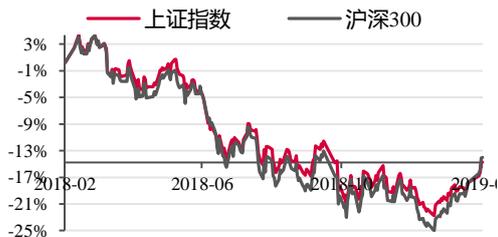


宏观点评
进口增速的反弹可能与中美贸易磋商有关

——2019年1月外贸数据点评

2019年02月14日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	7.25	3.32	-14.99
沪深300	10.90	6.15	-14.24

胡文艳

 执业证书编号: S0530518070001
 huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

李沫

limo@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

研究助理

010-68080380

投资要点

- 1月出口增速较上月提高13.5个百分点至9.1%，进口增速提高6.1个百分点至-1.5%。去年同期进出口基数并不低，不能解释进出口增速的提高；香港贸易虽拉低了1月出口增速，但拉低幅度远小于上月，说明对香港贸易的增加，是出口增速提高的原因之一，但不是进口增速变动的原因。具体看：
 - 1月出口增速的大幅提高，主要原因在于对欧美日和新兴市场国家出口增速的全面回升。其中，对欧盟、美国、东盟、日本的出口增速分别环比提高14.8、0.8、7.2、6.7个百分点。对金砖国家出口增速亦提高10.6个百分点。从贸易顺差看，1月对美贸易顺差较上月减少25.7亿美元至273.0亿美元，占本月我国全部贸易顺差的69.7%，较去年全年比重下降22.5%，说明我国已经在缩减对美贸易顺差上发力，但对美贸易顺差比重依然较高。如果中美贸易谈判进展顺利，预计未来对美贸易顺差将进一步收窄。
 - 1月进口增速有所提高，可能是我国积极推进中美贸易磋商的结果，国内需求未出现实质性好转。在33种重点进口商品中，谷物及谷物粉、大豆、农产品、汽车和汽车底盘、食用植物油、钢材、未锻造的铜及铜材、纸浆、鲜干水果及坚果、金属加工机床、初级形状的塑料的进口金额同比增速提高较多。在这11种商品中，有10种商品进口数量提高较多，但仅有3种进口价格有所上升，表明1月份进口增速的回升，是进口商品数量增加导致的。一般来说，进口数量的增加，反映国内需求好转，但1月份PMI数据仍在临界值以下，进口指数也处于收缩区间；同时，从商品种类看，与中美贸易战有关的大豆、汽车等产品本月进口数量大幅提高，表明1月进口数量的提高，可能是我国积极推进中美贸易磋商的结果，国内需求不足状况未发生实质性变化。另外，受2018年1-10月份中美贸易战上调关税影响，我国进口和出口尤其是进口增速明显高于2010~2017年均值，与国内经济需求减缓并不吻合，表明国内企业存在提前进口行为。1月进口增速低于历史同期均值21.2个百分点，表明前期透支需求和中美贸易战对进出口的负面影响还未结束。
 - 贸易结构趋于优化，但受季节性因素和中美贸易战影响，高新技术和机电产品的出口比重出现下滑。一是加工贸易在进出口中的比重趋于下降，而反映我国对外贸易自主发展能力的一般贸易比重提高，1月份达到60.9%，呈整体上升态势；二是1月高新技术产品和机电产品在出口中的比重有所下降，这一方面与季节性因素有关，因为每年1月份该比重都会下降，然后回升，另一方面可能与中美贸易战有关。
 - 全球经济继续复苏，但复苏动能同步减弱迹象明显，各项指标显示实际经济情况逊于预期，不确定性增加。1月份全球、美国和欧元区制造业PMI指数分别为52.1%、56.6%、50.5%，都在临界值之上运行，但下降趋势明显。同时，经济意外指数显示实际经济情况低于预期，经济景气程度指数反映未来经济环境的悲观预期者逐渐占多。因此，未来短期内我国出口仍将受益于全球经济的复苏，但未来全球经济增长的不确定性增加，且中美贸易战风险依然存在，均不利于我国出口环境的稳定，出口面临较大不确定性。
- 风险提示：宏观经济下行、政策变动风险。

内容目录

1 基数效应不能解释 1 月进出口增速的上升；香港贸易因素仅能解释出口增速的提高..	3
2 进口增速有所提高，可能和我国积极推进贸易磋商有关，但国内需求不足趋势未发生实质性变化.....	4
3 出口增速的大幅上升，在于对欧美日和新兴市场国家等出口增速的全面提升，全球经济复苏动能减弱，对出口支撑减弱.....	5
3.1 1 月出口增速的提高，源于对主要贸易伙伴出口增速的全面回升；1 月对美贸易顺差环比连续两个月减少，预计收窄趋势仍将延续.....	6
3.2 全球经济复苏动能继续弱化，不确定性增强，预计 2019 年外需对我国出口的支撑将减弱.....	6
4 一般贸易比重有所提高，贸易结构趋于优化，但受季节性因素和中美贸易战影响，高新技术和机电产品的出口比重出现下滑.....	8

图表目录

图 1：1 月份进出口增速变动.....	3
图 2：1 月份香港贸易因素能部分解释出口增速的提高.....	3
图 3：1 月主要商品进口金额增速变动.....	4
图 4：1 月主要商品进口数量增速变动.....	4
图 5：1 月主要商品进口价格增速变动.....	4
图 6：1 月 PMI 进口指数仍在临界值下方.....	4
图 7：出口当月同比增速和历史均值.....	5
图 8：进口当月同比增速和历史均值.....	5
图 9：1 月当月对主要贸易伙伴的出口增速.....	6
图 10：1 月出口增速较上月变动幅度.....	6
图 11：摩根大通全球经济景气指数.....	7
图 12：美欧制造业景气指数.....	7
图 13：1 月全球经济景气和美欧经济意外指数.....	7
图 14：1 月份欧美日经济景气程度.....	7
图 15：一般贸易在进出口金额中的比重.....	8
图 16：高新技术产品和机电产品在出口金额中的比重.....	8

事件：据海关统计，1月当月全国进出口总额3959.8亿美元，同比增长4.0%。其中，出口2175.7亿美元，同比增长9.1%；进口1784.1亿美元，同比下降1.5%；贸易差额为391.6亿美元，较去年同期扩大1.1倍（见图1）。

点评：

1 基数效应不能解释1月进出口增速的上升；香港贸易因素仅能解释出口增速的提高

从进出口增速看，1月出口增速由负转正，进口增速降幅有所收窄，贸易顺差同比增加较多。具体看，1月出口2175.7亿美元，同比增长9.1%，较上月提高13.5个百分点；进口1784.1亿美元，同比下降1.5%，降幅收窄6.1个百分点；本月贸易顺差391.6亿美元，同比多增207.4亿美元。

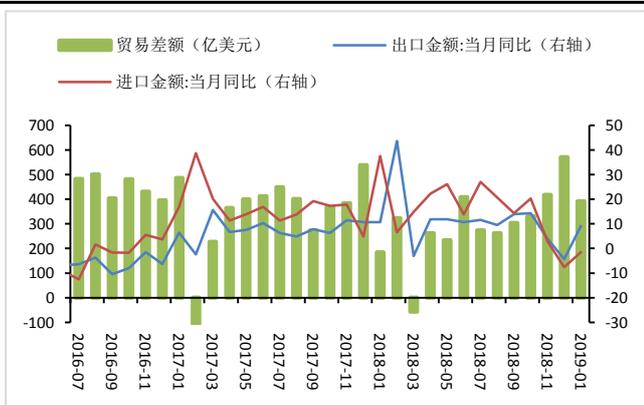
为了分析1月进出口增速变动的原因，我们尝试剔除基数效应和香港贸易因素的影响。

从基数效应的影响看，2018年1月出口、进口同比增速分别为10.7%和37.6%，较2017年12月分别变动0.0和32.8个百分点，表明去年同期进口增速相对较高，但出口增速相对平稳。2019年1月出口、进口增速分别较2018年12月提高13.5和6.1个百分点，表明基数效应不能解释进口和出口增速的提高。

剔除香港进出口贸易数据后，1月出口、进口同比增速分别为9.9%和-1.7%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高0.8和下降0.2个百分点。进口增速与未剔除前基本保持一致，出口增速较未剔除前有所提高，但升幅较上月低3.2个百分点（见图2），表明1月香港贸易对出口的拉低程度远小于上月，即香港贸易因素是出口增速提高的原因之一，但不能解释进口增速的变动。

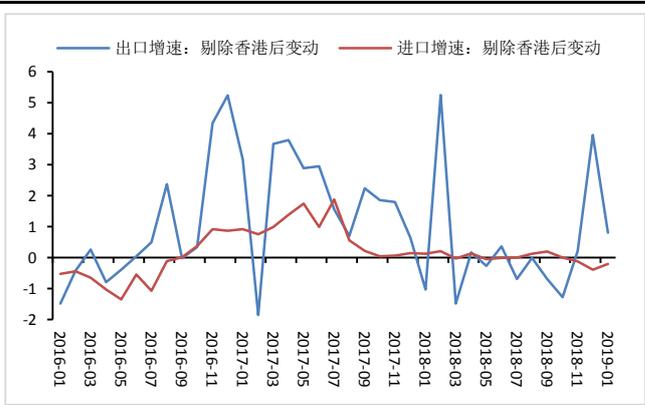
综上分析，基数效应不是1月进出口增速提高的原因；香港贸易因素是出口增速提高的原因，但不能解释进口增速的提高。

图1：1月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财富证券

图2：1月份香港贸易因素能部分解释出口增速的提高



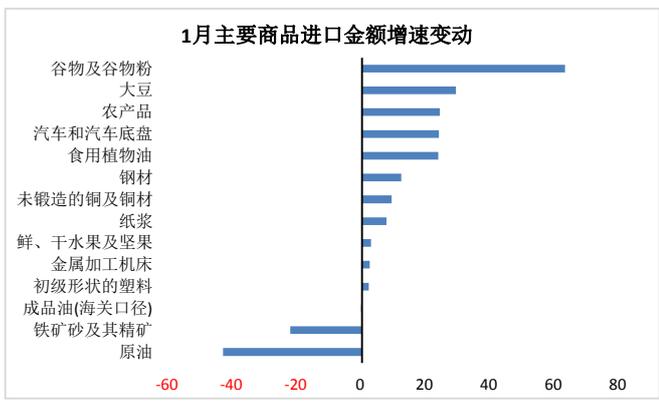
资料来源：WIND，财富证券

2 进口增速有所提高，可能和我国积极推进贸易磋商有关，但国内需求不足趋势未发生实质性变化

为了分析 1 月进口增速的提高，是否是国内需求放缓趋势有所弱化所致，我们对 33 种重点进口商品进行分析，选出其中进口金额增速提高较多的商品，判断它们进口金额的增加是基于数量的提高还是源于价格的上涨。如果是前者，那么说明内需放缓趋势有所减弱，反之则相反。

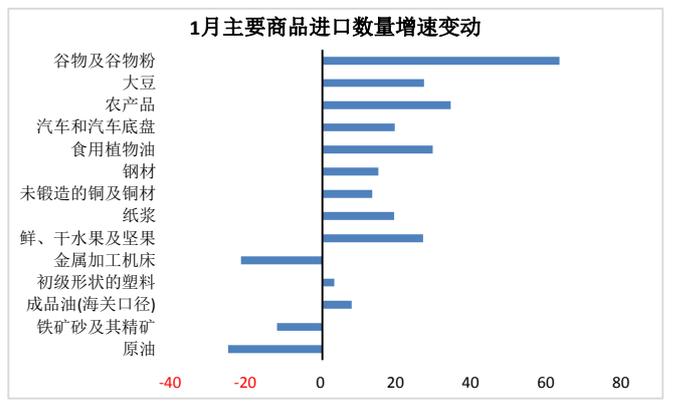
在 33 种重点进口商品中，1 月谷物及谷物粉、大豆、农产品、汽车和汽车底盘、食用植物油、钢材、未锻造的铜及铜材、纸浆、鲜干水果及坚果、金属加工机床、初级形状的塑料的进口金额增速，分别较上月提高 63.1%、29.2%、24.2%、23.9%、23.7%、12.2%、9.2%、7.6%、2.8%、2.4% 和 2.1%（见图 3）

图 3：1 月主要商品进口金额增速变动



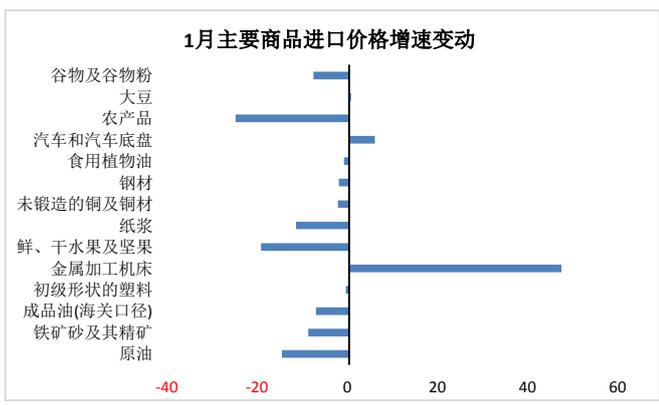
资料来源：WIND，财富证券

图 4：1 月主要商品进口数量增速变动



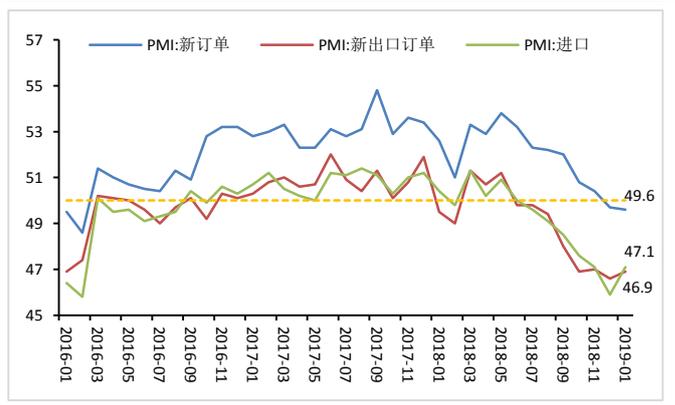
资料来源：WIND，财富证券

图 5：1 月主要商品进口价格增速变动



资料来源：WIND，财富证券

图 6：1 月 PMI 进口指数仍在临界值下方



资料来源：WIND，财富证券

从进口数量增速看，1 月谷物及谷物粉、大豆、农产品、汽车和汽车底盘、食用植物油、钢材、未锻造的铜及铜材、纸浆、鲜干水果及坚果、金属加工机床、初级形状的塑料的进口数量增速，分别较上月变动 63.2%、27.1%、34.2%、19.3%、29.4%、14.9%、13.3%、19.2%、26.9%、-21.6%、3.2%。（见图 4）。在进口金额提高的 11 种商品中，有 10 种商

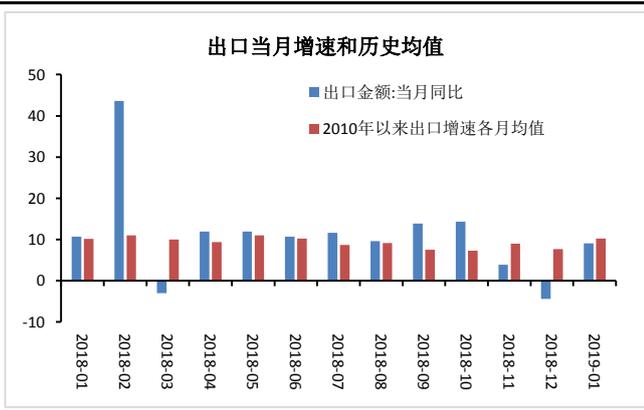
品的进口数量增速都较上月提高较多，说明数量因素是其进口金额增速提高的原因之一。

从进口价格增速看，1月谷物及谷物粉、大豆、农产品、汽车和汽车底盘、食用植物油、钢材、未锻造的铜及铜材、纸浆、鲜干水果及坚果、金属加工机床、初级形状的塑料的进口价格增速，分别较上月变动-8.0%、0.4%、-25.2%、5.7%、-1.1%、-2.3%、-2.5%、-11.8%、-19.5%、47.1%、-0.8%（见图5）。在进口金额下降的11种商品中，仅有3种商品的进口价格增速都较上月有所增加，且其中的两种商品价格升幅远小于数量升幅，说明价格因素不是进口金额增速提高的原因。

综上，1月进口增速的提高，是进口商品数量增加较多带来的。一般而言，进口数量的提高，表明国内需求的好转，1月份PMI进口指数也较上月提高1.2个百分点至47.1%，但仍在临界值之下（见图6）。同时，从商品种类看，与中美贸易战有关的大豆、汽车等产品本月进口数量大幅提高，表明1月进口数量的提高，可能是我国积极推进中美贸易磋商的结果：一是因为国内需求不足趋势并未发生实质性变化；二是根据2018年12月财政部网站消息，国务院关税税则委员会决定从2019年1月1日起，对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税3个月，涉及211个税目，即中国对美进口车关税将由40%暂时降至15%，同时2018年12月美国总统特朗普表示，中国正在购买“大量”美国大豆。

另外，企业提前进口行为自去年11月开始有所减弱，1月进口增速依然低于历史均值较多，表明前期透支需求和中美贸易战对进口的负面影响仍然存在，目前中美两国高层就中美贸易摩擦进行谈判磋商，中美贸易战进入一个相对缓和的新阶段，但前期提前贸易和中美已征关税的影响仍会拖累2019年中国进出口增速。2018年1-10月份进出口增速明显高于往年均值（见图7-8），与国内经济需求并不吻合，表明企业存在提前进出口行为，尤其是进口。1月出口和进口增速分别较2010~2018年历史同期均值低1.1和21.2个百分点，表明前期透支需求和中美贸易战对进出口的负面影响还未结束。

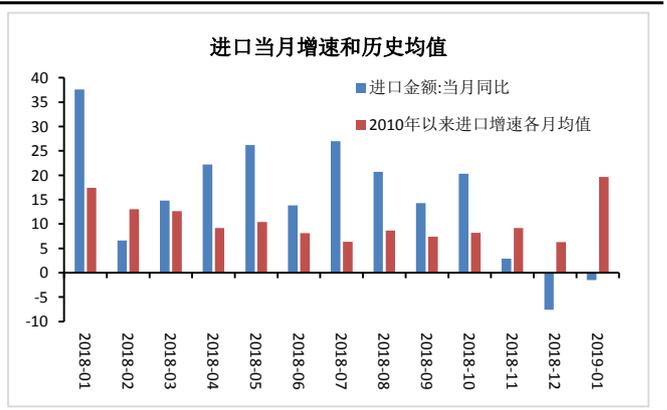
图7：出口当月同比增速和历史均值



资料来源：WIND，财富证券

注：红色柱状图为2010至坐标日期前一年各月均值

图8：进口当月同比增速和历史均值



资料来源：WIND，财富证券

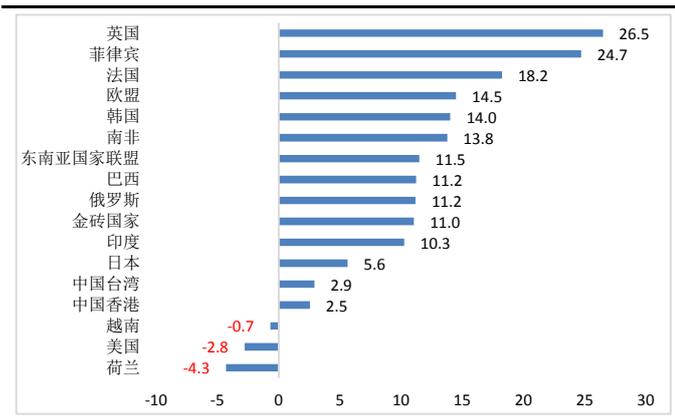
3 出口增速的大幅上升，在于对欧美日和新兴市场国家等出口增速的全面提升，全球经济复苏动能减弱，对出口支撑减弱

3.1 1月出口增速的提高，源于对主要贸易伙伴出口增速的全面回升；1月对美贸易顺差环比连续两个月减少，预计收窄趋势仍将延续

1月份,对我国主要贸易伙伴欧盟、美国、东盟、日本的出口增速分别为14.5%、-2.8%、11.5%和5.6%，分别较上月提高了14.8%、0.8%、7.2%和6.7%（见图9和10）。除此之外，对金砖国家录得11.0%的出口增长，较上月提高10.6个百分点，如对巴西、俄罗斯、南非和印度出口增速分别为11.2%、11.2%、13.8%和10.3%，分别较12月变动15.8%、-1.0%、25.0%和12.2%。由此可见，1月出口增速的提高，主要源于对主要贸易伙伴出口增速的全面上升。

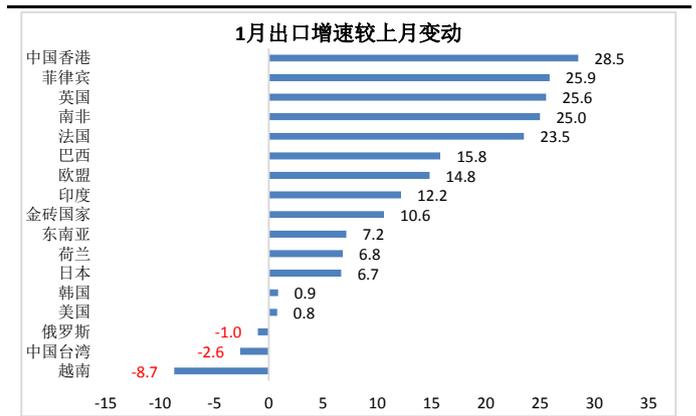
1月份我国总贸易顺差为391.6亿美元，中国对美贸易顺差为273.0亿美元，环比减少25.7亿美元，其在全部分贸易顺差中的比重为69.7%，较上月提高17.4个百分点，但比去年全年对美贸易顺差比重低22.5个百分点，说明我国已经在缩减对美贸易顺差上发力，但对美贸易顺差依然较高。目前中美贸易战进入相对缓和阶段，如果中美贸易谈判进展顺利，预计我国对美进口会有较大幅度增加，对美贸易顺差将有所减少。

图9：1月当月对主要贸易伙伴的出口增速



资料来源：WIND，财富证券

图10：1月出口增速较上月变动幅度



资料来源：WIND，财富证券

3.2 全球经济复苏动能继续弱化，不确定性增强，预计2019年外需对我国出

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_14155



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn