

春节因素扰动下外贸形势假改善

摘要

虽然1月进出口增速均有所回升，出口同比增速攀升至9.1%，进口同比跌幅收窄至1.4%。但这主要由于春节因素影响，剔除春节因素影响后进出口增速依然延续弱势，我们估算结果显示，剔除春节因素影响后出口同比下跌0.9%，进口同比下跌8.3%。外贸状况依然延续弱势。随着全球经济共振下行以及人民币近期升值对出口抑制作用的逐步体现，出口将延续下滑态势。出口放缓意味着对未来经济下行压力加大。这要求国内通过更为有效的稳增长政策来稳定经济。我们预计稳增长政策将持续并可能加码，因而金融市场宽松的流动性和资金供给增加的状况不会改变。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
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. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研 (2019-02-13)
2. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测 (2019-02-11)
3. 春节国内外经济与资本市场状况述评 (2019-02-10)
4. 需求走弱价格下行，企业盈利持续恶化 (2019-01-28)
5. 政策努力疏通传导渠道，债市延续震荡态势 (2019-01-27)
6. 对央票互换工具的几点理解与看法 (2019-01-25)
7. 从预算与实际赤字差看财政空间 (2019-01-24)
8. 短期与长期的“灰犀牛” (2019-01-22)
9. 稳增长政策继续结构性发力 (2019-01-20)
10. 社融进入回升通道，但改善亦步亦趋 (2019-01-16)

春节因素扰动下外贸形势假改善。今日海关总署公布数据显示进出口增速均有所改善。1月美元价衡量出口同比增长9.1%，增速较上月提升13.5个百分点。而美元价衡量进口同比下跌1.5%，跌幅较上月收窄6.1个百分点（图1）。1月贸易顺差391.6亿美元，同比多增207.4亿美元。进出口形势均有所改善。但这种改善并非外贸形势改善，而是春节因素影响的结果。由于春节期间停工，因而企业普遍在春节期间加快出口，这会导致春节前出口增加。今年春节在2月上旬，而去年春节在2月中旬，今年春节离1月比去年更近，这意味着春节效应对今年春节推升作用比去年更强。而对进口来说，同样存在春节前集中进口的效应，因而春节对今年进口的推升作用同样高于去年。

剔除春节效应后，进出口增速依然延续弱势。我们根据历史上春节位置和1月进出口增速对1-2月均值偏离来估算春节因素对进出口增速影响。样本选取1995-2018年1月和2月数据，自变量选取春节晚于1月31日天数，因变量选取1月出口（或进口）对1月和2月出口（或进口）平均同比增速的偏离，这儿假定春节因素对1-2月平均同比增速没有影响。根据数据特性，我们选取二次函数回归。根据回归方程，我们可以估算出春节因素大致推升1月出口增速10.0个百分点，因而剔除春节因素后美元价衡量的进口同比增速为-0.9%（图3），较上月-4.4%的同比增速小幅回升，但依然保持弱势。借助类似方法，我们估算春节因素推升1月进口增速6.8个百分点，剔除春节影响的进口同比增速在1月为-8.3%（图4），增速与上月-7.6%的水平基本持平。剔除春节效应后，进出口延续弱势。

外需延续弱势，出口将持续放缓。全球经济共振向下带动外需。1月美国、日本、欧盟平均PMI延续回落态势，较上月再度下降0.7个百分点至51.9%，显示外部需求继续走弱（图2）。从分国别出口来看，1月对美国出口延续弱势，同比下跌2.8%，跌幅较上月小幅收窄0.7个百分点。而春节因素推动对其它地区出口均有所抬升，1月对欧盟、日本出口同比增长14.5%和5.6%，增速较上月提升14.8和6.6个百分点，对东盟、香港出口同比增长11.5%和2.5%，增速较上月提升7.2和28.5个百分点。随着全球经济共振向下，以及近期人民币升值效应抑制作用的体现，出口将延续弱势。近期BDI指数大幅下挫，从12月中的1400点左右下滑至目前600左右水平，显示全球贸易环境的悲观预期，我们预计未来几个月出口增速将延续下行态势。

图1：进出口增速均有所回升



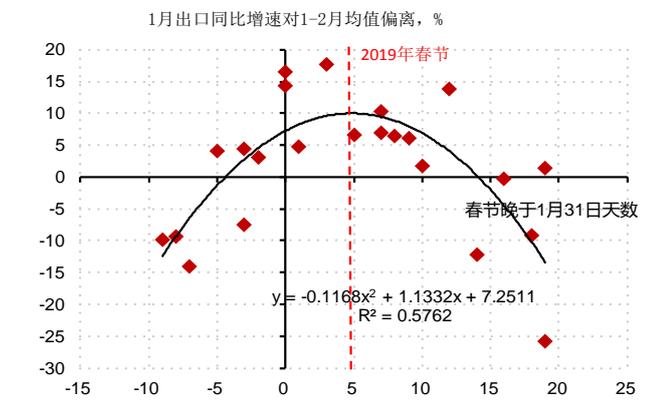
数据来源：wind、西南证券整理

图2：但外需依然偏弱，预示出口回升并非源于基本面



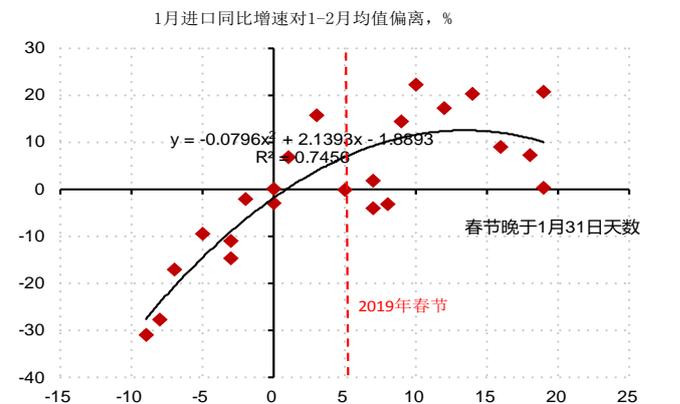
数据来源：wind、西南证券整理

图 3: 历史数据估算春节因素对 1 月出口增速影响



数据来源: wind、西南证券整理

图 4: 历史数据估算春节因素对 1 月进口增速影响



数据来源: wind、西南证券整理

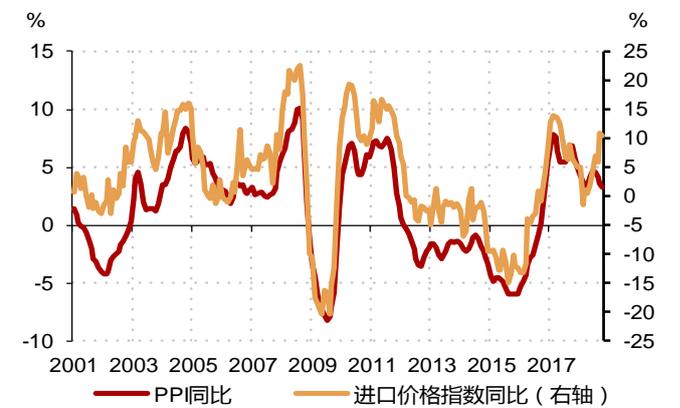
大宗商品价格走低与贸易战共同推动进口增速回落。内需走弱带动进口增速回落, 大宗商品进口量增速均有所回落。1月原油和铁矿石进口同比增速分别为 3.8%与-9.0%, 增速较上月分别下滑 25.1 和 12.0 个百分点(图 5)。而随着中美贸易冲突缓和, 自美大豆进口跌幅开始收窄, 19 年 1 月自美大豆进口 737.7 万吨, 同比下跌 13.0%, 跌幅较上月收窄 27.1 个百分点。同时, 随着全球经济共振下行, 大宗商品价格开始回落, 将带动进口价格指数回落(图 6)。未来随着需求持续走弱, 进口将面临量价同时下滑的态势, 因而进口增速将持续回落。

图 5: 大宗商品进口量增速回落



数据来源: wind、西南证券整理

图 6: 价格下滑将带动进口增速回落



数据来源: wind、西南证券整理

春节因素扰动不改外需趋势性下滑态势, 需要稳增长政策持续发力应对。虽然 1 月进出口增速均有所回升, 但主要由于春节因素影响, 剔除春节因素影响后进出口增速依然延续弱势。而随着全球经济共振下行以及人民币近期升值对出口抑制作用的逐步体现, 出口将延续下滑态势。出口放缓意味着对未来经济下行压力加大。这要求国内通过更为有效的稳增长政策来稳定经济。虽然近期财政政策明显发力, 财政赤字和地方政府债发行量均显著增加, 同时, 宽松货币政策推动票据、债券融资改善, 社融增速触底回升。但社融结构并不理想, 稳增长政策向实体传导渠道并不完全顺畅, 因而实体并未出现确定性改善态势。这种情况下, 需要稳增长政策持续发力应对。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2017-12	2018-1	2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	西南预测 2019-1F	市场预测 2019-1F
CPI	同比%	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9		2.0	1.8
PPI	同比%	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9		0.2	0.2
工业增加值真实增速	同比%	6.2		7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.5	
固定资产投资累积名义增速	同比%	7.2		7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		5.8	
消费品零售名义增速	同比%	9.4		9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.6	
新增人民币贷款	亿人民币	5844	29000	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800		30500	29873
M2增速	同比%	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1		8.2	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
出口名义增速(美元计价)	同比%	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	5.0	-0.7
进口名义增速(美元计价)	同比%	4.5	36.8	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.0	-10.3
贸易顺差	亿美元	546.9	203.5	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	555.5	386.3
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.53	6.33	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.80	6.85
存款准备金率	%	17.0	17.0	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	

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预测为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_14264

