



内需呈回暖趋势，出口阶段性反弹

——2020年3月外贸数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **低基数是进口增速降幅收窄的原因之一，跨境资金平稳。**3月出口、进口增速分别提高10.6、3.1个百分点至-6.6%、-0.9%。去年同期进口基数较低，是进口降幅收窄的原因之一。剔除香港贸易因素后的进口、出口增速变化相对平稳，表明汇率稳定，资本跨境流动相对平稳。
- **因延期复工积压的出口订单陆续交付，3月对主要贸易伙伴出口增速阶段性反弹，但预计后续外贸新订单将因海外经济体疫情防控而减少，将持续拖累未来数月的出口增速。**3月份外贸企业复工复产加速，前期积压订单陆续交付，导致3月对欧盟、东盟、美国、日本、金砖国家的出口增速分别较1-2月提高了5.7%、13.0%、6.6%、23.0%和7.8%。但当前全球疫情蔓延扩散，仍未见到拐点，将不可避免影响到主要经济体的进口需求，预计外贸新订单减少等问题将随海外疫情的扩散而逐步显现，后续出口缺乏支撑。
- **3月国内疫情得到有效控制，内需逐步回暖和低基数导致进口增速回升。**在7种进口金额增速提高的重点商品中，3月有6种重点商品的进口数量提高，表明进口数量因素是进口增速上升的主因，反映国内需求有所回暖。本次进口数量同比增加较多的主要为原油、煤、钢材、集成电路等工业原料，也反映国内生产动能回升，复工复产有助于内需的提高。
- **中美第一阶段经贸协议落地，预计对美国进口将继续增加，中美贸易顺差大概率收窄。**3月我国贸易顺差199.0亿美元，较1-2月增加270.0亿美元，其中对美贸易顺差153.2亿美元，占全部顺差的77.0%。3月自美进口大豆、猪肉、棉花等农产品大幅增长，预计未来对美进口将继续加大，中美贸易顺差收窄。
- **疫情致全球经济增长动能大幅减弱，外需对我国出口支撑将较快下降。**3月份，摩根大通全球综合PMI指数降低6.7个百分点至39.4%，全球制造业PMI指数为47.7%，均位于荣枯线以下，表明经济处于收缩区间，全球经济将急剧跌入负增长。3月份主要发达经济体经济景气指数也全面大幅下降，预示经济增速将出现急剧放缓，将冲击我国外贸出口。
- **贸易结构继续趋于优化。**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，3月份达到60.0%，呈整体上升态势；二是出口产品结构优化，高新技术产品和机电产品在出口中的比重较高，3月份两者比重分别为29.9%和58.5%，位于2014年以来的高点。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

陈然

宏观经济研究中心 研究员
电话：010-68084680
邮箱：chenran@hnrkg.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、低基数是进口增速降幅收窄的原因之一，跨境资金平稳	3
二、国内需求边际好转致进口增速回升	4
三、出口增速阶段性反弹，预计未来短期外贸压力将有所加大	5
（一）因延期复工积压的出口订单陆续交付，对主要贸易伙伴出口增速阶段性反弹 ...	5
（二）中美第一阶段经贸协议逐步落地，顺差料将收窄	6
四、疫情致全球经济增长动能大幅下降，外需对出口支撑减弱	6
五、贸易结构继续趋于优化	7

正文：

事件：据海关统计，3月当月全国进出口总额3504.0亿美元，同比下降4.0%。其中，出口1851.5亿美元，同比下降6.6%；进口1652.5亿美元，同比下降0.9%；贸易差额为199.0亿美元，较2020年1-2月增加270.0亿美元（见图1）。

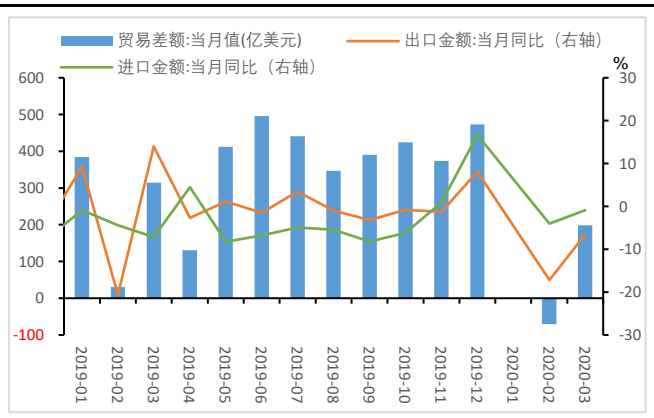
一、低基数是进口增速降幅收窄的原因之一，跨境资金平稳

从进出口增速看，3月进出口金额降幅收窄，贸易差额由逆差转顺差。具体看，3月出口1851.5亿美元，同比减少6.6%，降幅较2020年1-2月收窄10.6个百分点；进口1652.5亿美元，同比减少0.9%，降幅较2020年1-2月收窄3.1个百分点；贸易差额199.0亿美元，较2020年1-2月增加270.0亿美元，同比减少115.6亿美元。

为了分析3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，2019年3月出口、进口同比增速分别为14.0%和-7.2%，分别较2019年2月份提高34.6和降低2.8个百分点，表明去年同期出口基数较高、进口基数较低。2020年3月出口、进口增速分别较2020年1-2月提高10.6和3.1个百分点（见图1），表明基数效用是进口金额降幅收窄的原因之一，但不是出口增速变动的原因。

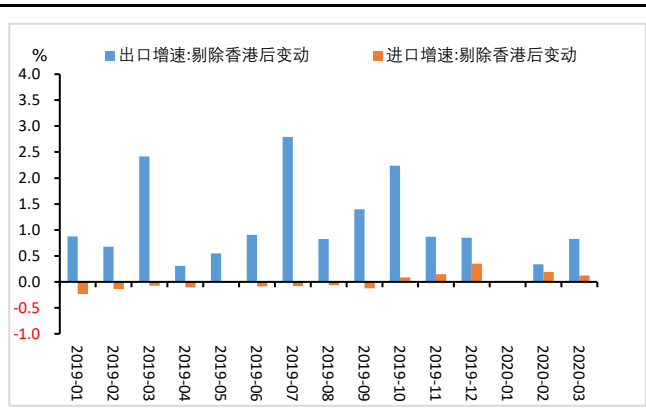
图1：3月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财信研究院

注：2020年2月为1-2月的累计值

图2：3月份香港贸易拖累进出口增速



资料来源：WIND，财信研究院

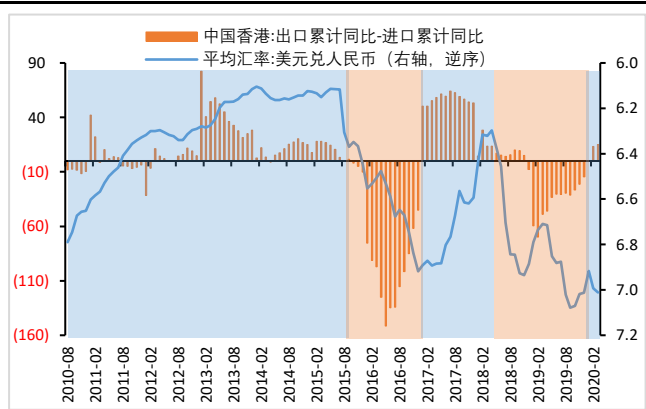
剔除香港进出口贸易数据后，3月出口、进口同比增速分别为-5.8%和-0.8%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高0.8和0.1个百分点（见图2）。进口与出口增速较未剔除前略有提升，表明香港贸易小幅拖累了进出口增速，不是本月进出口增速提高的原因。

后金融危机时代以来的实践经验表明，当人民币汇率贬值预期较强时，境内资产存在通过虚假贸易将人民币转移到香港的可能，导致从香港的进口增速会大幅高于出口增速，对香港贸易出口与进口增速差落入负区间；反之，当人民币汇率升值预期较强时，对香港贸易出口增速会高于进口增速较多，对香港贸易出口与进口增速差会在正区间上

波动（见图3）。2018年5月至2019年9月份，受中美贸易摩擦升级影响，人民币贬值预期有所增强。在此期间，对香港贸易出口与进口增速差逐渐由正转负后，持续在负区间波动，表明中美贸易摩擦使人民币贬值预期有所增强，存在境内人民币通过虚假贸易等渠道外流的可能。但2019年10月份以来，随着中美贸易谈判取得进展，人民币贬值预期明显减弱，3月份对香港地区的出口增速高于进口增速，资本跨境流动趋于稳定。

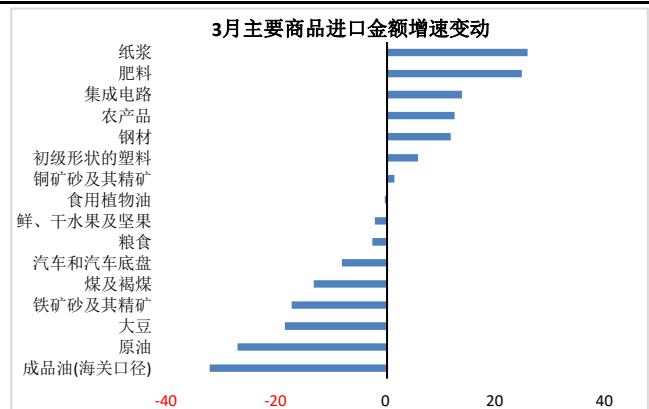
综上分析，基数效应是进口增速回升的原因之一；2020年以来对香港出口与进口增速差持续为正，反映了人民币跨境资金流动基本稳定。

图3：人民币升贬值预期与对香港进出口增速差



资料来源：WIND，财信研究院

图4：3月主要商品进口金额增速较上月变动



资料来源：WIND，财信研究院

二、国内需求边际好转致进口增速回升

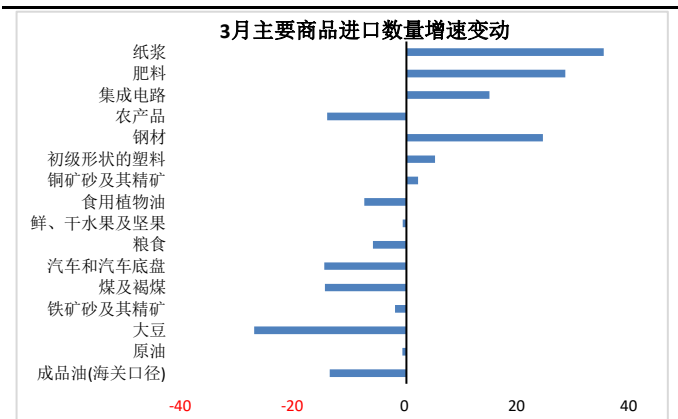
为了分析3月进口增速的回升，是否是国内需求回暖所致，我们对33种重点进口商品进行分析，选出其中进口金额增速提高较多的商品，判断它们进口金额增速的提高是基于数量的增加还是源于价格的上涨。如果是前者，那么说明国内需求回暖，反之则相反。

在33种重点进口商品中，3月纸浆、肥料、集成电路、农产品、钢材、初级形状的塑料、铜矿砂及其精矿的进口金额增速，分别较1-2月提高25.7%、24.6%、13.7%、12.3%、11.6%、5.6%、1.3%（见图4）。

从进口数量增速看，3月纸浆、肥料、集成电路、农产品、钢材、初级形状的塑料、铜矿砂及其精矿的进口数量增速，分别较1-2月变动35.2%、28.3%、14.8%、-14.1%、24.3%、5.1%、2.1%（见图5）。进口金额增速提高的7种商品中，有6种商品的进口数量增速较上月增加，说明数量因素是其进口金额增速回升的主要原因。

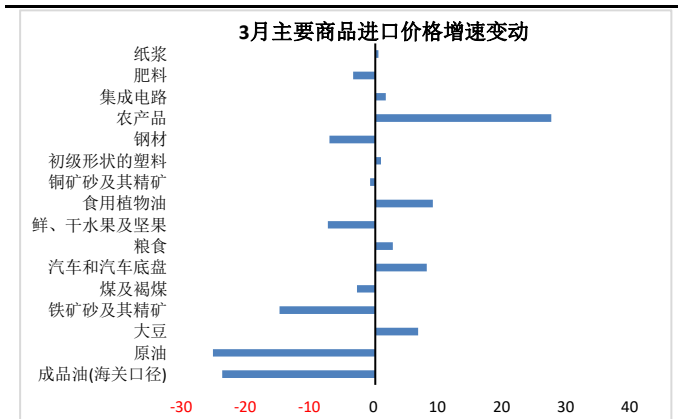
从进口价格增速看，3月纸浆、肥料、集成电路、农产品、钢材、初级形状的塑料、铜矿砂及其精矿的进口价格增速，分别较1-2月变动0.5%、-3.4%、1.7%、27.5%、-7.1%、0.9%、-0.8%（见图6）。7种商品中仅有4种商品进口价格增速上升，说明价格因素不是进口金额增速上升的原因。

图 5：3 月主要商品进口数量增速较上月变动



资料来源：WIND，财信研究院

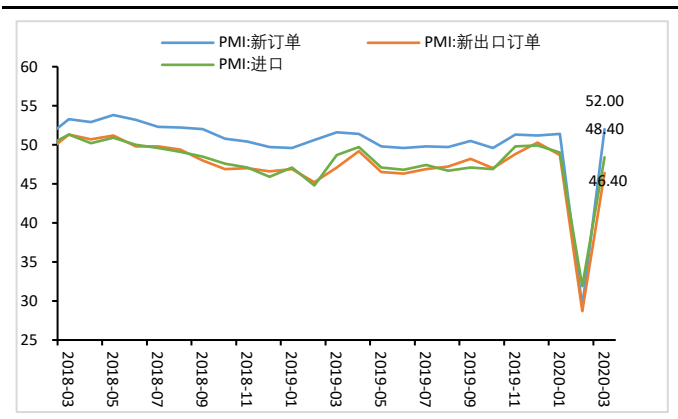
图 6：3 月主要商品进口价格增速较上月变动



资料来源：WIND，财信研究院

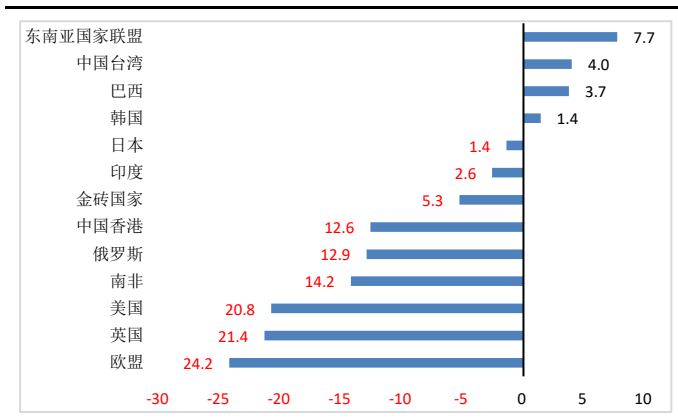
综上，3 月进口金额增速的回升，主要源于进口商品数量增速的提高。进口数量的增加，表明国内需求有所回暖。3 月国内疫情得到有效控制，国内经济复工复产加速，内需回暖。3 月份 PMI 重返扩张区间，进口指数录得 48.4%，较上月大幅反弹 16.5 个百分点（见图 7），也侧面印证国内进口需求有所回暖。值得注意的是，本月原油、煤、钢材、集成电路等生产原材料进口数量分别同比增长 4.5%、18.5%、26.3%、43.7%，反映了国内生产动能回升，复工复产持续向好。

图 7：3 月份进口 PMI 大幅反弹



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：3 月当月对主要贸易伙伴的出口增速(%)



资料来源：WIND，财信研究院

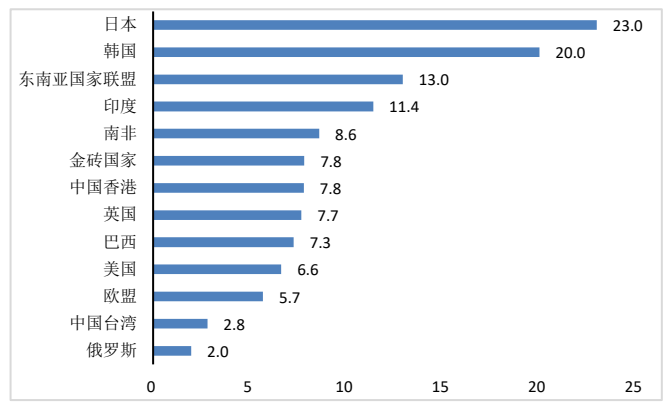
三、出口增速阶段性反弹，预计未来短期外贸压力将有所加大

（一）因延期复工积压的出口订单陆续交付，对主要贸易伙伴出口增速阶段性反弹

3 月份，对我国主要贸易伙伴欧盟、东盟、美国、日本的出口增速分别为-24.2%、7.7%、-20.8%和-1.4%，分别较 1-2 月提高了 5.7%、13.0%、6.6%和 23.0%（见图 8 和 9）。除此之外，对金砖国家录得-5.3%的出口增速，较 1-2 月提高 7.8 个百分点，其中对巴西、俄罗斯、南非和印度的出口增速，分别为 3.7%、-12.9%、-14.2%和-2.6%，分别较 1-2 月提高 7.3%、2.0%、8.6%和 11.4%。由此可见，3 月出口增速的回升，是对主要贸易伙伴出口增速的全面提高。

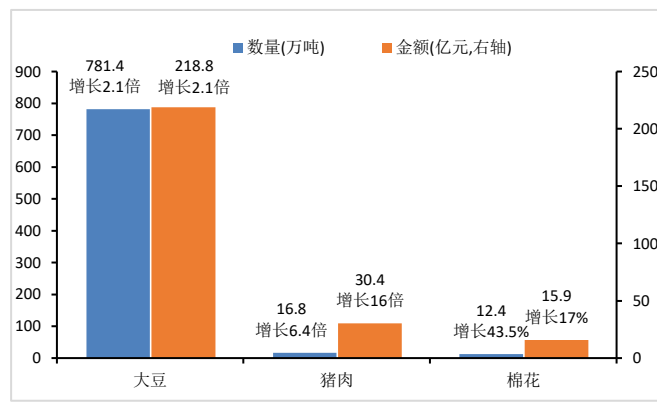
3月份外贸企业复工复产有所加速，前期积压订单陆续交付，出口状况有所好转。但当前海外疫情蔓延致外需减少，3月份对欧美国家的出口金额降幅依然较高，且3月份新出口订单 PMI 依然位于收缩区间（见图 7），预计外贸新订单减少等问题将随海外疫情的扩散而逐步显现，后续出口缺乏支撑。因此，预计本月出口增速为阶段性反弹，未来出口形势依然严峻。

图 9：3月出口增速较上月变动幅度(%)



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：中国自美国进口农产品大幅增长(%)



资料来源：WIND，财信研究院

（二）中美第一阶段经贸协议逐步落地，顺差料将收窄

贸易差额方面，3月份为 199 亿美元，较 1-2 月份增加 270.0 亿美元。其中，对美贸易顺差 3 月份录得 153.2 亿美元，占全部顺差的 77.0%。随着中美第一阶段经贸协议落地，中国对美进口金额有所回升，当前进口增量主要体现在农产品上。一季度自美进口农产品 355.6 亿元，增长 1.1 倍，其中大豆、猪肉、棉花等主要农产品均有较大幅度增长（见图 10）。依照协议，预计未来自美进口制成品、能源产品等商品金额也将大幅提高，贸易顺差料将持续收窄。

四、疫情致全球经济增长动能大幅下降，外需对出口支撑减弱

受疫情在全球蔓延影响，3 月份全球 PMI 大幅下行。摩根大通全球综合 PMI 指数和全球制造业 PMI 指数分别为 39.4% 和 47.6%（见图 11），分别较上月降低 6.7 和提高

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_5806



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn