

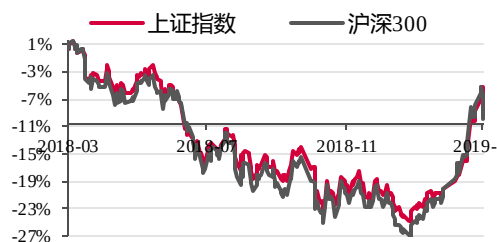
宏观点评

节前抢出口和外需放缓，出口增速大幅回落

——2019年2月外贸数据点评

2019年03月08日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	13.43	13.97	-9.69
沪深300	12.63	14.96	-10.30

胡文艳

执业证书编号: S0530518070001
huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

李沫

limo@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

研究助理

010-68080380

投资要点

- 2月出口增速大幅下降29.8个百分点至-20.7%，进口增速下降3.7个百分点至-5.2%。去年同期出口基数较高，是出口增速下滑的原因之一；香港贸易拉低了2月出口增速，说明对香港贸易的减少，能部分解释出口增速的下降，但它们均不是进口增速变动的原因。具体看：
 - 2月出口增速大幅下滑，主要受春节和对中美贸易谈判不确定性担忧的叠加影响，1月出口抢跑效应明显，提前透支出口需求：一是根据我们测算，若春节在2月初，企业为应对春节放假，大多会在1月提前出口，导致出口抢跑效应明显；若春节在2月中下旬，1月出口抢跑效应则没有那么明显。今年春节在2月初，数据显示1月确实存在出口抢跑行为，出口增速为9.1%。二是1月中美贸易谈判局势依然不明朗，企业出于对3月1日加征关税的担忧，也导致1月存在抢跑动机，导致2月出口需求提前透支。从出口国家看，受全球经济增长放缓影响，对欧美日和新兴市场国家出口增速均出现下滑。从贸易顺差看，2月对美贸易顺差较上月减少125.8亿美元至147.2亿美元，连续三个月下降，说明我国已经在缩减对美贸易顺差上发力。目前中美贸易谈判取得较大进展，预计未来对美贸易顺差收窄趋势仍将延续。
- 2月进口增速下降，受国内需求不足、前期提前透支进口需求和春节因素影响等多重因素共同所致。在33种重点进口商品中，谷物及谷物粉、鲜干水果及坚果、成品油、纸浆、未锻造的铜及铜材、钢材、农产品、汽车和汽车底盘、大豆、食用植物油的进口金额同比增速下降较多。这10种商品的进出口数量增速均出现较大幅度回落，但进口价格则涨跌互现，且多数商品的价格降幅低于其数量降幅，表明2月份进口增速的下滑，主要是进口商品数量减少导致的，反映国内需求不足；2月份PMI进口指数在临界值下方继续回落，也侧面印证国内需求不足。受2018年1-10月份中美贸易战上调关税影响，我国进口和出口尤其是进口增速明显高于2010~2017年均值，与国内经济需求减缓并不吻合，表明国内企业存在提前进口行为。2月进口增速低于历史同期均值175个百分点，表明前期透支进口需求和中美贸易战对进出口的负面影响还未结束。还需提出的是，2月份进口金额增速下降较多的10种商品，除成品油外，其1月份进口金额增速都提高较多，这说明1、2月进口贸易确实存在一定的替代性，即春节因素确实也是2月进口增速下降的原因之一。
- 贸易结构趋于优化。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趋于提高，2月份达到60.5%，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提高，2月份两者比重分别为28.9%和58.4%，位于2014年以来的高点。
- 全球经济继续复苏，但复苏动能同步减弱迹象明显，各项指标显示实际经济情况逊于预期，外需放缓。2月全球、美国和欧元区制造业PMI指数分别为52.6%、54.2%、49.3%，都呈下降趋势。同时，经济意外指数显示实际经济情况低于预期，经济景气程度指数反映未来经济环境的悲观预期者逐渐占多。因此，未来短期内我国出口仍将受益于全球经济的复苏，但放缓迹象日渐明显，且中美贸易战风险依然存在，均不利于我国出口环境的稳定，出口面临较大不确定性。
- 风险提示：宏观经济下行、政策变动风险。

内容目录

1 基数效应和香港贸易均是出口增速下降的原因，但均不能解释进口增速的回落.....	3
2 受国内需求不足、前期提前透支进口需求和春节因素影响，进口增速回落.....	4
3 受1月提前透支出口需求和全球经济复苏动能减弱影响，出口增速大幅下滑.....	5
3.1 受春节和对中美贸易谈判不确定性担忧的叠加影响，1月出口抢跑效应明显，提前透支出口需求，导致2月出口增速出现大幅下滑.....	5
3.2 全球经济复苏动能继续弱化，不确定性增强，预计2019年外需对我国出口支撑将减弱.....	6
4 贸易结构继续趋于优化.....	8

图表目录

图 1：2 月份进出口增速变动.....	3
图 2：2 月份香港贸易因素能部分解释出口增速的回落.....	3
图 3：2 月主要商品进口金额增速变动.....	4
图 4：2 月主要商品进口数量增速变动.....	4
图 5：2 月主要商品进口价格增速变动.....	4
图 6：2 月 PMI 进口指数仍在临界值下方.....	4
图 7：当月出口同比增速和历史均值.....	5
图 8：当月进口同比增速和历史均值.....	5
图 9：2 月当月对主要贸易伙伴的出口增速.....	6
图 10：2 月出口增速较上月变动幅度.....	6
图 11：摩根大通全球经济景气指数.....	7
图 12：美欧制造业景气指数.....	7
图 13：2 月全球经济景气和美欧经济意外指数.....	7
图 14：2 月份欧美日经济景气程度.....	7
图 15：一般贸易在进出口金额中的比重.....	8
图 16：高新技术产品和机电产品在出口金额中的比重.....	8

事件：据海关统计，2月当月全国进出口总额 2663.6 亿美元，同比下降 13.8%。其中，出口 1352.4 亿美元，同比下降 20.7%；进口 1311.2 亿美元，同比下降 5.2%；贸易差额为 41.2 亿美元，环比收窄 87.1%（见图 1）。

点评：

1 基数效应和香港贸易均是出口增速下降的原因，但均不能解释进口增速的回落

从进出口增速看，2月出口增速由正转负，进口增速降幅有所扩大，贸易顺差环比大幅下降。具体看，2月出口 1352.4 亿美元，同比下降 20.7%，较上月回落 29.8 个百分点；进口 1311.2 亿美元，同比下降 5.2%，降幅扩大 3.7 个百分点；本月贸易顺差 41.2 亿美元，环比少增 350.4 亿美元，同比少增 281.6 亿美元。

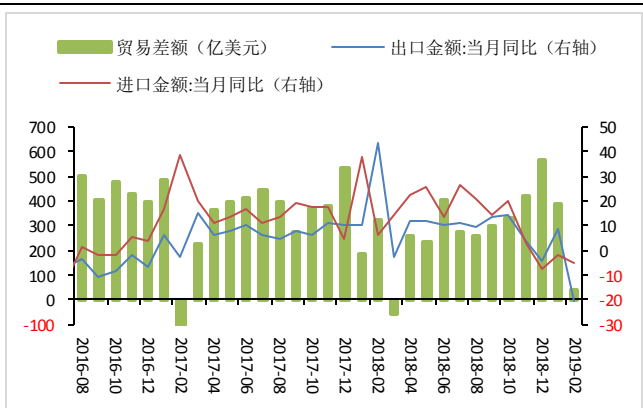
为了分析 2 月进出口增速变动的原因，我们尝试剔除基数效应和香港贸易因素的影响。

从基数效应的影响看，2018 年 2 月出口、进口同比增速分别为 43.6%和 6.6%，较 2018 年 1 月分别提高 32.9 和下降 31.1 个百分点，表明去年同期出口增速较高，进口增速相对较低。2019 年 2 月出口、进口增速分别较 2019 年 1 月下降 29.8 和 3.7 个百分点，表明基数效应是出口增速回落的原因之一，但不能解释进口增速的回落。

剔除香港进出口贸易数据后，2 月出口、进口同比增速分别为-20.1%和-5.4%，较未剔除前的出口、进口同比增速分别提高 0.6 和下降 0.2 个百分点。进口增速与未剔除前基本保持一致，出口增速较未剔除前有所提高（见图 2），表明 2 月香港贸易拉低了出口增速，即香港贸易因素是出口增速下降的原因之一，但不能解释进口增速的变动。

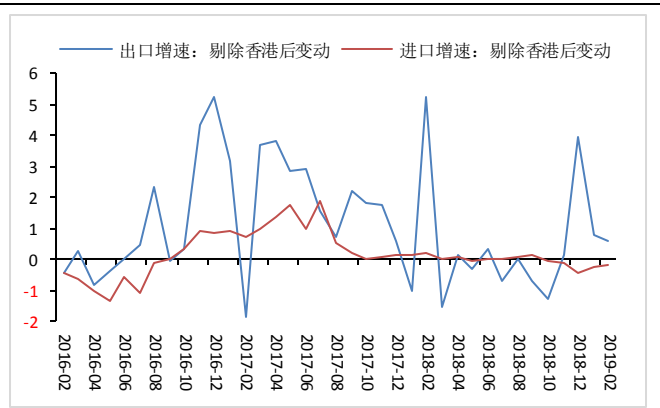
综上分析，基数效应和香港贸易因素是出口增速下降的原因，但均不能解释进口增速的下降。

图 1：2 月份进出口增速变动



资料来源：WIND，财富证券

图 2：2 月份香港贸易因素能部分解释出口增速的回落



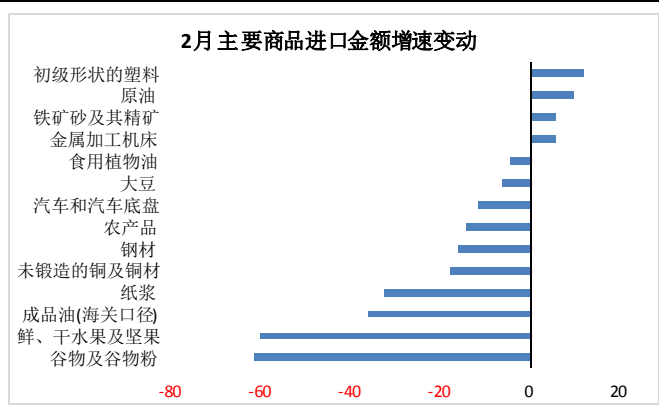
资料来源：WIND，财富证券

2 受国内需求不足、前期提前透支进口需求和春节因素影响，进口增速回落

为了分析 2 月进口增速的下降，是否是国内需求放缓所致，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下降较多的商品，判断它们进口金额的回落是基于数量的减少还是源于价格的下跌。如果是前者，那么说明国内需求放缓，反之则相反。

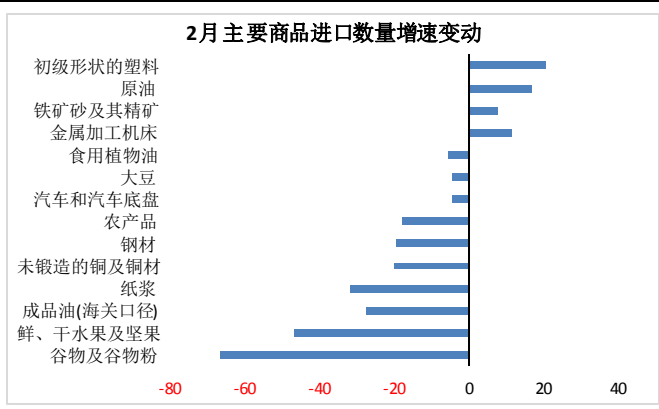
在 33 种重点进口商品中，2 月谷物及谷物粉、鲜干水果及坚果、成品油、纸浆、未锻造的铜及铜材、钢材、农产品、汽车和汽车底盘、大豆、食用植物油的进口金额增速，分别较上月下降 61.8%、60.4%、36.2%、32.7%、17.9%、16.0%、14.4%、11.7%、6.3% 和 4.3%（见图 3）。

图 3：2 月主要商品进口金额增速变动



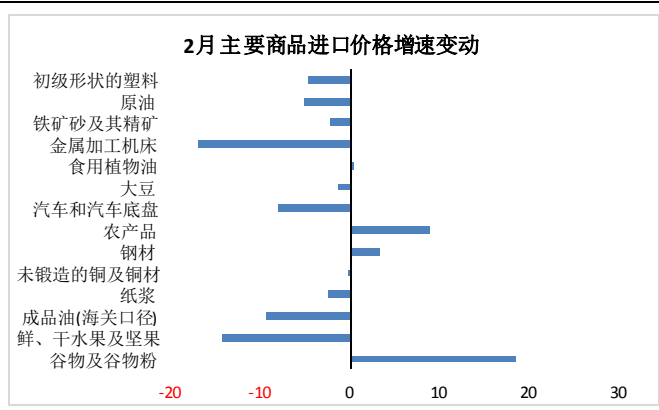
资料来源：WIND，财富证券

图 4：2 月主要商品进口数量增速变动



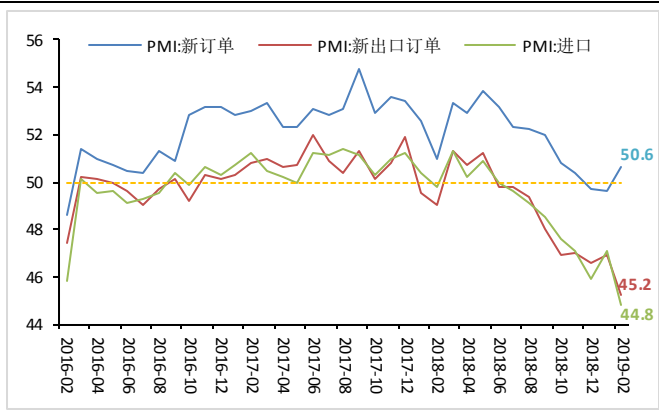
资料来源：WIND，财富证券

图 5：2 月主要商品进口价格增速变动



资料来源：WIND，财富证券

图 6：2 月 PMI 进口指数仍在临界值下方



资料来源：WIND，财富证券

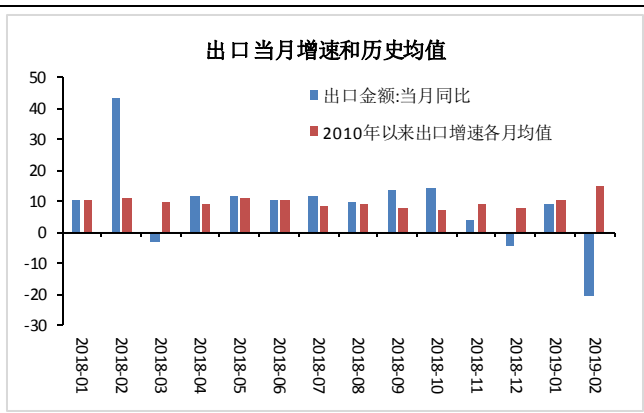
从进口数量增速看，2 月谷物及谷物粉、鲜干水果及坚果、成品油、纸浆、未锻造的铜及铜材、钢材、农产品、汽车和汽车底盘、大豆、食用植物油的进口数量增速，分别较上月下降 67.1%、47.3%、27.8%、31.9%、20.2%、19.6%、18.2%、4.5%、4.8%和 5.9%（见图 4）。进口金额下降的 10 种商品，其进口数量增速减少较多，说明数量因素是其进口金额增速提高的原因之一。

从进口价格增速看，2月谷物及谷物粉、鲜干水果及坚果、成品油、纸浆、未锻造的铜及铜材、钢材、农产品、汽车和汽车底盘、大豆、食用植物油的进口价格增速，分别较上月变动18.5、-14.4、-9.5、-2.6、-0.3、3.3、8.8、-8.2、-1.4、0.5（见图5）。在进口金额下降的10种商品中，有6种商品的进口价格增速较上月有所下降，但其中5种价格降幅低于数量降幅，说明价格因素不是进口金额增速回落的原因。

综上，2月进口增速的下降，主要是由进口商品数量减少带来的。一方面，进口数量的下降，表明国内需求依然不足，2月份PMI进口指数较上月下降2.3个百分点至42.8%，在临界值之下继续回落（见图6），也印证了国内需求依然不足；另一方面，2018年企业提前进出口和中美贸易战的负面影响正在逐步显现，2018年1-10月份进出口增速明显高于往年均值（见图7-8），与国内经济需求并不吻合，表明企业存在提前进出口行为，尤其是进口。2月出口和进口增速分别较2010~2018年历史同期均值低35.3和17.5个百分点，目前中美贸易谈判取得初步进展，美国延后了原定于3月1日对中国商品加征关税的措施，但前期提前贸易和中美已征关税的影响仍会拖累2019年中国进出口增速。

值得说明的是，在33种重点商品中，2月份进口金额增速下降较多的10种商品，除成品油外，1月份进口金额增速都提高较多，尤其是谷物及谷物粉、鲜干水果及坚果，这说明1、2月进口贸易确实存在一定的替代性，即春节因素确实也是2月进口增速下降的原因之一。

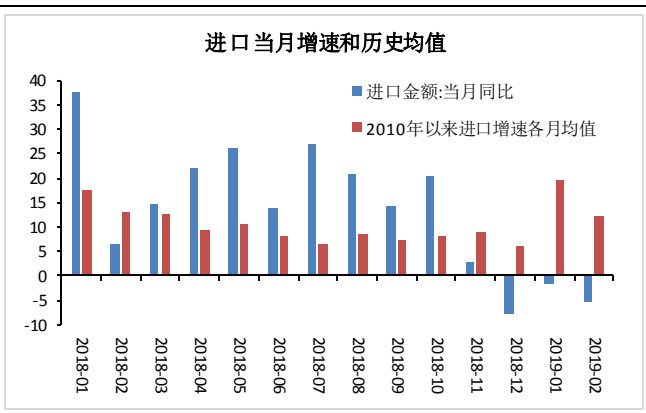
图7：当月出口同比增速和历史均值



资料来源：WIND，财富证券

注：红色柱状图为2010至坐标日期前一年各月均值

图8：当月进口同比增速和历史均值



资料来源：WIND，财富证券

3 受1月提前透支出口需求和全球经济复苏动能减弱影响，出口增速大幅下滑

3.1 受春节和对中美贸易谈判不确定性担忧的叠加影响，1月出口抢跑效应明显，提前透支出口需求，导致2月出口增速出现大幅下滑

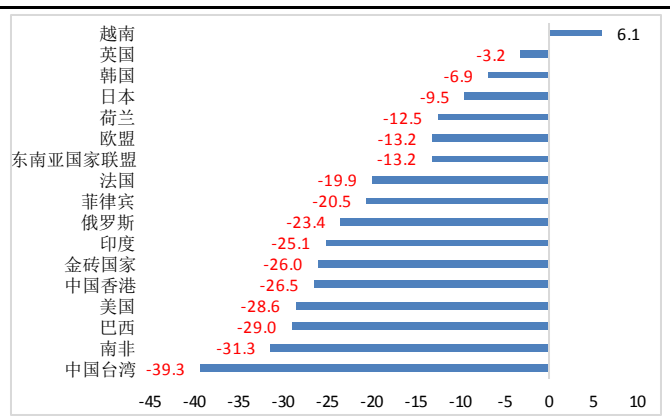
2月份，对我国主要贸易伙伴欧盟、美国、东盟、日本的出口增速分别为-13.2%、-28.6%、

-13.2%和-9.5%，分别较上月下降了 27.6%、25.8%、24.7%和 15.2%（见图 9 和 10）。除此之外，对金砖国家录得-26.0%的出口增长，较上月下降 37.1 个百分点，如对巴西、俄罗斯、南非和印度出口增速分别为-29.0%、-23.4%、-31.3%和-25.1%，分别较 1 月回落 40.2%、34.6%、45.1%和 35.4%。由此可见，2 月出口增速的下降，主要源于对欧美日和新兴市场国家出口增速的全面下滑。

从成因看，2 月份出口增速大幅下滑，主要与春节因素和中美贸易谈判的边际变化有关：一是根据我们测算，若春节在 2 月初，企业为应对春节放假，大多会在 1 月份提前出口，导致出口抢跑效应明显；若春节在 2 月中下旬，1 月份出口抢跑效应则没有那么明显。今年春节在 2 月初，数据显示 1 月确实存在出口抢跑行为，出口增速为 9.1%。二是 1 月份中美贸易谈判局势依然不明朗，企业出于对 3 月 1 日加征关税的担忧，也导致 1 月份存在抢跑动机，导致 2 月份出口需求提前透支。

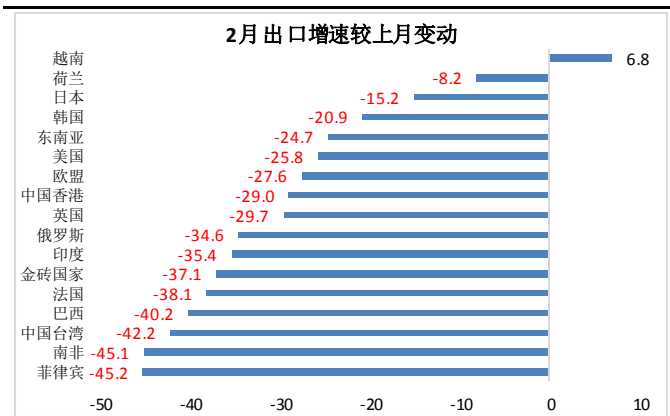
2 月份中国对美贸易顺差为 147.2 亿美元，环比减少 125.8 亿美元，是全部贸易顺差的 3.6 倍左右，但对美贸易顺差已连续 3 个月下降，说明我国已经在缩减对美贸易顺差上发力。目前中美贸易战已取得较大进展，预计我国对美进口会有较大幅度增加，对美贸易顺差将有所减少。

图 9：2 月当月对主要贸易伙伴的出口增速



资料来源：WIND，财富证券

图 10：2 月出口增速较上月变动幅度



资料来源：WIND，财富证券

3.2 全球经济复苏动能继续弱化，不确定性增强，预计 2019 年外需对我国出

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_13750

