

出口反弹主要源自春节效应与低基数

——2019年3月外贸数据点评

宏观数据点评

2019年04月15日

报告摘要:

中国3月出口同比(按美元计)增14.2%，预期增6.5%，前值降20.7%。中国3月进口同比(按美元计)-7.6%，预期增0.2%，前值降5.2%。中国3月贸易帐(按美元计)326.5亿美元，预期153.1亿美元，前值40.8亿美元。

● 对主要国家出口增速回升、进口增速下降

对主要国家和地区出口增速大幅回升。2019年3月中国对美国、欧盟、日本、东盟出口当月同比增长3.7%、23.7%、9.6%和24.8%，分别较上月回升32.3、36.9、19.1和38.0个百分点。

对主要国家和地区进口增速大幅下降。2019年3月中国对欧盟、日本、台湾的进口当月同比下降4.9%、14.1%和10.5%，分别较上月回落7.5、14.3和4.9个百分点。对美国、韩国的进口降幅虽有所收窄，但仍分别同比下降25.8%和13%。

● 出口反弹主要源自春节效应与低基数

3月出口贸易反弹主要有三个原因。原因一：春节效应与低基数的影响。2018年2月受节前正向影响较大，3月受节后负向影响较大，增速相对较低；因而2019年2月出口增速相对较低，3月出口增速相对较高。春节效应也是去年同期高基数的原因之一。比较过去5年间3月份出口环比增幅，2018年3月是最低的。低基数构成出口同比增速的推动因素。原因二：全球经济有所企稳。3月美国和日本等主要经济体制造业PMI有所反弹，带动出口需求回升。原因三：中美经贸摩擦缓和、抢出口的负面影响降低。

● 进口下降表明内需不足

3月进口下降表明内需不足。2018年3月进口环比增长仅1.9%，基数效应影响较小。另一方面，自2018年9月以来，中国的社会消费品零售总额同比增速由9.2%降至2019年2月的8.2%，表明消费需求相对不足。

● 展望一：出口增速回落，进口降幅收窄

出口方面，虽然中美贸易谈判进展顺利，但美欧贸易摩擦加剧，给世界贸易的增长带来新的不确定性。全球经济持续走弱，叠加美国加征关税恐难在短期内取消，出口仍存下行压力。而进口方面，受消费乏力、内需疲软影响，压力依旧，但减税降费的影响逐步体现，进口增速降幅有望收窄。我们预计4月份出口、进口的同比增速分别为1.1%和-5%。

● 展望二：基建托底经济，企稳仍待下半年

鉴于国内消费需求增速放缓，投资虽然受益于融资条件放松与民营企业融资便利化，但从融资企稳到经济企稳仍存在一定时滞。且外部不确定性犹存，经济仍需政策呵护，基建有望增长对冲托底，预计经济将在下半年企稳。

● 风险提示:

中美经贸谈判不及预期，人民币升值超预期，货币财政政策超预期

民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：Yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

目录

| | |
|---------------------------------|----------|
| 一、3月出口反弹，进口降幅扩大 | 3 |
| (一) 3月出口反弹，进口降幅扩大 | 3 |
| 1、3月出口反弹，进口降幅扩大 | 3 |
| 2、对主要国家和地区出口增速大幅回升 | 4 |
| 3、贸易结构有所改善 | 4 |
| 4、对主要国家和地区进口增速大幅下降 | 4 |
| (二) 3月出口反弹主要源自春节效应与低基数 | 4 |
| 1、出口反弹主要源自春节效应与低基数 | 4 |
| 2、进口下降表明内需不足 | 6 |
| 二、展望：出口增速回落，进口降幅收窄 | 7 |
| 1、出口增速回落，进口降幅收窄 | 7 |
| 2、基建托底经济，企稳仍待下半年 | 7 |

近日海关总署公布3月份外贸数据：中国3月出口同比(按美元计)增14.2%，预期增6.5%，前值降20.7%。中国3月进口同比(按美元计)-7.6%，预期增0.2%，前值降5.2%。中国3月贸易帐(按美元计)326.5亿美元，预期153.1亿美元，前值40.8亿美元。

我们认为：

3月出口贸易反弹主要有三个原因。原因一：春节效应与低基数的影响。2018年2月受节前正向影响较大，3月受节后负向影响较大，增速相对较低；因而2019年2月出口增速相对较低，3月出口增速相对较高。春节效应也是去年同期高基数的原因之一。比较过去5年间3月份出口环比增幅，2018年3月是最低的。低基数构成出口同比增速的推动因素。原因二：全球经济有所企稳。3月美国和日本等主要经济体制造业PMI有所反弹，带动出口需求回升。原因三：中美经贸摩擦缓和、抢出口的负面影响降低。

3月进口下降表明内需不足。2018年3月进口环比增长仅1.9%，基数效应影响较小。另一方面，自2018年9月以来，中国的社会消费品零售总额同比增速由9.2%降至2019年2月的8.2%，表明消费需求相对不足。

出口方面，虽然中美贸易谈判进展顺利，但美欧贸易摩擦加剧，给世界贸易的增长带来新的不确定性。全球经济持续走弱，叠加美国加征关税恐难在短期内取消，出口仍存下行压力。而进口方面，受消费乏力、内需疲软影响，压力依旧，但减税降费的影响逐步体现，进口增速降幅有望收窄。我们预计4月份出口、进口的同比增速分别为1.1%和-5%。

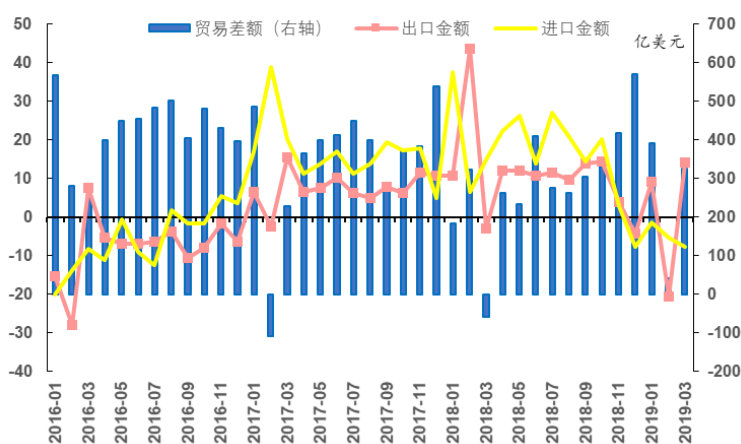
鉴于国内消费需求增速放缓，投资虽然受益于融资条件放松与民营企业融资便利化，但从融资企稳到经济企稳仍存在一定时滞。且外部不确定性犹存，经济仍需政策呵护，基建有望增长对冲托底，预计经济将在下半年企稳。

一、3月出口反弹，进口降幅扩大

(一) 3月出口反弹，进口降幅扩大

1、3月出口反弹，进口降幅扩大

图1：3月按美元计价出口大幅反弹(%)



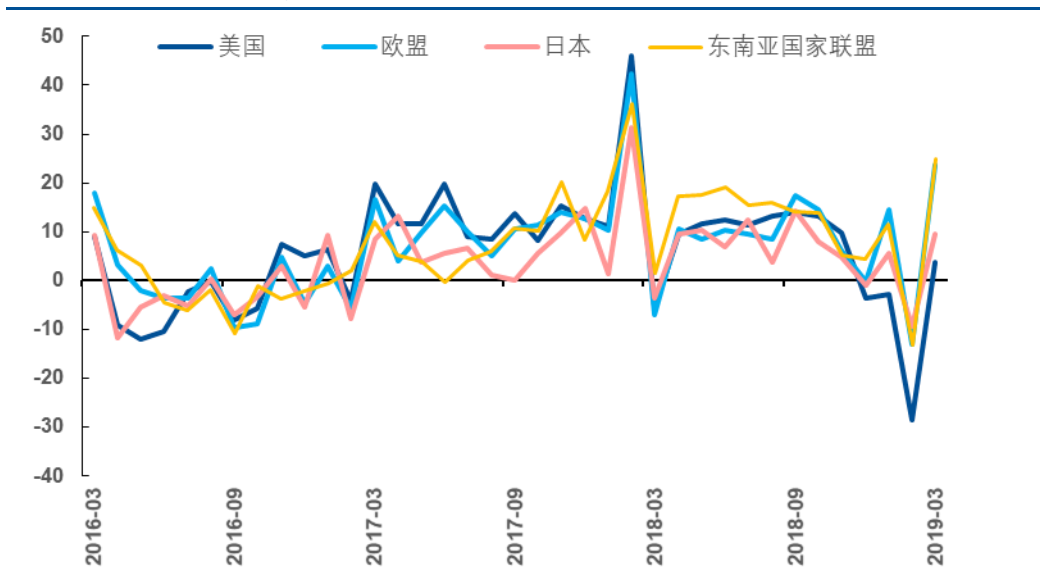
资料来源：Wind，民生证券研究院

中国3月出口同比(按美元计) 出口1986.7亿美元, 同比增长14.2%, 预期增6.5%, 前值降20.7%。中国3月进口1660.3亿美元, 同比下降7.6%, 预期增0.2%, 前值降5.2%。中国3月贸易帐(按美元计)326.5亿美元, 预期153.1亿美元, 前值40.8亿美元。

2、对主要国家和地区出口增速大幅回升

分国家及地区来看, 2019年3月中国对美国、欧盟、日本、东盟出口当月同比增长3.7%、23.7%、9.6%和24.8%, 分别较上月回升32.3、36.9、19.1和38.0个百分点。

图2:主要国家出口当月同比增速对比(%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3、贸易结构有所改善

从地区结构来看, 对“一带一路”沿线国家进出口增速好于整体。一季度, 我国对“一带一路”沿线国家合计进出口2万亿元, 增长7.8%, 高出外贸整体增速4.1个百分点, 占我外贸总值的28.6%, 比重提升1.1个百分点。

从产品结构来看, 机电产品和劳动密集型产品出口同步增长。一季度, 我国机电产品出口2.21万亿元, 增长5.4%, 占我国出口总值的58.8%。其中, 便携式电脑出口增长8%, 汽车出口增长15.1%。同期, 服装、玩具等7大类劳动密集型产品合计出口6855.3亿元, 增长6.5%, 占出口总值的18.2%。

4、对主要国家和地区进口增速大幅下降

分国家及地区来看, 2019年3月中国对欧盟、日本、台湾的进口当月同比下降4.9%、14.1%和10.5%, 分别较上月回落7.5、14.3和4.9个百分点。对美国、韩国的进口降幅虽有所收窄, 但仍分别同比下降25.8%和13%。

(二) 3月出口反弹主要源自春节效应与低基数

1、出口反弹主要源自春节效应与低基数

我们认为: 3月出口贸易大幅反弹主要有三个原因。

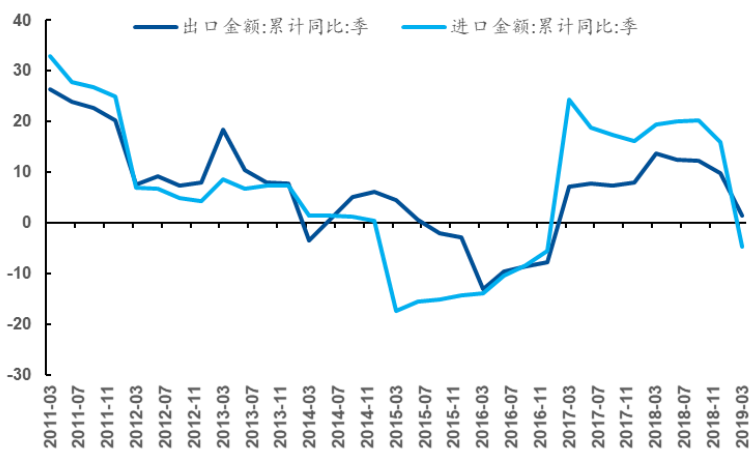
原因一: 春节效应与低基数的影响。2018年2月受节前正向影响较大, 3月受节后

负向影响较大，增速相对较低；因而 2019 年 2 月出口增速相对较低，3 月出口增速相对较高。春节效应也是去年同期高基数的原因之一。比较过去 5 年间 3 月份出口环比增幅，2018 年 3 月环比下降 14.9% 是最低的。低基数构成出口同比增速的推动因素。

通常情况下，外贸企业有春节前“抢时出口”和节后“进口先行”的经营习惯。许多企业在正月十五以后才陆续恢复正常生产，造成出口规模的下降；但同时企业为了生产或者经营的需要，进口活动没有暂停¹。由于春节假期是移动的，各个年份所处日期甚至月份多有所不同，使得春节期间的进出口呈现明显波动，体现出明显的春节效应。

一个消除春节效应影响的方法就是使用季度数据。2019 年 Q1 中国出口同比增长 1.4%，进口同比下降 4.8%，均为 2017 年以来的最低增速。因而，出口反弹主要源自春节效应与低基数。

图 3：按美元计价各季度进出口同比增速 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

借鉴贺凤羊和刘建平（2011），我们将春节效应分为节前影响期 t_b 、节中影响期 t_d 和节后影响期 t_a ，并对应引入了 3 个虚拟变量 $d_{i,j}(t_b)$ 、 $d_{i,j}(t_d)$ 和 $d_{i,j}(t_a)$ 。同时假定春节效应在节前和节后的权重各不相同，距离节日越近，影响的强度越大，赋予的权重也越大；节日期间则服从均匀分布，日权重相等。具体的假设如下：

节前效应影响呈线性增长，即节前第 t_b 天的影响权重为 $1/\sum_{i=1}^{t_b} i$ ，节前第 t_b-1 天的影响权重为 $2/\sum_{i=1}^{t_b} i$ ， \dots ，节前第 1 天的影响权重为 $t_b/\sum_{i=1}^{t_b} i$ 。

节日期间的春节效应影响服从均匀分布，即每一天的影响权重相同，均为 $1/t_d$ 。

节后的春节效应影响呈线性衰减，即节后第 1 天的影响权重为 $t_a/\sum_{i=1}^{t_a} i$ ，节后第 2 天的影响权重为 $(t_a-1)/\sum_{i=1}^{t_a} i$ ， \dots ，节后第 t_a 天的影响权重为 $1/\sum_{i=1}^{t_a} i$ 。

然后根据节前、节中和节后影响天数落在各个受节日影响月份的具体情况，将各天的影响权重相加得到比例变量 $d_{i,j}(t_b)$ 、 $d_{i,j}(t_d)$ 和 $d_{i,j}(t_a)$ 。在节日影响不到的月份，虚拟变量取值 0。

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2014-03/08/content_2633325.htm。

每年春运一般为 40 天，其中除夕节前 15 天，春节期间 7 天，春节后 18 天。因而，我们将节前效应影响天数设置为 15 天，节中效应影响天数为放假时长 7 天，节后效应影响天数设置为 18 天。可以看出，春节效应主要集中影响的月份是 1 月份和 2 月份，3 月份部分受到节后效应的影响。2018 年 2 月受节前正向影响较大，3 月受节后负向影响较大，增速相对较低；因而 2019 年 2 月出口增速相对较低，3 月出口增速相对较高。

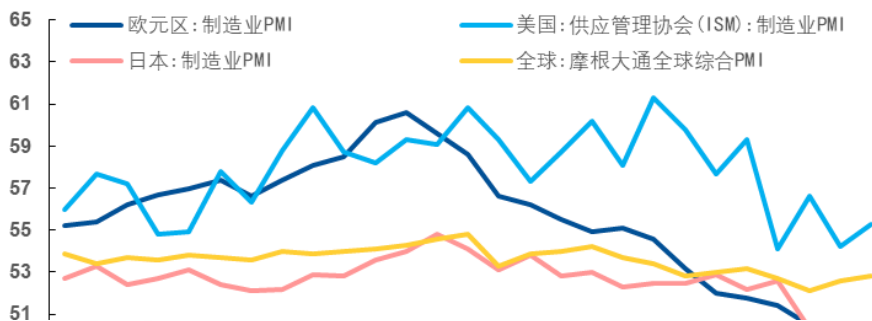
表 1: 春节效应对应月份比例变量 (%)

| 年份 | 比例变量 春节 | 节前 15 天 | | 节中 7 天 | | 节后 18 天 | | |
|------|------------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | | 1 月 | 2 月 | 1 月 | 2 月 | 1 月 | 2 月 | 3 月 |
| 2010 | 2 月 14 日 | 0.025 | 0.975 | 0 | 1 | 0 | 0.7368 | 0.2632 |
| 2011 | 2 月 3 日 | 0.7583 | 0.2417 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| 2012 | 1 月 23 日 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0.2982 | 0.7018 |
| 2013 | 2 月 10 日 | 0.175 | 0.825 | 0 | 1 | 0 | 0.9123 | 0.0877 |
| 2014 | 1 月 31 日 | 1 | 0 | 0.2857 | 0.7143 | 0 | 1 | 0 |
| 2015 | 2 月 19 日 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0.3860 | 0.6140 |
| 2016 | 2 月 8 日 | 0.3 | 0.7 | 0 | 1 | 0 | 0.9825 | 0.0175 |
| 2017 | 1 月 28 日 | 1 | 0 | 0.7143 | 0.2857 | 0 | 1 | 0 |
| 2018 | 2 月 16 日 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0.6140 | 0.3860 |
| 2019 | 2 月 5 日 | 0.55 | 0.45 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| 2020 | 1 月 25 日 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 |

资料来源：民生证券研究院整理

原因二：全球经济有所企稳。3 月美国和日本等主要经济体制造业 PMI 有所反弹，带动出口需求回升。

图 4: 主要经济体 PMI 有所上行 (%)



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_13190



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn