财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

内需提振进口，外需边际修复促出口

——2020 年 6 月外贸数据的点评

宏观点评

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

陈然
宏观经济研究中心 研究员
电话：010-68084680
邮箱：chenran@hnjrkg.com

投资要点：

- **低基数效用是进口和出口增速双双转正的原因之一，跨境资金平稳。**6 月出口、进口增速分别提高 3.8、19.4 个百分点至 0.5%、2.7%。去年同期进口和出口均负增长，基数较低，利于今年同比增速的提高。2020 年以来对香港出口与进口增速差持续为正，汇率预期相对稳定，资本跨境流动平稳。
- **6 月海外主要经济体经济复活进程加速，对东盟、美国等主要贸易伙伴出口增速提高；防疫物资继续托底出口，民营企业在国内刺激利好政策影响下出口比重继续提高。**全球疫情防控形势仍不容乐观，后续出口不确定性较大，且疫情防控物资需求对中长期出口的带动可持续性不强，出口形势依然复杂严峻。但全年出口增速也不宜过度悲观，预计增速降幅在 10%以内。
- **国内工业生产和投资加快恢复，加大对美进口力度，提振进口需求。**在 6 月份 15 种进口金额增速提高的重点商品中，所有重点商品的进口数量增速都在上升，其中钢材、塑料、原油、成品油等工业原材料的进口数量同比均大幅增加，表明国内工业生产动力加速恢复；在进口价格方面，仅有 6 种商品进口价格增速提高，表明进口增速回升是由数量因素造成的。此外，中国积极履行中美贸易第一阶段协议，导致 6 月份中国从美国进口增速从上月的-13.5%提高到 11.3%，也是本月进口增速回升的推动力。
- **欧美经济修复进度虽有分化，但有望延续修复进程，我国外需将在波动中继续恢复。**随着二季度以来主要经济体启动社会和经济复活进程，6 月份摩根大通全球综合 PMI、全球制造业 PMI 指数分别较上月提高 11.4、5.4 个百分点至 47.7%、47.8%，虽然处于收缩区间，但在边际好转。从年内未来数月来看，投资者对全球疫情和经济增长持乐观预期。在疫情防控和经济发展之间，主要发达经济体出现分化，防疫措施严格的欧元区，其制造业 PMI 仍位于收缩区间、经济意外指数也录得负值；而防控措施没有那么严格的美国，其制造业 PMI 已恢复至扩张区间，且经济意外指数由负转正。预计海外经济将继续复苏，我国外需也有望在波动中修复。
- **贸易结构继续趋于优化。**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提高，1-6 月份达到 60.1%，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，1-6 月份两者比重分别为 30.0%和 58.6%，位于 2014 年以来的高点。

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、低基数效用是进口和出口增速回升的原因之一，跨境资金平稳.....3
二、国内工业生产和投资需求加速恢复，带动进口需求回暖.....4
三、防疫物资、民营企业对出口形成强支撑，疫情影响仍将延续.....5
四、外需有望在波动中继续修复.....6
五、贸易结构继续趋于优化.....7

正文：

事件：据海关统计，6 月当月全国进出口总额 3807.3 亿美元，同比增长 1.5%。其中，出口 2135.7 亿美元，同比增长 0.5%；进口 1671.5 亿美元，同比增长 2.7%；贸易差额为 464.2 亿美元，环比减少 26.2%（见图 1）。

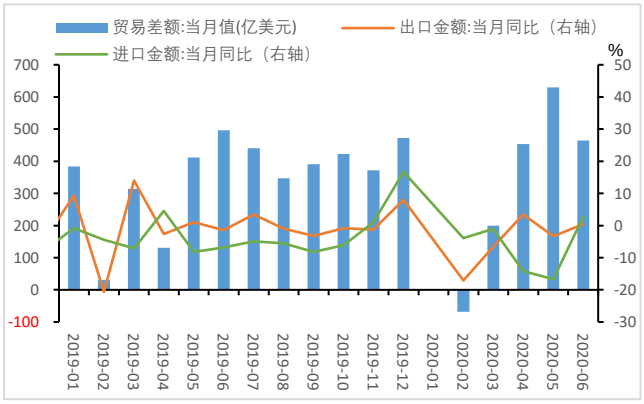
一、低基数效用是进口和出口增速回升的原因之一，跨境资金平稳

从进出口增速看，6 月出口、进口增速均由负转正，贸易顺差收窄。具体看，6 月出口 2135.7 亿美元，同比增长 0.5%，增速较 5 月提高 3.8 个百分点；进口 1671.5 亿美元，同比增长 2.7%，增速较 5 月提高 19.4 个百分点；贸易差额 464.2 亿美元，较 5 月减少 165.1 亿美元，同比减少 32.3 亿美元。

为了分析 6 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。

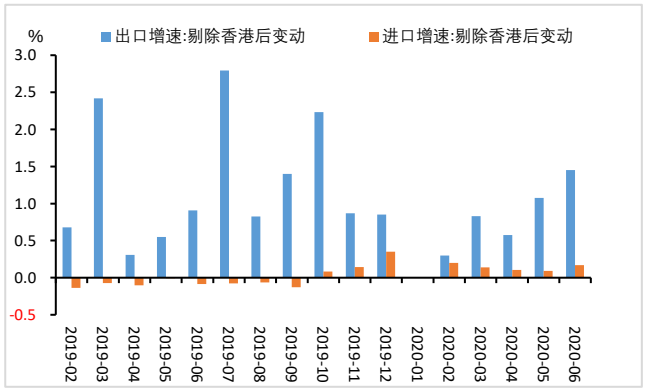
从基数效应的影响看，2019 年 6 月出口、进口同比增速分别为-1.5%和-6.8%，分别较 2019 年 5 月份降低 2.6 和提高 1.4 个百分点，变化相对平稳，去年 6 月均为负增长，基数较低。2020 年 6 月出口、进口增速分别较 2020 年 5 月提高 3.8 和 19.4 个百分点（见图 1），表明低基数效用是今年进口和出口增速提高的原因之一。

图 1：6 月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：6 月份香港贸易拖累进出口增速



资料来源：WIND，财信研究院

注：2020 年 2 月为 1-2 月的累计值

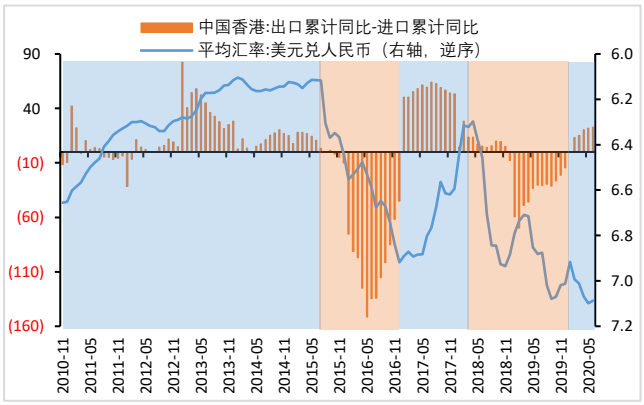
剔除香港进出口贸易数据后，6 月出口、进口同比增速分别为 1.9%和 2.9%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高 1.4 和 0.2 个百分点（见图 2）。出口增速较未剔除前有所提升，进口增速变化不大，表明香港贸易拉低了出口增速。

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，境内资产存在通过虚假贸易将人民币转移到香港的可能，导致从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 月至 2019 年 9 月份，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，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。但 2019 年 10 月份以来，随着中美贸易谈判取得进展，人民币贬值预期明显减弱，6 月份对香港地区的出口增速高于进口增速，资本跨境流动趋于稳定。

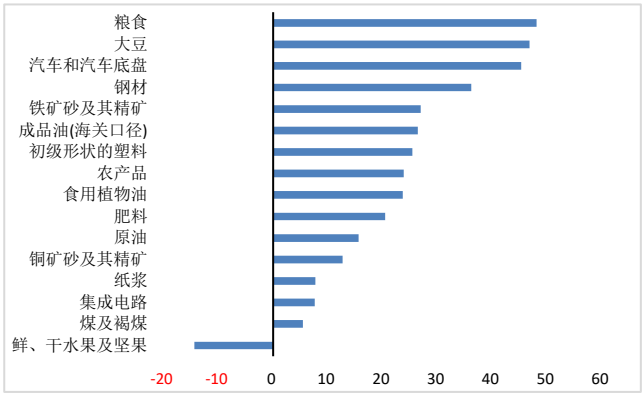
综上分析，低基数效应是本月进口和出口增速回升的原因之一，对香港出口增速下降，拖累整个出口增速 1.4 个百分点；2020 年以来对香港出口与进口增速差持续为正，反映了人民币跨境资金流动基本稳定。

图 3：人民币升贬值预期与对香港进出口增速差



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：6 月主要商品进口金额增速较上月变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

二、国内工业生产和投资需求加速恢复，带动进口需求回暖

为了分析 6 月进口增速回升，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，判断它们进口金额增速的提高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。

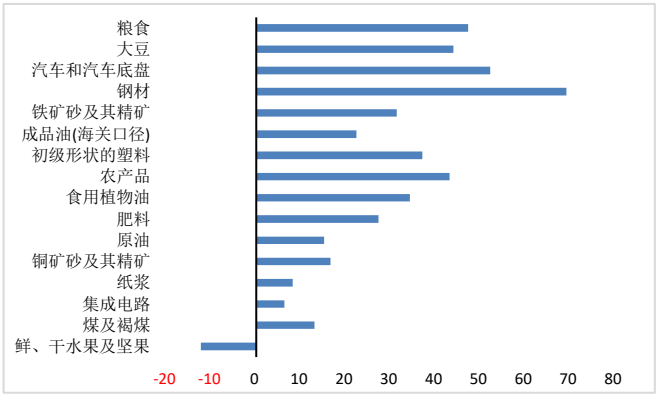
在 33 种重点进口商品中，6 月粮食、大豆、汽车和汽车底盘、钢材、铁矿砂及其精矿、成品油(海关口径)、初级形状的塑料、农产品、食用植物油、肥料、原油、铜矿砂及其精矿、纸浆、集成电路、煤及褐煤的进口金额增速，分别较 5 月提高 48.1%、46.8%、45.3%、36.2%、26.9%、26.4%、25.4%、23.8%、23.7%、20.4%、15.6%、12.7%、7.7%、7.6%、5.4%（见图 4）。

从进口数量增速看，6 月粮食、大豆、汽车和汽车底盘、钢材、铁矿砂及其精矿、成品油(海关口径)、初级形状的塑料、农产品、食用植物油、肥料、原油、铜矿砂及其精矿、纸浆、集成电路、煤及褐煤的进口数量增速，分别较 5 月变动 47.3%、44.0%、52.2%、69.2%、31.3%、22.3%、37.0%、43.1%、34.3%、27.2%、15.1%、16.6%、8.1%、6.3%、13.0%（见图 5）。进口金额增速提高的 15 种商品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回升的原因之一。

从进口价格增速看，6 月粮食、大豆、汽车和汽车底盘、钢材、铁矿砂及其精矿、

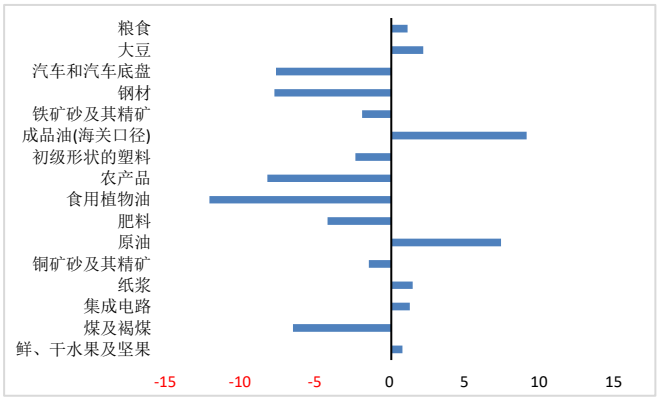
成品油(海关口径)、初级形状的塑料、农产品、食用植物油、肥料、原油、铜矿砂及其精矿、纸浆、集成电路、煤及褐煤的进口价格增速，分别较 5 月变动 1.1%、2.1%、-7.7%、-7.8%、-2.0%、9.1%、-2.4%、-8.3%、-12.2%、-4.3%、7.4%、-1.5%、1.4%、1.2%、-6.6%（见图 6）。15 种商品中仅有 6 种商品进口价格增速提高，说明价格因素不是进口金额增速提高的原因。

图 5：6 月主要商品进口数量增速较上月变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

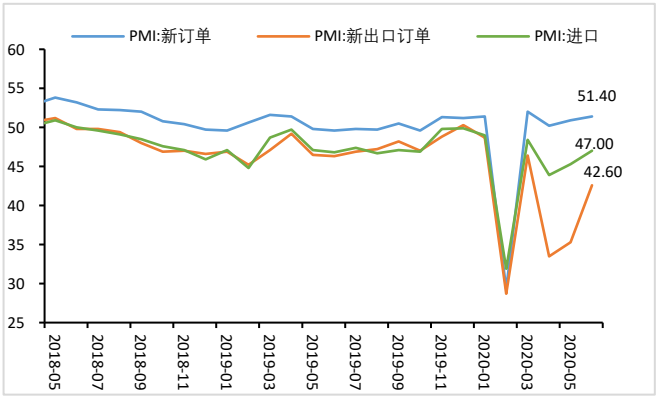
图 6：6 月主要商品进口价格增速较上月变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

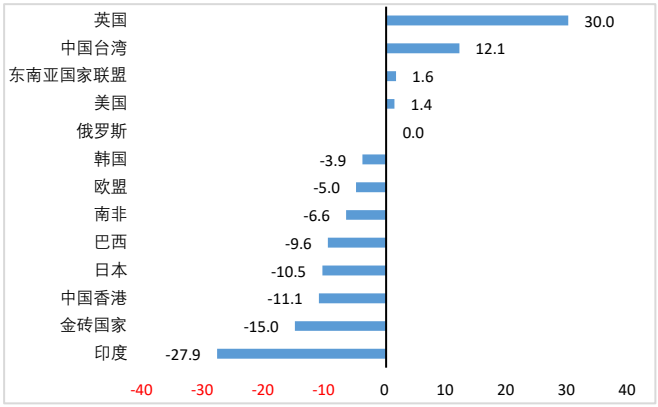
综上，6 月进口金额增速的大幅回升，是进口商品数量增速提高引起的。进口数量的增加，反映了国内进口需求有所回暖。其中粮食和大豆进口的增加，与中国履行中美贸易第一阶段协议有关，如 6 月份中国从美国进口增速，从上月的-13.5%提高到 11.3%。二季度以来，工业增加值、基建投资、房地产投资等增速均已陆续转正，国内生产逐渐回归正轨，进口需求也得到提振，如本月钢材、塑料、成品油、原油等工业原材料进口数量均有较大回升。6 月份进口指数录得 47.0%（见图 7），较上月提升 1.7 个百分点，也侧面印证国内进口需求在边际修复。

图 7：6 月份 PMI 中的进口指数环比提升



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：6 月当月对主要贸易伙伴的出口增速(%)



资料来源：WIND，财信研究院

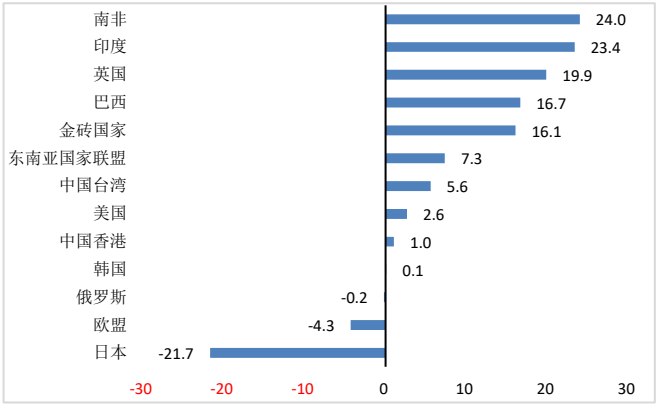
三、防疫物资、民营企业对出口形成强支撑，疫情影响仍将延续

分国家看，6 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

-5.0%、1.6%、1.4%和-10.5%，分别较 5 月变动了-4.3%、7.3%、2.6%和-21.7%（见图 8 和 9）。除此之外，对金砖国家的出口增速为-15.0%，较 5 月提高 16.1 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-9.6%、0.0%、-6.6%和-27.9%，分别较 5 月变动 16.7%、-0.2%、24.0%和 23.4%。由此可见，6 月出口增速的回升主要来自对东盟、美国等主要贸易伙伴出口增速提升，金砖国家如巴西、俄罗斯、印度、南非都遭受疫情蔓延影响，对其出口出现负增长。**分产品看**，防疫物资对出口的托底作用仍在，6 月份医疗仪器及器械、纺织纱线出口金额同比增加 100.0%、56.7%，合计较去年增加 69 亿美元，拉动出口增速提高 3.3 个百分点。**分企业性质看**，民营企业发挥了重要作用，1-6 月出口逆势增长 3.2%，占出口的比重较上月提高 0.9 个百分点至 53.7%。

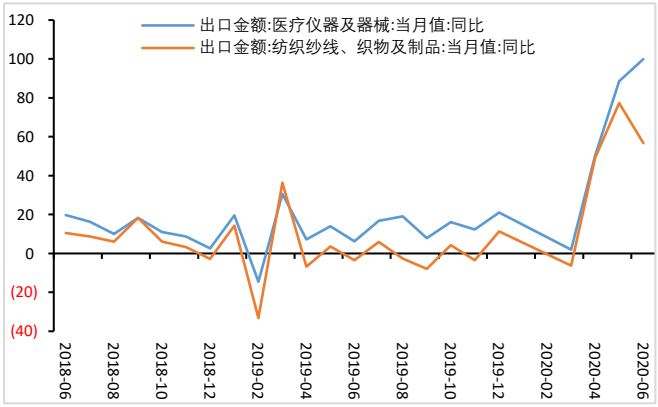
本月出口增速较上月回升较多的国家，恰为疫情重灾区，当前美国面临疫情二次爆发风险，同时疫情“新震中”正向新兴经济体转移，对上述国家和地区出口的不确定性料将加大。此外，防疫物资对出口的拉动作用较上月有所减弱，对出口的带动更多地体现在短期。当前出口订单不足问题依然突出，6 月份新出口订单 PMI 录得 42.6%（见图 7），继续位于收缩区间。综上，未来我国出口仍面临较大不确定性，疫情影响还将延续，我国出口将持续受到外需不足的制约。

图 9： 6 月出口增速较上月变动幅度(%)



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：疫情防控用品出口大幅提升



资料来源：WIND，财信研究院

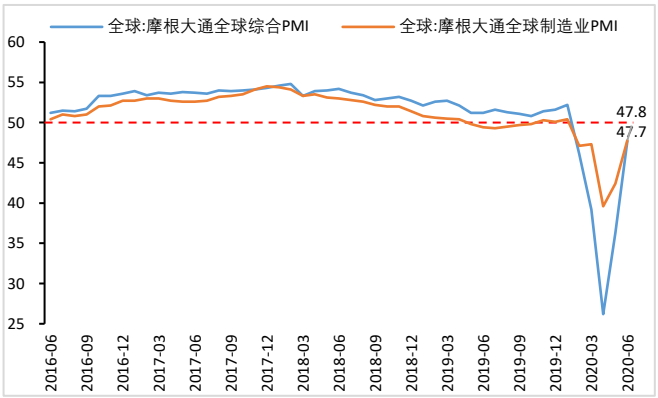
四、外需有望在波动中继续修复

6 月份摩根大通全球综合 PMI、全球制造业 PMI 指数录得 47.7%、47.8%（见图 11），分别较上月提高 11.4、5.4 个百分点。从主要发达经济体美国和欧元区的经济增长情况看，6 月份美国和欧元区制造业 PMI 指数分别为 52.6%和 47.4%（见图 12），分别较上月提高 9.5 和 8.0 个百分点。全球经济整体稳步复苏，但复苏进程有所分化。如疫情防控较好的欧元区、日本、韩国等地恢复较慢，制造业 PMI 继续处在收缩区间，经济仍面临下行压力；而防疫措施较为宽松的美国、英国等地当月制造业 PMI 已恢复至扩张区间，但也造成了疫情的延续乃至二次爆发。

从反映现实经济增长与预期差距的指标看，当前主要发达经济体经济增长预期边际好转，但欧美仍有分化，美国经济好于预期、欧洲则差于预期。如 6 月份欧洲的经济意

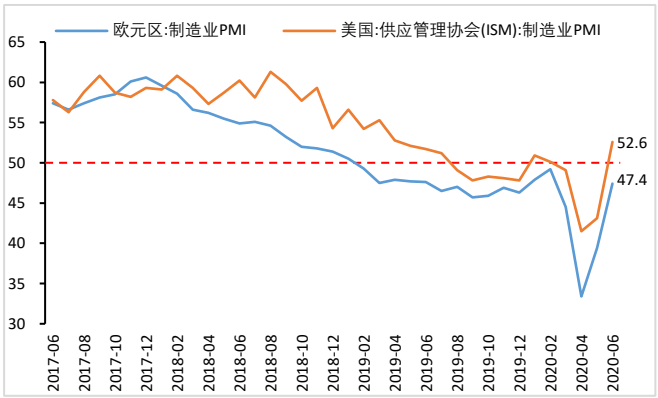
外指数（当其为正数的情况下，表示实际经济情况好于人们的普遍预期，反之则相反）录得-90.2%，较上月提高 185.4 个百分点；美国录得 181.2，较上月提高 236.3 个百分点（见图 13）。投资者对未来 6 个月预期继续转好，如欧洲经济研究中心（ZEW）6 月经济景气指数（正数表示对未来 6 个月经济环境的乐观预期者多于悲观预期者，反之则相反）显示，欧元区、美国和日本分别录得 58.6%、55.2%和 57.9%，分别较上月提高 12.6、12.5 和 10.8 个百分点（见图 14），表明投资者对未来疫情防控持乐观态度，对欧元区、美国和日本经济在未来 6 个月里趋于好转的乐观预期者多于悲观预期者。

图 11：摩根大通全球经济景气指数



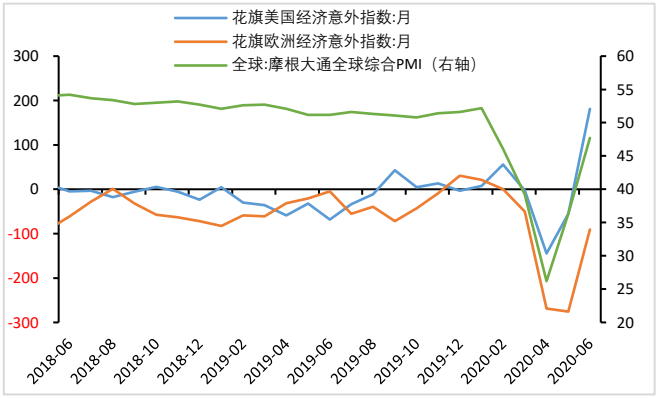
资料来源：WIND，财信研究院

图 12：美欧制造业景气指数



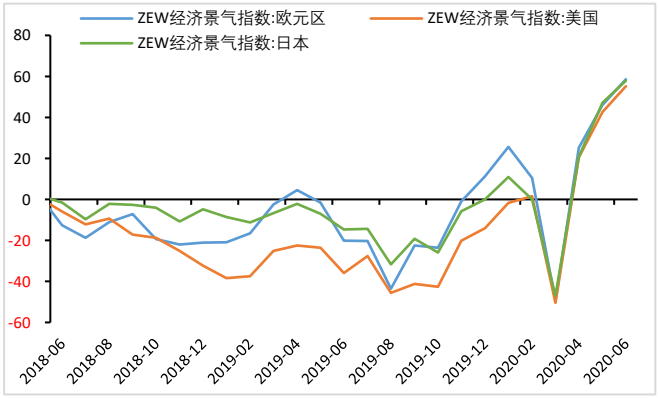
资料来源：WIND，财信研究院

图 13：6 月全球经济景气和美欧经济意外指数



资料来源：WIND，财信研究院

图 14：6 月份欧美日经济景气程度



资料来源：WIND，财信研究院

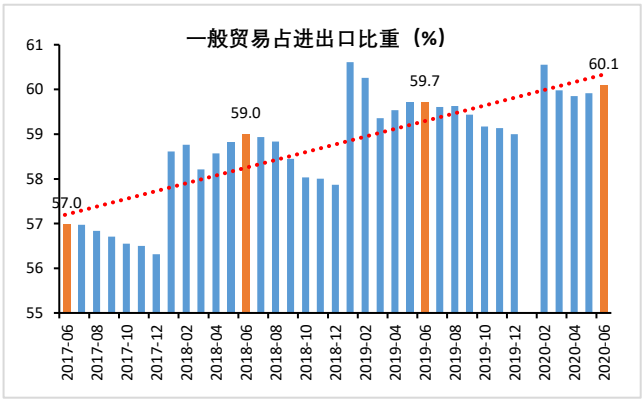
综合上述指标，6 月份全球经济仍位于收缩区间，但边际持续向好；从年内未来数月来看，投资者对全球经济增长的预期大幅好转；但在主要发达经济体之间，经济增长预期出现分化，防疫措施严格地区的经济恢复缓慢，但疫情被有效遏制，复工复产进度较快的美国，在经济快速修复的同时也引发了疫情二次爆发。展望未来数月，预计疫情对外需的影响仍具有较大不确定性，但整体有望处于复苏过程中。受此影响，我国出口也有望在波动中修复。

五、贸易结构继续趋于优化

一是一般贸易比重呈整体提高态势。1-6 月份，一般贸易进出口金额同比减少 6.3%，但较进出口金额同比增速高 0.3 个百分点。同时一般贸易在进出口金额中的比重为 60.1%，较 1-5 月提高 0.2 个百分点，较去年同期提高 0.4 个百分点，呈整体提升态势（见图 15）。一般贸易产业链更长、附加值更高、更能反映企业自主发展能力，其比重的高位企稳，表明我国贸易结构在不断优化。

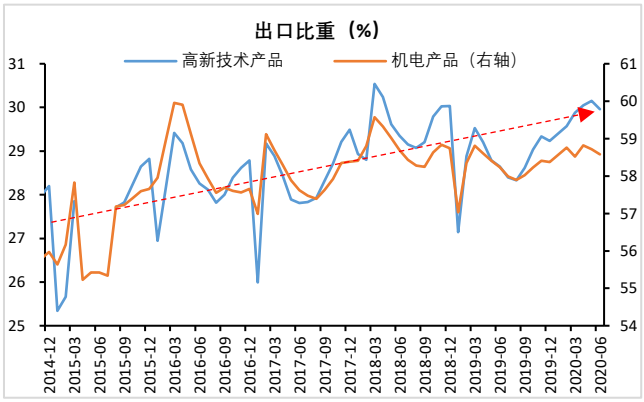
二是高新技术和机电产品出口比重处于高位。1-6 月份，高新技术产品和机电产品在出口中的比重分别为 30.0%和 58.6%，分别较 1-5 月降低 0.1 和 0.1 个百分点，位于 2014 年以来的高点（见图 16），说明我国出口产品结构也在不断优化中。

图 15：一般贸易在进出口金额中的比重



资料来源：WIND，财信研究院

图 16：高新技术产品和机电产品在出口金额中的比重



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。