

## 出口环比显著恶化，货币持续宽松可期

相对市场表现

### ——来自 3 月贸易数据及 4 月 13 日国常会的信号

#### 核心观点：

4月13日海关总署在国新办发布会上公布中国一季度贸易数据。虽然由于基数效应，3月出口同比增速仅仅温和放缓，但是经过季节调整以后的出口环比负增长显示受到供需双重冲击，中国出口增长正在明显恶化。3月进口数据的下滑也显示国内需求回落——尽管程度并不像同比数据显示的那么严重。内外部共同的压力可能促使4月13日国常会做出在“稳增长”方面继续加码的决定；我们预计近期央行可能会进行一次全面降准。

#### 投资要点：

##### ➤ 供需双重因素导致3月出口环比增长显著恶化

虽然低基数导致出口同比增速仅仅略微下滑，但是根据我们计算，可以排除基数影响的出口增速季调环比3月出现明显负增长，其趋势值也向0增长靠近，显示出口部门面临严峻形势。据了解，深圳疫情影响供给、国内供应链受冲击订单加速向海外转移、疫情期间过度下单的消退、积累的高库存、以及俄乌冲突的影响都对中国出口造成了负面影响。在高基数因素消退且4月供给冲击更严重的情况下，我们预计4月以美元计价出口增速可能回落到个位数。

##### ➤ 进口增速回落反应内需疲软

进口增速同比的大幅回落特别是以人民币计价的负增长引发显著关切。我们发现同比增长的回落很大程度上受到高基数的影响，但是其环比增长的下行也反映出国内需求的走弱。

##### ➤ 国常会部署稳增长，全面降准可期

与我们此前的预判一致，在内外部的压力之下，国常会提出“适时运用降准等货币政策工具”。我们预计近期央行可能会进行一次全面降准。此外，国常会要求大型银行有序降低拨备率、在需求供给两方面同时提振消费、和扩大加速出口退税的部署也有明显促进宽信用刺激经济增长的意图。我们认为对未来出口增速可能较快下滑的担忧或是国常会推出提振出口措施的重要因素。

**风险提示：**出口与预期不一致；全球疫情恶化；中美关系超预期恶化

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《狼来了吗？利差倒挂、缩表和经济衰退》— 2022.04.13

2、《降准降息的可能性不宜低估》— 2022.04.07

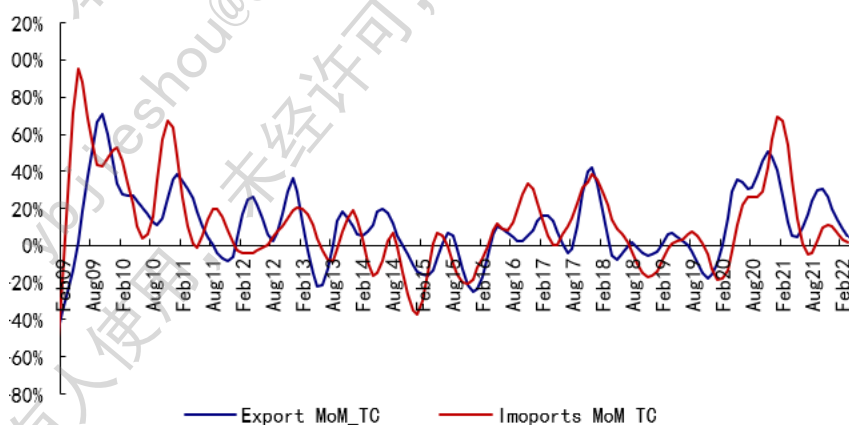
3、《非农数据支撑美联储全速加息》— 2022.04.04

## 出口季调环比增速进一步放缓

4月13日海关总署在国新办发布会上公布中国一季度贸易数据。3月中国以美元计价出口同比增长14.7%（1-2月同比增长16.3%），进口同比下降0.1%（1-2月同比增长15.5%）。

受到低基数的影响，3月出口同比增速较1-2月仅有温和下滑——然而实际情况远远比同比数据恶化。从不受基数效应的出口环比季调增速来看，3月出口增速大幅负增长，其趋势项也向零增长逼近（图表1）。数据验证了我们近期出口面临较大压力的预判（《3月PMI数据点评》）

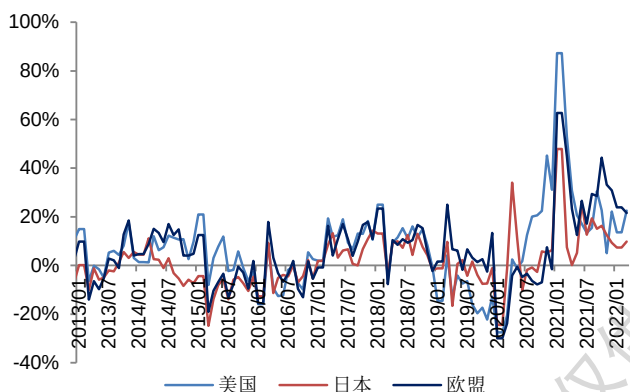
图表1：中国进出口增速季调环比年化趋势增速（美元计价）



来源：Wind，国联证券研究所

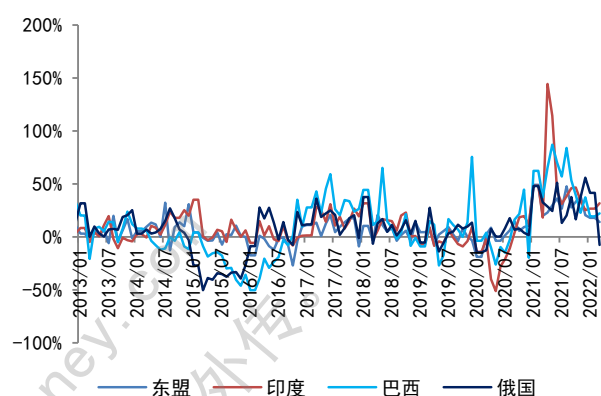
分国别来看，中国对美国、日本出口同比增长有所回升，对美国出口3月同比增速为22.4%（1-2月为13.7%），对日本出口3月同比增速为9.7%（1-2月为7.4%）。中国对欧盟、东盟出口同比略微下降，对欧盟出口3月同比增速为21.4%（1-2月为24.0.%），对东盟出口3月同比增速为10.4%（1-2月为13.3%）。

图表2：中国对美国欧盟日本出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

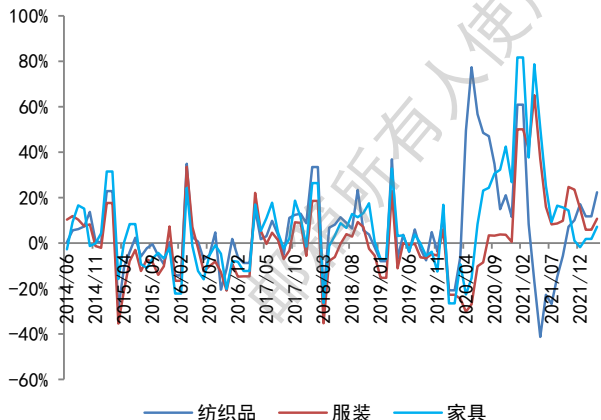
图表3：中国对东盟、印度、巴西、俄国出口增速



来源：Wind，国联证券研究所

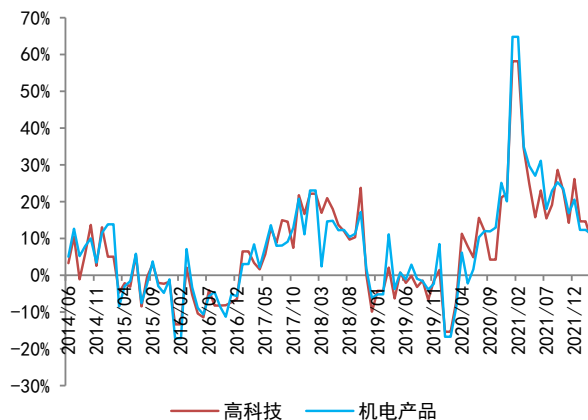
从品类来看，劳动密集型产品出口同比增速较1-2月有所回升，纺织品、服装、家具3月同比增长分别为22.2%（1-2月为11.8%）、10.5%（1-2月为5.9%）、7.1%（1-2月为1.8%）。而高科技、机电产品出口增速延续回落趋势，3月同比增长分别为9.6%、11.2%。

图表4：中国劳动密集主要产品出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表5：中国机电和高科技产品出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

## 出口下行受疫情对供应链扰动及外需收缩双重影响

我们认为需求供给多方面因素共同导致3月出口环比大幅下行。由于4月份的供给冲击更加明显，我们预计短期出口环比仍将下行压力，而伴随着低基数因素的消失，以美元计价的4月出口同比增速可能回到个位数。

从3月的情况看：

- 首先，受到3月疫情影响，从深圳港出口的一些产品可能受到影响。此外，疫情也导致一些企业生产、运输等受到影响，因而影响出口。
- 其次，从我们了解到的一些情况来看，由于海外客户担心我国供应链受到动

态清零政策影响，加速催化了此前就存在的订单向海外转移现象。部分订单转移本来就符合在疫情前供应链从中国转移的趋势，这些订单转移之后，即使国内疫情受控，可能也难以回归。

- 第三，在此前全球供应链受到冲击的情况下，由于担心供应不足或者不及时，海外进口商可能过度下单并存在较高库存。在全球供应恢复之际，订单因此下滑甚至取消，也影响出口。
- 第四，对欧盟出口下行可能部分受到俄乌冲突欧盟能源价格上行，居民购买力缩水的影响。中欧集装箱货运终端价格下行显著。

从4月的情况看：

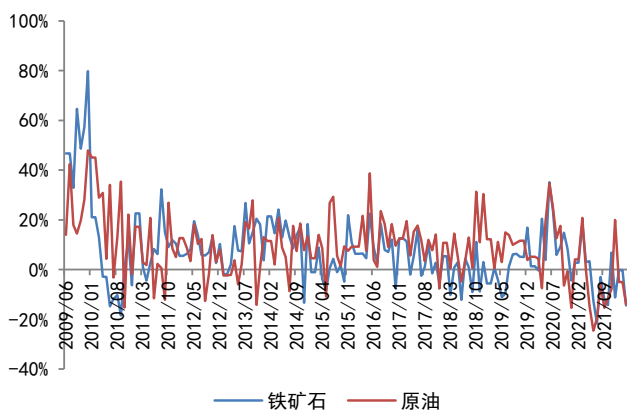
不仅此前影响出口的因素在四月可能持续，疫情带来的供给冲击在上海及周边区域进一步恶化。除了生产受限之外，而且以卡车为代表的物流受到的冲击巨大。具体而言，对卡车和货物进行消毒、对司机进行新冠检测，这一过程耗时较长，同时司机由于感染或密接也有被隔离的可能，这对司机在工厂之间运送零部件，以及将货物从车间运到港口的速度产生较大影响。

## 进口环比增速继续回落反应国内需求相对疲软

经过季节调整以后，中国以美元计价的进口季调环比增速也出现负增长，且其趋势基本接近于0增长（图1）。同时，由于去年同期基数较高（可能与当时补库存的一些进口有关），进口同比增长大幅下滑到0.1%，以人民币计价的进口增速甚至出现了负增长——引发广泛关切。

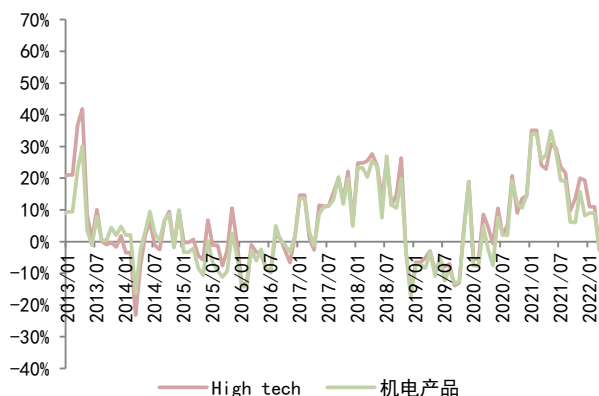
从同比增速来看，原油、铁矿石、纸浆等中国一些重要大宗商品进口量延续1-2月同比负增长趋势，高科技及机电产品进口金额自1-2月同比增速明显收缩后，在3月同比增速转负。虽然高基数是进口同比数据显著恶化的主要解释，但是进口环比增速的下滑也显示国内需求相对疲软。

图表8：中国铁矿石和原油进口量同比



来源：Wind，国联证券研究所

图表9：中国高科技和机电产品的进口金额增速同比



来源：Wind，国联证券研究所

## 国常会继续传递政策调整信号

如我们此前所预计的那样，在贸易形势恶化和国内疫情冲击的情况下，决策层可能进一步推动货币宽松（《降准降息的可能性不宜低估》）。在4月6日国常会部署“稳增长”措施之后，4月13日的国常会明确提出，“适时运用降准等货币政策工具，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本。”我们预期近期央行可能会有有一次全面降准。

尽管由于央行的一些管理措施，降准带来的流动性宽松不会直接带动银行间市场短端利率的下行，但是降准仍将从三个渠道起到支持实体经济的作用：

- 首先降准传递了明确的货币政策宽松的信号，有助于引导市场预期；
- 其次，降准释放的长期资金在银行存在资产负债久期匹配的背景下会鼓励银行增加长期信贷投放；
- 最后，由于中小银行在吸收存款方面较大银行存在劣势，且通过同业市场获取负债也受到多方面因素的限制，降准释放的资金更具有普惠性，有利于中小银行获得低成本资金并向小微企业、个体工商户等经济薄弱缓解提供信贷支持。

此外，国常会要求大型银行有序降低拨备率也有助于大型银行增加资本金，扩大信贷投放。支持消费的多项举措则既涉及刺激需求，也包括鼓励供给，有利于推动消费回升。而进一步扩大出口退税范围、加快出口退税速度的有关措施更是有直接支持出口部门的效果，我们以为或与决策层也担忧未来出口增速过快下滑有关。

**风险提示：出口与预期不一致；全球疫情恶化；中美关系超预期恶化**

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\\_40366](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40366)

