宏观研究

进出口为什么持续超预期？

——点评6月贸易数据

宏观数据点评 | 2020年7月15日

报告摘要：

- **6月出口超预期小幅正增长。**
  海外经济体重启是主因，6月出口改善与高频数据和海外经济指标一致。疫情错位是推手，欧美生产停滞，财政支撑消费，对我国出口形成利好。疫情防控两极分化，防控较差的国家依赖我国出口，防控较好的国家率先恢复与我国贸易往来，两者共同作用下出口形势反而没有预想中的困难。在海外疫情防控需要和“宅经济”驱动下，医护用品和高技术产品撑起一片天。

- **6月进口增速超预期回升，与出口年内首次双双转正。**
  进口超预期源自内需修复和中美贸易协议的逐步实施。分产品来看，大宗商品和重要农产品是带动6月进口回升的主因。另外，我国对美进口强于整体水平，6月增速首次转正，体现我国仍旧坚定执行贸易协议。如果中美关系不生变，中美贸易协议将是进口增速的稳定器。

- **进出口贸易稳定向好可期。**
  全球经济低点已过，中国经贸协议执行情况良好，利好进出口贸易企稳向好。不过，近期，不确定性因素明显增加，贸易仍不能掉以轻心。欧美财政纾困政策即将到期，美国疫情卷土重来，加州收回经济重启计划。在全球经济逐步复苏和中美经贸关系保持平稳的情况下，进出口贸易实现企稳向好可期。

- **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

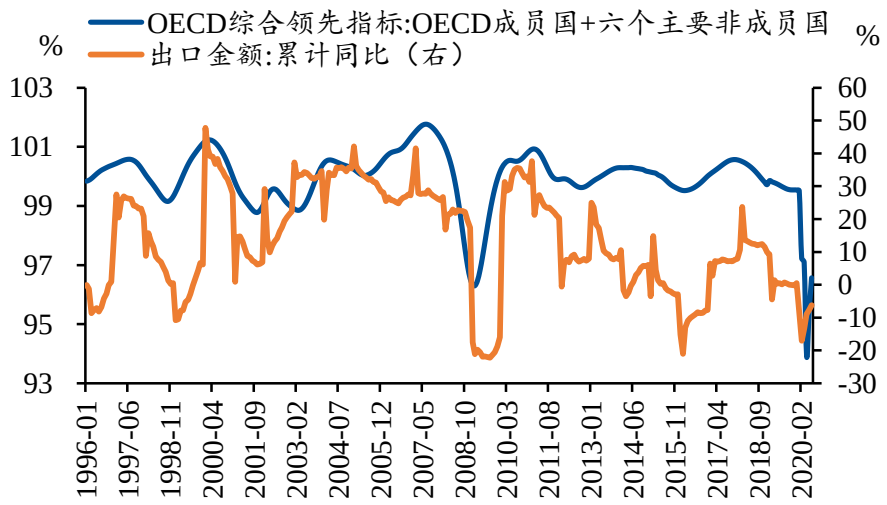
研究助理：付万丛
执业证号：S0100119080008
电话：010-85127730
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、6 月出口超预期正增长

海外经济体重启是主因。自从 5 月结束全面封锁后，国外复工复产加速推进，6 月美国制造业 PMI 进口订单大幅回升至 48.8%，与去年 12 月持平。以美国为代表的发达国家相继出台史无前例的财政纾困政策，避免需求极度收缩而影响社会稳定。虽然近期美国消费支出受疫情扩散影响而出现下滑，但是最差的时刻可能已经过去。另一方面，OECD 综合领先指标在 4 月经历史上最大降幅后连续两个月上升（图 1）。经济重启和欧美财政政策的扩散作用持续利好我国出口。另外，尽管仍处于历史低位，我国 6 月 PMI 新出口订单较 5 月加速上升。韩国在出口上也有所改善，6 月前 20 日出口同比较 5 月回升 12.8 个百分点至-7.5%。因而，6 月出口改善与高频数据和海外经济指标一致。

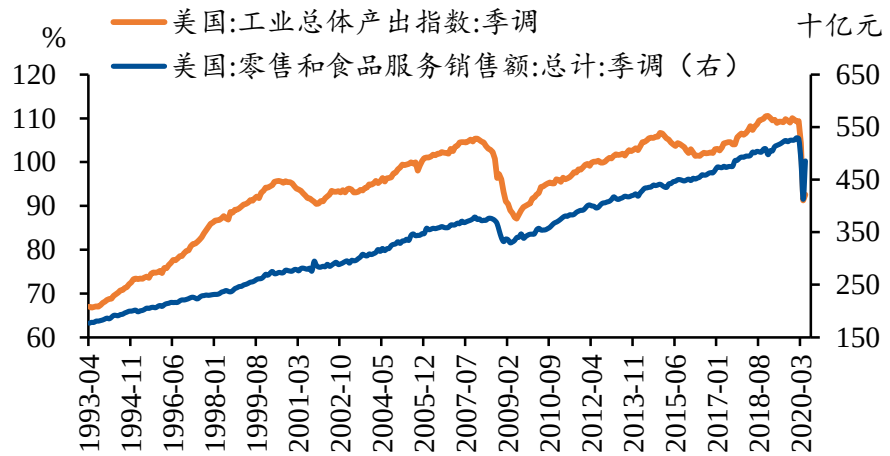
图 1：全球经济走出最低谷，出口压力最大的时候可能已经过去



资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情错位是推手。前两轮经济衰退的诱因均与央行加息、企业经营不善或资产价格泡沫有关。这次则是因为疫情导致经济封锁而出现“自发性”衰退。因而，历史的经验可能难以适用于当前我国的贸易状况。由于我国是最早走出疫情影响的国家，欧美对我国的出口依赖较强。生产方面，欧盟二季度产能大幅下降至 68.7%，低于金融危机最低点。尽管美国经济重启，5 月工业生产大幅低于预期，与零售消费超预期形成鲜明对比（图 2）。欧美的产需失衡与我国的生产快于需求修复恰好相反，对我国贸易出口形成利好。6 月我国对美出口同比继续回升至 1.4%，年内首次转正。

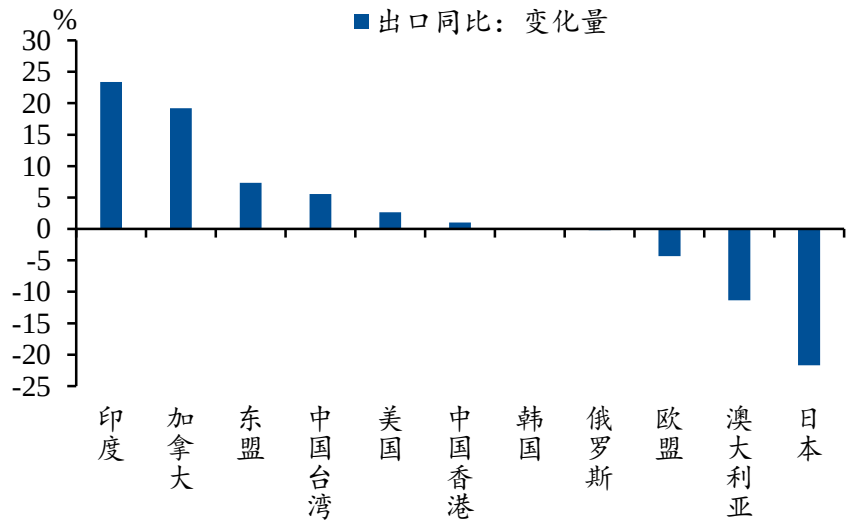
图 2：美国供需复苏失衡，消费支出强于生产



资料来源：Wind，民生证券研究院

防控能力两极分化，“意外”利好我国出口。如果北美加拿大和美国是疫情防控松散的代表（美加两国至今尚未开通边境往来），东南亚地区国家是防控的好榜样。二季度我国与主要贸易伙伴进出口大多数实现增长。其中，最亮眼的是东盟。得益于整体疫情防控形势相对较好，且近年来与我国经贸合作持续深入，产业链结合更加紧密，双边贸易稳步增长。今年上半年，我国与东盟进出口值达到了 2.09 万亿元，同比增长 5.6%。6 月对东盟出口同比结束连续大半年的下滑，大幅回升至 16.7%。防控较差的国家依赖我国出口，防控较好的国家率先恢复与我国贸易往来，两者共同作用下出口形势反而没有预想中的困难（图 3）。

图 3：疫情“三熊”美加印有所改善，东盟与我国经贸合作继续深入

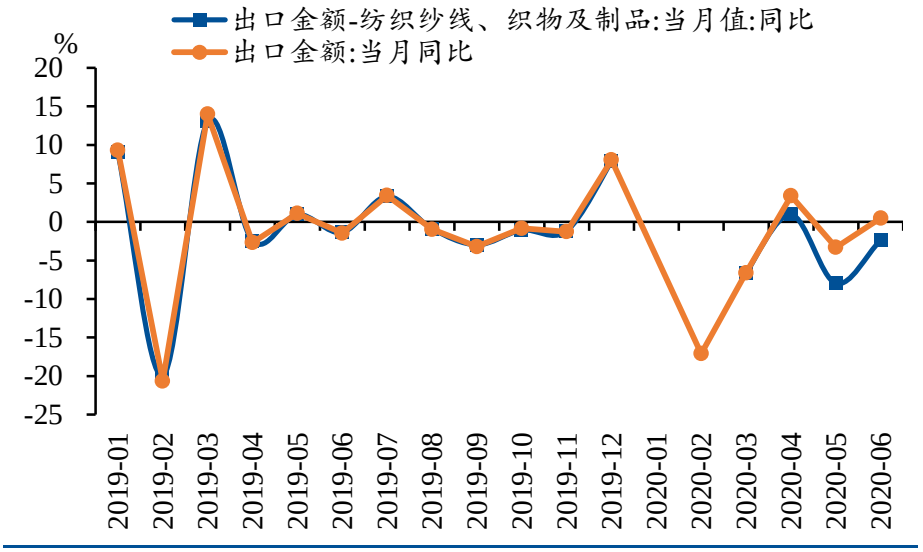


资料来源：Wind，民生证券研究院

医护用品和高技术产品撑起一片天。受海外疫情影响，防疫物资等出口快速增长。

上半年包括口罩在内的纺织品出口增长 32.4%，医药材及药品、医疗仪器及器械出口分别增长 23.6%和 46.4%。虽然较 5 月有所下滑，6 月纺织制品出口同比仍有 56.7%，而不含纺织的出口增速则仍处于负区间（图 4）。同时，远程办公和居家隔离也带动了“宅经济”消费提升，相关产品如笔记本电脑、手机上半年出口分别增长了 9.1%和 0.2%。6 月机电产品出口同比再次转正，为高技术产品出口连续三个月正增长提供动力。

图 4：从纺织品来看，6 月疫情相关热门产品对出口拉动仍较大



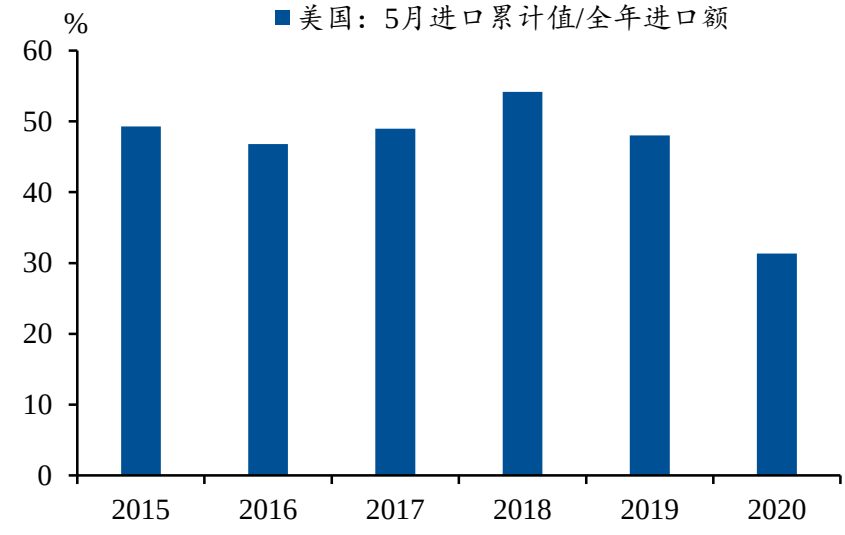
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、6 月进口大幅回升

进口的两个关注点是内需修复和对美进口的发展。随着工业产成品库存去化、中美贸易协议加速实施和消费修复，加上 6 月 PMI 原材料库存指标回升，进口需求有所修复。6 月我国进口同比增速大幅高于预期，较 5 月回升 18 个百分点至 2.7%。年内首次进口增速与出口增速双双转正。其中，大宗商品和重要农产品进口量是带动 6 月进口回暖的主因。上半年，我国机电产品进口值增长 1.2%，其中电子元件、自动数据处理设备及其零部件进口分别增长 14.1%和 7.2%，大宗商品如原油、煤炭、铁矿砂、铜矿砂进口量分别增加 9.9%、12.7%、9.6%和 3%。

中美贸易协议是进口数据绕不开的话题。虽然我国 6 月自美进口同比大幅回升至 11.3%，年内首次正增长。而且，上半年自美进口降幅低于整体进口 1.8 个百分点，协议正在得到执行。不过，如果按照今年自美进口 1800 亿美元商品，截至 6 月仅完成 31.4%，显著低于往年同期水平，仍有近 1300 亿美元差距（图 5）。如果中美关系不生变，中美贸易协议将是进口增速的稳定器。

图 5：按照 1800 亿美元全年进口目标，下半年完成协议的压力仍较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、进出口贸易稳定向好可期

全球经济低点已过，中国经贸协议执行情况良好，利好进出口贸易企稳向好。不过，近期，不确定性因素明显增加，进出口仍不能掉以轻心。欧美财政纾困政策即将到期，美国疫情卷土重来，加州收回经济重启计划。因而，未来外需仍存较大不确定性。欧盟方面，南北间隙仍旧存在，导致经济复苏计划仍有较大分歧。美国方面，虽然共和党对财政赤字的态度有所软化，两党对如何使用财政政策仍存较大争议。共和党希望为特朗普的连任争取更多的筹码，民主党显然不会轻易同意。财政部长姆努钦希望在 8 月国会休会期前尽快达成协议。毕竟，美国消费者信心都是靠财政赤字来支撑的。最后，疫苗进展事关重大，需要关注 7 月 21 日美国五大药企的国会听证会。在全球经济逐步复苏和中美经贸关系保持平稳的情况下，进出口贸易实现企稳向好可期。

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。

插图目录

图 1：全球经济走出最低谷，出口压力最大的时候可能已经过去 2
图 2：美国供需复苏失衡，消费支出强于生产 3
图 3：疫情“三熊”美加印有所改善，东盟与我国经贸合作继续深入 3
图 4：从纺织品来看，6 月疫情相关热门产品对出口拉动仍较大 4
图 5：按照 1800 亿美元全年进口目标，下半年完成协议的压力仍较大 5

分析师与研究助理简介

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，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

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。