

宏观点评

继续跟踪2019年出口的四个线索，关注贸易摩擦阶段性缓和的受益行业——兼评1月进出口

事件：以美元计，中国1月出口同比增长9.1%，预期降3.3%，前值降4.4%；进口下降1.5%，预期降10.2%，前值降7.6%；贸易顺差391.6亿美元，不及前值570.6亿美元。

1.春节“错位”带动1月进出口增速双双回升，预计2月出口增速将下滑。

1月出口超预期走好，主因春节扰动。考虑到春节因素，通常1月和2月合并看更有效。2019年情况类似2016年，即2月初过春节，导致1月出口增速高、2月回落。此外，韩国出口与中国有较好同步性，但韩国出口增速已连续两个月告负且降幅增大（1月-5.8%，去年12月-1.3%，四季度7.9%）。

1月进口增速降幅收窄，对农产品增速由负转正、汽车进口增速降幅收窄、大宗商品进口增速涨跌互现。往后看，随着中美贸易谈判的顺利进行和对美汽车关税的下调，我国大豆和汽车进口增速有望继续回暖，大宗商品增速则取决于基建项目的批复和开工情况。总体上2019年经济下行压力凸显可能带动内需走弱，不过降低进口关税等政策实施将起到一定的托底作用。

2.基于前期报告提出的跟踪2019年出口走势的四个线索，维持此前判断，贸易拐点去年12月开始已经显现，也即2019年1月受春节“错位”影响的出口大增难以持续，2019年大概率延续弱势。

线索1：跟踪中美贸易冲突的进展，特别是2500亿商品的出口情况。2018年12月G20以来，中美贸易冲突迎来阶段性缓和，2月12日特朗普的姿态暗示磋商时间有望延长。截至12月的数据显示，美对中征税商品出口增速持续大幅下滑，指向美国对中国贸易摩擦正在逐步拖累中国的出口。

线索2：跟踪全球经济景气度，特别是美欧两大经济体。国际货币基金组织及欧元区、英国、澳大利亚等多个经济体已经调低全球和各国经济增速，预计全球经济景气度回落将拖累我国出口。

线索3：跟踪出口退税的对冲效应。我国于9月和10月两度提高出口退税，合计有望降低外贸企业出口成本1506亿元-2188亿元。截至2018年12月的数据显示，出口退税金额增速大幅回升，预计对我国出口下滑的对冲效应逐步显现。

线索4：跟踪我国出口的前瞻指标。结合OECD综合领先指标、BDI、我国PMI新出口订单和人民币汇率走势来看，2019年我国出口将继续承压下行。

3.眼下中美贸易冲突迎来阶段性缓和，提示关注潜在的受益行业：

从加税清单构成看，我国运输与航空设备、化工产品、纸制品、仪器类等产品覆盖范围最大，若美国取消关税，则对应行业最为受益。

从对美营收依赖度的角度分析，若中美贸易摩擦缓和，将利好申万一级行业中的电子、家电、机械设备、纺织服装、轻工制造等行业，其对应的申万二级子行业包括半导体、其他交运设备、光学光电子、汽车零部件等。

风险提示：中美贸易摩擦升级超预期，假设模型有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅郦

邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

- 1、《春节宏观8看点：全球经济共振趋弱，全球政策共振趋松》2019-2-10
- 2、《贸易拐点已现，跟踪2019年出口有四个线索——2018年进出口点评》2019-1-15
- 3、《贸易拐点显现，继续跟踪4个预判维度——11月进出口点评》2018-12-09
- 4、《三论预判贸易拐点的四个维度——10月进出口点评》2018-11-09
- 5、《贸易拐点何时现？兼看提高出口退税率哪些行业受益——9月进出口点评》2018-10-14
- 6、《预判贸易拐点的四个维度-兼评8月贸易数据》2018-09-09
- 7、《贸易摩擦和汇率如何影响出口和GDP？——兼评7月贸易数据》2018-08-09
- 8、《5月出口继续“抢跑”了么？》2018-06-10



内容目录

春节“错位”带动1月进出口双双回升	3
1月出口增速由负转正，预计2月将回落	3
1月进口增速降幅收窄，农产品进口增速由负转正	4
1月贸易顺差环比缩窄、对美顺差环比降同比升	5
贸易拐点已现，继续跟踪2019年出口走势的四个线索	6
线索1：跟踪中美贸易冲突的进展，特别是2500亿商品出口情况	6
线索2：跟踪全球经济景气度，特别是美欧两大经济体	7
线索3：跟踪出口退税的对冲效应	8
线索4：跟踪前瞻指标对出口的预判效果	9
中美贸易摩擦缓和，将利好哪些行业？	10
分析视角之一：已实施的关税清单	10
分析视角之二：对美营收依赖度	10
风险提示	12

图表目录

图表1：1月摩根大通全球综合PMI与出口增速发生背离	3
图表2：韩国出口已连续两个月告负，与中国再次背离	3
图表3：历年1-2月出口增速波动均较大	3
图表4：近五年出口的春节效应	4
图表5：对美欧日当月出口增速扩大	4
图表6：对多数主要新兴经济体当月出口增速扩大	4
图表7：1月中国对农产品进口回升，对汽车进口降幅收窄	5
图表8：PMI进口回升指向进口环境略有改善	5
图表9：1月中国贸易顺差环比缩窄同比走扩	6
图表10：1月中国对美顺差同比走扩	6
图表11：中美贸易冲突发酵过程	7
图表12：500亿清单主要涉及商品出口增速下滑	7
图表13：2000亿清单主要涉及商品出口增速下滑	7
图表14：中国出口国家以美国和欧盟为主	8
图表15：各经济体经济增速预期的下调情况（单位：%）	8
图表16：预计提高出口退税率将对我国出口增速下滑形成一定的对冲作用	9
图表17：BDI趋势下行预计拖累我国出口	9
图表18：OECD综合领先指标趋势下行预计拖累我国出口	9
图表19：美国对华关税清单中各商品的构成（单位：十亿美元）	10
图表20：申万一级行业和二级行业对美营收占比排名	11

春节“错位”带动1月进出口双双回升

1月出口增速由负转正，预计2月将回落

1月出口受春节“错位”和贸易摩擦缓和影响，同比增速由负转正。分国家看，我国对主要国家出口增速普遍上升。短期看，今年前两月出口走势大概率类似2016年，预计2月出口增速将回落。长期看，我们认为当前出口走弱拐点已现，随着全球经济景气度下行和贸易摩擦的负面影响逐步显现，2019年出口大概率维持弱势。

中国1月出口（以美元计）同比增长9.1%，预期降3.3%，前值降4.4%。考虑到2018年1月基数较高(10.6%)，2019年1月摩根大通全球PMI环比降低0.6个百分点至52.1%，人民币兑美元升值2.3%以及“抢出口”效应渐退，按说今年1月出口理应为负。倾向于认为，实际上我国1月出口增速超预期由负转正，应主要受春节“错位”影响。

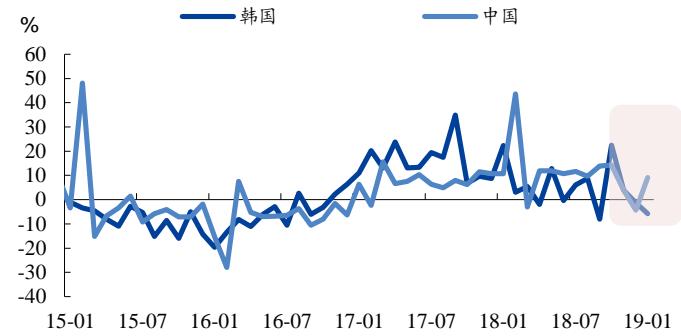
一般来说，企业考虑节后恢复生产和经营需要，会将本应在节后出口的商品提前1-2周出口。2018年春节在2月16日，因此对1月出口影响不大；今年春节在2月5日，企业很大可能会将2月的出口提至1月。对比过去五年春节期间的出口增速发现，2019年的情况与2016年较为类似，即2月初过春节，导致1月出口增速高、2月回落。此外，韩国出口与中国有较好的同步性，但韩国出口增速已经连续两个月告负且降幅增大（1月为-5.8%，2018年12月为-1.3%，2018年四季度为7.9%）。

图表1：1月摩根大通全球综合PMI与出口增速发生背离



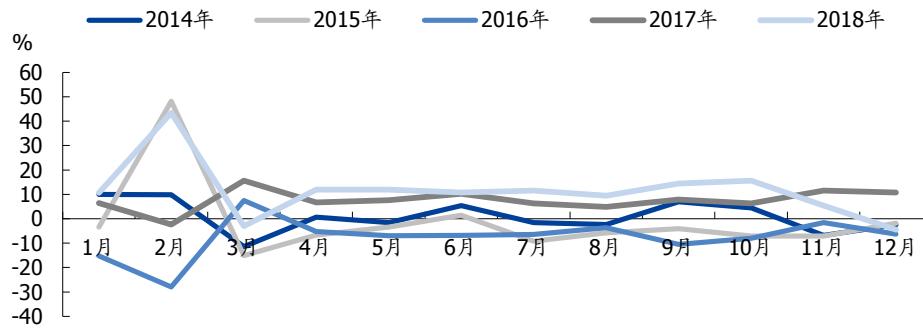
资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表2：韩国出口已连续两个月告负，与中国再次背离



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表3：历年1-2月出口增速波动均较大



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表4：近五年出口的春节效应

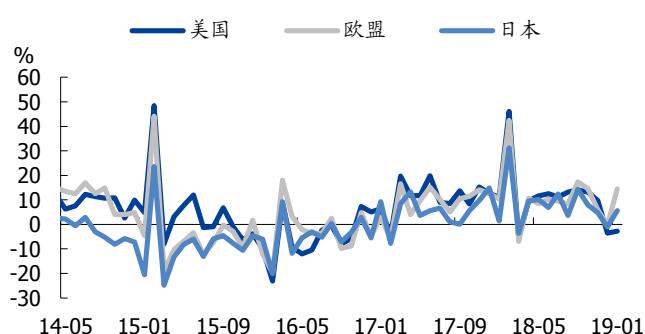
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
春节时间	1月31日	2月19日	2月8日	1月28日	2月16日	2月5日
1月出口增速(%)	9.93	-3.46	-15.25	6.42	10.60	9.50
2月出口增速(%)	9.81	48.13	-27.96	-2.35	43.50	?

资料来源：Wind，国盛证券研究所

对主要经济体当月出口增速均有所提高，但外需不能解释全部，仍需警惕中国对美国出口下滑。中国对美出口当月同比扩大0.77个百分点；对欧盟出口当月同比扩大14.81个百分点至14.49%；对日本出口扩大6.67个百分点至5.64%；对东盟出口扩大7.16个百分点至11.5%；对巴西出口扩大15.81个百分点至11.23%；对韩国出口扩大0.86个百分点至14.03%；对中国香港出口扩大28.52个百分点至2.55%；对印度出口扩大12.2个百分点至10.27%。

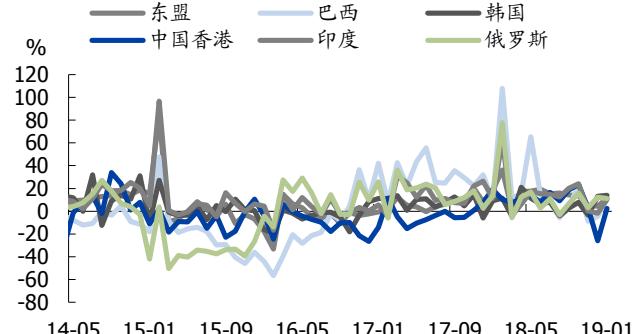
需要指出的是，其中发达经济体1月PMI多数下降，发展中经济体PMI总体仅小幅回升，因此外需变化不足以印证对多数国家出口增速的上升，出口回升主要还是应受春节“错位”的扰动。此外，对美出口虽然当月同比增速扩大，但仍然为负增长，即2018年12月中国对美出口当月同比为-3.54%，2019年1月为-2.77%，表明仍需警惕中国对美出口增速的下降，预计“抢出口”效应减退甚至消失和美国外需走弱将继续拖累中国对美国的出口。

图表5：对美欧日当月出口增速扩大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：对多数主要新兴经济体当月出口增速扩大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1月进口增速降幅收窄，农产品进口增速由负转正

1月进口下降1.5%，预期降10.2%，前值降7.6%。其中，对农产品增速由负转正、汽车进口降幅收窄、大宗商品进口涨跌互现。往后看，随着中美贸易谈判的顺利进行和对美汽车关税的下调，我国大豆和汽车进口增速有望继续回暖，大宗商品增速则取决于基建项目的批复和开工情况。总体上2019年经济下行压力凸显可能带动内需走弱，不过降低进口关税等政策实施将起到一定的托底作用。

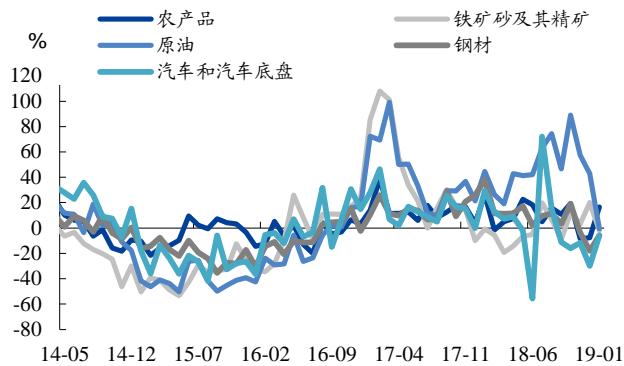
对农产品进口增速由负转正，对大豆进口降幅缩窄，印证我们上月观点。1月农产品进口金额同比上升16.55%，前值为下降7.61%，增速实现由负转正。其中大豆进口同比

降7.06%，较去年12月的降36.25%显著收窄。此前我们提到，G20峰会之后，我国表示将继续从美国进口大豆，根据贸易促进机构美国大豆出口委员会(US Soybean Export Council)表示，12月中国进口商开始再次购进美国大豆。我们预计随着中美贸易谈判的顺利进行，后续大豆进口增速有望由负转正。

对汽车进口降幅缩窄，应与下调对美汽车关税有关。去年7月份开始，中国对汽车进口关税由25%税率下调至15%，受此影响去年7月我国进口汽车当月同比增幅扩大至72%，随后由于国内汽车市场的持续低迷，进口汽车增速也由正转负。2018年12月14日，国务院关税委员会发表声明称自2019年1月1日起，对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税3个月，也即恢复美国进口汽车关税为15%的水平，这或许是1月汽车进口降幅大幅缩窄的原因之一。往后看，随着中美贸易谈判的进行和国家发改委此前提出的2019年将出台促进汽车等热点产品消费的措施，预计汽车进口增速有望由负转正。

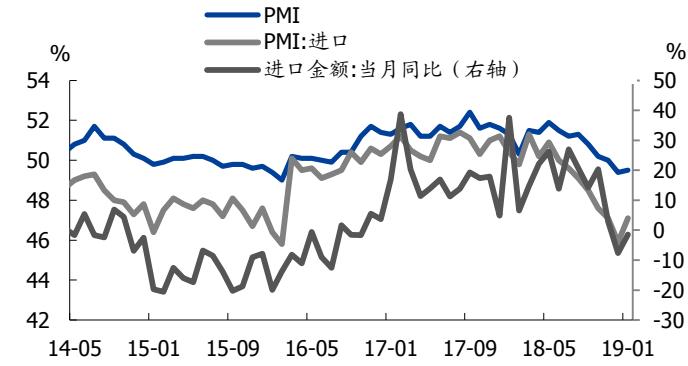
大宗商品进口涨跌互现，预计2019年稳基建将带动部分铁矿石、钢材等的需求。以进口金额计，1月铁矿砂(-2.06%，前值20.22%)、原油(-0.48%，前值42.71%)增速由正转负；钢材(-5.88%，前值-18.08%)，铜(-5.05%，前值-14.25%)进口增速降幅收窄。原油进口增速大幅下滑或与高基数有关，钢和铜等其他大宗商品进口回暖主要因春节临近企业赶工以及补库需求带动。往后看，2019年稳增长仍需稳基建，特别是5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基建将成为新的增长点，随着基建补短板的进行和地方债的发行，基建投资有望带动铁矿石、钢材等的需求。

图表7：1月中国对农产品进口回升，对汽车进口降幅收窄



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表8：PMI进口回升指向进口环境略有改善

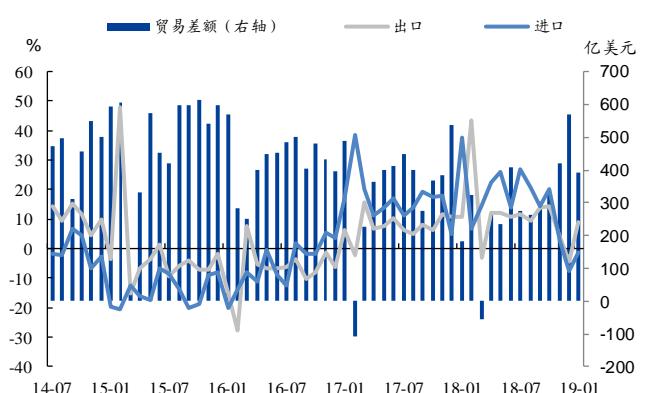


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

1月贸易顺差环比缩窄、对美顺差环比降同比升

1月贸易顺差391.60亿美元，低于前值570.6亿美元。1月对美出口365.42亿美元，进口92.42亿美元，对美顺差272.99亿美元，略低于前值但较去年同期多54亿美元。总体来看，2019年中国进出口预计双双趋缓，贸易顺差可能继续收窄，贸易对经济增长的拖累效应将凸显，“稳外贸”的必要性再次提升。

图表 9: 1月中国贸易顺差环比缩窄同比走扩



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 1月中国对美顺差同比走扩



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

贸易拐点已现，继续跟踪 2019 年出口走势的四个线索

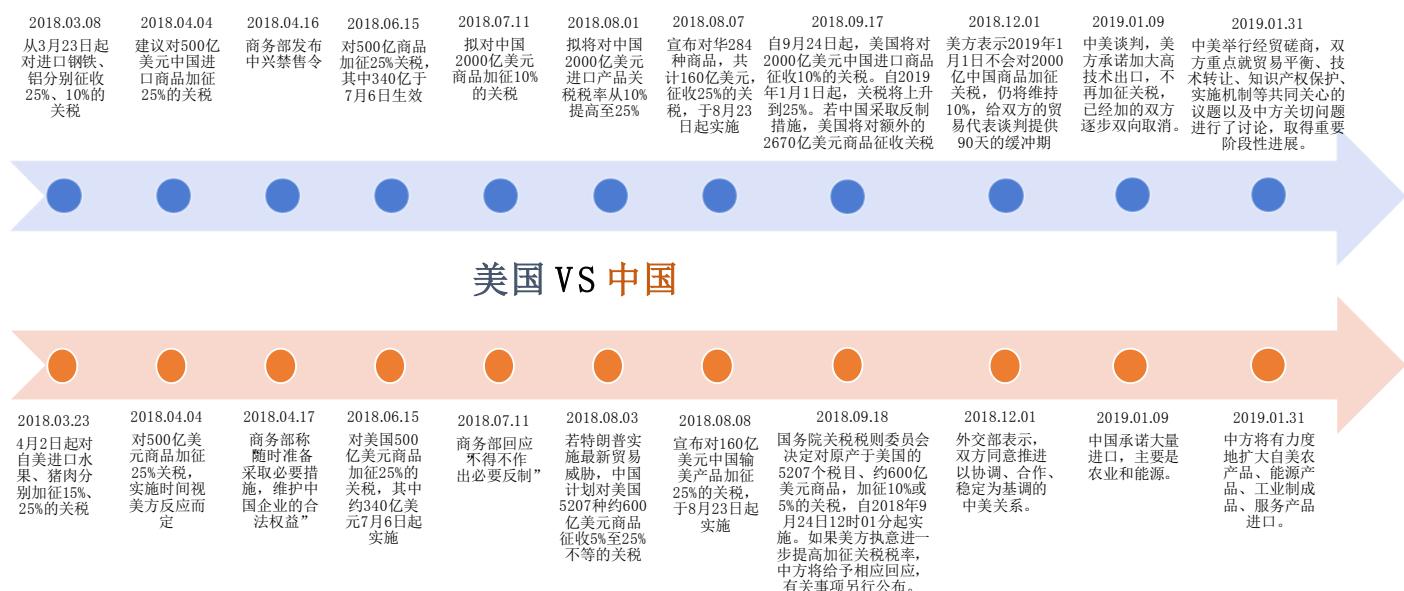
在前期报告中，我们提出了跟踪 2019 年出口走势的四个线索：**线索 1：**跟踪中美贸易冲突的进展，特别是 2500 亿商品的出口情况。**线索 2：**跟踪全球经济景气度，特别是美欧两大经济体。**线索 3：**跟踪出口退税的对冲效应。**线索 4：**跟踪前瞻指标对出口的预判效果。基于这四个预判维度，我们认为 2019 年 1 月受春节“错位”影响的出口大增难以持续，2 月出口增速将下滑，2019 年大概率延续弱势。

线索 1：跟踪中美贸易冲突的进展，特别是 2500 亿商品出口情况

自 2018 年 3 月以来，中美接近 1 年的贸易冲突可谓“一波三折”：2018 年 3 月至 6 月的“试探期”，2018 年 7 月至 11 月的“加码期”，2018 年 12 月至今的“缓和期”。时至 2018 年底，美国已对原产于中国的 2500 亿美元商品加征 10%-25% 不等的关税，中国对原产于美国的 1100 亿美元商品加征 5%-25% 的关税。

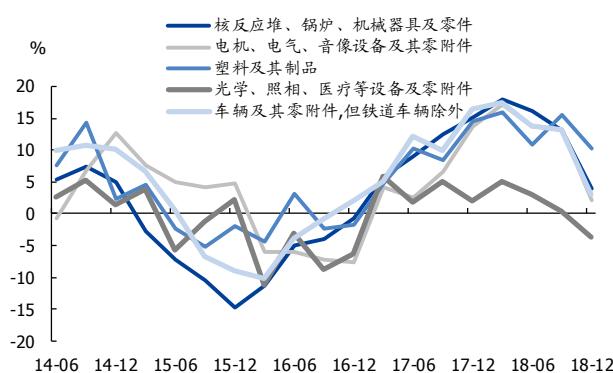
2018 年 12 月 G20 中美领导人会晤以来，中美贸易冲突迎来阶段性缓和，磋商时间有望延长。2019 年 1 月 30-31 日中美在华盛顿举行经贸磋商，双方讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护等问题，取得了阶段性进展，双方立场有了实质性接近。当前，中美正于北京展开为期两天的新一轮经贸高级别磋商，据德新社 2 月 12 日报道，特朗普表示如果双方接近达成一份真正的协议，他将考虑让期限（指若协议无法达成情况下，原计划将 2000 亿美元商品关税在 3 月 1 日之后由 10% 加至 25%）往后延长一段时间。

数据上看，2018 年 11 月以来美对中征税商品出口增速持续下滑，指向美国对中国贸易摩擦正在逐步拖累中国的出口。

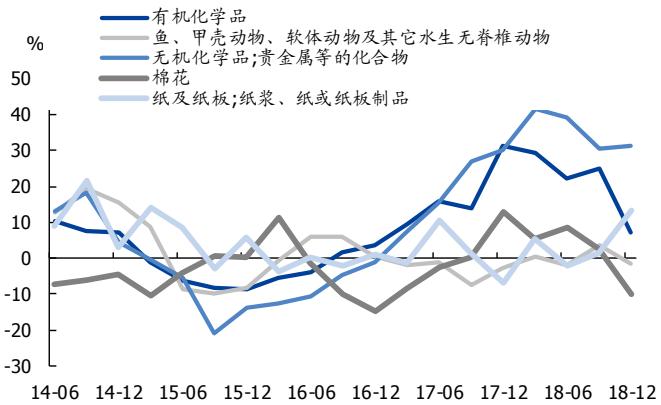
图表 11：中美贸易冲突发酵过程


美国 VS 中国

资料来源: Wind, Bloomberg, 新华社, 国盛证券研究所整理

图表 12: 500亿清单主要涉及商品出口增速下滑


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

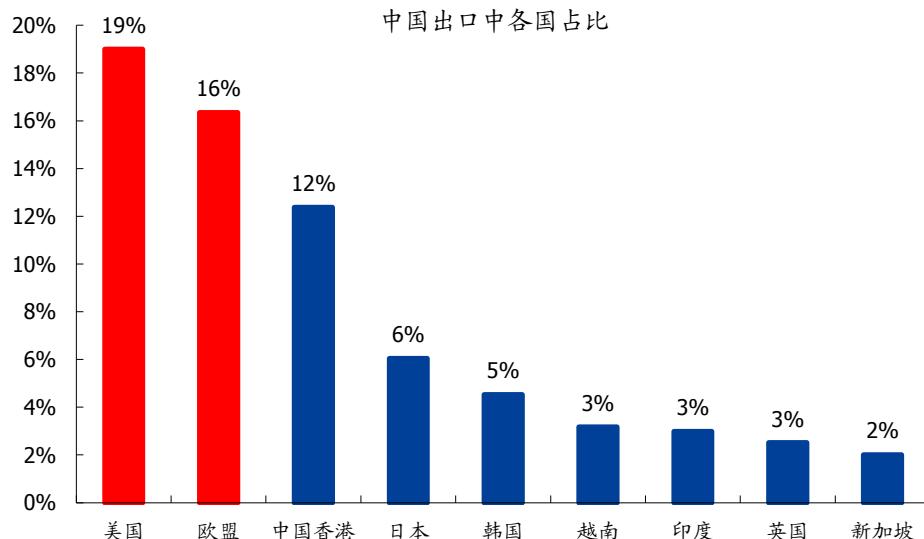
图表 13: 2000亿清单主要涉及商品出口增速下滑


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

线索 2：跟踪全球经济景气度，特别是美欧两大经济体

在前期报告中，我们指出美欧经济景气度的回落预计对中国的出口形成一定拖累。中国主要出口国家中，美国和欧盟合计占比在35%以上，展望2019年，预计美国在减税效果边际减弱、企业杠杆高企的风险下经济将趋于回落；欧元区经济则受出口下降的拖累在2019年也面临超预期下行的风险。

图表 14：中国出口国家以美国和欧盟为主



资料来源：Wind，国盛证券研究所

国际货币基金组织及其他多个经济体已经调低经济增速。国际货币基金组织在 2019 年 1 月更新的《世界经济展望》报告中警示，全球扩张已经减弱，并继续调低 2019 年全球预期增长率 0.2 个百分点至 3.5%，创下近 3 年的最低水平，同时将 2020 年增速下调 0.1 个百分点至 3.6%。此外，近期欧盟、英国、澳大利亚等国也纷纷大幅下调经济增速预期。这意味着世界政治经济格局深度调整所带来的极大不确定性将拖累全球经济增速，从而也将对我国出口产生较大的压制。

图表 15：各经济体经济增速预期的下调情况（单位：%）

	2019		2020		2021	
	此前预期	调整后	此前预期	调整后	此前预期	调整后
欧元区	1.9	1.3	1.7	1.6	-	-
欧盟 27 国	2.0	1.5	1.9	1.8	-	-
英国	1.7	1.2	1.7	1.5	1.7	1.9
澳大利亚	3.25	2.75	3.25	2.75	-	-

资料来源：欧盟委员会，英国央行，澳洲联储，国盛证券研究所

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_14260

