

疫情对出口略有负面影响，基数效应导致进口增速大降 ——3月外贸数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

3月份我国出口金额同比增长14.7%，略高于预期13.1%，不过国内疫情及海外地缘政治的不确定性对出口略有负面影响。预计国内疫情会使得4月出口增速小幅回落。中长期来看，随着海外供应的逐步恢复，我国出口增速趋于缓慢回落。3月我国进口金额同比增长-0.1%，远低于前值15.5%，主要因为去年同期基数较高。基数效应消退会使得4月进口同比增速显著回升。中期来看，预计进口增速大体稳定。

摘要：

事件：中国3月出口(以美元计)同比增长14.7%，预期13.1%，前值16.3%；进口增长-0.1%，预期8.2%，前值15.5%；贸易顺差473.8亿美元，预期256亿美元。

点评：

1) 国内疫情及海外地缘政治的不确定性对3月出口略有负面影响。预计国内疫情会使得我国4月出口增速小幅回落。中长期来看，随着海外供应的逐步恢复，我国出口增速趋于缓慢回落。3月份我国以美元计价的出口金额同比增长14.7%，好于预期值13.1%，略低于1-2月的同比增速16.3%，出口仍有韧性。从分国别数据来看，我国对香港地区的出口同比增速回落9.7个百分点至-6.2%，深圳和香港地区的疫情对出口有一定的负面影响。近期上海地区疫情较为严重，全市大范围交通管制是从3月28号开始，因此上海疫情对3月出口的负面影响很小，但预计对4月出口有一定的负面影响。3月份我国对俄罗斯的出口增速回落15.6个百分点至25.9%，海外地缘政治的不确定性对我国出口也略有负面影响。往前看，预计国内疫情会使得我国4月出口增速小幅回落。中长期来看，随着海外供应链的修复，我国出口供应链优势会有所减弱。当然，这个过程不会很快，我国出口增速的回落会相对缓慢。

2) 去年同期基数较高使得3月我国进口金额同比增速大幅回落。基数效应消退会使得4月进口同比增速显著回升。中期来看，预计进口增速大体稳定。3月我国以美元计价的进口金额同比增长-0.1%，显著低于预期值8.2%，远低于1-2月的同比增速15.5%。3月进口同比增速大幅回落与去年同期基数较高有关。环比来看，3月进口金额较1-2月均值增长6.7%，略低于2018年-2021年间3月进口金额环比增速的中位数8.5%。2017年尤其是2013年以前，3月进口金额环比增速普遍较高，中位数高达19.5%，但这未必能代表近几年的季节性特点，因为贸易的季节性特点随时间推移可能有明显的变化。近期国内疫情形势较为严峻，预计4月进口会在一定程度上受抑制，但基数效应消退会使得4月进口同比增速显著回升。中期来看，疫情对国内需求的抑制是暂时的。为了实现今年的GDP目标，预计未来几个月稳增长力度会加大，5月之后国内经济有望企稳回升，这对我国进口金额构成支撑。尽管全球经济增长动能边际放缓，但在海外高通胀及地缘政治导致部分商品供应减少的背景下，预计未来几个月大宗商品价格高位震荡。大宗商品进口占我国总进口的比重较大，其价格高位震荡对我国进口金额构成支撑。预计二季度进口金额同比增速与今年1-2月大体接近。

风险因子：国内疫情恶化，海外地缘政治不确定性加大



宏观研究团队

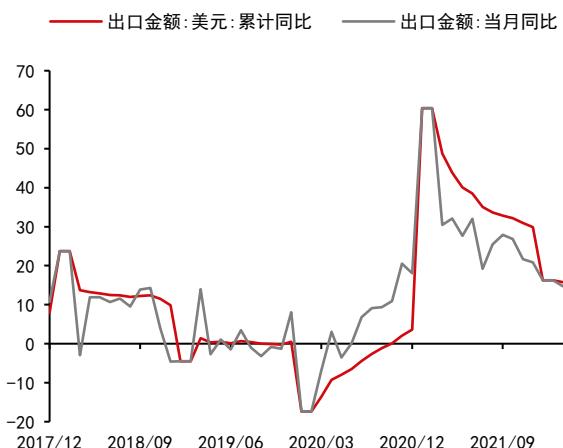
研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、出口

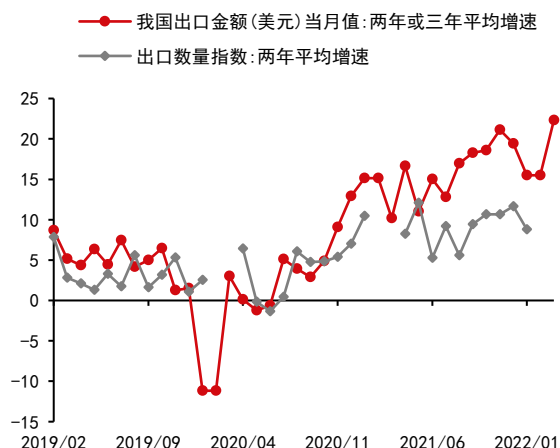
3 月份我国出口增速略有回落，部分因为国内疫情及海外地缘政治的不确定性，不过出口增速并不低，仍有韧性。3 月份我国以美元计价的出口金额同比增长 14.7%，好于预期值 13.1%，略低于 1-2 月的同比增速 16.3%，出口仍有韧性。从分国别数据来看，我国对香港地区的出口同比增速回落 9.7 个百分点至 -6.2%，深圳和香港地区的疫情对出口有一定的负面影响。近期上海地区疫情较为严重，全市大范围交通管制是从 3 月 28 号开始，因此上海疫情对 3 月出口的负面影响很小，但预计对 4 月出口有一定的负面影响。3 月份我国对俄罗斯的出口增速回落 15.6 个百分点至 25.9%，海外地缘政治的不确定性对我国出口也略有负面影响。

图表1：出口金额(美元计价)同比增速



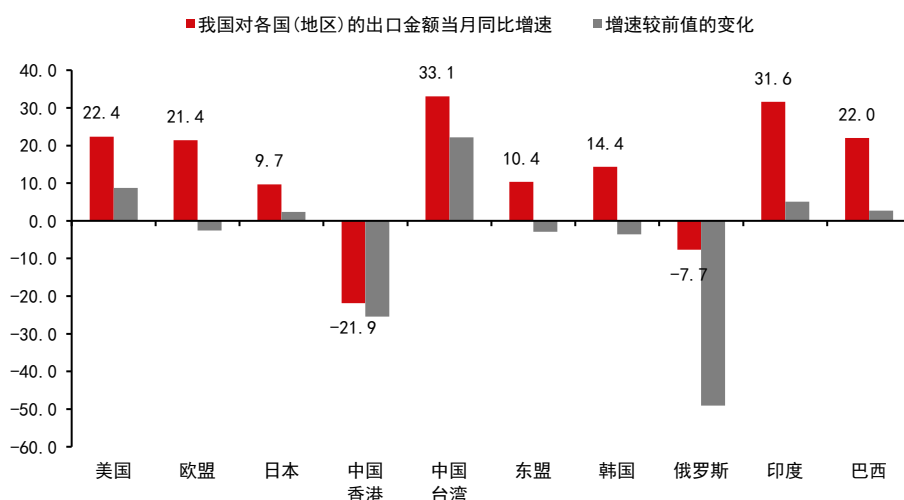
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2：出口金额(美元计价)两年或三年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3：我国对各国(地区)出口金额(美元)的当月同比增速及其相对于前值变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

往前看，预计国内疫情会使得我国4月出口增速小幅回落。中长期来看，随着海外供应的逐步恢复，我国出口增速趋于缓慢回落。近期上海疫情较为严重，从3月28日开始上海地区采取了大范围的较为严格的交通管制，这对4月上海出口有一定的负面影响。此外，由于上海疫情外溢风险较大，周边省市也采取了更为严格的交通管制措施，这导致跨省物流不畅。虽然4月7号交通运输部已经召开物流保障协调工作机制会议，但物流的畅通仍需一定时间。因此，国内疫情会使得我国4月出口增速小幅回落。中长期来看，随着海外供应链的修复，我国出口供应链优势会有所减弱。当然，这个过程不会很快，我国出口增速的回落会相对缓慢。

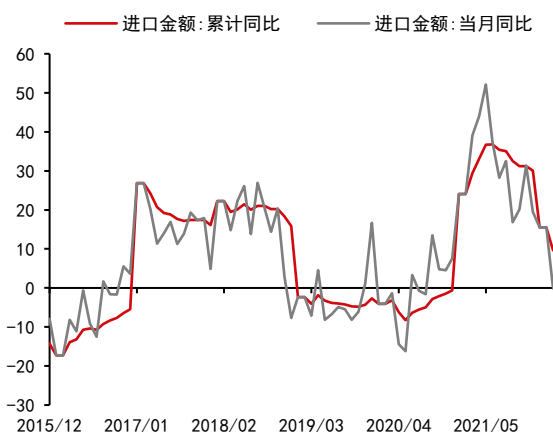
二、进口

3月我国进口金额同比增速大幅回落，这与去年同期基数较高有关，国内疫情可能也对进口略有负面影响。3月份我国以美元计价的进口金额同比增长-0.1%，显著低于预期值8.2%，远低于1-2月份的同比增速15.5%。3月份进口增速大幅回落与去年同期基数较高有关。环比来看，3月进口金额较1-2月均值增长6.7%。从历史数据来看，3月份进口金额的环比增速波动较大。在2017年尤其是2013年以前，3月进口金额环比增速普遍较高，中位数高达19.5%，但这未必能代表近几年的季节性特点，因为贸易的季节性特点随时间推移可能有明显的变化。2018年-2021年间，3月进口金额环比增速普遍不高，中位数是8.5%，只有2021年3月的环比增速异常高（高达23.3%）。2019年中美贸易摩擦对外贸有影响，但2018年12月至2019年4月中美没有互加关税，而是开展多轮贸易磋商，因此2019年3月进口金额相对于1-2月均值的环比增速并未受到中美贸易摩擦的影响。2020年一季度新冠疫情对外贸有影响，但相对于出口，进口受到的影响相对较小，而且由于3月进口金额与1-2月平均进口金额均受到疫情的负面影响，在计算环比增速时，负面影响大体被抵消掉。因此，我们认为2019年与2020年3月份进口金额的环比增速总体能够反映进口的季节性规律。考虑到2018-2021年距今较近，这段时间进口的季节性规律更能好地代表今年。与过去四年的3月进口金额环比增速的中位数相比，今年3月进口金额环比增速略偏低，这可能与国内疫情的负面影响有关。由于去年3月进口金额环比增速异常高，高基数效应使得今年3月进口金额同比增速大幅回落。与2019年相比，3月我国进口金额三年平均增长11.1%，增速与1-2月大体持平。

往前看，4月国内疫情对进口略有负面影响，但基数效应消退会使得进口同比增速显著回升。中期来看，我国需求的企稳回升和大宗商品价格高位震荡对我国进口金额构成支撑，预计进口增速大体稳定。近期国内疫情形势较为严峻，预计4月进口会在一定程度上受抑制。从2020年经验来看，进口受疫情影响程度明显低于出口受疫情影响程度，再加上当前防疫经验相对丰富，预计进口受疫情影响程度较小。考虑到基数效应消退，预计4月进口同比增速显著回升。中期来看，进口金额主要受国内需求和大宗商品价格影响。疫情对国内需求的抑制是暂

时的。为了实现今年的 GDP 目标，预计未来几个月稳增长力度会加大，5 月之后国内经济有望企稳回升，这对我国进口金额构成支撑。尽管全球经济增长动能边际放缓，但在海外高通胀及地缘政治导致部分商品供应减少的背景下，预计未来几个月大宗商品价格高位震荡。大宗商品进口占我国总进口的比重较大，其价格高位震荡也对我国进口金额构成支撑。预计二季度进口金额同比增速与今年 1-2 月大体接近。

图表4：进口金额(美元计价)同比增速



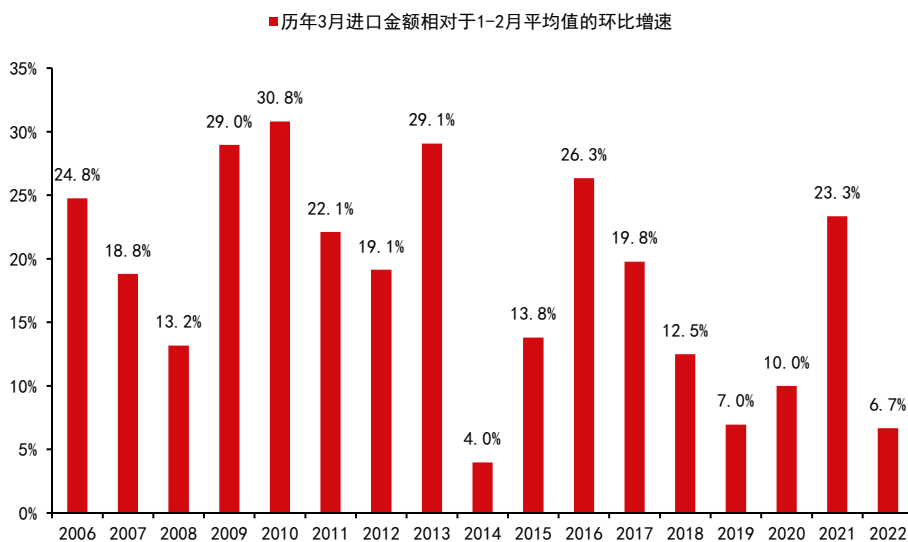
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：进口金额(美元计价)两年或三年平均增速



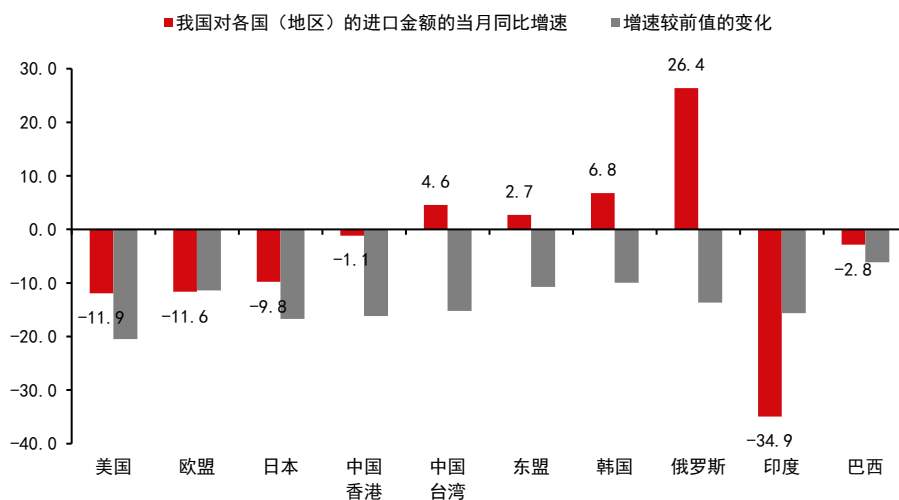
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：历年3月进口金额相对于1-2月平均值的环比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：我国对各国(地区)进口金额(美元)的当月同比增速及其相对于前值的变化

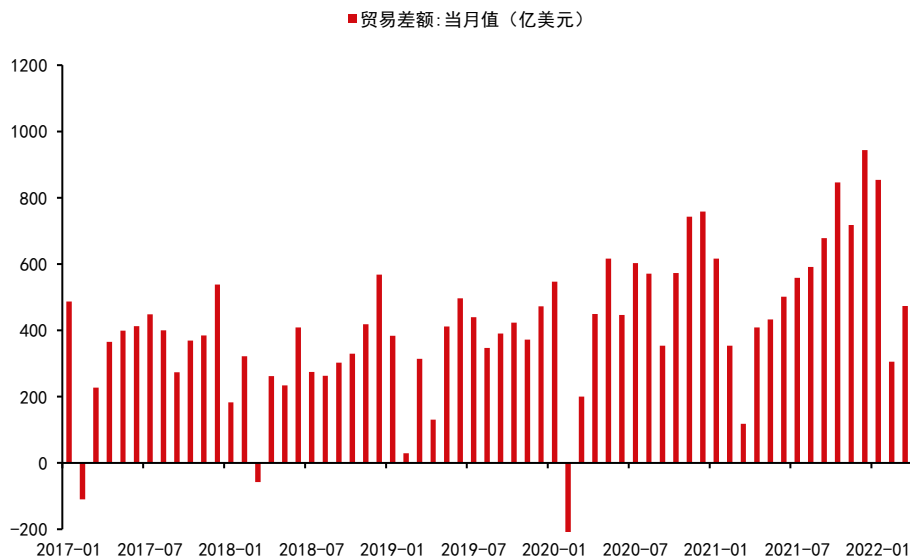


资料来源：Wind 中信期货研究部

三、贸易差额

3月份我国贸易顺差为473.8亿美元，与去年二季度的月均水平448亿大体接近。考虑到我国出口增速趋于缓慢回落，而进口金额增速总体稳定，预计未来几个月贸易顺差趋于缓慢减少。

图表8：贸易差额



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>