

2019年4月12日

宏观经济



抢跑效应拖累未来出口增速

——2019年3月进出口数据点评

宏观简报

2019年3月以美元计的中国出口同比14.2%（前值-20.7%），进口同比-7.6%（前值-5.2%），与我们的预期（12%、-5%）偏离不大；一季度累计出口同比-1.5%，进口同比-4.8%。3月是春节效应影响的最后一个月份，出口与进口由于基数因素呈现同比增速一高一低的现象。欧洲制造业数据虽弱，但对欧盟出口仍然同比增长，可能显示了在宽松的政策背景下，欧洲比较强劲的劳动力市场仍然支撑消费，制造业企稳也初现曙光。部分原材料进口数量增速较高，指向上游原材料补库存。抢跑效应将从4月开始提升基数，进一步拖累出口同比增速。根据我们的估算，中美贸易争端对2019年4月的出口同比总体上大约拖累1.5-1.9个百分点。如果中美贸易协议能够在近期达成，将对今年的进出口形成支撑。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）

021-52523808

zhangwenlang@ebscn.com

联系人

郑宇驰

021-52523807

zhengyc@ebscn.com

2019年3月以美元计的中国出口同比14.2%（前值-20.7%），进口同比-7.6%（前值-5.2%），与我们的预期（12%、-5%）偏离不大；一季度累计出口同比-1.5%，进口同比-4.8%。

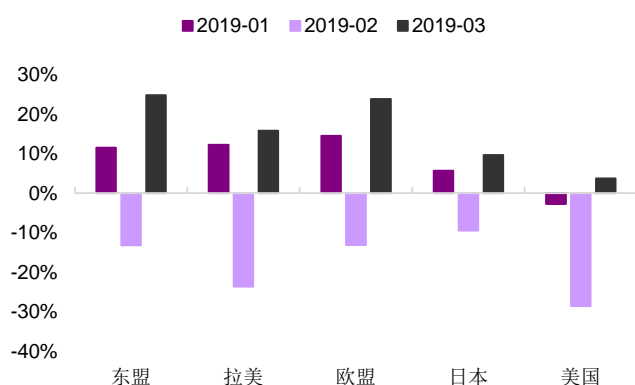
1、进出口数据符合预期

3月是春节效应影响的最后一个月份，出口与进口同比增速分化。2018年3月出口、进口同比分别为-3%、15%，基数呈现一低一高，导致了2019年3月出口、进口同比的一高一低。

欧洲制造业数据虽弱，但对欧盟出口仍然同比增长24%（前值-13%），可能显示了在宽松的政策背景下，欧洲比较强劲的劳动力市场仍然支撑消费，制造业企稳也初现曙光。而对美国出口（以美元计价）仅增长4%，可能显示了关税及抢跑效应消退的影响（图1）；从美国进口（以美元计价）同比下滑26%，与前值持平，显示了中国在谈判过程中不断释放善意（2月从美国进口大豆占比恢复至20%，2018年11月为0），而如果中美贸易协议能够在近期达成，将对今年的进出口形成支撑。

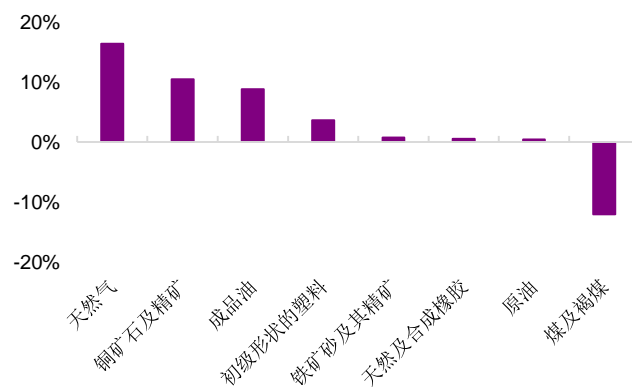
原材料进口指向中上游补库存：铜矿石（11%）、铁矿石（1%）、原油（0.4%）、天然气（16.4%）、塑料（4%）等原材料进口数量增速较高。未来仍需关注下游需求能否持续企稳、甚至复苏，以及货币政策的节奏，较大力度的减税降费也将一定程度上支撑内需。

图1：主要区域出口当月同比增速



资料来源：Wind

图2：部分原材料3月进口数量同比

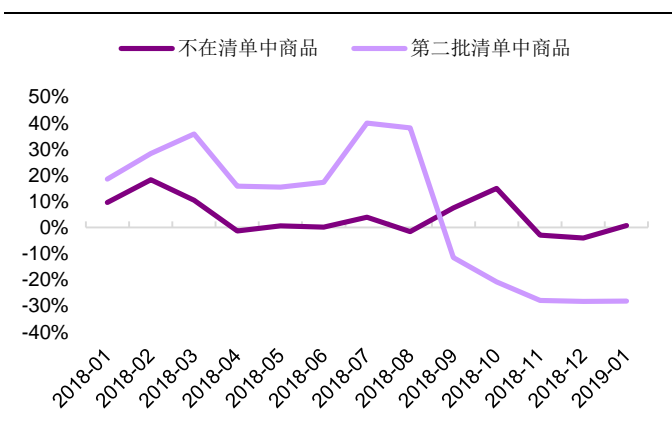


资料来源：Wind

2、抢跑效应将拖累出口增速

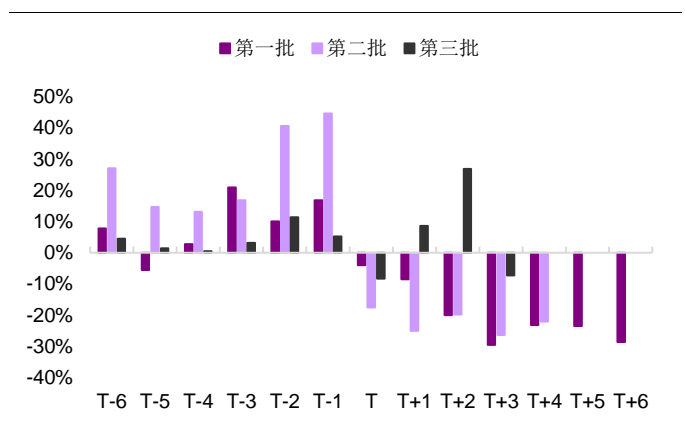
抢跑效应将从4月开始提升基数，拖累出口金额同比增速。我们将美国从中国进口的商品分为两组：被列入征税名单的商品与其他商品，并将美国从其他地区进口的这两类商品作为对照组，采用双重差分法估算了征税前的出口抢跑效应以及征税后的抢跑消退和关税抑制效应。例如，对第二批清单中的商品来说，可以比较明显地看出在8月23日征税前同比增速提高，征税后同比增速下降的现象（图3）。这种现象在对比美国从其他国家进口的这两类商品之后仍然存在。对三批次商品来说，这种现象也都是存在的（图4）。比较特殊的是第三批清单商品，由于2018年11、12月，市场预期第三批清单中的商品将继续提升关税，因此又有了二次抢跑效应。

图 3：美国从中国进口商品同比增速



资料来源：美国商务部普查局，USTR

图 4：分批次被征税产品出口抢跑及关税抑制效应



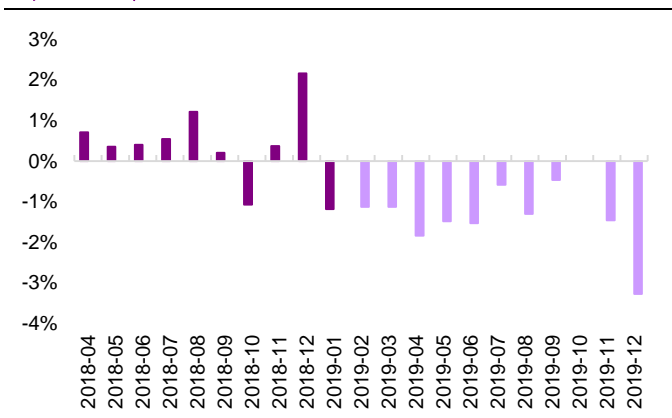
注：T 为征税开始当月

资料来源：美国商务部普查局，USTR，光大证券研究所估算

征税前的抢跑效应从 2018 年 4 月开始，至 6 月完全是抢跑效应的影响；征税后的抢跑消退和关税抑制效应从 2018 年 7 月开始。由于三批清单分别在 7 月 6 日、8 月 23 日、9 月 24 日开始征税，7-9 月为两种效应的叠加。10 月只有关税效应，11、12 月叠加了二次抢跑效应。

在现有关税政策不进行调整的假设下，这种影响将贯穿 2019 年各月。例如，2019 年 4 月，抢跑效应将大约拖累出口增速 0.5-0.7 个百分点，抢跑消退和关税抑制效应将大约拖累 1-1.2 个百分点，总体上大约拖累 4 月出口增速 1.5-1.9 个百分点（图 5）。此外，影响比较大的是 2019 年 12 月。当然，由于我们使用的是美国从中国的进口数据，口径和时间点与中国出口数据有所不同，因此实际对中国出口数据的月度影响可能有一定程度的偏离和提前（图 6）。

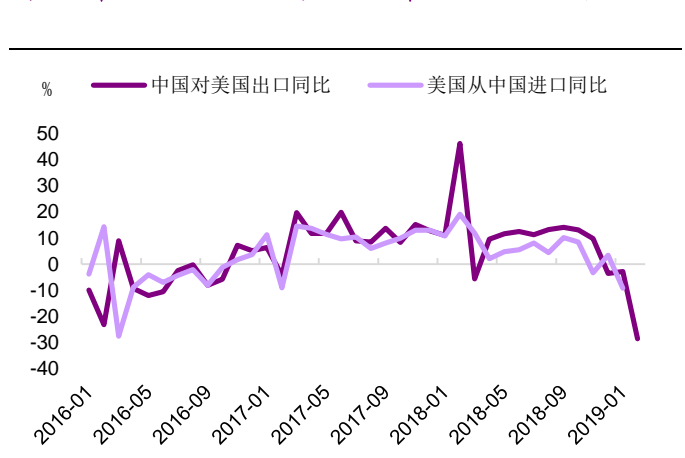
图 5：对中国总体出口抢跑效应及抢跑消退和关税抑制效应的估算



注：浅紫色部分为估计值，由于使用的是美国从中国的进口数据，对中国出口数据的月度影响可能有一定程度的提前。

资料来源：美国商务部普查局，USTR，光大证券研究所估算

图 6：中国对美国出口与美国从中国进口同比增速



注：数据截至 2019 年 2 月

资料来源：Wind

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_13212

