



首创证券  
Capital Securities

证券研究报告·宏观研究报告

2020年4月16日

# 首创宏观“茶”： 2020年贸易顺差大概率收窄，2季度逆周期调控 的力度将继续加大

——3月进出口数据点评

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 主要观点：

- ▶ 以美元计，3月出口同比-6.60%，预期-14.0%，前值-17.20%；进口-0.90%，预期-10.0%，前值-4.00%；贸易顺差199.00亿美元，预期197.20亿美元，前值-70.96亿美元。我们点评如下：
- ▶ 一、进出口增速均高于预期，但进口增速表现优于出口增速；
- ▶ 二、东盟取代欧盟成为我国最大的贸易伙伴；
- ▶ 三、主要资源品的进口数量累计同比大概率保持较高增速；
- ▶ 四、2季度进出口增速双双承压，但出口增速面临的压力大于进口增速；
- ▶ 五、贸易顺差收窄加大央行调降大型存款类金融机构法定存款准备金率的概率。

## 目录

一、进出口增速均高于预期，但进口增速表现优于出口增速.....	4
二、东盟取代欧盟成为我国最大的贸易伙伴.....	5
三、主要资源品的进口数量累计同比大概率保持较高增速.....	6
四、2 季度进出口增速双双承压，但出口增速面临的压力大于进口增速.....	8
五、贸易顺差收窄加大央行调降大型存款类金融机构法定存款准备金率的概率.....	10

## 图表目录

图 1：进出口增速均高于预期，但进口增速表现优于出口增速（%） .....	5
图 2：美国进口金额累计同比与东盟出口金额累计同比表现出较强“对偶性”（%） ...	6
图 3：未锻造的铜及铜材进口数量累计同比具有很强的周期性（%） .....	8
图 4：摩根大通全球 PMI 更具领先意义的新订单指数进入严重收缩区间（%） .....	9
图 5：加入世贸以来，3 月贸易差额累计值低于 132.00 亿美元的年份有 5 年（亿美元）	11

**事件：**以美元计，3月出口同比-6.60%，预期-14.00%，前值-17.20%；进口-0.90%，预期-10.0%，前值-4.00%；贸易顺差199.00亿美元，预期197.20亿美元，前值-70.96亿美元。

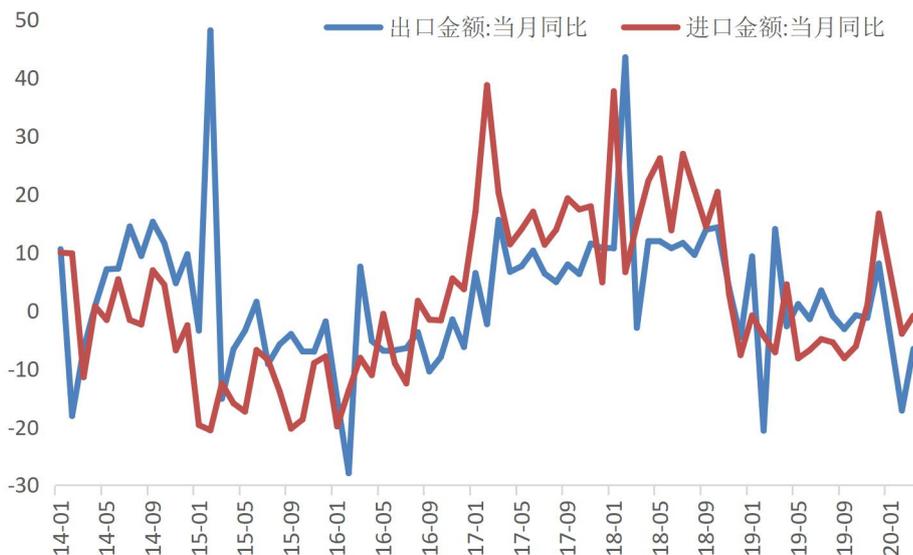
**点评：**

### 一、进出口增速均高于预期，但进口增速表现优于出口增速

3月出口同比为-6.60%，高于预期7.40个百分点，较前值上行10.60个百分点。该值在过去26年的3月出口同比中，位列倒数第5位，居于中游偏下水平。3月出口增速面临的“空”大于“多”，具体看：“量”的方面，3月摩根大通全球制造业PMI为47.6，虽然较前值上行0.50个百分点，但是连续2个月位于荣枯线之下，具体看，3月美国、欧元区、日本、英国制造业PMI为49.10、44.50、44.80、47.80，分别较前值下行1.00、4.70、3.00、3.90个百分点，目前均位于荣枯线之下；“价”的方面，3月CRB指数同比为-24.34%，较前值大幅下行18.33个百分点，连续2个月处于负值区间，在价格上利空出口增速；汇率方面，3月人民币汇率开于6.9867，收于7.0807，贬值1.29%，利多出口增速；基数效应方面，2019年2月、3月出口同比分别为-20.65%、13.99%，基数大幅上行利空出口增速。

3月进口同比-0.90%，高于预期9.10个百分点，较前值上行3.10个百分点。该值在过去26年的3月进口同比中，位列倒数第6位，居于中游偏下水平。3月进口增速“多空交织”：在“量”的方面，3月制造业PMI录得52.0，较前值大幅上行16.3个百分点，实现“V”型反转，其中，进口指数录得48.40，较前值上行16.5个百分点，但是依旧位于荣枯线之下；在“价”的方面，3月CRB指数同比较前值大幅下行18.33个百分点，连续2个月处于负值区间，在利空出口增速的同时也利空进口增速；在汇率方面，3月人民币汇率贬值1.29%，在利多出口增速的同时，对进口增速形成利空；从基数效应看，2018年2月与3月进口同比分别为-4.38%、-7.19%，基数大幅下行在一定程度上利多进口增速。

图 1：进出口增速均高于预期，但进口增速表现优于出口增速（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

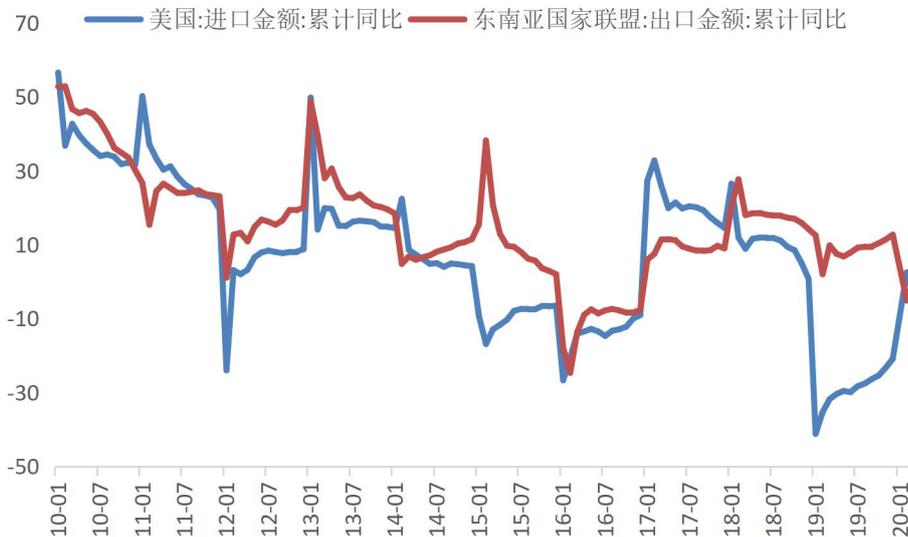
## 二、东盟取代欧盟成为我国最大的贸易伙伴

从主要的贸易伙伴看，3月进口数据主要有以下三个特点：一是自欧盟进口金额累计同比与自日本进口金额累计同比虽然录得负增长，但是降幅呈收窄趋势，其中自欧盟进口金额累计同比为-7.00%，较前值上行4.40个百分点，自日本进口金额累计同比为-4.70%，较前值上行4.60个百分点；二是自东盟进口金额累计同比为8.40%，较前值上行1.20个百分点，自东盟进口始终保持强势，自2019年2月触底以来，持续12个月单边上行，并在2019年7月转正；三是自美国进口金额累计同比为-3.70%，较前值下行6.20个百分点，时隔1个月重返负增长，并且在走势上与欧盟、日本以及东盟呈相反趋势。3月出口数据主要有以下两个特点：一是对美国、欧元区、日本的出口金额累计同比的降幅均收窄，具体看，对美国出口金额累计同比为-25.20%，较前值上行2.50个百分点，对欧盟出口金额累计同比为-16.00%，较前值上行2.40个百分点，对日本出口金额累计同比为-16.00%，较前值上行8.50个百分点；二是对东盟出口金额累计同比在2月滑落至负值区间之后，时隔1个月较前值上行5.50个百分点至0.40%，重返正值区间。

在以上8个进出口数据中，一对有意思的数据是，自美国进口金额累计同比与对东盟出口金额累计同比表现出较强的“对偶性”：3月自美国进口金额累计同比时隔1个月重返负增长，而3月对东盟出口金额累计同比时隔1个月重返正增长，回溯2月的进出口数据，2月自美国进口金额累计同比快速拉升，从2019年12

月的-20.90%快速拉升至2.50%，而2月对东盟出口金额累计同比则快速下滑，从2019年12月的12.70%下行至-5.10%%。

图 2：美国进口金额累计同比与东盟出口金额累计同比表现出较强“对偶性”（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

1季度进出口数据的一个特点是，东盟取代欧盟成为我国最大的贸易伙伴：1-3月东盟、欧盟进出口金额累计值分别为14,236,930.00亿美元、12,574,930.00亿美元。出现这种现象有欧洲疫情比东南亚疫情严重的原因，但这并不是主因，因为在疫情爆发之前的2019年10月与11月，东盟进出口金额就两次超过欧盟，主因可能是前期中美贸易摩擦导致贸易向东南亚转移。具体来看，3月越南、泰国、新加坡、菲律宾、马来西亚、印尼出口金额累计同比分别为5.90%、5.20%、-0.50%、-1.20%、-1.90%、-10.80%，分别较前值上行6.80、8.80、4.30、-3.20、6.60、5.50个百分点。

### 三、主要资源品的进口数量累计同比大概率保持较高增速

从主要资源品的进口金额增速看，主要资源品进口增速大部分保持正增长，虽然大部分较前值下行，但是均较去年同期上行。具体看：3月原油进口金额累计同比为5.80%，较前值下行8.90个百分点，较去年同期上行4.80个百分点；3月铁矿砂及其精矿进口金额累计同比11.70%，较前值下行5.40个百分点，较去年同期上行8.30个百分点；3月未锻造的铜及铜材进口金额累计同比为4.80%，较前值下行0.50个百分点，较去年同期上行20.00个百分点；3月钢材进口金额累计同比为-9.00%，较前值上行4.00个百分点，较去年同期上行7.30个百分点。

从主要资源品的进口数量增速看，主要资源品进口增速均保持正增长，虽然部分较前值下行，但是大部分较去年同期上行。具体看：3月原油进口数量累计同比为5.00%，较前值下行0.20个百分点，较去年同期下行3.20个百分点；3月铁矿砂及其精矿进口数量累计同比为1.30%，较前值下行0.20个百分点，较去年同期上行4.80个百分点；3月未锻造的铜及铜材进口数量累计同比为9.10%，较前值上行1.90个百分点，较去年同期上行13.40个百分点；3月铜矿砂及其精矿进口数量累计同比-0.50%，较前值上行0.70个百分点，较去年同期下行20.50个百分点；3月钢材进口数量累计同比为9.70%，较前值上行7.60个百分点，较去年同期上行25.80个百分点。

对比主要资源品的进口金额累计同比与进口数量累计同比，可以发现剔除掉价格因素的进口数量累计同比表现要优于进口金额累计同比，主因是在新冠肺炎疫情的冲击下，主要资源品的价格大幅下行，尤其是全球定价的原油与铜。我们认为后期我国对主要资源品的需求还将保持较高增速，这一判断的依据主要有两点：一是我们观察到，未锻造的铜及铜材进口金额累计同比以及进口数量累计同比具有很强的周期性，尤其是未锻造的铜及铜材进口数量累计同比，并且该指标领先于原油、铁矿石以及钢材的进口数量累计同比。目前未锻造的铜及铜材进口数量累计同比上处于上升期，根据周期规律短期之内还将保持上行趋势。根据此前经验规律，这将带动原油、铁矿石以及钢材的进口增速；二是4月8日政治局常委会指出，“经济社会发展工作要加大力度”，“要坚持在常态化疫情防控中加快推进生产生活秩序全面恢复”，“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”。无论是从“稳就业”的短期目标看，还是从决胜全面建成小康社会目标看，2季度将加大“稳增长”的力度。我们认为，在短期之内要实现预定的经济增速目标，“六稳”的天平应该向“稳投资”倾斜。沿着这个逻辑，预计主要资源品的进口数量累计同比大概率保持较高增速。当然，我们应该注意海外疫情导致部分矿场临时关闭的情况，因为这将影响到海外资源品的供给，进而冲击资源品的进口数量累计同比。如果发生这种情况，另外一个衍生的推论是，“中国需求”将使得主要资源品的价格可能会面临一定支撑，尤其是铁矿石。

图 3：未锻造的铜及铜材进口数量累计同比具有很强的周期性（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

#### 四、2 季度进出口增速双双承压，但出口增速面临的压力大于进口增速

展望2季度，我们认为出口增速面临的压力将边际加大，进口增速也面临一定压力，但同时面临一定支撑。综合看，2季度出口增速面临的压力要大于进口增速。具体分析如下：

数量方面，从先行指标看，虽然3月摩根大通全球制造业PMI较前值上行0.50个百分点至47.6，但是更具领先意义的新订单指数较前值下行1.40个百分点至43.8，进入严重收缩区间。从基本面看，4月14日IMF预计2020年全球GDP增速为-3%，该增速是上世纪30年代大萧条以来最低增速。发达经济体方面，在新冠肺炎疫情的冲击下，3月欧美国家实行“封城”，其中，4月11日美国50个州史上首次全部进入“重大灾难状态”，参照我国2月的经验，这意味着美国经济遭遇重挫。发展中国家方面，人口流动率

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\\_5774](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5774)

