有所收窄，但仍为负增长。

三、供需走向平衡之日，就是进出口趋稳之时

对于未来进出口走势，判断如下：

供需回归平衡之日，就是进出口趋稳之时。既然过去几个月出口表现持续抢眼、进口表现持续低迷，都与中外复苏路径差异有关，那么并不意外的是，当中外供需走向平衡的时候，中国出口和进口也将趋于平稳。换言之，中外均逐渐实现供需相互协调时，进出口的异常表现也就将逐渐结束。

8 月出口环比反季节性下降，可能预示出口将进入平台期。8 月中国出口金额环比增长-1%，虽略好于去年同期，但仍是过去六年来较差表现。历史上，多数情况下 8 月出口录得环比正增长。近期，欧洲零售增速出现再次放缓，供需缺口收窄，结合起来看，中国出口增速持续快速提高可能告一段落，未来出口可能将进入平台期。随着中国需求逐渐改善，进口有望摆脱持续低迷局面。

风险提示

全球疫情传播二次反弹，中国逆周期调节不及预期。

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。