首创证券 Capital Securities

证券研究报告·宏观研究报告

2020 年 3 月 13 日

# 首创宏观“茶”：新冠肺炎疫情拖累全球经济增速，稳增长需要“积极扩大内需”

——2 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，2 月出口累计同比-17.20%，预期-15.20%，前值 0.50%；进口-4.0%，预期-16.6%，前值-2.70%；贸易顺差-71.0 亿美元，预期 400.40 亿美元，前值 472.10 亿美元。我们点评如下：
- **一、出口增速超预期下行，主因新冠肺炎疫情拖累生产；**
- **二、自美进口增速与自东盟进口增速支撑 2 月进口金额累计同比；**
- **三、2-4 季度主要资源品的进口有望维持一定增速；**
- **四、3 月贸易差额可能转正，但预计幅度不会太大；**
- **五、全球经济增速承压，稳增长需要“积极扩大内需”。**

# 目录

一、出口增速超预期下行，主因新冠肺炎疫情拖累生产.....4

二、自美进口增速与自东盟进口增速支撑 2 月进口金额累计同比.....6

三、2-4 季度主要资源品的进口有望维持一定增速.....7

四、3 月贸易差额可能转正，但预计幅度不会太大.....9

五、全球经济增速承压，稳增长需要“积极扩大内需”.....10

# 图表目录

图 1：出口增速超预期下行，进口增速下行幅度低于预期（%）.....5
图 2：自美进口增速与自东盟进口增速支撑 2 月进口金额累计同比（%）.....6
图 3：主要资源品的进口数量增速大部分较前值上行（%）.....7
图 4：汽车和汽车底盘进口数量以及进口金额累计同比处于低位徘徊状态（%）.....8

**事件：**以美元计，2月出口累计同比-17.20%，预期-15.20%，前值0.50%；进口-4.0%，预期-16.6%，前值-2.70%；贸易顺差-71.0亿美元，预期400.40亿美元，前值472.10亿美元。

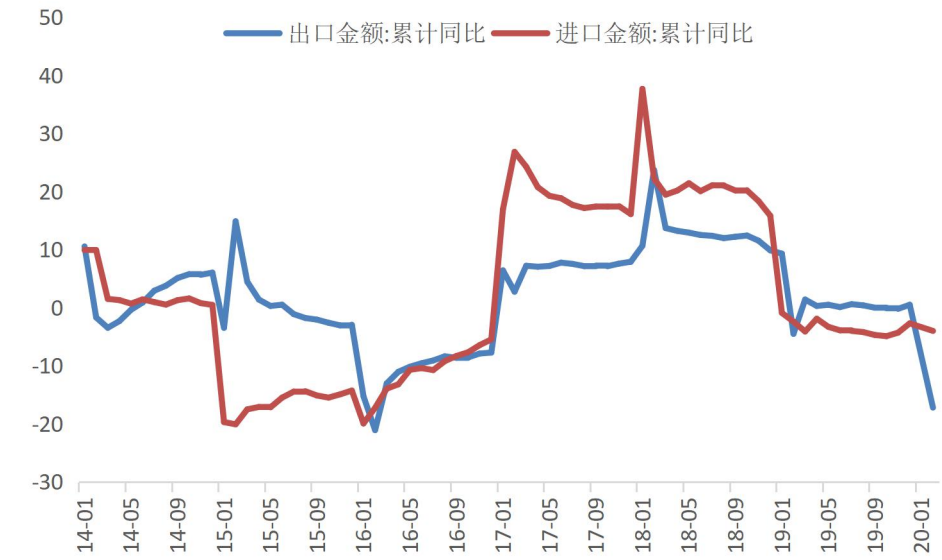
**点评：**

## 一、出口增速超预期下行，主因新冠肺炎疫情拖累生产

2月出口金额累计同比为-17.20%，低于预期2.0个百分点，较前值（2019年12月）下行17.70个百分点，较去年同期下行12.70个百分点。在过去25年的2月出口金额累计同比中，2020年2月位列倒数第3位，仅高于次贷危机期间的2009年2月（-21.19%），以及2016年2月（-21.07%）。2月出口金额累计同比面临的“空”大于“多”，具体看：“量”的方面，1月摩根大通全球制造业PMI录得50.4，创近9个月新高，但是2月摩根大通全球制造业PMI为47.2，较前值下行3.2个百分点，时隔3个月再次滑至荣枯线之下，其中，美国、欧元区、日本、英国2月制造业PMI为50.10、49.20、47.80、51.70，分别较前值上行-0.80、1.30、-1.00、1.70个百分点。在海外主要经济体PMI多空交织的背景下，我们认为2月摩根大通全球制造业PMI快速下行的主因是我国制造业PMI在2月“断崖式”下跌；“价”的方面，在国际油价大幅下跌的背景下，2月CRB指数同比为-6.01%，较前值大幅下行7.51个百分点，时隔2个月重返负增长，在价格上利空出口增速；汇率方面，受新冠肺炎疫情的冲击，人民币汇率开于6.9363，收于6.9905，跌幅0.87%，利多出口增速。

2月进口金额累计同比为-4.0%，高于预期12.6个百分点，较前值（2019年12月）下行1.30个百分点，较去年同期下行1.60个百分点。在过去25年的2月进口金额累计同比中，2020年2月位列倒数第4位，居于下游水平。2月进口金额累计同比面临诸多利空：在“量”的方面，2月制造业PMI分别录得35.7，较前值下行14.30个百分点，创2005年1月有记录以来新低，其中，进口指数录得31.90，较前值下行17.10个百分点，同样创2005年1月有记录以来新低；在“价”的方面，2月CRB指数同比为-6.01%，较前值大幅下行7.51个百分点，利空出口增速的同时也利空进口增速；在汇率方面，2月人民币汇率跌幅0.87%，在利多出口增速的同时，对进口增速形成利空。

图 1：出口增速超预期下行，进口增速下行幅度低于预期（%）



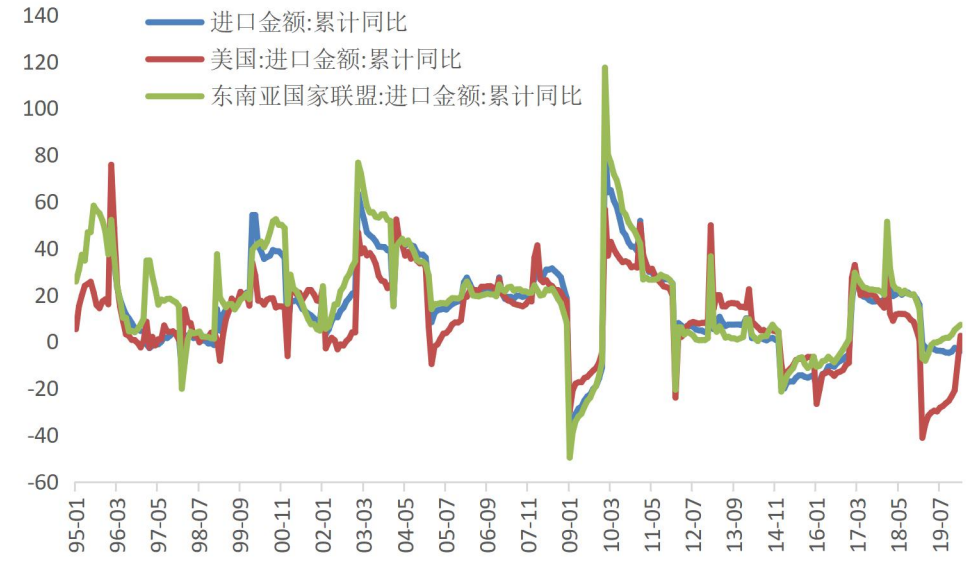

资料来源：wind，首创证券研究发展部

值得注意的是，以上我们从量（海外主要经济体制造业PMI、我国制造业PMI）、价（CRB指数同比）、率（人民币汇率）以及基数（因1月与2月合并，基数暂不考虑）四个方面对出口金额累计同比以及进口金额累计同比进行分析。在此框架下，我们对2月出口金额累计同比的判断是面临的“空”大于“多”，而对2月进口金额累计同比的判断是“面临诸多利空”，但是实际情况却是进口金额累计同比大幅高于预期，而出口金额累计同比低于预期，且进口金额累计同比高于出口金额累计同比13.2个百分点。此前“四因子”的分析框架是否还适用？我们认为，“四因子”分析框架隐含的一个前提假定是，国内的生产能力能够满足海外需求，在此基础上，外需决定“四因子”模型中的“量”方面。但是新冠肺炎疫情的大规模爆发，叠加春节因素，使得国内生产几乎停顿下来，因此尽管1月与2月海外制造业PMI表明外需不错，但是在我国生产能力受限的情况下，叠加部分国家对我国实行禁航，海外需求无法得到满足，进而使得我国出口增速大幅低于预期。

## 二、自美进口增速与自东盟进口增速支撑 2 月进口金额累计同比

从主要的贸易伙伴看：2月对美国出口金额累计同比为-27.70%，较前值下行15.20个百分点，自美国进口金额累计同比为2.50%，较前值大幅上行23.40个百分点；对欧盟出口金额累计同比为-18.40%，较前值下行23.30个百分点，自欧盟进口金额累计同比为-11.40%，较前值下行12.50个百分点；对日本出口金额累计同比为-24.50%，较前值下行21.90个百分点，自日本进口金额累计同比为-9.30%，较前值下行4.40个百分点；对东盟出口金额累计同比为-5.10%，较前值下行17.80个百分点，自东盟进口金额累计同比为7.20%，较前值小幅上行2.20个百分点。值得提醒的有以下四点：一是自主要贸易伙伴进口金额累计同比的表现普遍优于对主要贸易伙伴的出口金额累计同比；二是对美国出口金额累计同比与对日本出口金额累计同比均创1995年有记录以来新低；三是自美国进口金额累计同比逆势上行录得2.50%，走势符合我们的预期，主因是年初中美达成的第一阶段经贸协议，中国未来两年将增加自美购买价值800亿美元的制造业产品，500亿美元的能源产品以及350亿美元的服务业产品；四是自东盟出口金额累计同比逆势上行录得7.20%，其中，菲律宾、越南、泰国、新加坡、马来西亚、印尼出口金额累计同比分别为2.00%、-0.90%、-3.60%、-4.80%、-8.50%、-16.30%，分别较前值下行14.30、17.60、9.90、16.40、23.40、22.00个百分点。

图 2：自美进口增速与自东盟进口增速支撑 2 月进口金额累计同比（%）

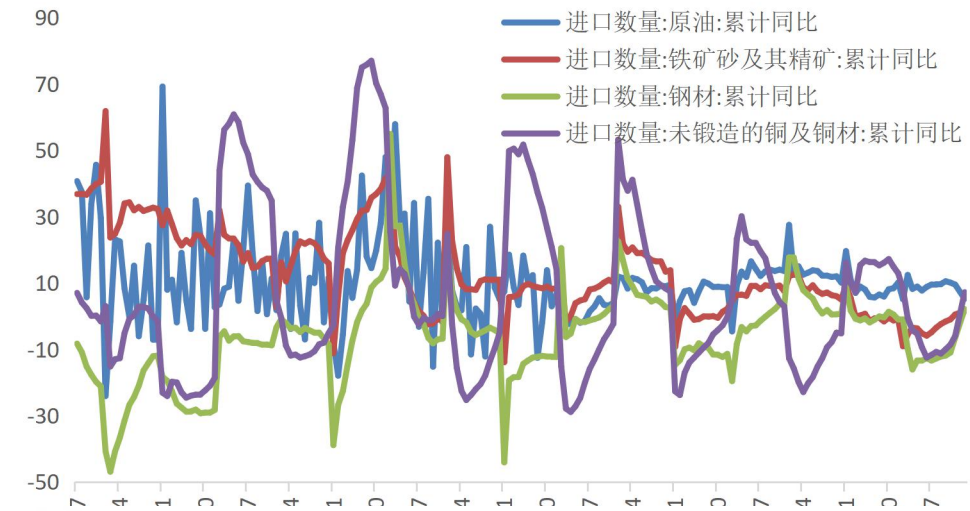



资料来源：wind，首创证券研究发展部

## 三、2-4 季度主要资源品的进口有望维持一定增速

从2月主要资源品的进口金额增速看，大部分较前值上行，具体看：2月原油进口金额累计同比为14.70%，较前值上行14.30个百分点；2月铁矿砂及其精矿进口金额累计同比17.10%，较前值下行16.50个百分点；2月未锻造的铜及铜材进口金额累计同比为5.30%，较前值上行18.60个百分点；2月钢材进口金额累计同比为-13.00%，较前值上行1.10个百分点。剔除掉价格因素，从主要资源品的进口数量增速看：2月原油进口数量累计同比为5.20%，较前值下行4.30个百分点；2月铁矿砂及其精矿进口数量累计同比为1.50%，较前值上行1.00个百分点，连续2个月录得正增长；2月未锻造的铜及铜材进口数量累计同比为7.20%，较前值上行13.20个百分点，时隔11个月首次转正，上行趋势符合我们此前“短期内大概率还将继续上行”预期；2月钢材进口数量累计同比为2.10%，较前值上行8.60个百分点，时隔13个月首次转正。从进口数量增速看，除了原油之外的其他三大类主要资源品进口数量增速上行。随着后期基建投资的发力，预计2-4季度主要资源品的进口有望维持一定增速。

图 3：主要资源品的进口数量增速大部分较前值上行（%）




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_6541