

# 出口压力不减

——4月贸易数据点评

## 报告摘要

- **外需走弱、基数压制、订单分流，导致出口增速继续回落。**4月出口增速较一季度继续下滑，主要受三方面因素影响：一是全球经济走弱对外需持续拖累，4月中国对主要国家地区出口全面回落；二是去年“抢出口”带来的高基数影响从4月开始体现；三是中国服装、玩具等劳动密集型产品出口增速普遍下滑，而越南等国4月出口回暖，部分订单或被分流。
- **进口增速大幅反弹，内需呈现企稳迹象。**具体来看：原油、钢材、铜材等大宗商品进口数量大幅攀升，生产端对于相关原材料需求上升；铁矿石等价格大幅上涨，对名义增速起到支撑；此外，增值税率下调叠加汽车消费刺激政策，汽车和汽车底盘进口数量大幅走高
- **后续出口改善幅度不宜高估，这构成二季度经济回调的重要风险点。**目前欧元区需求好于预期，韩国台湾越南出口转暖，欧美日PMI有触底迹象，全球贸易存在边际改善信号。但是，由于海外需求在短期大幅好转的概率不大，去年抢出口带来的高基数压制贯穿下半年，近期中美贸易冲突再度出现较大不确定性，出口增速中枢较难大幅反弹。此外，中国本轮刺激政策不同于以往的投资导向，对全球经济的拉动幅度可能较小、拉动时滞可能较长，这决定了进口可能在一段时间内继续好于出口。鉴于一季度净出口对GDP拉动达到1.5个百分点，这构成二季度经济回调的重要风险点。

## 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

钱伟

[wqian@cebm.com.cn](mailto:wqian@cebm.com.cn)

## 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

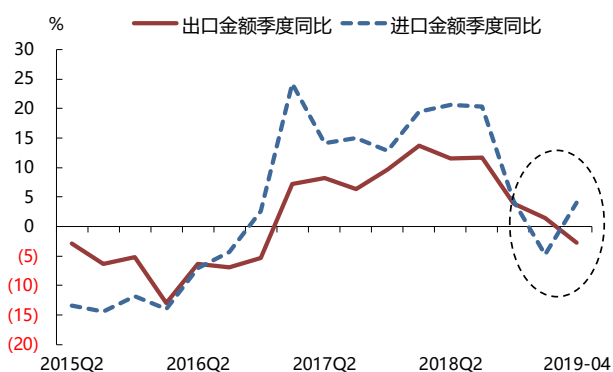


## 一、出口增速延续回落趋势

按照美元计价，4月出口当月同比增速-2.7%，较一季度累计增速1.4%大幅下降，延续去年四季度以来的回落趋势（图表1）。多方面因素共同导致出口继续疲弱：

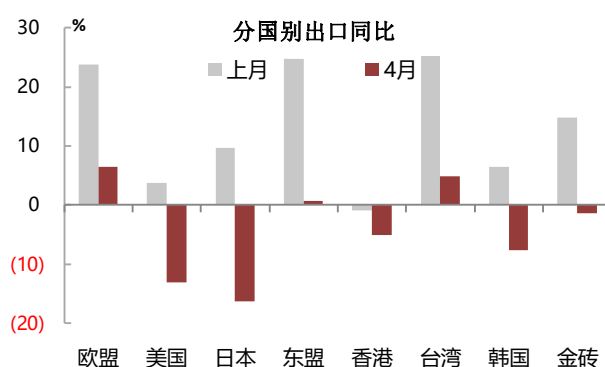
**第一，全球经济走弱对外需的拖累作用继续体现。**2018年下半年以来，美欧日等主要经济体景气指数持续下行，外需随之走弱。受此影响，中国出口增速中枢自2018年四季度以来逐渐下行。4月分国别出口数据显示，对主要出口目的地的增速全面回落，显示出口仍受到全球经济走弱的整体影响（图表2）。

图表 1：4 月出口增速延续回落趋势，进口增速大幅反弹



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：4 月对主要国家和地区出口全面走弱

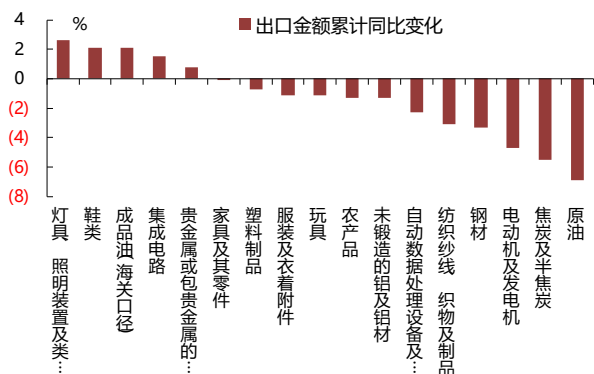


资料来源：Wind，莫尼塔研究

**第二，出口从4月开始面临高基数的压制。**中美贸易冲突自去年3月开始发酵，抢出口的情况在4月开始出现，在一定程度上推高了去年同期的基数。

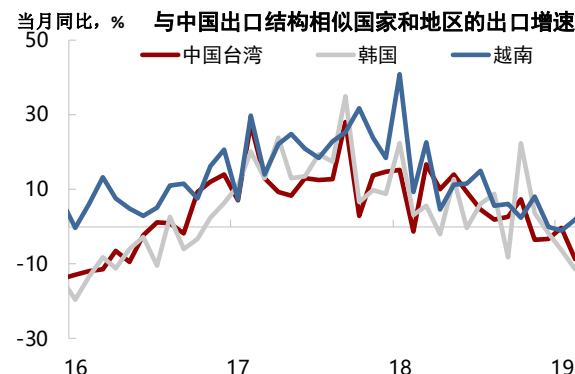
**第三，越南等东南亚国家或分流了部分订单。**具体商品结构显示，包括服装、玩具、纺织材料的初级用品出口增速普遍下滑（图表3），而同期越南等国出口增速出现回暖（图表4）。我们猜测，在关税冲击下，劳动密集型产品的部分订单可能被东南亚国家分流。

图表 3：纺织服装、玩具等初级品出口增速下滑



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：越南等国家和地区 4 月出口增速回暖

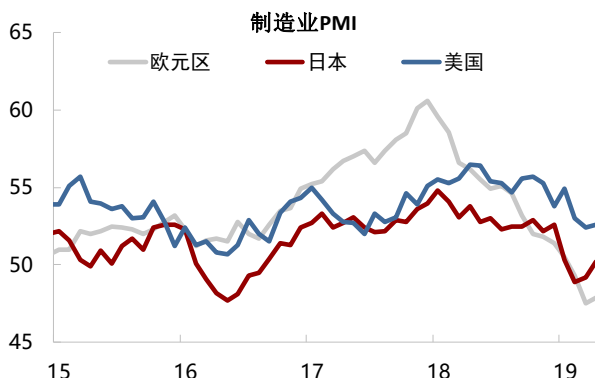


资料来源：Wind，莫尼塔研究

对于出口依然不必过度悲观，但增速中枢较难明显反弹。近期一些积极因素值得关注：一是中国对欧元区出口仍然正增长，且增速在主要出口目的地中最高，这意味着市场最为担心的欧洲需求依然好于预期；二是韩国、越南、台湾出口一起转暖，欧美日PMI有触底迹象（图表5）。上述高频

数据或指向全球需求正在筑底过程中，进一步大幅下滑的风险下降。不过，受到海外需求整体不振、贸易环境不确定性上升、以及去年“抢跑”带来的高基数压制等影响，出口增速中枢难有大幅反弹。

图表 5：美欧日 4 月制造业 PMI 出现反弹迹象



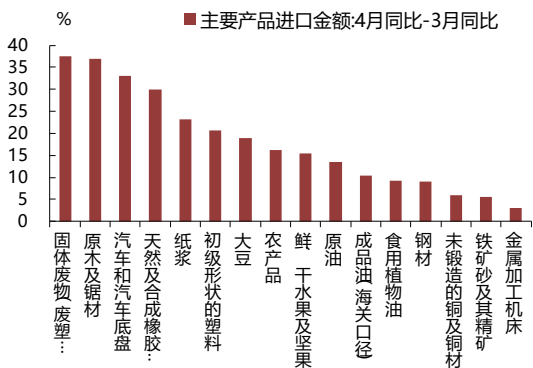
资料来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、国内经济企稳支撑进口复苏

按照美元计价，4月进口当月同比增速4%，较一季度累计增速-4.8%大幅反弹（图表1）。虽然可能有单月的扰动因素，但是在减税降费等逆周期政策刺激下，内需有望企稳回升，我们倾向于认为进口增速中枢处于改善的过程中。具体来看：一是，生产企稳带来大宗商品进口数量上升。原油、钢材、铜材等大宗商品进口增速上升较大（图表6），且数量贡献是主要原因（图表7）。二是，铁矿石等价格大幅上涨，对进口名义增速起到支撑；三是，增值税率下调叠加汽车消费刺激政策，汽车和汽车底盘进口数量大幅反弹。

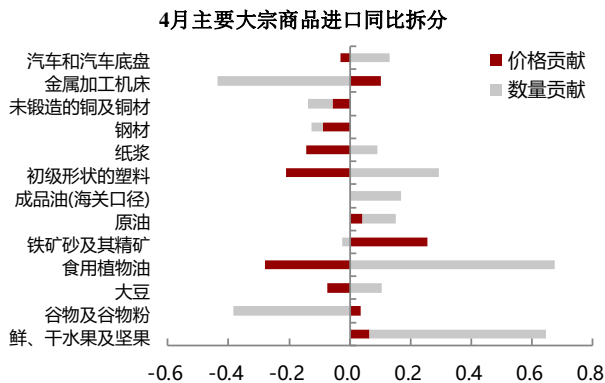
国内与海外经济走势分化，进口增速或继续高于出口。本轮国内刺激政策以减税降费、支持民企为主，与以往通过投资大规模刺激的方式不同。这种模式下，虽然今年一季度中国经济率先出现企稳迹象，但对于海外经济的拉动幅度可能较小，拉动时滞可能更长。国内与海外经济走势的暂时分化，使得进口增速可能在短期继续高于出口增速，贸易顺差因此可能面临进一步收窄的压力。

图表 6：4 月大宗商品进口增速改善幅度较大



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：铁矿石外，数量上升是多数大宗商品进口改善的主因



资料来源：Wind，莫尼塔研究

#### 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12605](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12605)

