



## 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱

### 点评：

- **3月出口增速显著回升或主要由于季节性原因。**今年3月出口出现超预期回升，同比增速较上月提升34.9个百分点至14.2%，高于我们与市场的预期（图1、表1）。春节错位因素可能是出口回升的主要原因，去年春节偏晚开工晚形成了3月低基数，进而推升了今年3月出口同比。观察本年春节位置以及上一年春节位置和今年较为类似的2016年和2008年，均可以看到3月出口大幅回升，而4月出口再度回落的情况（图2）。2008年和2016年3月出口分别较2月大幅回升24.1和35.5个百分点。但4月又分别回落8.3和12.8个百分点。因而3月出口增速回升或主要由于季节性原因。在春节错位因素退出后，4月出口可能再度回落到零增长附近。
- **发达国家经济依然趋弱，外需依然处于放缓趋势中，难以成为推动经济企稳的动力。**1季度出口同比增长1.4%，去年全年同比为9.9%，趋势上出口依然在放缓。3月出口增速回升并非意味着外需回暖，从先导指标来看，发达国家经济依然趋弱。美国、日本、欧元区平均PMI较上月回落0.7个百分点至49.7%，经济依然处于放缓过程中（图3）。而与我国贸易结构相近的经济体如韩国、越南、台湾等出口均未呈现除明显回升态势。韩国、台湾、越南出口3月平均出口增速为-2.2%，较上月回升3.9个百分点，但依然处于弱势（图4）。历史上我国出口增速与韩台越出口平均增速基本一致。因而外需总体依然疲弱，并未进入趋势性回升阶段。随着发达国家经济走弱，对外出口将继续放缓，叠加近期人民币升值对出口抑制作用的逐步体现，这将带动出口增速持续下行。出口难以成为推动经济企稳的动力。
- **进口依然疲弱，宽松政策对内需的推动作用有待继续观察。**3月美元价衡量的进口同比下跌7.6%，跌幅较上月扩大2.4个百分点。年初以来稳增长政策发力尚未推动内需回升，因而进口增速持续回落。从进口商品来看，3月原油量进口同比增长0.4%，增速较上月下滑21.2个百分点，增速下滑较为明显（图5）。而3月大豆进口同比增长-13.1%，增速较上月提升4.6个百分点。随着内需逐步企稳，以及中美接近达成贸易谈判，中国自美进口可能增加，这将可能减缓未来进口放缓压力。
- **发达国家经济走弱与人民币汇率近期升值共同决定出口增速总体疲弱，中美贸易协议接近达成将收窄对外顺差。**虽然近期部分发达国家经济数据有所改善，但趋势上依然在下行通道中，因而我国外需将持续走弱。同时，叠加近期人民币汇率升值，对出口将逐步产生抑制作用。因此，出口增速将总体疲弱。虽然近期信息显示中美贸易协定接近达成，部分关税存在取消的可能，但这不一定会明显推升出口增速。一方面，对出口的影响需要取决于协定细节；另一方面，去年贸易战期间透支了未来的出口需求，因而协定达成后不一定会出现出口明显回升情况。而另一方面，中美协定可能会加大中国自美进口，进而收窄中国对外顺差，未来对外顺差将有所收窄。
- **风险提示：**外需超预期下行。

### 西南证券研究发展中心

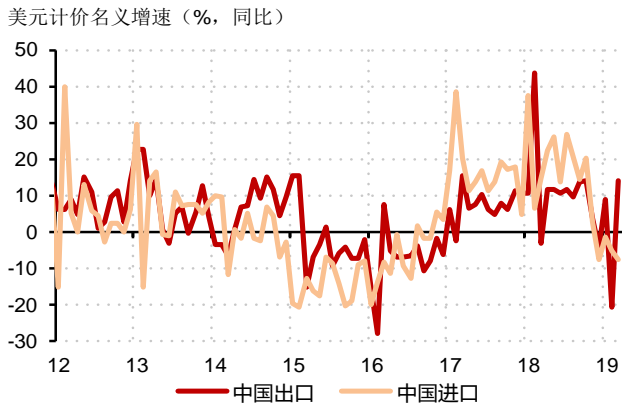
分析师：杨业伟  
 执业证号：S1250517050001  
 电话：010-577631229  
 邮箱：yyw@swsc.com.cn

联系人：张伟  
 电话：010-57758579  
 邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

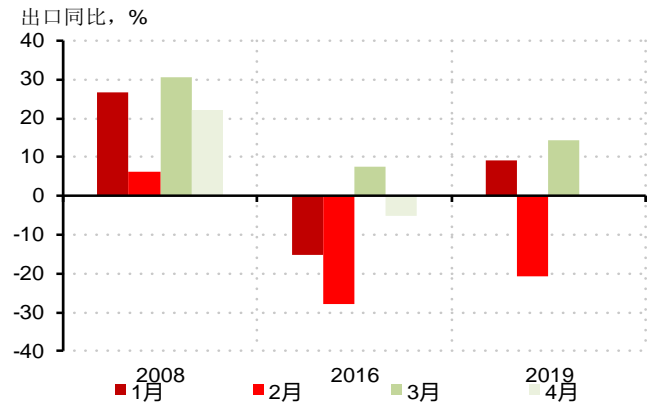
1. 通胀如期回升，但无需过度担忧 (2019-04-12)
2. 全球流动性分析框架 (2019-04-09)
3. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进 (2019-04-07)
4. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达” (2019-04-07)
5. 美债利率曲线倒挂预示经济衰退？这次或不一定 (2019-04-01)
6. 季节性因素推升PMI，经济继续弱平稳 (2019-03-31)
7. 经济继续弱势运行，无需过度担忧通胀——月度经济预测 (2019-03-28)
8. 需求放缓企业盈利走弱，季节因素夸大走弱程度 (2019-03-27)
9. 关于资本回报颠覆常识的四个发现——全球央行追踪第7期 (2019-03-26)
10. 利率曲线倒挂到经济衰退尚需时日 (2019-03-24)

图 1：出口增速回升，进口增速回落



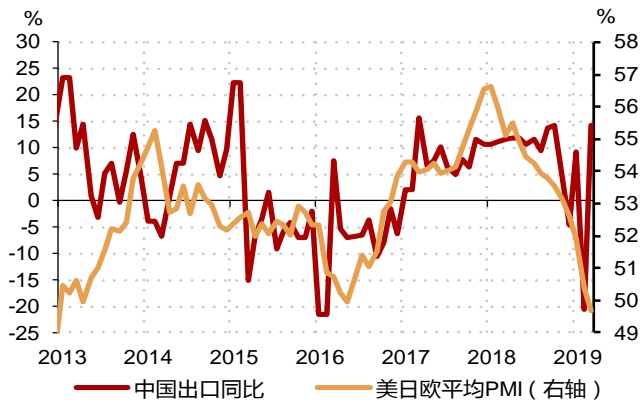
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：春节因素或是 3 月出口回升主要原因



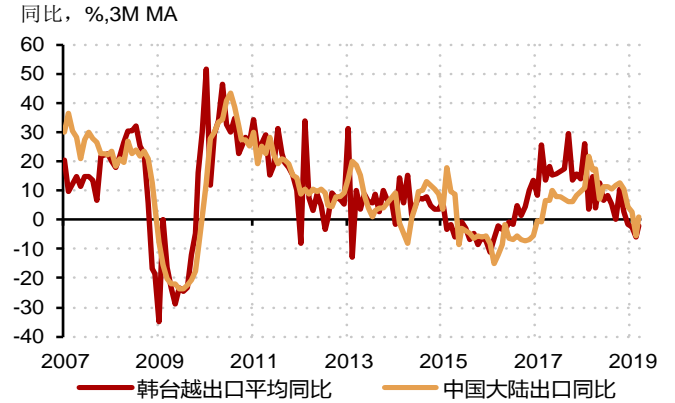
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：外需疲弱将持续压制出口



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：韩台越等经济体出口偏弱显示外需并未明显改善



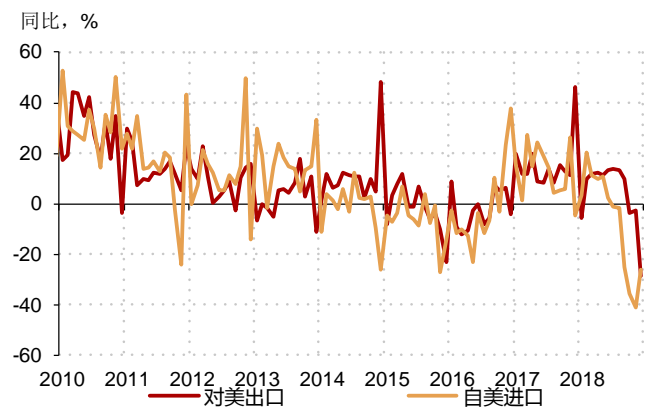
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：原油与铁矿石进口量继续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：自美进口增速小幅改善



数据来源：wind、西南证券整理

**表 1：我国宏观经济指标预测**

		2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	西南预测	市场预期
																2019-3F	2019-3F
GPI	同比%	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.3
PPI	同比%	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3		6.0	5.9
固定资产投资累积名义增速	同比%	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1		6.0	6.3
消费品零售名义增速	同比%	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2		8.1	8.3
新增人民币贷款	亿人民币	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858		12000	12719
M2增速	同比%	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0		8.5	8.2
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	3.0	8.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	-7.0	0.0
贸易顺差	亿美元	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	84.3	124.7
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.70	6.68
存款准备金率	%	17.0	17.0	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预期为Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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\\_13174](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13174)

