

“内弱外扰”对我国贸易的非对称影响

报告日期: 2022-04-13

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_出口的三点扰动和三个影响》2021-12-08
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳中求进的经济平衡术》2021-12-16
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_奥密克戎对全球经济和货币政策影响几何》2021-12-30
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_后疫情时代的出口,关注什么?》2022-01-14
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_有韧性的回落——1-2月出口点评》2022-03-05

主要观点:

- **事件:** 以美元计,中国3月出口同比增长14.7%,1-2月份为16.3%;中国进口同比增长-0.1%,1-2月为同比增长15.5%;贸易顺差473.8亿美元,2月为305.84亿美元,1月为853.72亿美元。
- **核心结论:** 3月出口增速较1-2月继续小幅回落,但仍维持在15%左右,符合我们之前“有韧性的下滑”判断。中国对主要新兴经济体出口增速多数微跌,对巴西与印度出口微涨,其中对俄罗斯出口回落;对主要发达国家出口有升有降,其中对美日升,对欧盟降;从产品方面看,抗疫物资、铝、通用器械设备、手机、汽车零件等出口增速上升;原因上看,出口有韧性下滑与外需、价格等支撑相关,且本土疫情尚未拖累我国出口,防疫物资出口仍有韧性。进口增速下跌幅度较大,一方面因我国内需较弱,另一方面因俄乌冲突对国际大宗商品供给和运输产生冲击,导致我国农产品、化肥等进口出现较大幅度下滑。后续来看,短期我国出口的外部环境相对稳定,我们维持对于出口有韧性的下滑判断。但还需关注本地疫情反复、欧美经济增长对我国出口的影响。

- **3月贸易数据概述:** 出口继续有韧性的下滑,对主要新兴经济体出口增速多数微跌,俄罗斯出口增速回落,对主要发达国家出口增速有升有降。机电产品增速略有下滑,抗疫物资、铝、通用器械设备、手机、汽车零件出口增速上升。原因上看,外需、价格仍对出口有支撑,本土疫情尚未大幅拖累出口;进口增速下降幅度较多,可能是因为内需偏弱,且地缘冲突导致大宗商品运输受阻。

1、出口方面,以美元计,3月出口同比增长14.7%,1-2月同比16.3%,去年12月同比两年复合增速为19.4%,3月出口增速较之前延续回落趋势,但回落速度保持较强韧性。

1)全球景气度略有下行,与全球经济景气较为一致的韩国出口仍强,总体看外需仍有支撑,中国出口的外部环境保持稳定。3月摩根大通全球制造业PMI总体较2月微跌,3月份为53.0%,较2月份回落0.6个百分点,但仍处于扩张区间;与全球经济景气度较为一致的韩国出口增速仍较高,3月增速为18.2%,1-2月分别同比增长15.5%和20.6%。因此总体看全球景气虽微跌,但仍处于较高区间,中国出口的外部环境目前尚较稳定。

2)分国别看:中国对主要新兴经济体出口增速多数微跌,对巴西与印度出口微涨,其中对俄罗斯出口回落;对主要发达经济体出口增速有升有降,其中对美日升,对欧盟降。以1-3月分地区累计同比与1-2月累计同比增速相比较,新兴市场经济体当中,对东盟、韩国、中国香港出口增速下降;对巴西、印度出口增速上升,对俄罗斯出口增速出现较大幅度回落(今年3月对俄出口同比25.9%,1-2月中对俄出口同比41.5%);发达经济体中,对美国和日本出口增速上升,对欧盟出口增速下降。从外需看,以上经济体中,除巴西、日本外,其他国家/地区制造业PMI多数回落,其中3月份欧元区、美国、俄罗斯制造业PMI较2月份分别回落1.7个百分点、1.5个百分点和4.5个百分点,巴西制造业PMI较2月份上升2.7个百分点。

3) 分产品看: 抗疫物资、铝、通用机械设备、手机、汽车零件出口增速上升。以 1-3 月分商品累计同比与 1-2 月累计同比增速相比较, 其中出口增速抬升的品种有抗疫物资(纺织品)、铝、通用机械设备、手机、汽车零件, 分别较 1-2 月累计同比增速小幅抬升 3.19、5.91、4.42、4.16、0.69 个百分点至 14.97%、64.7%、17.94%、5.33%、5.75%。出口增速回落的品种有肥料、粮食、汽车和汽车底盘、集成电路、玩具、成品油。此外, 机电产品出口增速较 1-2 月份以及去年 12 月持续下滑至 11.92%, 符合我们之前对于今年外需回落可能拖累机电产品出口的判断。

4) 出口保持有韧性的下滑原因: 尽管 3 月出口增速继续小幅下滑, 但回落速度较慢, 主因: 1) 欧美等发达国家制造业 PMI 依旧保持在 55%-60% 的高位, 日本、巴西等国制造业 PMI 有所回升, 美国耐用品消费环比增长, 对我国相关产品出口形成支撑; 2) 国内疫情反弹并未严重拖累我国抗疫物资产品出口, 其中纺织纱线、织物及其制品出口累计同比增速为 14.97%, 保持上升; 3) 价格仍对部分产品有支撑。我们拆分重点品种出口金额的单价拉动率和数量拉动率情况, 除汽车、家电外, 成品油、手机、钢材等出口的价格贡献明显, 对出口形成有力支撑。

2、进口方面, 以美元计, 3 月进口当月同比为 -0.1%, 1-2 月进口累计同比为 15.5%, 去年 12 月两年复合增速为 13.4%, 出现较大程度下滑。除了高基数因素, 我们认为 3 月份进口增幅下降与我国当前多地疫情反复, 导致内需偏弱有关。此外, 俄乌冲突导致国际大宗商品供给大幅波动, 造成我国农产品等进口大幅下滑。3 月中国制造业 PMI 新订单指数下跌 1.9 个百分点至 48.8%, 跌破荣枯线; PMI 进口指数下滑 1.7 个百分点至 46.9%, 反映 3 月内需偏弱。以当月同比增速计, 进口产品中农产品、谷物、大豆、成品油、肥料、塑料、铝材、钢材、铜材、纸浆、橡胶等进口金额增速降幅较大, 其中肥料下降 90.27 个百分点至 18.48%, 大豆和成品油分别下降 12.45、19.67 个百分点至 1.42%、20.65%, 农产品、纸浆、钢材同比负增长。原油进口增速上升 8.63 个百分点至 36.01%, 原油进口数量增速亦上升 5.22 个百分点。

我们认为, 进口转弱的原因是: 1) 内需转弱, PMI 新订单跌破荣枯线, PMI 进口指数进一步下跌, 3 月我国多地疫情反复也对需求造成一定影响; 2) 俄乌冲突以及欧美对俄制裁对国际大宗商品供给造成较大影响, 俄乌都是全球重要的粮食产地, 俄罗斯还是全球重要的化肥生产国, 冲突的爆发造成相关农产品以及化肥运输受阻, 影响进口。

● 3 月出口增速较之前呈现出有韧性的回落, 目前外部环境形势相对稳定, 但还需关注本地疫情反复、欧美经济增长对我国出口的影响。

3 月我国出口增速虽然继续回落, 但是回落幅度偏缓, 韧性仍存, 符合我们之前报告的判断。后续来看, 我国出口的外部形势相对稳定。本土疫情反复可能会对我国 4 月进出口造成一定扰动, 但后续疫情受控后预计进出口将恢复。目前欧美等国经济复苏仍在继续, 相关需求保持强劲对我国出口形成一定支撑。

1、疫情反复可能对我国 4 月进出口造成扰动。3 月份以来, 上海、长春等地疫情出现反复, 两地是我国重要的汽车及零部件生产城市, 上海港是我国重要的港口, 疫情导致的城市交通封锁, 一方面会使得相关产业链生产遭遇困难, 导致生产成本上升及产出下降; 另一方面港口货物运输可能会受到一定阻碍, 从而对于我国的进出口形成拖累, 3 月底长江三港集装箱吞吐量同比下降 15.8%, 因此 4 月份我国进出口可能面临一定程度的下滑。

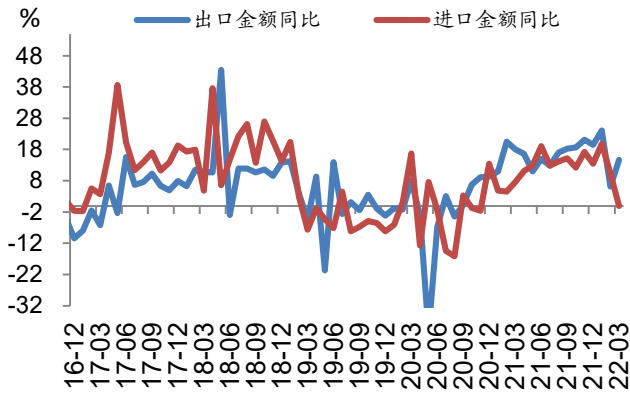
但预计疫情得到控制后，进出口情况将有所恢复。

2、欧美等发达国家目前经济复苏较好，短期对我国出口形成支撑。当前欧美等国经济仍在稳步复苏，动能保持强劲。从数据上来看，美国3月份Markit制造业PMI为58.8%，较2月份的57.3%继续提升，欧元区Markit制造业PMI为56.5%，已连续多月保持在扩张区间。根据美国3月就业数据，当前美国劳动力市场非常强劲，新增就业保持高位，且薪资同比保持较快增长，美国的私人储蓄总额仍远高于疫情前水平，从而对于需求端形成较强支撑。虽然当前因为通胀原因，美联储可能开始较强的加息与缩表，但预计短期对美国经济造成的冲击有限。欧洲方面，欧央行货币政策仍较为宽松，以支持欧元区经济发展，短期内预计不会大幅紧缩。在此情形下，预计短期欧美国家外需仍稳定，从而对我国出口形成一定支撑。

风险提示

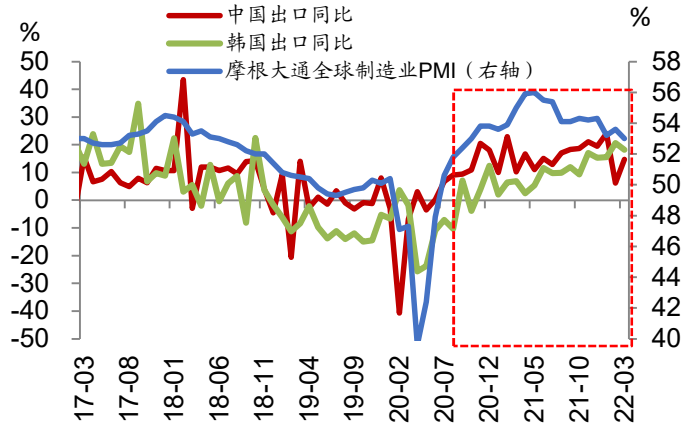
疫情演变超预期，外需回落超预期。

图表 1 3月出口小幅回落，进口回落较多



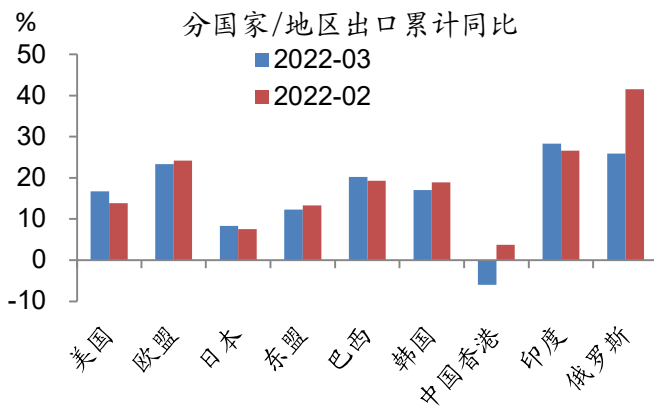
资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 2021 年为两年复合增速

图表 2 3月韩国出口仍保持强劲



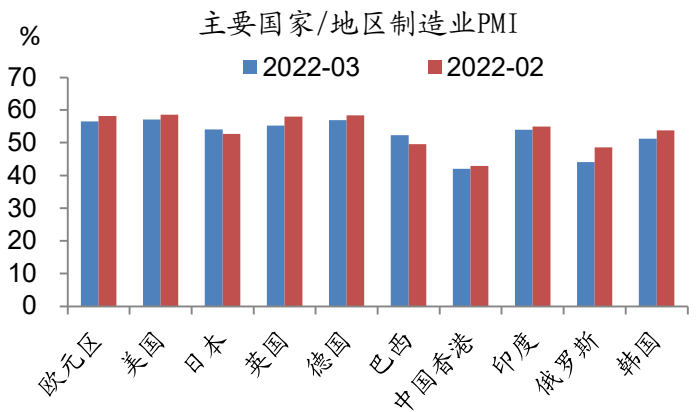
资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 2021 年为两年复合增速

图表 3 分国家/地区出口累计同比对比



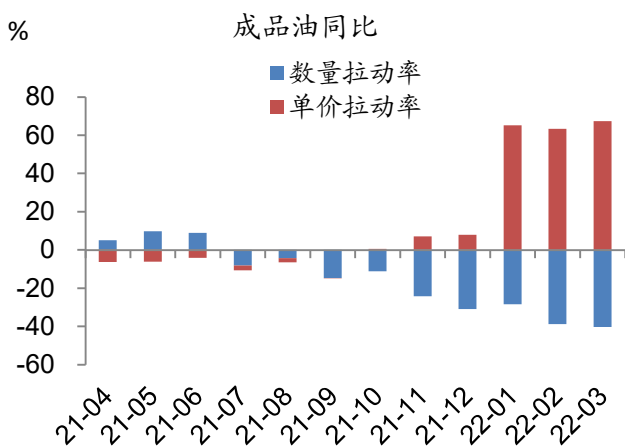
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 3月主要国家/地区制造业 PMI 处于扩张区间

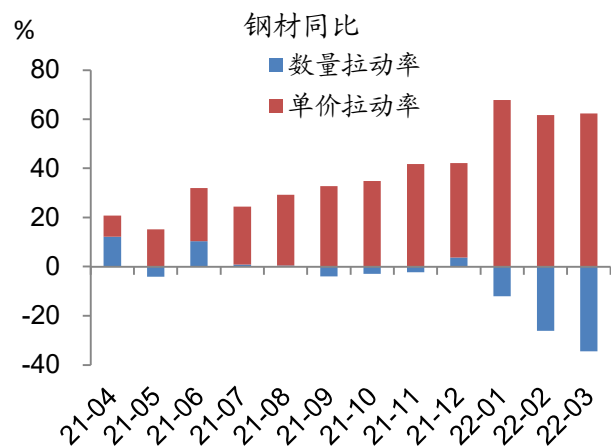


资料来源: Wind, 华安证券研究所

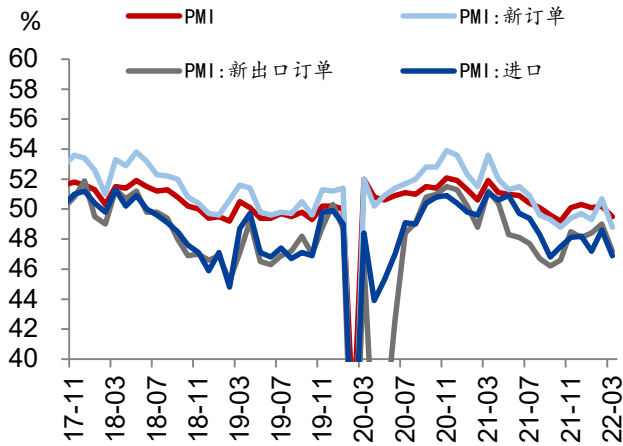
图表 5 部分产品量价拆分



资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 2021 年为两年复合增速

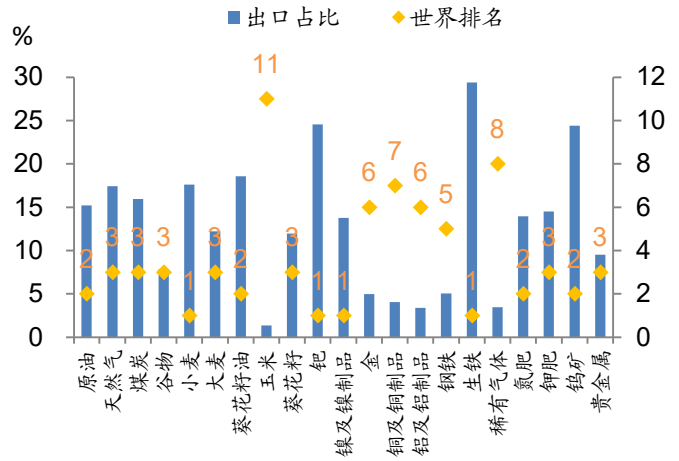


图表 6 我国制造业 PMI 跌破荣枯线



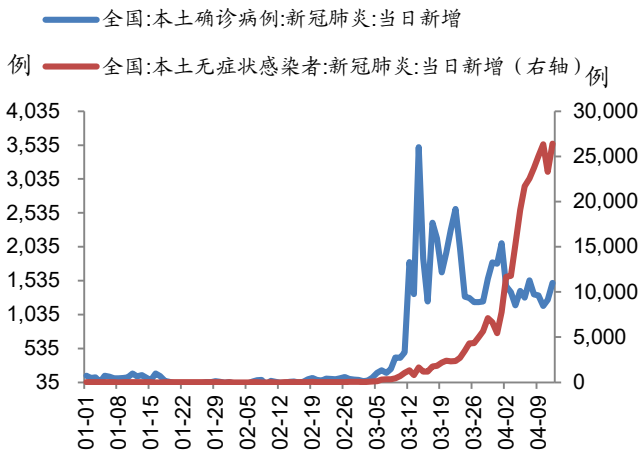
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 俄罗斯农产品及化肥出口占全球比重较高



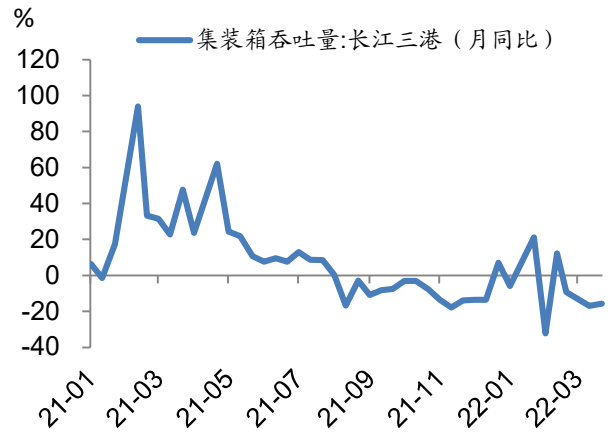
资料来源: UN Comtrade Database, 2020; TrendEconomy, 华安证券研究所

图表 8 3月以来本土疫情反复



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 长三角地区港口吞吐量环比下降较多



资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。