

2021年04月14日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

出口回落的时点可能比预想的早

——3月进出口数据点评

相关报告

《3月PMI数据点评：短期制造业仍维持在较高景气水平》——2021-03-31

《1-2月财政数据点评：财政收支与全年安排相匹配》——2021-03-23

《1-2月经济数据点评：终端需求没有那么亮眼》——2021-03-15

《1-2月进出口数据点评：出口环比高点可能正在过去》——2021-03-08

《两会前瞻：保守的GDP目标无需过度担忧》——2021-03-04

事件：

4月13日，海关总署公布3月份中国以美元计价的货物贸易出口、进口增速分别为30.6%（1-2月为60.6%）和38.1%（1-2月为22.2%），出口增速低于预期而进口增速高于预期。考虑到成本上行挤压出口企业利润并可能向出口金额传导的影响，我们认为出口增长的趋势性放缓可能比市场一致预期来得更早。进口的较快增长一方面受到大宗商品价格上涨的影响，一方面可能与一些补库存的因素有关，在有更多证据之前，我们并不认为国内需求显著走强。

投资要点：

- 出口增速较快回落，趋势增长已经弱于去年四季度的水平。

由于一些积压货物的集中出口和春节就地过年政策加速在手订单执行，即使剔除基数效应，1-2月的出口数据仍然极高且不可持续（《1-2月贸易数据点评》）。因此我们以去年四季度的出口增速为基准进行比较，剔除基数效应之后我们发现3月出口增长较去年四季度的水平（16%左右）明显放缓，且弱于市场的一致预期。

当然，数据偏低可能有订单提前执行的影响，但是从去年四季度出现的因为原材料成本上涨、汇率偏强、以及海运费用仍然偏高等因素导致出口企业利润下滑且接单谨慎等因素是否已经逐步开始影响出口数据值得关注。

从品类来看，剔除基数效应纺织品的出口增速下行极其猛烈，可能与海运价格处于历史高位，由于运费占总成本比重偏高，一些劳动密集型的产品的出口发货暂缓有关。从国别来看，剔除基数效应对发达国家和发展中国家主要贸易伙伴的增速大都较四季度有所下滑。

- 进口增速超预期与大宗商品价格上涨有关，补库存的可能性也较大。

进口增速也高于基数效应以及四季度趋势外推的结果且较1-2月进一步回升。大宗商品价格的同比持续上涨当然有一定贡献，但是包括原油、铁矿石、粗铜进口数量的增长在3月有明显的上升，此外，剔除掉基数效应之后的集成电路进口数量和金额的增长也比较明

显。由于缺乏内需明显走强的证据，我们暂时认为原材料进口的明显上升可能与企业在大宗商品涨价和集成电路缺货背景下囤积库存的行为有关。

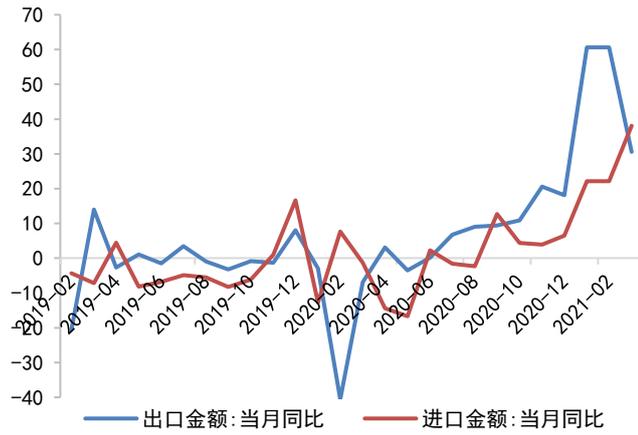
■ **出口增速趋势性回落的时点可能早于市场一致预期。**

从目前了解到的情况来看，出口企业的状况和相对光鲜亮丽的出口数据之间存在较大差异。受到原材料成本上行、汇率处于高位、以及海运运费仍然偏高的影响，许多出口企业特别是低附加值的出口企业盈利受到较大冲击，甚至存在亏损的现象。企业在接订单方面比较谨慎从去年四季度就已经开始，在几个月滞后之后对出口数据产生影响的可能性不低。3月出口数据可能已经有一定可能性反映出这个问题，剔除基数之后出口增速趋势性的下滑可能会比我们预想的更早一些。

4月9日，总理的经济座谈会指出“国际大宗商品价格大幅上涨带来企业成本上升压力很大”，“既看同比增速又看环比增速，既看宏观经济数据又看市场主体切身感受，既看经济运行总体态势又密切关注新情况新问题。”上述基调和我们对出口部门的分析高度一致。从会议对政策的指引“保持宏观政策连续性稳定性可持续性，政策不急转弯”来看，在通过一些宏观审慎等偏行政的手段压制住社融扩张之后，货币政策提升银行间市场短期利率的可能性在整个二季度都比较低。

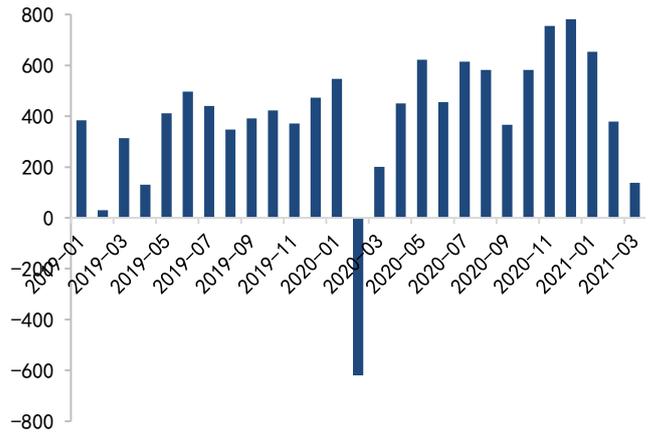
风险提示：海外经济复苏低于预期，政策低于预期，国内外疫情恶化

图 1: 进出口同比增速 (以美元计价)



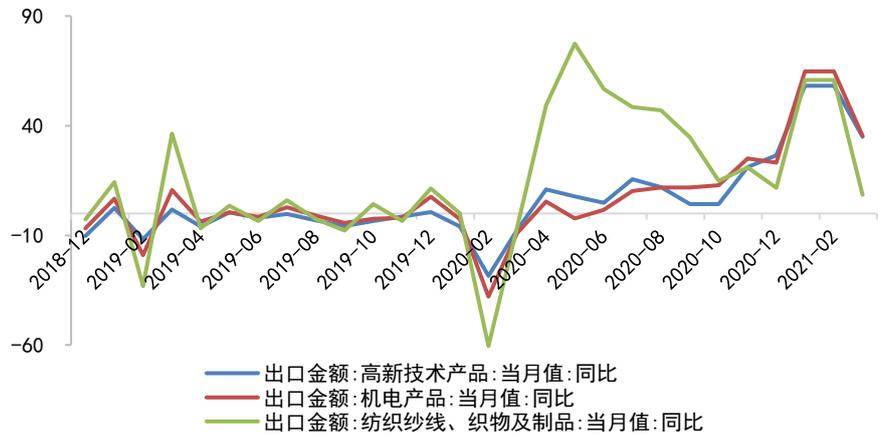
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 当月贸易差额收窄



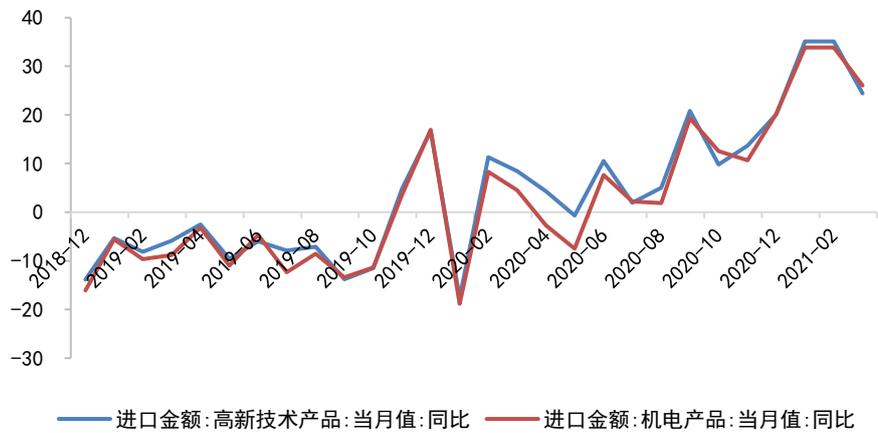
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 主要出口商品同比增速



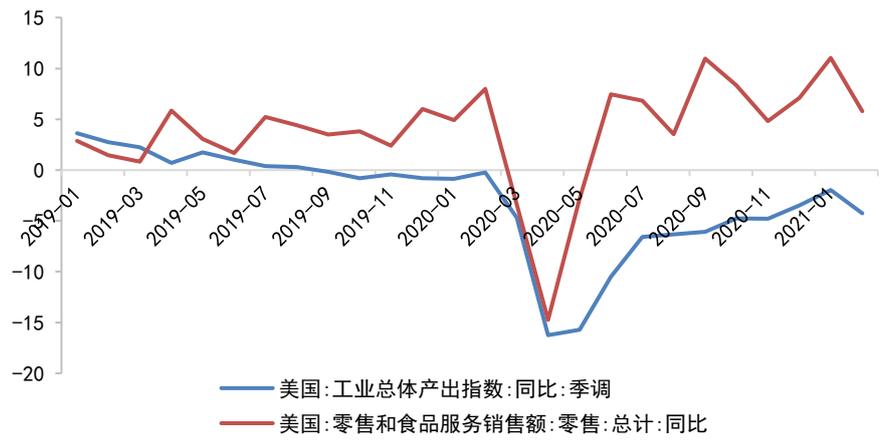
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 主要进口商品同比增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 美国工业与零售近期有所下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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_19093

