宏观点评

出口只是“假反弹”，二季度将“真回落”——3 月进出口数据点评

事件：以美元计，中国 3 月出口同比 14.2%，预期 6.5%，前值-20.7%；进口同比-7.6%，预期 0.2%，前值-5.2%。以人民币计，3 月出口同比 21.3%，预期 6.3%，前值-16.6%；进口同比-1.8%，预期 2.6%，前值-0.3%。3 月贸易顺差 326.4 亿美元，预期 57 亿美元，前值 41.2 亿美元。

核心结论：

1. 3 月出口增速如期大幅反弹，主因季节性和低基数；整体看，一季度出口增速显著低于去年中枢，并连续两个季度下滑。

- 季节性因素是 3 月出口大幅反弹的主因。由于今年春节是 2 月 5 日，企业选择节前赶工、节后停工，导致 1 月出口较高、2 月大幅下滑。而伴随企业在 3 月全面恢复开工，出口呈现明显反弹，表现出与 2016 年一致的特征。此外，去年低基数也是“助攻”。
- 分季度看，3 月出口只是“假反弹”。一季度当季出口增速 1.4%，低于 2018Q4（3.9%）和 Q3（11.7%），更是远低于过去两年同期（15%左右）和去年两年整体水平（最低 10.6%）。

2. 进口增速继续下滑，内需依然较为疲软。年初以来，以社零增速衡量的居民端需求持续萎缩，同时工业企业利润持续下滑、企业投资意愿低迷，这是 3 月进口增速继续下滑的主因。除此之外，高基数也是要因。考虑到 2018 年 4-10 月的基数均较高，预计短期内进口增速难有明显改善。

3. 贸易顺差扩大，更多源自新兴经济体的贡献；建议继续关注我国贸易伙伴国的结构性变化。3 月中国对美国、欧盟、东盟、印度的顺差均有所扩大，其中对东盟顺差的环比增幅高于其它经济体。同时，3 月中国对主要发达经济体和新兴经济体的出口增速均有不同程度的改善，其中对美国出口的改善幅度最显著。贸易摩擦影响之下，我国贸易伙伴可能更趋分散化、多元化。

4. 往后看，3 月出口反弹并不具备可持续性，未来将整体承压回落，4 月大概率显著转弱甚至负增。年初以来主要央行和 IMF 等机构纷纷下调了近两年的经济增长预期，摩根大通全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标也均持续大幅下滑，预示着全球经济未来仍将持续放缓。再叠加 2018 年二季度开始有一轮显著的“抢出口”以及高基数，倾向于认为，3 月出口的反弹不具备可持续性，后续出口继续承压，尤其是二季度。

5. 此外，要密切跟踪美欧贸易摩擦的演化，关注其对中国的潜在外溢效应。

风险提示：中美贸易谈判发生不利变化；美欧贸易摩擦加剧。

作者

分析师 熊园
执业证书编号：S0680518050004
邮箱：xiongyuan@gszq.com
研究助理 何宁
邮箱：hening@gszq.com
研究助理 王梅郦
邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

1、《继续跟踪 2019 年出口的四个线索，关注贸易摩擦阶段性缓和的受益行业——1 月进出口点评》2019-2-15
2、《贸易拐点已现，跟踪 2019 年出口有四个线索——2018 年进出口点评》2019-1-15
3、《贸易拐点显现，继续跟踪 4 个预判维度——11 月进出口点评》2018-12-09
4、《三论预判贸易拐点的四个维度——10 月进出口点评》2018-11-09

内容目录

3 月出口只是"假反弹" **3**
出口增速大幅反弹，主因季节性因素和低基数，一季度则继续下滑 3
进口增速继续下滑，反映内需依然较为疲软 3
贸易顺差扩大，更多源自新兴经济体；可继续关注贸易国别的结构性变化 5
未来出口增速继续承压，警惕美欧贸易摩擦的外溢效应 **5**
高基数下二季度将显著走低，4 月出口大概率负增 5
美欧贸易摩擦迅速升温，关注对中国的外溢效应 6
风险提示 **7**

图表目录

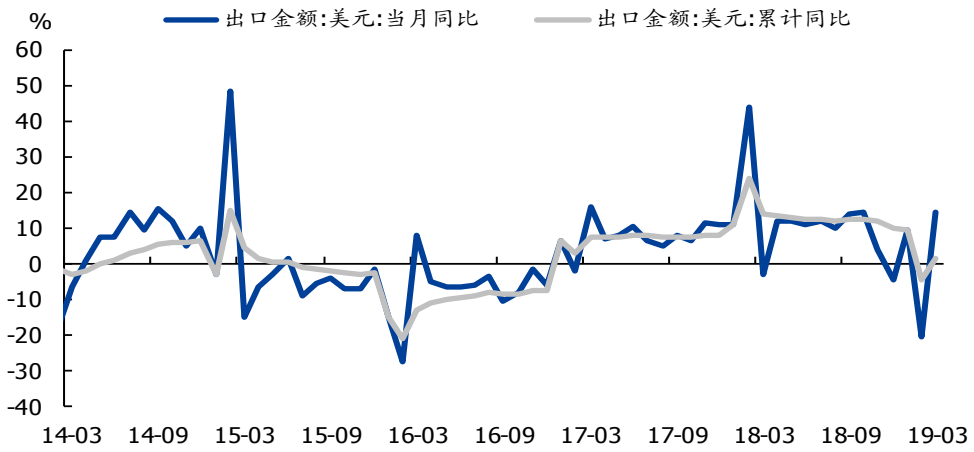
图表 1：高基数将持续拖累出口增速表现 3
图表 2：春节错位效应对出口增速的影响（今年与 2016 年相似） 3
图表 3：中国居民端需求持续萎缩 4
图表 4：中国企业端需求持续萎缩 4
图表 5：高基数将持续拖累进口增速表现 4
图表 6：中国对主要发达经济体进口同比增速 4
图表 7：中国对主要新兴经济体进口同比增速 4
图表 8：中国对主要发达经济体贸易差额 5
图表 9：中国对主要新兴经济体贸易差额 5
图表 10：摩根大通全球制造业 PMI 走势领先中国出口增速 6
图表 11：全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标持续下滑 6
图表 12：主要经济体实际 GDP 增速预测情况 6
图表 13：美国和欧盟是中国最重要的贸易伙伴 7
图表 14：中国对美国出口中资本品与中间品合计占比过半 7
图表 15：中国对欧盟出口中资本品与中间品合计占比过半 7

3 月出口只是“假反弹”

出口增速大幅反弹，主因季节性因素和低基数，一季度则继续下滑

3 月单月出口反弹，但一季度整体仍然下滑。以美元计，中国 3 月出口当月同比 14.2%，高于预期（6.5%）和前值（-20.7%）。但分季度看，3 月出口只是“假反弹”：一季度当季出口增速 1.4%，低于 2018Q4（3.9%）和 Q3（11.7%），更是远低于过去两年同期（15%左右）和去年两年整体水平（最低 10.6%）。

图表 1：高基数将持续拖累出口增速表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

季节性因素是 3 月出口大幅反弹的主因。由于春节假期的存在，企业在节后恢复开工需要较长时间，因而通常会选择在节前赶工、节后停工，从而导致春节前出口大增，春节后出口大降。今年春节在 2 月 5 日，因此企业主要在 1 月赶工、在 2 月停工，从而 1 月出口增速较高，2 月出口增速大幅下滑。而 3 月开始，伴随企业开工的全面恢复，出口出现明显反弹，这与 2016 年的表现一致。

此外，低基数效应也助推 3 月出口大幅反弹。2018 年 3 月出口金额仅为 1739 亿美元，同比仅为-2.98%，而正常月份普遍在 10%左右。

图表 2：春节错位效应对出口增速的影响（今年与 2016 年相似）

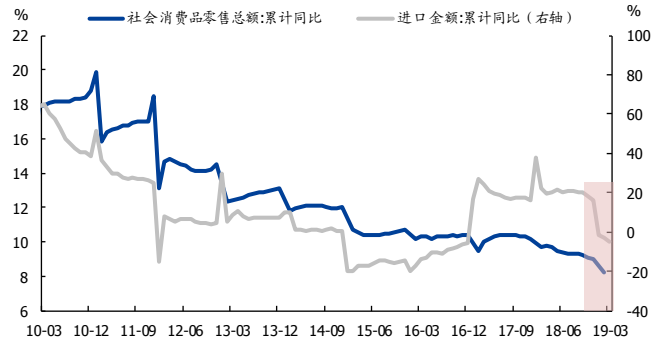
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
春节时间	1 月 31 日	2 月 19 日	2 月 8 日	1 月 28 日	2 月 16 日	2 月 5 日
1 月出口增速(%)	9.93	-3.46	-15.25	6.42	10.60	9.50
2 月出口增速(%)	9.81	48.13	-27.96	-2.35	43.60	-20.70
3 月出口增速(%)	-6.64	-15.16	7.53	15.57	-2.98	14.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所

进口增速继续下滑，反映内需依然较为疲软

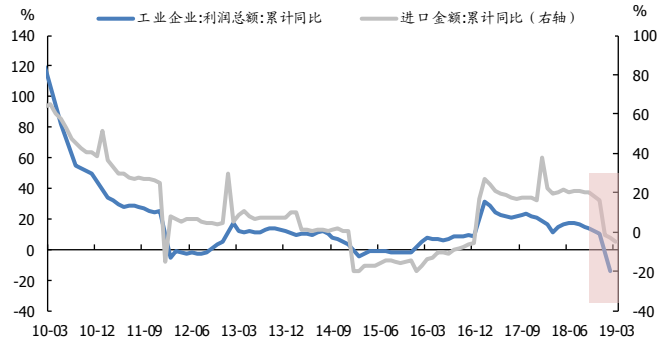
进口表现较差，反映我国内需依然疲软。以美元计，中国 3 月进口同比-7.6%，低于预期（0.2%）和前值（-5.2%）。 年初以来，以社零增速衡量的居民端需求持续萎缩，同时工业企业利润持续下滑，企业投资意愿低迷，这是 3 月进口增速继续下滑的主要原因。除此之外，高基数也在一定程度上拖累了 3 月进口增速的表现，而考虑到 2018 年 4-10 月的基数均较高，预计短期内进口增速难有明显改善。

图表 3：中国居民端需求持续萎缩



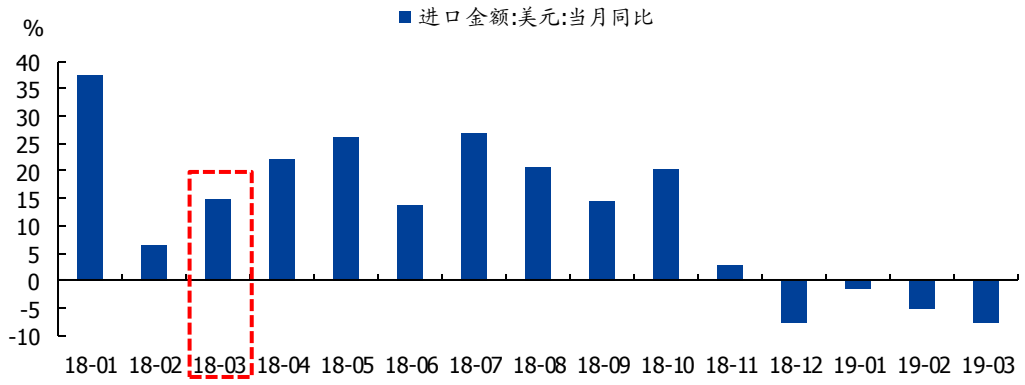
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：中国企业端需求持续萎缩



资料来源：Wind，国盛证券研究所

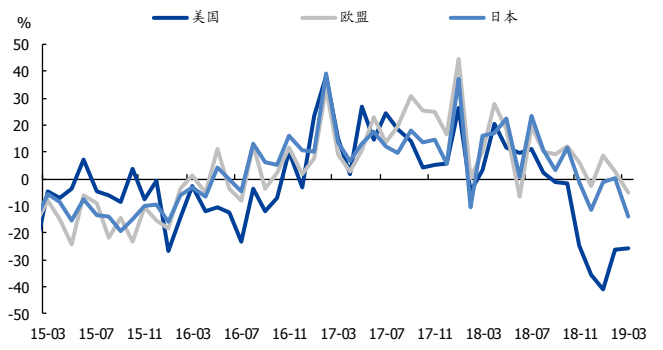
图表 5：高基数将持续拖累进口增速表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

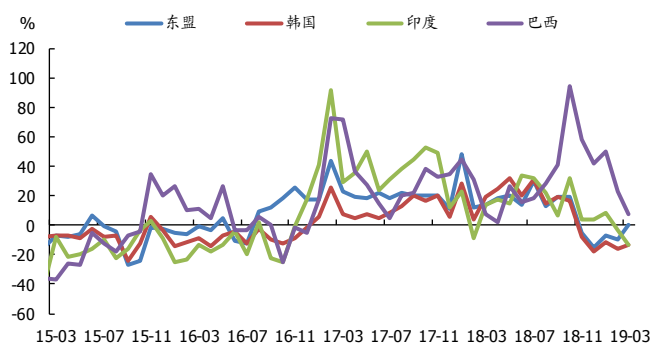
从进口国别来看，主要发达经济体中，中国 3 月对欧盟、日本的进口增速大幅下滑，对美国进口增速基本持平；主要新兴经济体中，中国 3 月对东盟和韩国的进口增速有所回升，对印度和巴西的进口增速大幅下滑。

图表 6：中国对主要发达经济体进口同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7：中国对主要新兴经济体进口同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

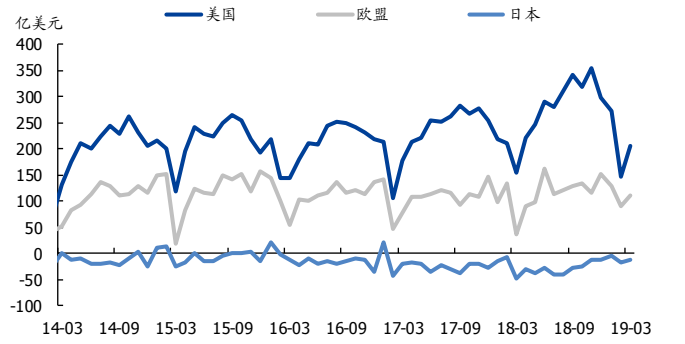
贸易顺差扩大，更多源自新兴经济体；可继续关注贸易国别的结构性变化

3 月贸易顺差大幅反弹。以美元计，3 月贸易顺差 326.4 亿美元，大幅高于预期（57 亿美元）和前值（41.2 亿美元）。累计看，一季度累计顺差 763 亿美元，高于过去两年同期水平（17 年和 18 年 Q1 分别为 604 亿美元、448 亿美元）。

分国别来看，新兴经济体是主要贡献。发达经济体中，中国 3 月对美国顺差环比增加 57.8 亿美元，对欧盟顺差环比增加 20.1 亿美元，对日本逆差环比下降 3.7 亿美元；新兴经济体中，中国 3 月对东盟、印度的顺差扩大，对韩国逆差扩大，对巴西逆差缩小，其中对东盟国家的顺差环比增加 74.8 亿美元，增幅高于其它经济体。再结合出口伙伴国的变化趋势，叠加贸易摩擦的影响，我国贸易伙伴可能更趋分散化、多元化。

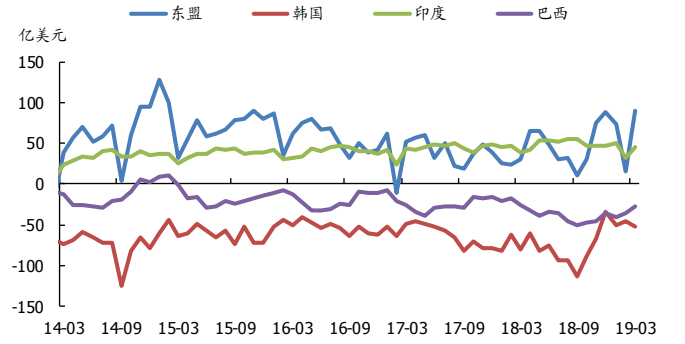
其中，3 月对美顺差大幅提升，缘于对美出口较上月大幅增加。中国 3 月对美出口和对美进口双双增加，其中对美出口较上月增加 91.6 亿美元，对美进口较上月增加 33.8 亿美元，由此导致对美贸易顺差的扩大。

图表 8：中国对主要发达经济体贸易差额



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：中国对主要新兴经济体贸易差额



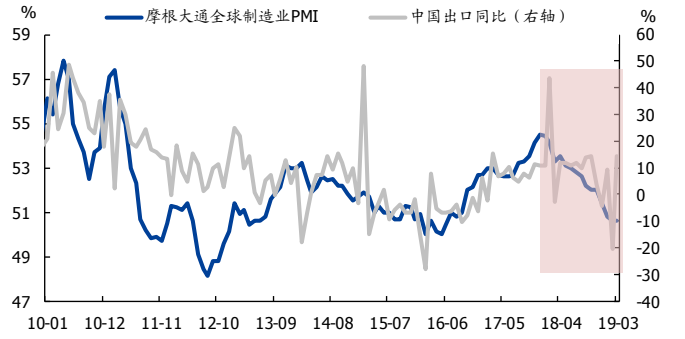
资料来源：Wind，国盛证券研究所

未来出口增速继续承压，警惕美欧贸易摩擦的外溢效应

高基数下二季度将显著走低，4 月出口大概率负增

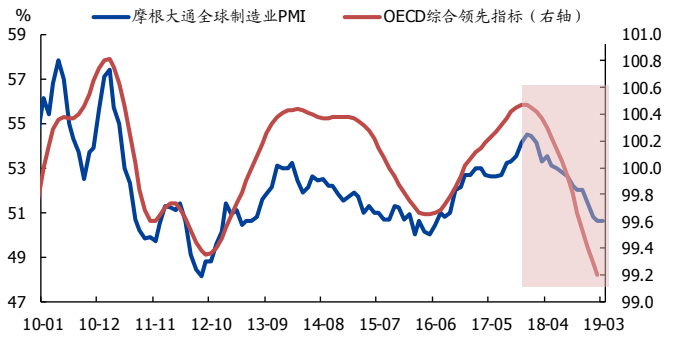
领先指标指向全球经济仍将持续放缓，抑制出口表现。中国出口同比增速与全球经济景气度高度相关。2018 年 1 月以来，摩根大通全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标均持续大幅下滑，预示着全球经济未来仍将持续放缓。此外，年初以来主要央行和 IMF 等机构纷纷下调了近两年的经济增长预期，全球经济前景不容乐观。再叠加 2018 年二季度开始有一轮显著的“抢出口”以及高基数，倾向于认为，3 月出口的反弹持续性不会太强，未来出口增速将整体承压回落，4 月出口大概率显著转弱甚至负增。

图表 10：摩根大通全球制造业 PMI 走势领先中国出口增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11：全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标持续下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12：主要经济体实际 GDP 增速预测情况

		2019		2020		2021	
经济体	预测机构	此前预期	调整后	此前预期	调整后	此前预期	调整后
美国	美联储	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8
欧元区	欧央行	1.7	1.1	1.7	1.6	1.5	1.5
欧盟 27 国	欧盟委员会	2.0	1.5	1.9	1.8	-	-
英国	英国央行	1.7	1.2	1.7	1.5	1.7	1.9
全球	IMF	3.5	3.3	3.6	3.6	-	-

资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

美欧贸易摩擦迅速升温，关注对中国的外溢效应

4 月 9 日，美国威胁对欧盟 110 亿美元商品加征关税，理由是欧盟对空客的补贴伤害了美国经济，随后欧盟回应称准备对美国补贴波音实施报复性关税。考虑到美国与欧盟的贸易谈判尚未取得进展，且特朗普曾表示若无法与欧盟达成贸易协议，将对欧盟汽车征收关税，倾向于认为，美国与欧盟的贸易摩擦趋于升温，未来存在爆发贸易战的风险。

若美欧爆发贸易战，拖累全球经济的同时，也将波及中国。中国出口中，美国和欧盟占比最大，二者合计占中国总出口的 35%。从产品结构来看，中国对美国和欧盟出口中，资本品与中间品合计占比均过半，意味着若美国与欧盟爆发贸易战，短期内我国也许可

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_13181