

发布时间：2019-03-05

证券研究报告

贸易双负惨淡收官，抢出口效应渐减弱

报告摘要：

事件：

本文主要对 2018 年贸易的相关数据进行了回溯以及分析，并在此基础上对 2019 年进口以及出口的变动做出进一步的预判。

点评：

出口方面：纵观近 5 年出口单月增速的变动趋势，我们可以发现如下点规律：规律 1：上半年出口增速略高于下半年。规律 2：年初速度比较快，年末速度比较低。规律 3：上半年中 2 月份增速震荡较大，易成为每年最低或最高的月份，主要与春节错峰因素相关。规律 4：第四季度出口增速显著低于其他季度。**进口方面：**之后我们再来考量进口单月增速，我们可以总结 4 点规律：规律 1：12 月份进口增速明显低于其他月份。规律 2：1 月份进口增速震荡明显。规律 3：第四季度进口增速低于其他季度。规律 4：第一二三季度进口增速大致相当。

出口方面，我们的预测值与实际值的变动趋势基本相同，但 6、9、10 月等月份波动相对较大。但相较而言我们的预判在全市场是相对较为准确的。影响出口的因素，我们主要关注 PMI 的进口以及价格分项，同时我们对国内经济数据的预测也是重要的考虑指标。出口方面：真实的数值相较于我们的预测值波动更为剧烈。特别是年初 2、3 月份以及四季度的出口增速差异最大。具体来说，2-3 月出口的波动出现大超市场预期事情，主要在于春节效应引发出口的滞后以及贸易战的“抢出口”效应。而四季度出口增速呈现下行的趋势，主要原因有五大方面：第一、贸易战趋于缓和，“抢出口”效应减弱。第二、人民币贬值压力逐渐得到缓解，对出口助力减弱。第三、年末基数较大，增速受到一定压制。第四、外部经济环境相对较差，主要经济体回暖动力不足，外需动力不足。第五、我们推测海关有倾向将部分出口移到 2019 年进行。

对于 2019 年的贸易数据，我们认为：影响出口的具体因素主要为外部经济的情况、基数效应以及贸易战的进展。而目前外部经济压力较大、去年增速较高影响下基数相对处于高位、同时贸易战有所趋缓，短期内“抢出口”效应将逐渐减弱。因此预计后期出口增速压力仍大。而进口方面、需求疲敝态势依旧，价格低位短期难有回暖。因此上半年进口难有明显好转。因此定性来看，进出口压力短期依旧较大。具体的数据我们采取 SARIMA 模型进行预测，变动的趋势与我们定性判断相一致。

历史收益率曲线



收益率 (%)	10Y	1Y
国债	3.0967	2.3506

相关数据

品种	2019/03/01
国债	1Y
	2.5197
	3Y
	2.8730
	5Y
	3.0952
	7Y
	3.3017
	10Y
	3.3234

相关报告

《东北证券 12 月进出口数据点评：进出双负惨淡收官，内外疲敝态势依旧》

2019-01-12

《东北证券 11 月进出口数据点评：增速大降超出预期，压力未消不可乐观》

2018-12-12

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005

010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S05505118010025

010-58034586 zoukun@nesc.cn

事件:

本文主要对2018年贸易的相关数据进行了回溯以及分析,并在此基础上对2019年进口以及出口的变动做出进一步的预判。

对此,我们点评如下:

1. 2018年出口以及进口的全年概述

出口方面:纵观近5年出口单月增速的变动趋势,我们可以发现如下4点规律:规律1:上半年出口增速略高于下半年。规律2:年初速度比较高,年末速度比较低。规律3:上半年中2月份增速震荡较大,易成为每年最低或最高的月份,主要与春节错峰因素相关。规律4:第四季度出口增速显著低于其他季度。进口方面:之后我们再来考量进口单月增速,我们可以总结4点规律:规律1:12月份进口增速明显低于其他月份。规律2:1月份进口增速震荡明显。规律3:第四季度进口增速低于其他季度。规律4:第一二三季度进口增速大致相当。

出口方面,2018年出口无论是单月的增速均值、还是累计增速均处于近10年的相对高位。而从月度上看,年初波动较大、年中较为平稳、年末下行较为明显。具体来说,2、3月波动较大,主要系春节以及贸易战影响所致。之后4-10月出口增速保持在9%-14%之间高位波动,其主要原因系主要经济体短期复苏以及市场对贸易战担忧引发的“抢出口”效应所引致。而11-12月增速大幅下行,12月增速更收于-4.40%,下行的主要原因与贸易战缓和,抢出口效应减弱以及外部经济环境压力较大有关。分国别具体来看,发达国家PMI整体以下行为主:美国制造业PMI由11月的59.30下降至12月的54.10,欧洲PMI水平由11月51.80下行至12月的51.40,三大经济体中仅日本PMI有所回升,同时整体摩根大通全球综合PMI指数也由53.20下降至52.70;从出口国角度具体看:12月中国对主要出口国增速全线下行:对占比前四大的出口国:美国、欧盟、东盟、日本出口增速分别收于-3.54%、-0.33%、4.34%、和-1.03%,增速均不及11月。同时中国对主要新兴经济体的出口增速也同样有所下行:特别对巴西、南非的出口增速降至-4.58%和-11.20%。印证全球经济整体复苏乏力对出口产生负向拉动作用。出口商品方面:机电以及高新技术产品出口占比最大,而12月年末时机电产品以及高新技术产品的高科技产品出口大幅下降,12月机电产品、高新技术产品增速分别为-6.84%、-10.29%,增速由正转负。不仅如此,劳动密集型产品的出口也同样有所下行:服装、纺织、鞋类、家具以及零件、箱包、鞋类的增速分别收于-4.48%、-2.74%、-5.07%、2.42%、2.89%、-0.89%以及3.1%,增速同样不及前值。外部环境以及数据都显示出口压力极大。

进口方面,2018年进口无论是单月的增速均值、还是累计同比均处于近10年的相对高位。从单月增速角度来看,进口整体呈现波动态势,特别是年末增速大幅下行,12月单月增速降至-7.60%,3-10月进口增速维持在14%-26%的变动区间。针对年末的大幅下行,主要有三方面原因:第一、内需疲敝、12月PMI生产分项以及我们预判的12月工业增加值均处于下行通路,内需疲软是进口增速转负的主因。第二、去年12月进口水平处于全年高位,基数效应对进口起到负向拉动作用。第三、12月物价下行(尤其是12月PPI的断崖式下行)一方面显示下游需求的疲

弱，另一方面原材料价格低迷也导致进口总水平下降。综合三大方面判断，进口下行符合预期。因此，价格、基数以及需求也是进出口角度我们最为关注的因素。从具体分国别来看：从占比来看，中国对美国进口依旧低于日本、欧盟、东盟、韩国，这样趋势已经持续了半年以上，显示中美贸易战影响了我国进口的格局。从整体上看，中国对主要经济体进口均有所下行，特别的，12月中国对美国进口由11月的-25.04%下降到12月的-35.78%，在全球经济下行压力较大背景下，进口增速压力仍大。分商品来看，内需不足叠加工业品价格下行促使钢材、煤、铜等原材料进口减少。原材料进口的下行反映内需疲软的情况持续恶化。

图 1: 进出口单月同比均值(美元口径, 单位: %)



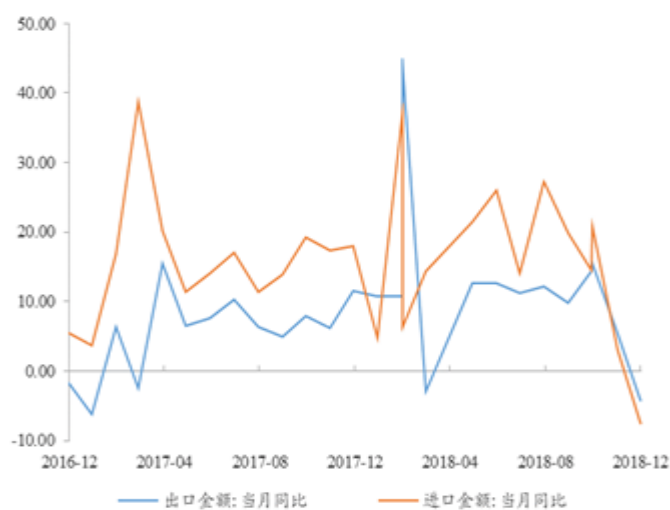
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 进出口累计同比年度值(美元口径, 单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 进出口当月同比(美元口径, 单位%)



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 进出口当月同比(人民币口径, 单位%)



数据来源: 东北证券, Wind

表 1: 对主要经济体出口数据 (美元口径, 单月值)

经济体	2018 年 12 月出口金额 (亿美元)	2018 年 12 月 (%)	2018 年 11 月 (%)	2018 年 10 月 (%)	2018 年 9 月 (%)	2018 年 8 月 (%)	2018 年 7 月 (%)	2018 年 6 月 (%)	2018 年 5 月 (%)	2018 年 4 月 (%)
美国	402.84	-3.54	9.79	13.16	14.04	13.22	11.24	12.6	11.61	9.72
欧盟	376.31	-0.33	6.02	14.61	17.40	8.39	9.45	10.41	8.52	10.94
东盟	294.53	4.34	5.08	13.72	14.14	15.92	15.44	19.27	10.17	17.72
日本	128.18	-1.03	4.77	7.91	14.30	3.79	12.34	6.86	11.43	9.59
韩国	106.46	13.17	-3.59	7.68	2.74	-4.06	8.2	6.46	17.6	21.1
印度	64.2	-1.93	0.06	24.23	20.03	12.74	14.78	15.46	17.19	6.54
俄罗斯	45.51	12.19	2.89	16.05	6.65	-3.08	10.98	2.83	16.89	12.72
巴西	28.45	-4.58	-8.72	22.76	3.59	-5.86	8.22	14.97	65.5	15.51
南非	13.38	-11.2	-2.77	8.67	11.44	19.93	4.85	5.97	9.14	26.98

数据来源: 东北证券, Wind

表 2: 主要出口国家的出口金额占比(美元口径, 单月值)

经济体	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04	2018-03
美国	18.21%	20.32%	19.66%	20.60%	20.41%	19.27%	19.67%	18.47%	18.02%	17.62%
欧盟	17.01%	15.80%	16.12%	16.52%	17.02%	16.67%	16.97%	15.81%	15.86%	15.35%
东盟	13.31%	13.39%	12.76%	12.09%	12.40%	12.23%	12.20%	5.58%	13.78%	14.09%
日本	5.79%	6.15%	5.81%	5.97%	5.33%	5.84%	5.47%	4.63%	6.13%	6.68%
韩国	4.81%	4.24%	4.14%	4.02%	3.81%	4.06%	4.29%	13.41%	5.05%	5.12%
印度	2.90%	2.73%	2.91%	3.05%	3.24%	3.08%	3.24%	3.27%	2.94%	3.19%
俄罗斯	2.06%	1.83%	1.88%	1.78%	1.96%	2.04%	1.95%	2.07%	1.81%	1.63%
巴西	1.29%	1.11%	1.35%	1.22%	1.22%	1.33%	1.51%	0.64%	1.19%	1.24%
南非	0.60%	0.57%	0.69%	0.67%	0.71%	0.61%	0.66%	1.93%	0.71%	0.58%

数据来源: 东北证券, Wind

表 3: 出口商品数据增速 (美元口径, 单月值)

商品类别	2018 年 12 月出口金额 (亿美元)	12 月同比增速 (%)	11 月同比增速 (%)	10 月同比增速 (%)	9 月同比增速 (%)	8 月同比增速 (%)	2018 年 7 月 (%)	2018 年 6 月 (%)	2018 年 5 月 (%)	2018 年 4 月 (%)
机电产品	1299.700	-6.84	3.02	15.29	14.08	9.80	12.24	11.01	14.77	15.02
高新技术产品	671.757	-10.29	2.77	19.52	15.89	10.63	12.00	11.48	17.66	20.74
服装及衣着附件	132.348	-4.48	-2.93	8.12	8.31	1.10	3.99	0.68	-6.15	-7.55
纺织纱线、织物及制品	98.824	-2.74	3.25	6.09	18.20	6.06	8.79	10.58	8.06	7.14
鞋类	43.818	-5.07	-0.11	6.92	4.22	-1.57	-1.1	-1.45	-11.26	-16.46
家具及其零件	52.010	2.42	17.70	13.73	10.49	8.58	6.67	8.55	3.17	0.38
塑料制品	42.121	2.89	18.55	20.39	18.59	12.51	10.44	14.27	5.92	2.08
箱包及类似容器	25.592	-0.89	5.85	13.27	4.67	4.56	5.32	5.37	-5.46	-10.31
玩具	20.873	3.1	15.48	31.61	-2.31	3.84	-1.54	-7.44	-11.82	2.56

数据来源: 东北证券, Wind

表 4: 主要出口商品占比数据 (美元口径, 单月值)

商品类别	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04
机电产品	58.74%	59.75%	60.32%	59.29%	57.23%	56.73%	57.25%	57.73%	58.40%
高新技术产品	5.98%	31.73%	33.15%	31.39%	28.48%	27.91%	28.03%	27.34%	29.15%
服装及衣着附件	5.98%	5.60%	6.22%	7.06%	7.71%	7.79%	6.83%	1.22%	5.47%
纺织纱线、织物及制品	4.47%	4.54%	4.48%	4.68%	4.73%	4.71%	4.93%	5.73%	5.25%
鞋类	1.98%	1.60%	1.64%	1.80%	2.03%	2.16%	2.06%	0.84%	1.69%
家具及其零件	2.35%	2.44%	2.06%	1.91%	1.99%	2.01%	2.21%	5.28%	2.21%
塑料制品	1.90%	1.89%	1.68%	1.72%	1.74%	1.75%	1.83%	2.25%	1.78%
箱包及类似容器	1.16%	1.09%	1.05%	1.02%	1.04%	1.16%	1.27%	1.80%	1.12%
玩具	0.94%	1.04%	1.41%	1.31%	1.30%	1.09%	0.98%	1.82%	0.90%

数据来源: 东北证券, Wind

表 5: 对主要经济体进口增速 (美元口径, 单月值)

经济体	12月进口 金额(亿 美元)	2018年12 月(%)	2018年11 月(%)	2018年10 月(%)	2018年9月 (%)	2018年8 月(%)	2018年7 月(%)	2018年6 月(%)	2018年5 月(%)
美国	104.12	-35.78	-25.04	-1.76	-1.25	2.27	11.06	9.62	11.41
欧洲	224.84	-2.69	5.88	12.30	9.11	10.31	19.67	-6.47	18.29
日本	140.31	-11.40	-1.30	11.37	3.15	10.48	23.53	0.63	22.46
南非	19.65	-10.02	-11.72	15.30	3.82	48.14	31.65	9.35	10.72
东盟	206.18	-15.20	-5.03	19.34	19.13	12.71	30.23	13.60	20.49
俄罗斯	52.46	28.62	48.09	91.01	46.79	69.06	54.79	24.92	28.61
韩国	141.25	-17.99	16.87	19.53	15.16	31.45	20.55	31.78	24.58
巴西	64.11	41.80	94.43	40.84	28.22	18.12	15.89	26.35	1.93
印度	17.18	4.21	31.61	6.73	22.36	31.61	33.77	14.4	17.56

数据来源: 东北证券, Wind

表 6: 对主要经济体进口金额占比数据 (美元口径, 单月值)

经济体	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04
美国	6.34%	5.84%	5.97%	6.44%	7.03%	7.17%	7.80%	7.84%	8.11%
欧盟	13.69%	13.35%	11.80%	12.68%	13.12%	13.19%	11.72%	12.72%	13.26%
日本	8.55%	8.37%	8.32%	8.34%	8.31%	8.95%	8.42%	8.34%	8.93%
南非	1.20%	1.13%	1.25%	1.10%	1.49%	1.38%	1.34%	1.41%	1.30%
东盟	12.56%	12.59%	13.45%	13.52%	12.50%	12.42%	12.30%	11.75%	12.23%
俄罗斯	3.19%	3.15%	3.25%	2.87%	2.57%	2.52%	2.93%	2.67%	2.62%
韩国	8.60%	8.98%	9.79%	10.51%	9.28%	9.66%	9.62%	9.60%	9.45%
巴西	3.90%	4.17%	4.15%	4.03%	3.79%	3.41%	3.84%	4.29%	3.26%
印度	1.05%	0.89%	0.89%	0.73%	0.82%	0.78%	0.94%	0.87%	0.94%

数据来源: 东北证券, Wind

表 7: 进口商品单月增速（美元口径，单月值）

商品类别	12 月进口金额（亿美元）	2018 年 12 月（%）	2018 年 11 月（%）	2018 年 10 月（%）	2018 年 9 月（%）	2018 年 8 月（%）	2018 年 7 月（%）	2018 年 6 月（%）	2018 年 5 月（%）
原油	213.04	42.71	57.58	89.04	46.62	74.38	63.01	42.18	41.25
农产品	109.11	-7.61	-8.41	19.30	10.77	15.82	4.97	18.36	22.73
铁矿砂及精矿	65.69	20.22	3.32	11.64	-8.85	6.61	19.74	-5.1	-6.77
汽车和汽车底盘	33.13	-29.85	-11.67	-16.05	-11.10	14.98	72.01	-55.58	-2.21
初级形状的塑料	43.02	-6.51	-0.56	21.78	11.88	23.29	34.71	24.93	43.5
未锻造的铜及铜材	28.36	-14.25	-11.34	19.99	14.56	11.83	31.62	35.57	41.52
煤及褐煤	7.35	-63.95	-12.29	15.39	4.12	36.20	72.65	30.68	23.83
钢材	12.20	-18.08	-3.75	19.06	3.19	12.73	9.47	2.15	17.39

数据来源：东北证券，Wind

表 8: 主要进口商品占比数据（美元口径，单月值）

商品类别	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04
原油	13.22%	13.22%	12.52%	10.53%	10.95%	10.31%	10.64%	10.62%	10.88%
农产品	5.61%	5.61%	5.78%	6.23%	6.77%	6.23%	6.77%	7.34%	6.69%
铁矿砂及其精矿	3.57%	3.57%	3.50%	3.48%	3.22%	3.14%	3.11%	3.33%	3.42%
汽车和汽车底盘	2.41%	2.41%	1.93%	2.10%	2.66%	3.94	1.13%	2.38%	2.37%
初级形状的塑料	2.53%	2.53%	2.54%	2.64%	2.67%	2.61%	2.72%	2.83%	2.56%
未锻造的铜及铜材	1.66%	1.66%	1.54%	1.83%	1.55%	1.74%	1.90%	1.84%	1.90%
煤及褐煤	0.90%	0.90%	1.07%	1.14%	1.43%	1.48%	1.28%	1.08%	1.11%
钢材进口	0.73%	0.73%	0.73%	0.79%	0.72%	0.69%	0.75%	0.78%	0.77%

数据来源：东北证券，Wind

2. 2018 年进口、出口预测与实际值对比分析

进口方面，我们的预测值与实际值的变动趋势基本相同，但 6、9、10 月等月份波动相对较大。但相较而言我们的预判在全市场是相对较为准确的。影响出口的因素，我们主要关注 PMI 的进口以及价格分项，同时我们对国内经济数据的预测也

是重要的考虑指标。关注重点月份：6月的下行归因：第一、从进口产品上分析：6月铁矿砂、钢材在进口金额增速上均大幅低于5月，分别为-5.11%与2.15%；而原油进口金额增速虽然正常，但进口数量增速持续为负值，印证目前内需确处于相对疲软状态。第二、从进口的国家角度分析：从占比角度来分析：欧、日、韩占比均高于对美国的进口的增速，此与中美贸易战升级，中国预先转移进口国家的意图相关。第三、本月进口大幅下行还与去年6月进口数额较大相关，基数效应是主因。而9月进口增速下行因素主要有三：一是去年9月进口基数较高；二是内需疲弱对进口形成制约：与PMI进口分项以及新订单分项均有所下行形成印证。三是贸易战规模升级。从数据上来看：从进口国家来看：9月对各国进口的增速均有所下行，特别对美国进口下降为-1.25%，同时对日、欧进口增速（分别为：9.11%、3.15%）也不及前值。主要进口国中，仅对巴西以及韩国进口增速有抬升，预计主要系进口大豆及芯片以应对贸易战的影响所致。10月的回升主要与基数效应较低以及进博会召开相关。

出口方面、真实的数值相较于我们的预测值波动更为剧烈。特别是年初2、3月份以及四季度的出口增速差异最大。具体来说，2-3月出口的波动出现大超市场预期事情，主要在于春节效应引发出口的滞后以及贸易战的“抢出口”效应。而四季度出口增速呈现下行的趋势，主要原因有五大方面：第一、贸易战趋于缓和，“抢出口”效应减弱。第二、人民币贬值压力逐渐得到缓解，对出口助力减弱。第三、年末基数较大，增速受到一定压制。第四、外部经济环境相对较差，主要经济体回暖动力不足，外需动力不足。第五、我们推测受前期抢出口效应以及过度贬值影响，全年角度看出口总值已处于较高水平（前三季度保持高增速），预计海关有倾向将部分出口移到2019年进行。目前出口压力依旧，但受春节影响出口有前移的倾向，预计2019年1月出口将有所回升。

表 9：2018 年出口增速预测偏差原因分析（单位：%）

指标名称	出口同比，%		预期偏差的原因
频率（月）	预测值	真实值	
2018 年 1 月	9.0	10.60	方向相同，春节错月原因
2018 年 2 月	13	43.50	方向相同，幅度过小、忽视抢出口以及春节错峰问题
2018 年 3 月	13	-3.00	方向有误，基数效应以及 2 月对 3 月透支相关
2018 年 4 月	5.0	11.90	方向有误，基数低以及外部经济回暖
2018 年 5 月	11.5	11.90	预测差不多
2018 年 6 月	7.26	10.70	方向有误，忽视贸易战抢出口效应
2018 年 7 月	10.2	11.60	方向相同，差距不大
2018 年 8 月	9.1	9.50	差距不大
2018 年 9 月	9.2	14.40	方向相同，忽视贬值叠加抢出口因素
2018 年 10 月	9.00	15.50	方向相反，贬值、抢跑、基数多方面因素引致
2018 年 11 月	6.73	5.40	方向相同，抢出口效应减弱以及高基数
2018 年 12 月	4.80	-4.40	方向相同，幅度不及实际，忽视抢出口因素

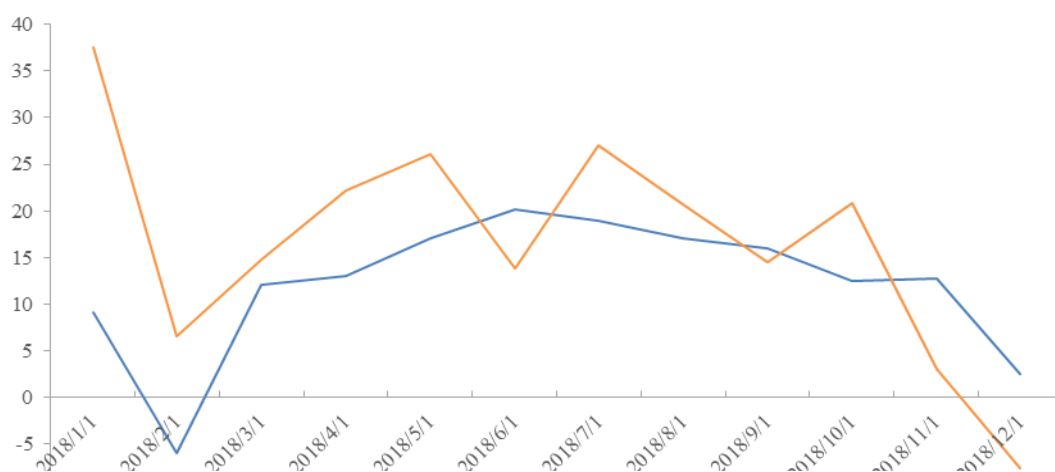
数据来源：东北证券，Wind

表 10: 2018 年进口增速预测偏差原因分析 (单位: %)

指标名称 频率 (月)	进口同比, %		预期偏差的原因
	预测值	真实值	
2018 年 1 月	9.1	37.60	春节错月导致
2018 年 2 月	-6.0	6.60	忽视出口水平过高对进口的支撑 (进料加工贡献)
2018 年 3 月	12	14.80	预测差不多
2018 年 4 月	13	22.20	方向相同, 差距较大; 忽视内需回暖力度
2018 年 5 月	17	26.10	方向相同, 差距较大; 忽视内需回暖力度以及贸易战影响
2018 年 6 月	20.18	13.80	方向相反, 内需不足以及贸易战影响
2018 年 7 月	18.9	27.00	方向相反, 忽视基数以及价格因素
2018 年 8 月	17.00	20.00	方向相反, 基数较大以及内需疲敝影响
2018 年 9 月	16.0	14.50	方向相同, 基数较高以及内需不足
2018 年 10 月	12.50	20.80	方向相同, 忽视基数较低因素
2018 年 11 月	12.75	3.00	方向相反, 基数效应估计过小
2018 年 12 月	2.50	-7.60	方向相同, 价格以及基数等因素

数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 2019 年进口真实值与预测值 (单位: %)



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_13925

