

什么推动了进出口改善超预期？

数据：美元计价下，3月出口同比-6.6%（前值-17.2%），进口同比-0.9%（前值-4.0%），贸易差额199亿美元（前值-71亿美元）。

人民币计价下，3月出口同比-3.5%（前值-15.9%），进口同比2.4%（前值-2.4%），贸易差额1394亿元（前值-426亿元）。

1、3月出口同比跌幅收窄，原因在于东南亚国家需求较强支撑出口，但受海外疫情影响，美欧需求较弱，出口整体依然偏弱。从国别上看，3月出口同比跌幅收窄的关键原因在于对东南亚等国出口较强，对东盟出口同比为7.2%（前值-5%），对日本的出口同比-1.2%相对保持稳定。但受到疫情影响，海外主要经济体美国和欧盟相关国家需求偏弱，美国ISM制造业PMI降至荣枯线以下，欧洲制造业PMI收缩区间内下滑至44.5。因此，对美国出口同比为-20.8%（前值-27.4%），对欧盟出口同比为-24.2%（前值-29.9%），对香港出口同比为-12.6%（前值-20.4%）。从贸易方式上看，一般贸易回升动力较为强劲，出口同比回升至-4.5%（前值-17.9%），但来料加工回升力度较弱，同比回升至-14.5%（前值-22.7%）。从商品类别来看，钢材出口数量同比为正，但劳动密集型产品大幅下跌至-23.3%，同时机电产品和高新技术产品出口同比为负，分别为-7.5%和-9.0%。

2、3月进口同比收窄，主要原因在于复工复产以及部分2月需求延后至3月带来的需求改善。从数量来看，大宗商品中原油同比4.5%，铜材同比升至13.3%。从价格来看，原油价格仍然回落，铁矿石和汽车制造价格回升。从国别来看，我国对美国进口大幅跌至-12.65%（前值2.4%）；对欧盟进口同比回升至-6.5%（前值-18.9%），对香港进口同比回升至-29.1%（前值-34.5%）。

3、3月的进出口同比改善超预期有四点启示。第一，部分原因在于一次性需求的释放。3月进出口同比跌幅收窄有部分原因在于2月停滞的贸易在3月集中释放，实际需求的改善程度可能没有这么大。**第二，未来出口出现大幅改善的可能性不高。**海外疫情仍在蔓延，且疫情影响下供给和需求同时受到影响，导致海外需求在短期可能受到较为明显的影响。目前来看，只有对东盟的出口没有受到显著的影响，但这种趋势可能不会持续，叠加美欧需求仍然低迷，最终将影响整体需求。**第三，未来进口改善的确定性较大。**从国内疫情的形势来看，疫情对中国需求的影响最坏的时间应该已经过去，随着疫情逐渐得到控制、复工率逐渐回升、政策逐步转向刺激经济，国内的生产和消费预计将逐步回升，尤其在“稳增长”的政策支持下，未来基建、消费可能回升力度较大，从而对进口形成支撑。**第四，制造业不容乐观。**原因有两点：一是，从来料加工的角度考虑，3月出口数据的改善主要集中于一般贸易，而来料加工出口仍然低迷。我国制造业在全球产业链当中扮演中游组装、加工和制造的角色，所以来料加工出口下滑可能预示着制造业的下滑；二是，从劳动密集型产品出口的角度考虑，我国制造业相对优势在于劳动密集型相关产业，但3月七大类劳动密集型产品出口大幅下跌也可能预示着制造业下行。

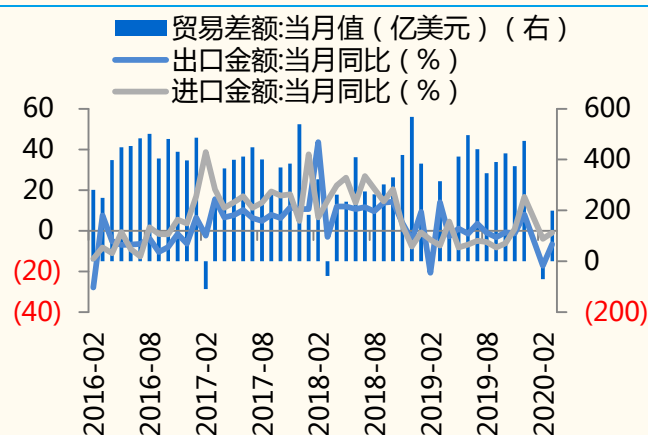
风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

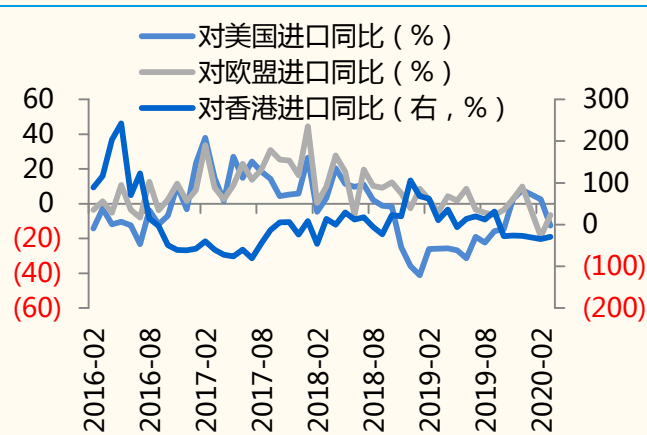
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1：3月进出口当月同比跌幅收窄



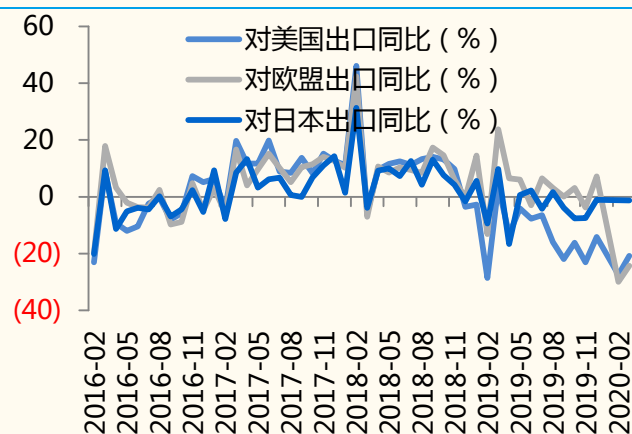
来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

图表 2：对美国进口同比转负



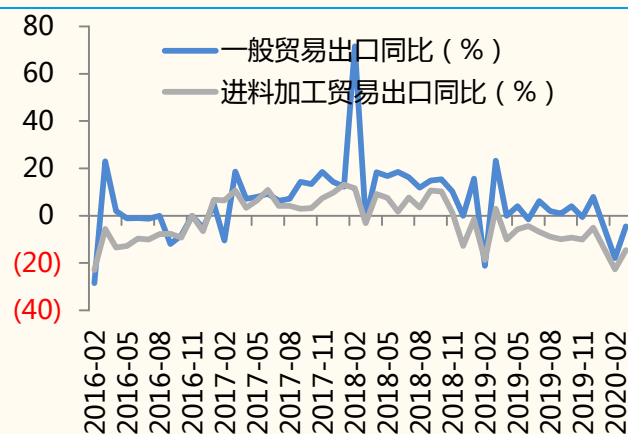
来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

图表 3：对美国 and 欧盟出口仍然低迷



来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

图表 4：一般贸易出口同比改善明显



来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

风险提示：1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH

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_5808

