

2019年02月14日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

春节扭曲出口数据，进口与内需关系值得关注

——1月贸易数据点评

事件：

2月14日，海关总署公布2018年1月以美元计价中国出口、进口增速分别为9.1%和-1.5%，双双好于市场一致预期。我们认为出口的超预期受到春节因素的扰动比较大，不宜过度解读；但是进口好于预期是否意味着短期内需的情况好于预期值得关注。

投资要点：

- **出口数据好于预期不宜过度解读。**从国别来看，对美国的出口仍然比较低迷，反映出贸易摩擦和出口抢跑终结的影响仍在；但是对于非美国国家的出口则出现了比较广谱的反弹。然而，与2000年，2003年，2011年乃至2014年的情况类似，春节前抢出口可能是造成出口好于预期的主要原因之一。此外，对于12月出口大幅下跌的修复也可能对1月的出口构成了一定支撑。从韩国、越南等出口经济体1月数据上来看，海外需求的下滑仍在持续。
- **进口好于预期可能暗示短期内需比想象的略好。**在去年1月份进口基数较高的情况下，今年1月进口出现反弹值得关注。从品类来看，原油、铁矿石和机床进口在高基数的影响下同比增速显著回落，但是其它的主要进口商品包括纸浆、粗铜、汽车和集成电路虽然基数也比较高，但是进口同比增速仍然反弹。这是否意味着短期内需好于预期值得关注。
- **未来数月出口仍有挑战。**从2月份的情况来看，由于春节错位带来的高基数的影响，叠加海外需求走弱，2月份出口同比下行的可能性仍然较高。即便是在贸易摩擦可能有所缓和的情况下，展望未来数月，在海外需求仍有放缓的压力下，出口增速或仍然维持在较低水平。

风险提示：国内需求大幅下滑，政策扩张不及预期，贸易战继续升级

相关报告

《1月PMI点评及经济数据展望：短期经济下行压力比想象的略小》——2019-01-31

《孙国峰司长澄清CBS具体安排点评：CBS与宽信用的进展》——2019-01-29

《2018年4季度经济数据点评：经济下滑符合预期》——2019-01-22

《12月贸易数据点评：外需走弱及贸易摩擦冲击显现》——2019-01-14

《人民银行1月4日降准点评：降准有助于压利率宽信用》——2019-01-07

表 1: 中国进出口同比增速

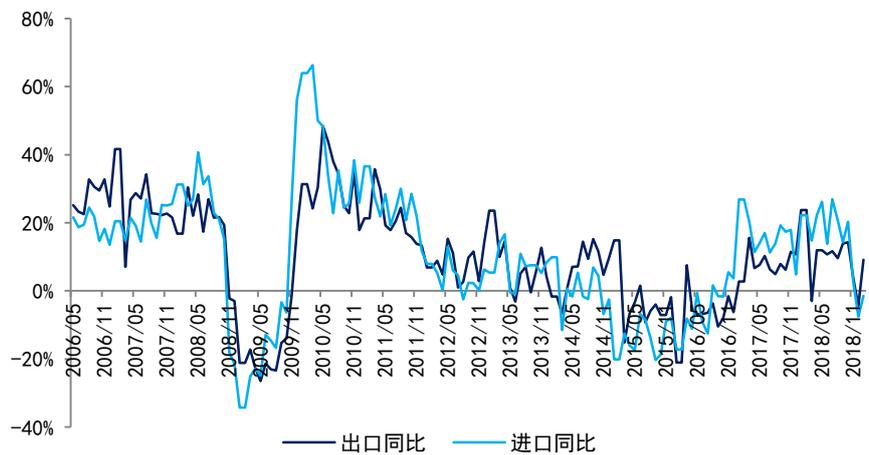
	12月	1月(估计)	1月(实际)
出口(美元计价)同比	-4.4%	1.3%	9.1%
进口(美元计价)同比	-7.6%	-10.5%	-1.5%

资料来源: Wind 国海证券研究所

进出口同时超出预期

1月以美元计价进出口同比同时显著的超出了市场的一致预期。出口方面,在全球经济放缓的大背景下,中国的出口意外的出现了反弹,与春节之前的抢出口可能有相当关系。进口方面,在2018年因为关税变动大量产品进口从2017年12月挪到1月进口而导致基数偏高的情况下,进口也出现了相当程度的反弹固然不能排除一些偶然性因素的影响,但是也在一定程度上说明内需的状况可能略好于预期。

图 1: 中国进出口数据同比增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

对非美市场出口普遍反弹

分国别来看,1月对美国的出口从仍然持续低迷,同比下滑2.8%,与前一个月的下滑3.5%大体一致,显示贸易摩擦和出口抢跑逐步终结的影响仍然是显著的。对于香港的出口与去年12月极度低迷的状况相比出现了反弹,但是从近三个月的数据来看,整体上仍然比较低迷,与对美出口近期的下滑基本保持一致。

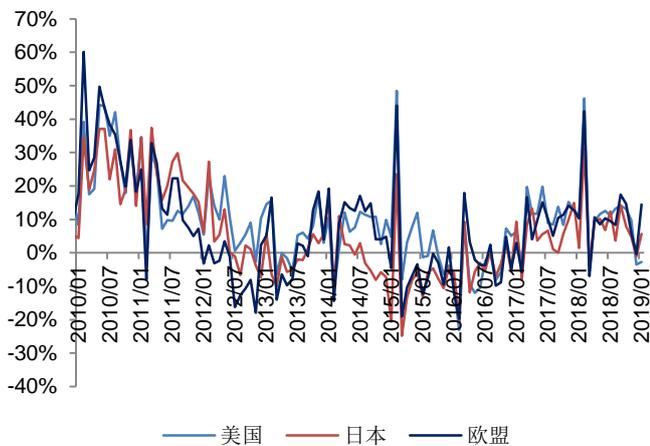
然而,对于非美市场的出口则出现了比较明显的反弹。对于欧盟和日本的出口从12月份的负增长转正,同比增长分别达到了5.6%和14.5%。对于东盟,印度和俄国等发展中国家的出口增速也反弹明显。

然而我们认为出口数据的超预期不宜过度解读。首先,春节因素的扰动不容忽视。出口商通常在春节前两周左右大幅增加出口,而在春节之后的三周左右则会出口大幅下行。今年的春节在2月上旬,1月份出口偏高属于正常现象,这一现象在

2000年, 2003年, 2011年乃至2014年等类似的年份也都出现过。其次, 贸易的数据本身波动较大, 一个月的出口好转很难说明问题。从近两个月的数据来看, 12月份出口超预期下行可能本身就有一些偶然性的因素, 1月份出现反弹可能是对上个月出口偏低的一些正常弥补。最后, 从与中国类似的出口经济体如韩国、越南等出口增速来看, 1月份仍在持续下滑之中。这说明海外的需求可能仍然比较疲弱。

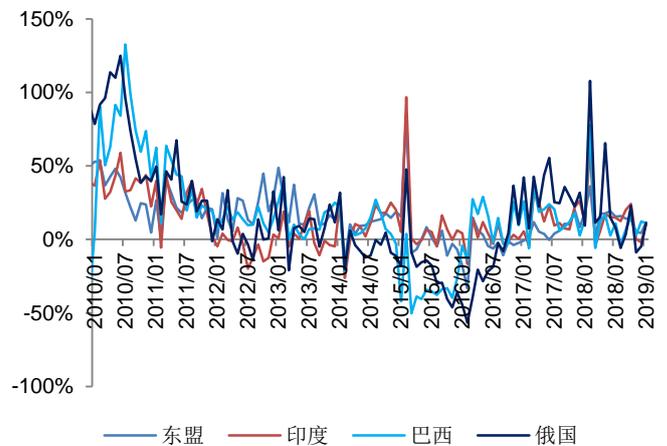
从2月的情况来看, 由于2019年春节在2月初, 对于出口减少的影响主要集中在2月, 而2018年春节在2月中旬, 对于出口的影响一部分会落在3月。单纯从基数上看, 2月的出口同比可能也有一定下滑的压力。综合考虑海外经济增长放缓的影响, 我们认为未来数月出口增长可能仍然会面对一定挑战。

图 2: 对主要发达国家出口增速同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 对部分新兴市场国家出口同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

科技产品出口下滑更加显著

分类别来看, 无论是劳动密集型的产品还是高技术产品的出口也都较前一个月出现了明显的反弹。

图 4: 劳动密集型产品出口金额同比

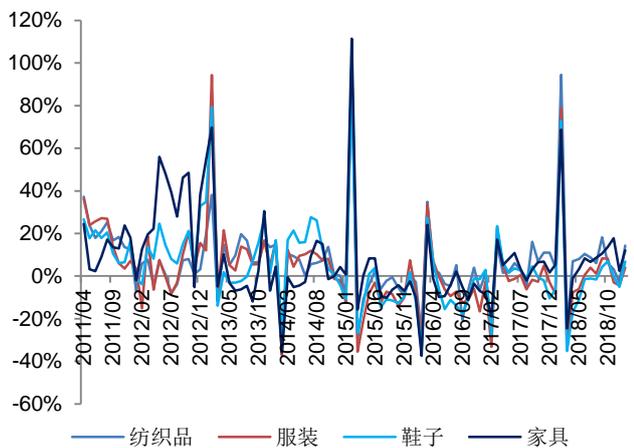
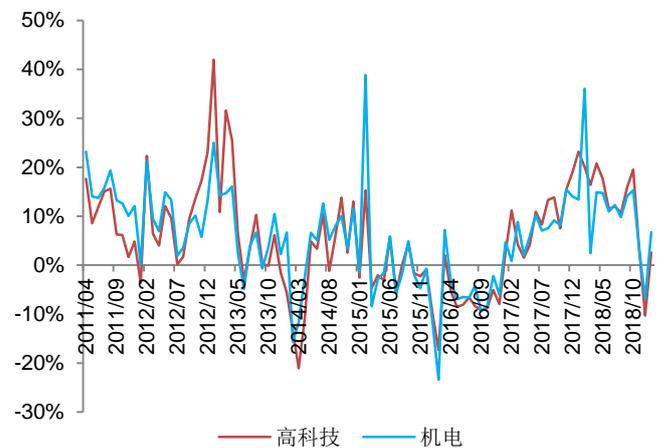


图 5: 部分高技术产品出口金额同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

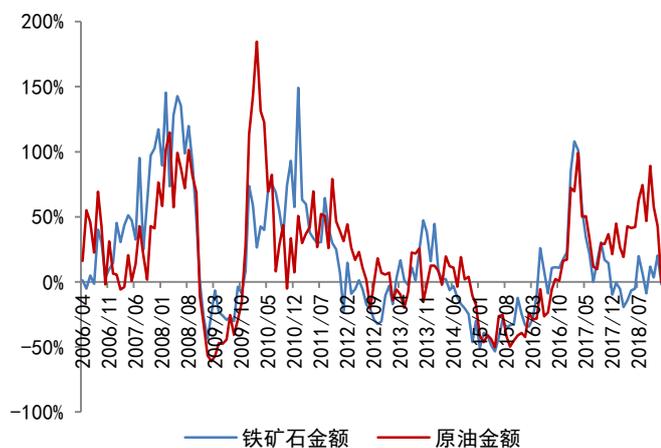
资料来源：Wind，国海证券研究所

进口同比大幅下滑或表明内需好于预期

在去年 1 月因为关税原因进口基数较高的情况下，进口同比增速有所反弹值得关注。

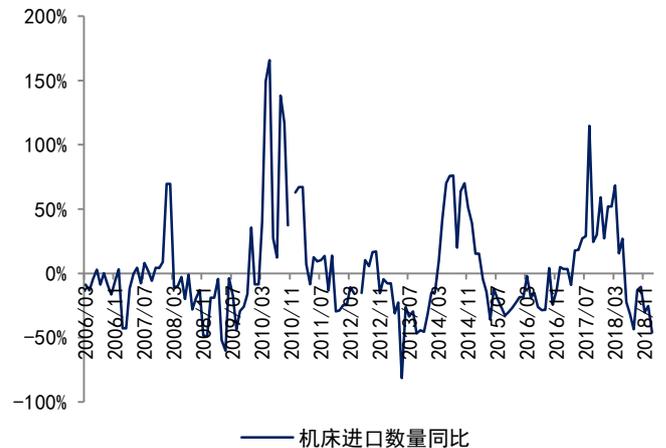
从进口量上来看，由于基数偏高原因，铁矿石和原油和机床的进口量同比增速显著下滑。但是，其它的主要商品，包括纸浆、塑料、粗铜和集成电路、汽车等产品在去年基数较高的情况下仍然进口出现反弹。这或许说明内需的状况可能比想象的要好——一些原材料部门的补库存和基建投资有可能对于国内需求构成了一定的支撑。

图 6: 铁矿石和原油进口同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7: 机床进口同比



资料来源：WIND，国海证券研究所

风险提示：国内需求大幅下滑，政策扩张不达预期，贸易战继续升级

【分析师承诺】

樊磊，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有

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_14267

