

出口环比下行趋势进一步确认

——1-2月贸易数据告诉我们什么？

相对市场表现

事件：

3月7日海关总署公布1-2月中国以美元计价进出口数据分别为15.5%（前值19.5%）和16.3%（20.9%）。从季调环比以后的趋势来看，出口增速进一步放缓；出口环比去年四季度见顶并且温和回落的趋势得到确认。我们预计未来中国出口季调环比增速仍将持续下行。1-2月出口增速并不好于预期可能也说明因为2月PMI改善导致的对经济的预期偏乐观并没有足够的支撑。我们维持一季度中国经济的负产出缺口将有所扩大的判断。

投资要点：

➤ 出口环比增速如期放缓

出口同比的下行有基数方面的因素。然而从经过季节调整以后的环比增长来看，1-2月中国出口也较去年四季度的水平明显下滑，我们关于中国出口环比在去年四季度达到顶峰的判断得到进一步验证。出口增速放缓国别之间的差异、品类之间的差异以及微观反馈等证据反映出东南亚复工复产对中国产品的替代效应逐步显现——我们认为这也是中国出口增速放缓的重要原因。

➤ 短期出口下行的程度仍然相对温和

一方面，微观的反馈显示大企业的订单仍然相对充裕，一方面，航运价格下滑之后部分挤压的低货值的产品的出口仍然有望对出口构成一定支撑。所以短期而言，出口下行的程度似乎仍然是温和的。

➤ 进口环比回落显示国内需求短期可能回落

经过季节调整的进口增速也结束了去年四季度的反弹，重新走弱。由于进口增速与国内需求和产出密切相关，进口环比的回落可能也进一步预示了去年四季度因为供给改善出现的经济反弹告一段落。实际上，考虑到近期大宗商品价格持续上行，实际进口增速的表现可能更差一些——从进口量来看，铁矿石，原油等一些大宗和原材料的进口在1-2月份是同比负增长。

➤ 对于短期经济增长不宜乐观

2月中国PMI数据公布之后，由于没有考虑到季调数据存在扭曲的问题（《2月PMI点评》），市场普遍对中国经济产生了更乐观的估计。由于高频数据和一些其他的证据显示国内需求相对疲软，一些投资者认为短期改善的来源可能就是出口——实际上出口PMI的改善也最为明显。1-2月并不超预期的出口数据显示这种乐观的预期可能会落空。我们维持1季度中国经济负产出缺口可能扩大的判断和一季度GDP4.5%的预测。

➤ 风险提示：出口与预期不一致；全球疫情恶化；中美关系超预期恶化

分析师 樊磊

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

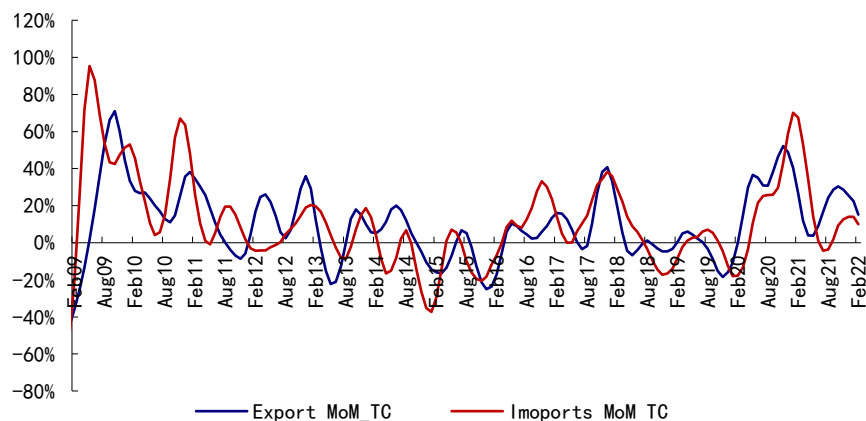
相关报告

- 1、《劳动力市场继续恢复支持3月开启加息》— 2022.03.06
- 2、《总量符合预期，结构有亮点》— 2022.03.06
- 3、《历史异常扭曲季调数据》— 2022.03.01

出口季调环比增速如期放缓

由于基数效应，今年中国出口的同比增速大概率趋势性放缓。为了剔除基数效应的影响，我们重点关注经过季节调整的中国进出口数据。从出口环比季调增速来看，中国出口增长在 1-2 月正在进一步放缓。数据验证了我们去年四季度中国出口环比见顶的判断（《12 月贸易数据点评》）

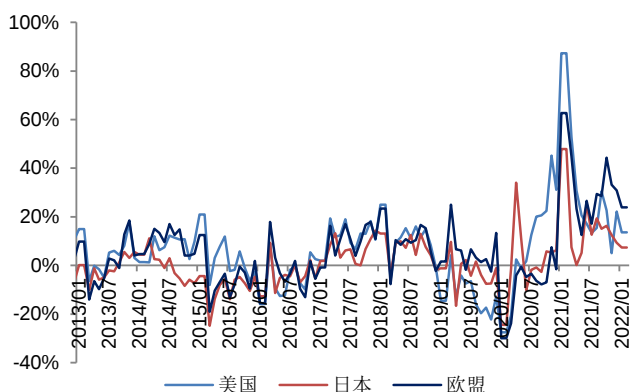
图表 1：中国进出口增速季调环比年化趋势增速（美元计价）



来源：Wind，国联证券研究所

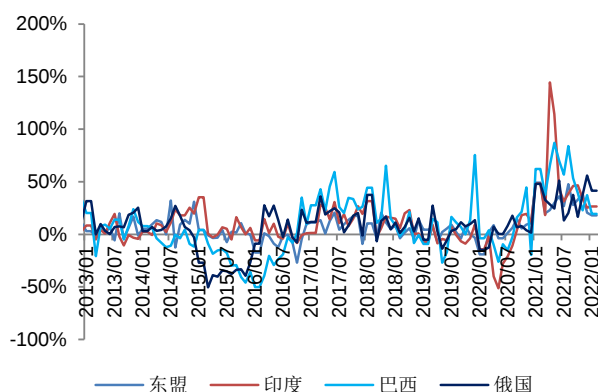
分国别来看，很大程度受到基数效应的影响，中国对主要贸易伙伴的出口同比增速都有放缓。但是对东盟出口放缓的程度相对温和。

图表 2：中国对美国欧盟日本出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

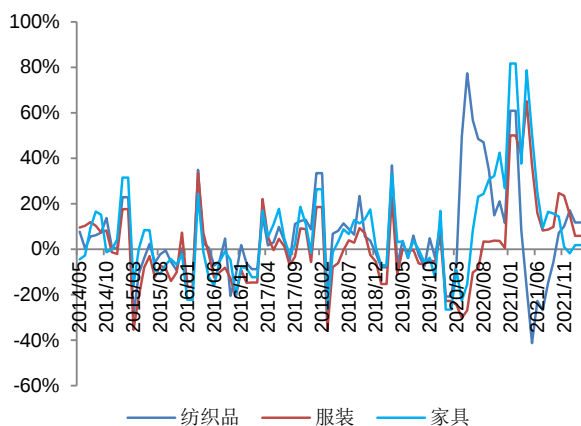
图表 3：中国对东盟、印度、巴西、俄国出口增速



来源：Wind，国联证券研究所

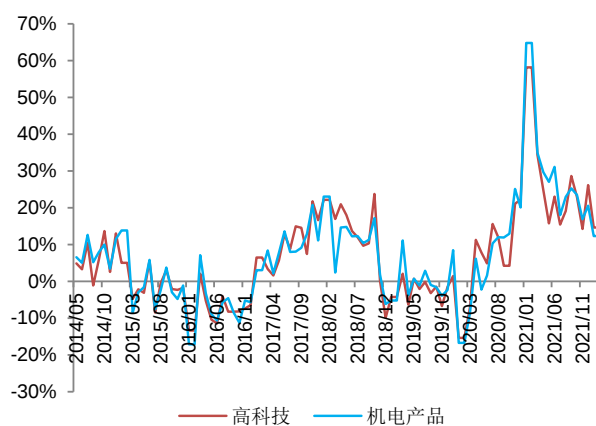
从品类来看，绝大多数中国出口产品的增速也有放缓，而高科技、机电产品出口增速整体高于纺织服装等劳动密集型产品的增速。

图表 4：中国劳动密集主要产品出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：中国机电和高科技产品出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

对中国出口替代效应国家支持中国出口的因素

我们认为对东南亚出口增速相对稳定和劳动密集型产品出口下行压力更大可能反映出东南亚国家对中国出口替代正在逐步显现——中国当前出口增速放缓的一个主要原因。

- 首先，伴随着疫情影响的淡化，东南亚国家复工复产会推动中国对东南亚中间产品出口增速的上升，这会对中国对东南亚出口的增速构成支撑。
- 其次，东南亚的出口会替代一部分中国对其他国家的出口，这意味着中国对其他国家的出口增速会有更大下滑。
- 最后，由于中国在价值链上的位置比东南亚更高，最容易被东南亚、印度等国家替代的出口产品就是纺织服装，这也解释了中国纺织服装出口增速相对疲弱。

宏观的数据和我们微观层面获得企业的反馈基本一致。

当然，就整体而言，中国季调环比出口下行的速度仍然相对温和。就目前的情况来看，大型企业出口订单仍然相对充裕，而航运成本下行之后，此前挤压的低货值的产品出口仍然能够对出口构成一定支撑——尽管整体的出口部门存货已经较去年夏秋之际的高峰期显著回落。

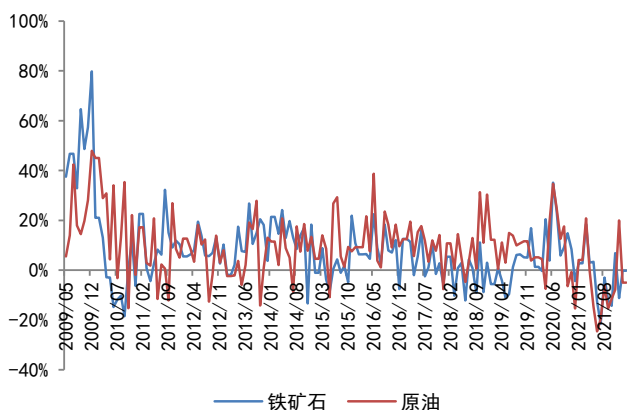
进口环比增速回落反应国内需求相对疲软

经过季节调整以后，中国以美元计价的进口季调环比增速也有所放缓（图 1）。由于进口增速与国内需求和产出密切相关，进口环比放缓可能也意味着从季调环比增长的角度来看，中国经济在去年四季度因为供给改善出现的反弹告一段落。如果考虑到近期大宗商品价格持续上涨，中国实际进口量的增长放缓可能更加明显。

实际上，原油，铁矿石，原木，纸浆等中国一些重要大宗商品进口量 1-2 月份同

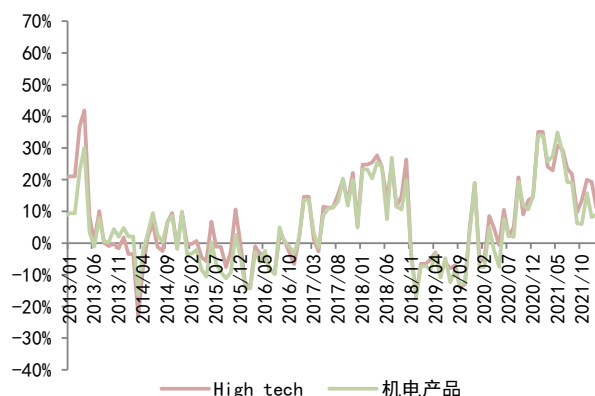
比为负增长。

图表 6：中国铁矿石和原油进口量同比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：中国高科技和机电产品的进口金额增速同比



来源：Wind，国联证券研究所

短期经济增长可能并不乐观

2 月中国 PMI 数据公布之后，由于没有考虑到季调数据存在扭曲的问题（《2 月 PMI 点评》），市场普遍对中国经济产生了更乐观的估计。债券市场也出现了一定调整。同时，由于高频数据和一些其他的证据显示国内需求相对疲软——现在进一步得到进口数据的支持——一些投资者认为短期改善的来源可能就是出口——实际上出口 PMI 的改善也最为明显。1-2 月并不超预期的出口数据显示这种乐观的预期可能会落空。

我们维持 1 季度中国经济负产出缺口可能扩大的判断和一季度 GDP4.5%的预测。

图表 8：中国 GDP 产出缺口及预测值（4Q19=0）



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_39175

