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

疫情“新震中”转移至新兴经济体，出口增长仍有反复

——2020 年 5 月外贸数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **较高基数效用和对港贸易降幅较大是出口增速变动的原因之一，跨境资金平稳。**5 月出口、进口增速分别降低 6.8、2.5 个百分点至-3.3%、-16.7%。去年同期出口基数较高，剔除香港贸易因素后的出口增速有所提高，表明基数效用和香港贸易因素是出口增速下行的原因之一。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。
- **5 月出口增速的回落，受到疫情“新震中”从发达经济体向新兴经济体转移明显，导致对东盟、美国、日本、金砖国家等主要贸易伙伴出口增速降低，但受国内刺激利好政策影响，民营企业出口比重继续提高。**5 月对欧盟、东盟、美国、日本、金砖国家的出口增速分别较 4 月变动 3.9%、-9.9%、-3.5%、-21.8%和-12.4%。当前全球疫情“新震中”向新兴经济体转移，国内新订单不足问题明显，预计未来几个月的出口仍将受到拖累。5 月份新出口订单 PMI 录得 35.3%，随着因延期复工积压的存量订单逐渐消化，后续出口在需求端面临较大压力。5 月份医疗仪器及器械、纺织纱线出口金额同比增加 88.5%、77.3%，合计较去年增加 100 亿美元，拉动出口增速提高 4.7 个百分点。但疫情防控物资需求不确定性大，对中长期出口的带动较难持续。
- **内需不足叠加全球大宗商品价格下跌致进口增速下行，国内工业生产恢复有望提振进口需求。**在 5 月份 8 种进口金额增速降低的重点商品中，有 7 种重点商品的进口数量增速下降，5 种商品进口价格增速降低，表明进口增速下降是量价齐跌造成的。钢材、塑料、原油等工业原材料的进口数量均同比增加，表明国内工业生产动力有所恢复。
- **预计疫情对全球经济增长影响最强时点正在过去，但外需修复尚待时日。**5 月份，摩根大通全球综合 PMI、全球制造业 PMI 指数分别提高 10.1、2.8 个百分点至 36.3%、42.4%，全球经济继续走弱。此外 5 月份主要发达经济体经济意外指数均录得负值，表明经济不及预期。预计外需对我国外贸支撑将减弱，未来出口下行压力较大。但从年内未来数月来看，投资者对全球疫情和经济增长的预期好转，如欧洲、美国两大疫情重灾区陆续开始解除大封锁，尝试复工复产，重启经济，但面临疫情第二波冲击的风险较大。
- **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，5 月份达到 59.9%，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，5 月份两者比重分别为 30.1%和 58.7%，位于 2014 年以来的高点。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

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

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、高基数效用和对港贸易降幅较大是出口增速变缓原因之一，跨境资金平稳 3
二、内需不足叠加全球大宗商品价格下跌致进口增速下行，国内工业生产恢复有望提振进口需求 4
三、疫情“震中”转至新兴经济体，对出口影响增大，但民企出口占比继续提高 5
四、预计疫情对全球经济增长影响最强时点正在过去，但外需修复尚待时日 ... 6
五、贸易结构继续趋于优化 8

正文：

事件：据海关统计，5 月当月全国进出口总额 3507.0 亿美元，同比下降 9.3%。其中，出口 2068.1 亿美元，同比下降 3.3%；进口 1438.9 亿美元，同比下降 16.7%；贸易差额为 629.3 亿美元，环比增加 38.8%（见图 1）。

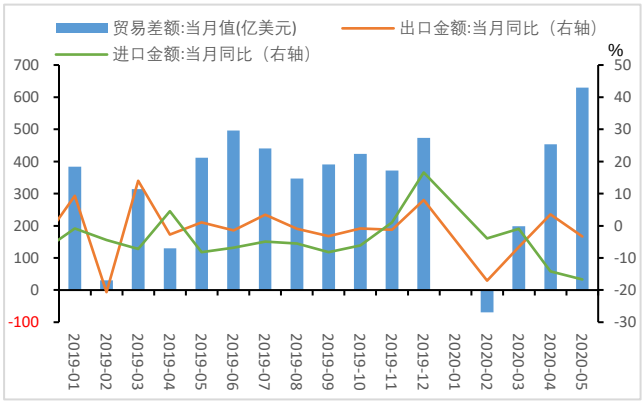
一、高基数效用和对港贸易降幅较大是出口增速变缓原因之一，跨境资金平稳

从进出口增速看，5 月出口增速由正转负，进口金额降幅扩大，贸易顺差增加。具体看，5 月出口 2068.1 亿美元，同比下降 3.3%，增速较 4 月降低 6.8 个百分点；进口 1438.9 亿美元，同比减少 16.7%，降幅较 4 月扩大 2.5 个百分点；贸易差额 529.3 亿美元，较 4 月增加 176.0 亿美元，同比增加 217.3 亿美元。

为了分析 5 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。

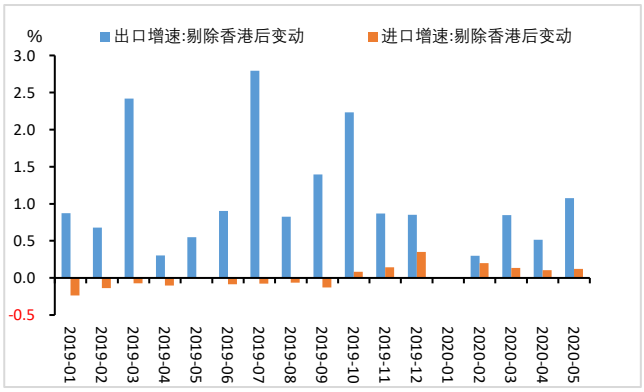
从基数效应的影响看，2019 年 5 月出口、进口同比增速分别为 1.1%和-8.2%，分别较 2019 年 4 月份提高 3.8 和降低 12.7 个百分点，表明去年同期出口基数较高、进口基数较低。2020 年 5 月出口、进口增速分别较 2020 年 4 月降低 6.8 和 2.5 个百分点（见图 1），表明基数效用是出口增速降低的原因之一。

图 1：5 月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：5 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

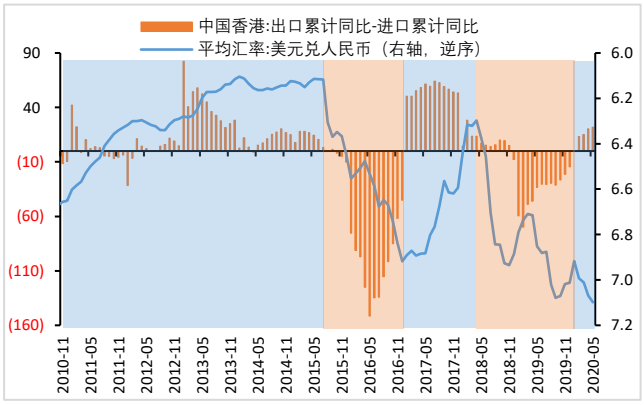
剔除香港进出口贸易数据后，5 月出口、进口同比增速分别为-2.2%和-16.6%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高 1.1 和 0.1 个百分点（见图 2）。出口增速较未剔除前有所提升，进口增速变化不大，表明香港贸易拉低了出口增速，是本月出口增速变动的原因之一。

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，5 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。

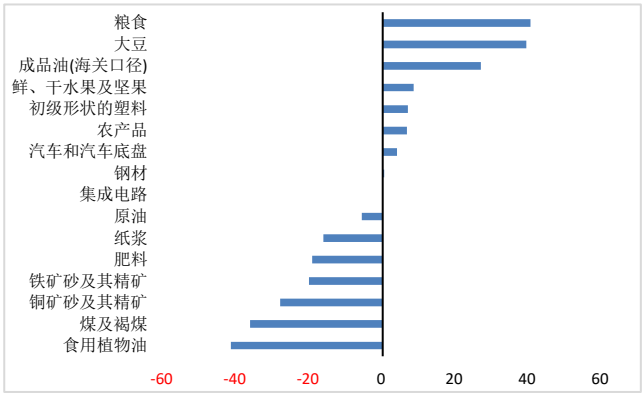
综上分析，基数效应和香港贸易因素是出口增速变动的原因之一；2020 年以来对香港出口与进口增速差持续为正，反映了人民币跨境资金流动基本稳定。

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 4：5 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、内需不足叠加全球大宗商品价格下跌致进口增速下行，国内工业生产恢复有望提振进口需求

为了分析 5 月进口降幅扩大，是否是国内需求下降所致，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降低较多的商品，判断它们进口金额增速的降低是基于数量的减少还是源于价格的下跌。如果是前者，那么说明国内需求下降，反之则相反。

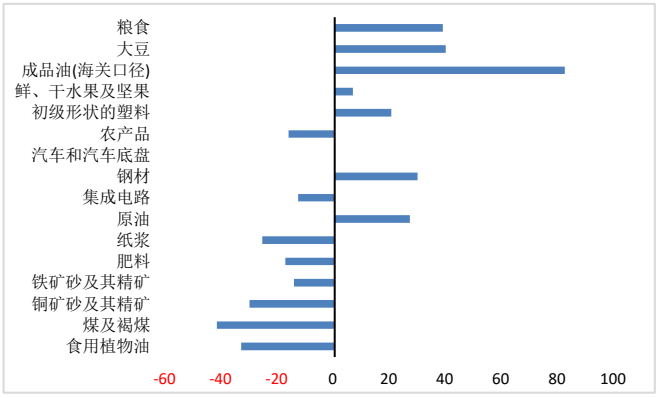
在 33 种重点进口商品中，5 月食用植物油、煤及褐煤、铜矿砂及其精矿、铁矿砂及其精矿、肥料、纸浆、原油、集成电路的进口金额增速，分别较 4 月降低 41.6%、36.4%、28.1%、20.2%、19.3%、16.3%、5.7%、0.1%（见图 4）。

从进口数量增速看，5 月食用植物油、煤及褐煤、铜矿砂及其精矿、铁矿砂及其精矿、肥料、纸浆、原油、集成电路的进口数量增速，分别较 4 月变动-33.4%、-42.0%、-30.4%、-14.6%、-17.6%、-25.9%、26.8%、-13.1%（见图 5）。进口金额增速降低的 8 种商品中，有 7 种商品的进口数量增速较上月减少，说明数量因素是其进口金额增速回落的原因之一。

从进口价格增速看，5 月食用植物油、煤及褐煤、铜矿砂及其精矿、铁矿砂及其精

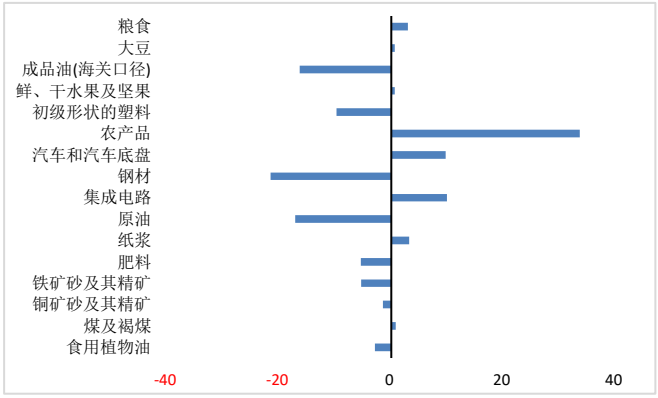
矿、肥料、纸浆、原油、集成电路的进口价格增速，分别较 4 月变动-2.9%、0.8%、-1.5%、-5.4%、-5.5%、3.2%、-17.1%、9.9%（见图 6）。8 种商品中有 5 种商品进口价格增速下降，说明价格因素是也进口金额增速下降的原因之一。

图 5：5 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

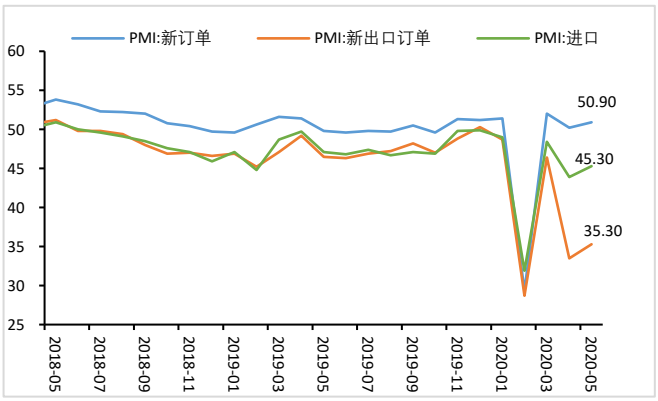
图 6：5 月主要商品进口价格增速较上月变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

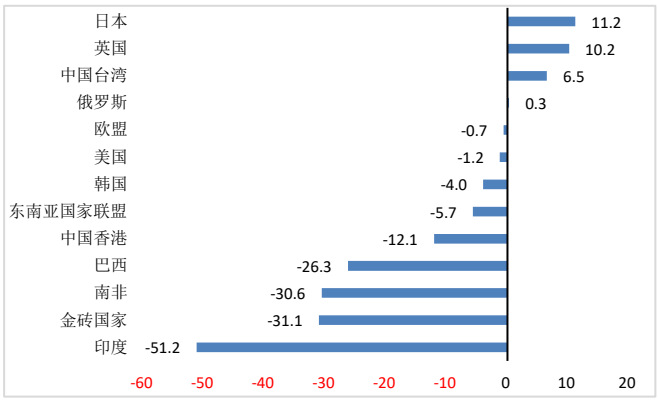
综上，5 月进口金额增速的回落，是进口商品量价齐跌带来的。进口数量的减少，一方面是因为全球“大封锁”引起的物流受阻，另一方面也反映了国内进口需求不足。4 月份固定资产投资完成额，社会消费品零售总额等数据继续负增长，5 月份进口指数录得 45.3%（见图 7），仍位于收缩区间，也侧面印证国内进口需求有所不足。但进口正边际改善迹象已现，4 月份国内工业增加值增速由负转正，国内工业生产稳步恢复，进口需求也料将得到提振，本月原油、钢材、塑料等工业原材料进口数量均有较大回升，未来几个月进口有望快速修复。价格方面，5 月份原油、塑料、钢材、矿产品等大宗商品价格同比大幅下跌，也是造成 5 月进口金额减少的原因之一。

图 7：5 月份进口 PMI 仍位于收缩区间



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：5 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

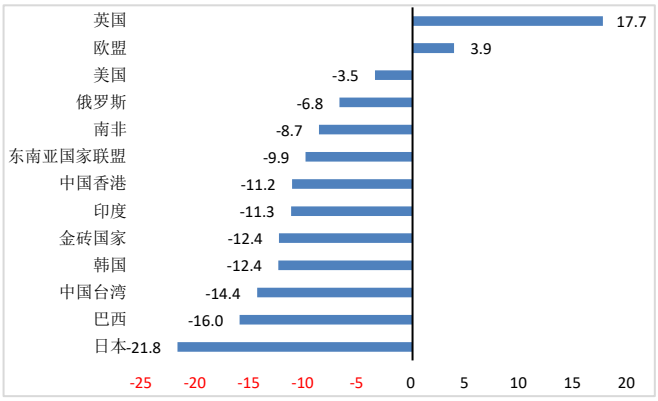
三、疫情“震中”转至新兴经济体，对出口影响增大，但民企出口占比继续提高

5 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-0.7%、-5.7%、

-1.2%和 11.2%，分别较 4 月变动了 3.9%、-9.9%、-3.5%和-21.8%（见图 8 和 9）。除此之外，对金砖国家录得-31.1%的出口增速，较 4 月降低 12.4 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-26.3%、0.3%、-30.6%和-51.2%，分别较 4 月变动-16.0%、-6.8%、-8.7%和-11.3%。由此可见，5 月出口增速的回落主要来自对东盟、美国、日本、金砖国家等主要贸易伙伴出口增速下降。近年来我国对新兴经济体的出口份额呈上升趋势，今年前 5 月中国对一带一路沿线新兴经济体国家的出口逆势增长，东盟也跃居成为我第一大贸易伙伴。随着全球疫情“新震中”向新兴经济体转移，4 月以来中国对东盟、金砖国家等新兴经济体的出口已有下滑趋势，未来或将成为我国外贸的不稳定因素。

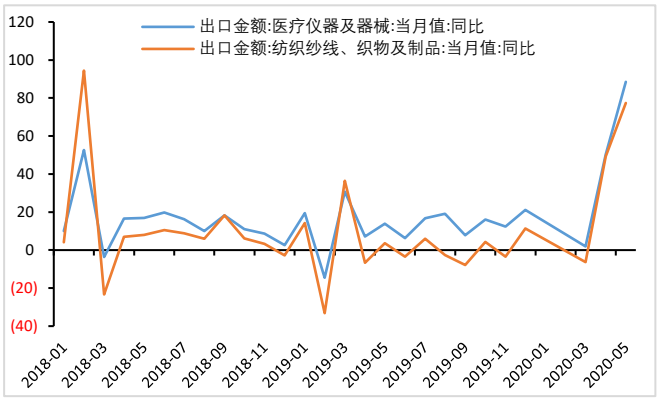
4 月以来，美国、日本、韩国等主要经济体的进出口降幅大多在 20%以上，而中国出口增速保持稳定，屡超预期。一方面归功于国内复工复产有序推进，在手订单陆续交付。但随着前期积压的存量订单逐步消化，对出口的支撑作用减弱，订单不足问题凸显。5 月份新出口订单 PMI 录得 35.3%（见图 7），继续位于收缩区间，新订单不足问题明显。另一方面则是疫情防控物资出口大幅增加，5 月份医疗仪器及器械、纺织纱线出口金额同比增加 88.5%、77.3%（见图 10），合计较去年增加 100 亿美元，拉动出口增速提高 4.7 个百分点，民营企业发挥了重要作用，导致其在出口中的比重提高至 52.7%，占据半壁江山。但疫情防控物资需求不确定性大，对出口的带动更多地体现在短期。预计未来疫情对我国出口的影响仍将延续，我国出口将持续受到外需不足的制约。

图 9： 5 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



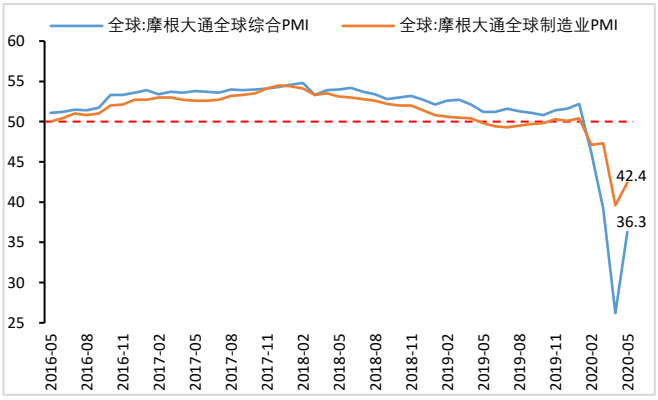
资料来源：WIND，财信研究院

四、预计疫情对全球经济增长影响最强时点正在过去，但外需修复尚待时日

5 月份摩根大通全球综合 PMI、全球制造业 PMI 指数录得 36.3%、42.4%（见图 11），分别较上月提高 10.1、2.8 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，5 月份美国和欧元区制造业 PMI 指数分别为 43.1%和 39.4%（见图 12），分别较上月提高 1.6 和 6.0 个百分点。当前海外疫情仍在蔓延，全球经济下行风险加剧，虽然最差时点正在过去，但外需对出口影响仍将继续。

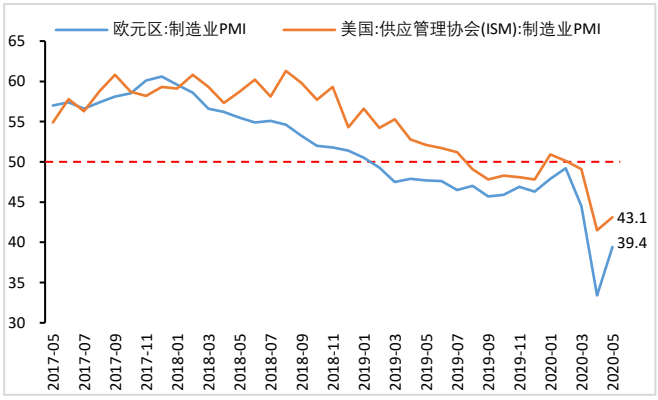
从反映现实经济增长与预期差距的指标看，当前主要发达经济体经济增长不及预期。如 5 月份欧洲的经济意外指数（当其为正数的情况下，表示实际经济情况好于人们的普遍预期，反之则相反）录得-275.6%，较上月降低 7.1 个百分点；美国录得-55.1，较上月提高 89.5 个百分点（见图 13）。但投资者对未来 6 个月预期继续转好，如欧洲经济研究中心（ZEW）5 月经济景气指数（正数表示对未来 6 个月经济环境的乐观预期者多于悲观预期者，反之则相反）显示，欧元区、美国和日本分别录得 46.0%、42.7%和 47.1%，分别较上月提高 20.8、22.2 和 26.3 个百分点（见图 14），表明投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



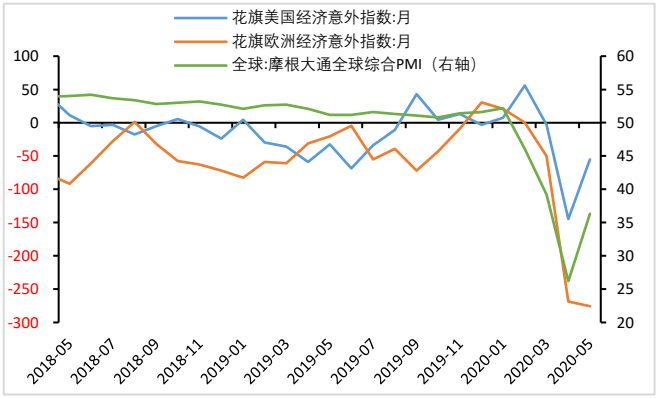
资料来源：WIND，财信研究院

图 12：美欧制造业景气指数



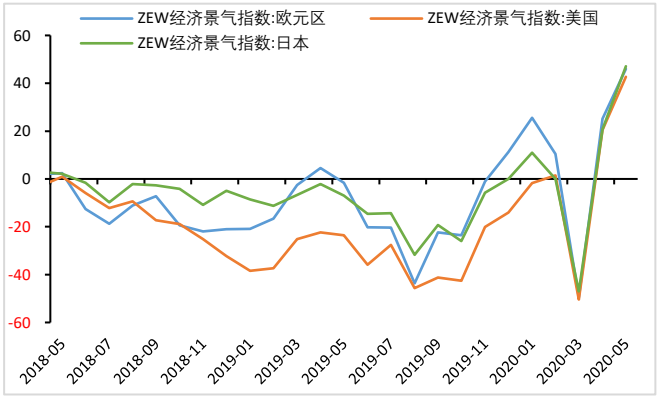
资料来源：WIND，财信研究院

图 13：5 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 14：5 月份欧美日经济景气程度



资料来源：WIND，财信研究院

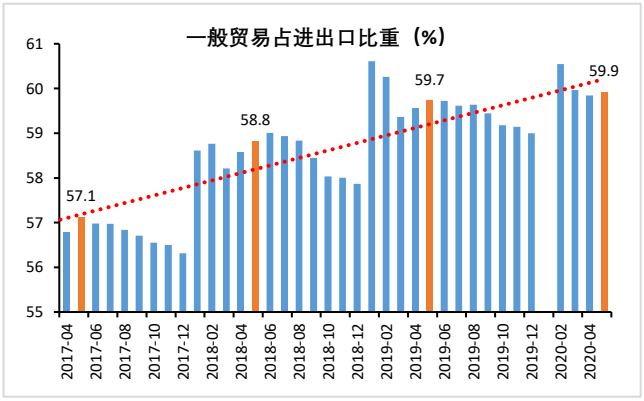
综合上述指标，5 月份全球经济继续走弱，主要发达经济体经济不及预期。全球经济动能的减弱以及不确定性的加大，将使外需对出口支撑较弱，预计未来出口仍有加大下行压力。但从年内未来数月来看，投资者对全球疫情和经济增长的预期大幅好转，表明尽管当前全球经济正面临大衰退，但疫情冲击最强时点正在过去。曾经的疫情重灾区意大利、德国、法国、西班牙等欧洲国家当日新增病例已降至三位数，欧洲各地开始逐步取消“隔离”政策；另一重灾区美国 5 月份非农部门就业人数已出现回升，全球经济形势边际转好，有利于下半年外需增长。

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。5 月份，一般贸易进出口金额同比减少 7.7%，但较进出口金额同比增速高 0.2 个百分点。同时当月一般贸易在进出口金额中的比重为 59.9%，较 4 月提高 0.1 个百分点，较去年同期提高 0.2 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。

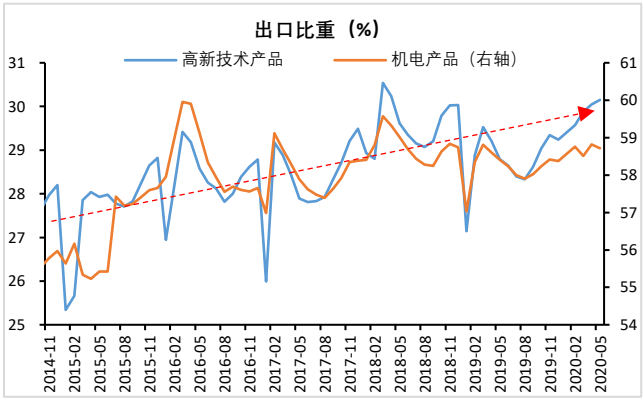
二是高新技术和机电产品出口比重处于高位。5 月份，高新技术产品和机电产品在出口中的比重分别为 30.1%和 58.7%，分别较 4 月提高 0.1 和降低 0.1 个百分点，位于 2014 年以来的高点（见图 16），说明我国出口产品结构也在不断优化中。

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。