

2023年04月13日

宏观研究团队

出口高增的可持续性还需观察——3月进出口数据 点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国3月出口同比上升14.8%，2月为同比下跌1.3%；3月进口同比下跌1.4%，2月为同比上升4.2%；3月贸易顺差881.9亿美元，2月为168.21亿美元。

● 出口：全面超预期，东盟、机电产品为重要驱动力

1. 全球经济边际压力仍存，我国出口韧性彰显。3月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较2月下降。与全球经济景气度较为一致的韩国出口负增长速度有所提速。我国得益于相关产业链优势以及促外贸政策的发力，出口韧性凸显。

2. 对主要国家/地区出口增速大多回升，东盟是我国出口重要增量。分国别看，3月我国对主要国家/地区出口增速大多有所回升，我国对东盟出口增速继续提升。目前东盟为我国第一大贸易伙伴和出口地区，占全部出口的比重为17.9%，成为我国出口的重要支柱和增量。从外需看，上述国家/地区3月制造业PMI有涨有跌，但全球主要经济体制造业PMI大多处于收缩区间。

3. 机电产品同比增速由负转正，汽车相关产品出口保持高增。分产品看：机电产品、塑料制品等出口增速有所提升，手机、成品油等商品出口增速下跌。机电产品出口增速转正，对于整体出口起到了重要的贡献作用。此外，3月汽车和汽车底盘等汽车产品累计出口金额同比增速较2月上升，成为出口的一大支撑。

● 进口：持续修复仍在进行中

3月进口同比增幅较2月有所降低，且转为负增长。但从绝对进口金额上看，进口环比有一定程度的改善。当前出口同比增速转负或因2022年春节错月，基数较高有关。后续来看，我们认为我国进口的修复进程仍将持续。两会后相关政策陆续推出并实施，对经济将会起到持续的推动作用，经济基本面有望逐渐改善，将会有效促进内需的增加，从而推动我国进口的持续恢复。

● 对后续出口保持谨慎乐观

1. 出口超预期回升或主因新能源产业链产品出口增加，叠加生产能力恢复，带动部分积压订单释放。我们认为3月可能是新能源产业链上的相关产品出口较为亮眼。海关总署亦有相关表态。事实上，欧洲有动力增加对新能源的投资。随着我国相关的生产能力恢复，有可能带动了相当部分的积压订单释放。

2. 对中国香港以及俄罗斯出口或起到了一定的促进作用。3月份对中国香港及俄罗斯的出口有较大幅度增加，对整体出口或也有促进作用。

3. 海外主要经济体仍面临经济下行压力，外部环境并未有效改善，对后续出口保持谨慎乐观。往后看，由于基数原因，4月份出口增速或仍不低，但随着基数效应的逐渐消散及海外经济体的衰退风险上升，出口仍然将面临外需降温的压力，我们对后续的出口保持谨慎乐观。

● **风险提示：**疫情演变超预期，外需回落超预期。

相关研究报告

《美联储去通胀进程或将进入“深水区”——美国3月CPI点评—宏观经济点评》-2023.4.13

《不必过度担忧通胀或通缩——3月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.4.12

《瑕不掩瑜的超预期社融—宏观经济点评》-2023.4.12

目 录

1、 出口：全面超预期，东盟、机电产品为重要驱动力.....	3
1.1、 全球经济边际压力仍存，我国出口韧性彰显.....	3
1.2、 对主要国家/地区出口增速大多回升，东盟是我国出口重要增量.....	3
1.3、 机电产品同比增速由负转正，汽车相关产品出口保持高增.....	4
2、 进口：持续修复仍在进行中.....	5
3、 对后续出口保持谨慎乐观.....	5
4、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 我国出口金额 3 月恢复正增长.....	3
图 2： 出口外部环境压力暂未继续缓解.....	3
图 3： 我国对主要国家/地区出口增速有所回升.....	4
图 4： 主要国家/地区制造业 PMI 多数处于收缩区间.....	4
图 5： 3 月汽车相关出口增速再次提升.....	4
图 6： 3 月我国新订单及进口 PMI 有一定幅度下降.....	5

事件：以美元计，中国3月出口同比上升14.8%，2月为同比下跌1.3%；3月进口同比下跌1.4%，2月为同比上升4.2%；3月贸易顺差881.9亿美元，2月为168.21亿美元。

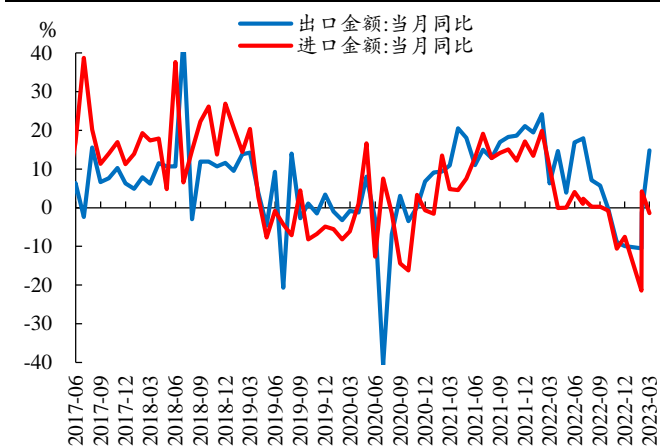
1、出口：全面超预期，东盟、机电产品为重要驱动力

3月出口同比上升14.8%，2月同比下跌1.3%，1月同比下跌21.4%，3月出口跌幅较2月份有较大幅度回升，出口回落趋势暂告段落。

1.1、全球经济边际压力仍存，我国出口韧性彰显

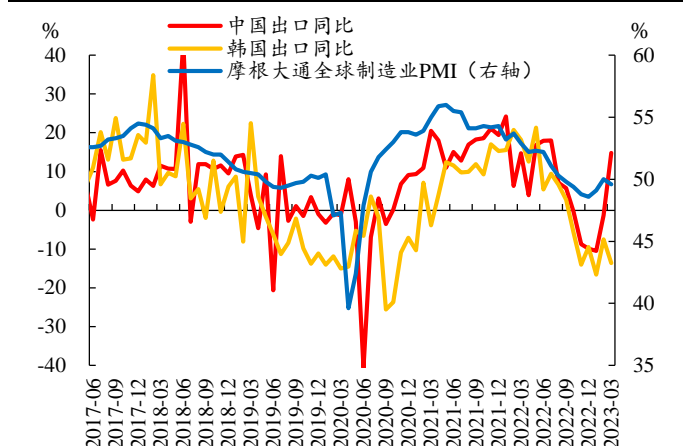
全球经济景气度边际下降，与全球经济景气较为一致的韩国出口负增长速度提升，我国出口的韧性彰显。3月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较2月下降0.4个百分点，再次回到50%荣枯线以下；与全球经济景气度较为一致的韩国出口负增长速度有所提速，3月出口同比增速为-13.6%，2月同比增速为-7.5%。我们认为，当前全球经济虽然边际并未改善，但我国得益于相关产业链优势以及促外贸政策的发力，出口韧性得到进一步增强。韩国出口由于半导体等产业占比较多，受美国相关政策及行业自身周期性因素影响，因此出口表现疲软。

图1：我国出口金额3月恢复正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021年为两年复合增速

图2：出口外部环境压力暂未继续缓解



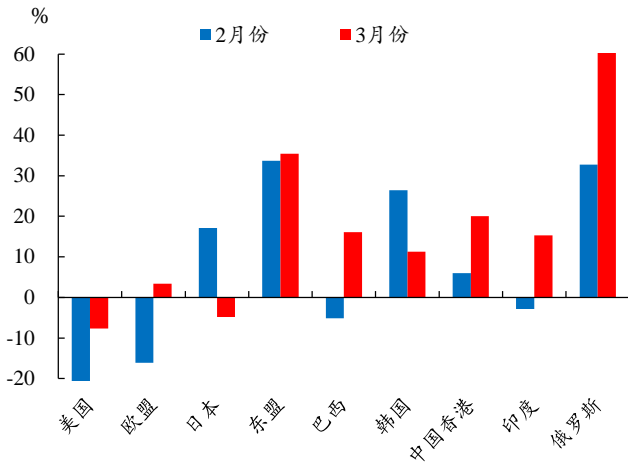
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021年为两年复合增速

1.2、对主要国家/地区出口增速大多回升，东盟是我国出口重要增量

分国别看，3月我国对主要国家/地区出口增速大多有所回升，我国对东盟出口增速继续提升。以3月各地区同比增速与2月同比增速相比较，中国对世界主要经济体出口增速大多有所回升。发达国家中，对欧盟的出口增速由负转正，3月出口同比增速为3.38%，2月为-16.13%，对美国的出口增速亦有较大幅的收窄，对日本和韩国出口同比增速则有所下滑；新兴经济体中，我国相关的出口同比增速均有所提升。其中对俄罗斯的出口3月同比增速为136.43%，较2月份提升超过100个百分点，对巴西及印度出口同比增速亦由负转正。其中，对东盟的出口增速继续上行1.7个百分点至35.43%，东盟为我国第一大贸易伙伴和出口地区，占全部出口的比重为17.9%，成为我国出口的重要支柱和增量。对中国香港出口同比增加20%，较2月有较大幅度提升。从外需看，上述国家/地区3月制造业PMI有涨有跌。发达国家中，由于欧央行的快速加息，3月欧元区制造业较2月份下降1.2个百分点至47.3%。美国3月制造业PMI为46.3%，较2月下降1.4个百分点，连续5个月处于收缩区间。新兴

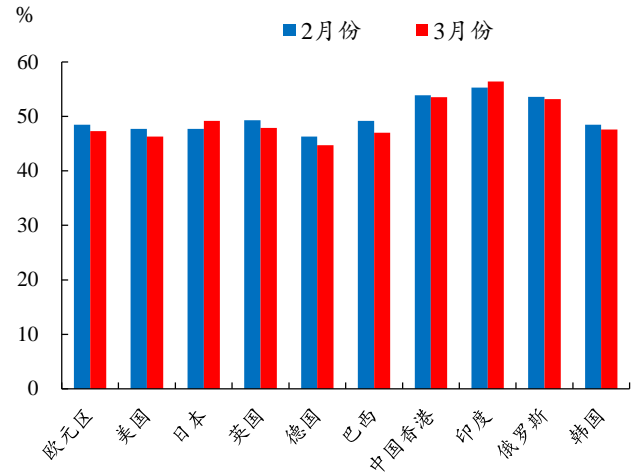
市场国家制造业 PMI 部分仍处于 50% 荣枯线以上, 3 月份俄罗斯制造业 PMI 下降 0.4 个百分点至 53.2%, 印度 3 月制造业 PMI 上升 0.9 个百分点至 56.4%。总的来看, 3 月全球主要经济体制造业 PMI 大多处于收缩区间。

图3: 我国对主要国家/地区出口增速有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 主要国家/地区制造业 PMI 多数处于收缩区间

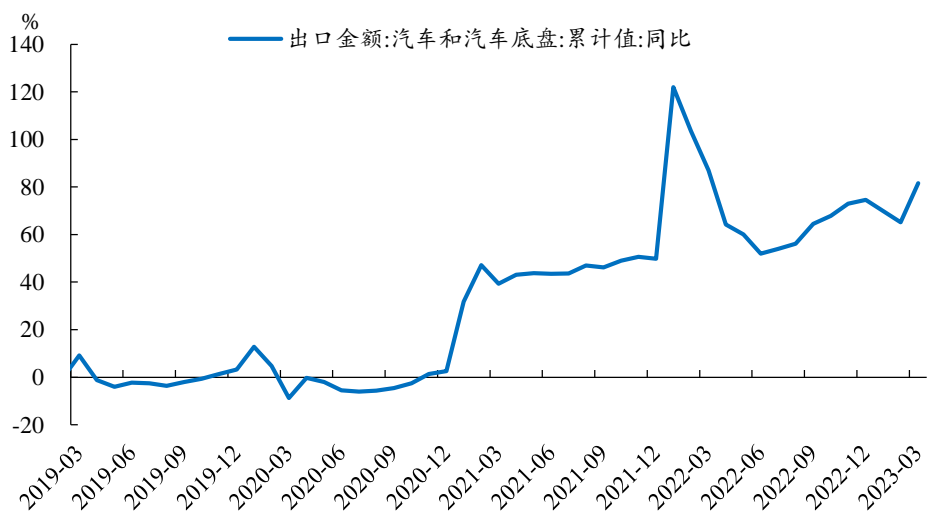


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、机电产品同比增速由负转正，汽车相关产品出口保持高增

分产品看：机电产品、塑料制品等出口增速有所提升，手机、成品油等商品出口增速下跌。以 3 月份各商品出口金额同比与 2 月出口金额同比相比较，机电产品、塑料制品等出口同比增速有所上升，分别较 2 月份提升 15.4、33.71 个百分点至 12.3%、26.58%。集成电路、高新技术产品出口同比增速亦有小幅提升。手机、成品油 3 月出口同比增速分别下降 20.29、88.87 个百分点至 -31.9%、-27.74%，未锻轧铝及铝材、农产品等出口增速下降幅度相对较少。总的来看，3 月份我国主要出口的商品类别中，机电产品出口增速转正，对于整体出口起到了重要的贡献作用。此外，3 月汽车和汽车底盘等汽车相关产品累计出口金额同比增速较 2 月上升 16 个百分点至 81.55%，显示出当前我国汽车行业出口仍具有较强竞争力，成为出口的一大支撑。

图5: 3 月汽车相关出口增速再次提升



数据来源: Wind、开源证券研究所, 注: 2021 年为两年复合增速

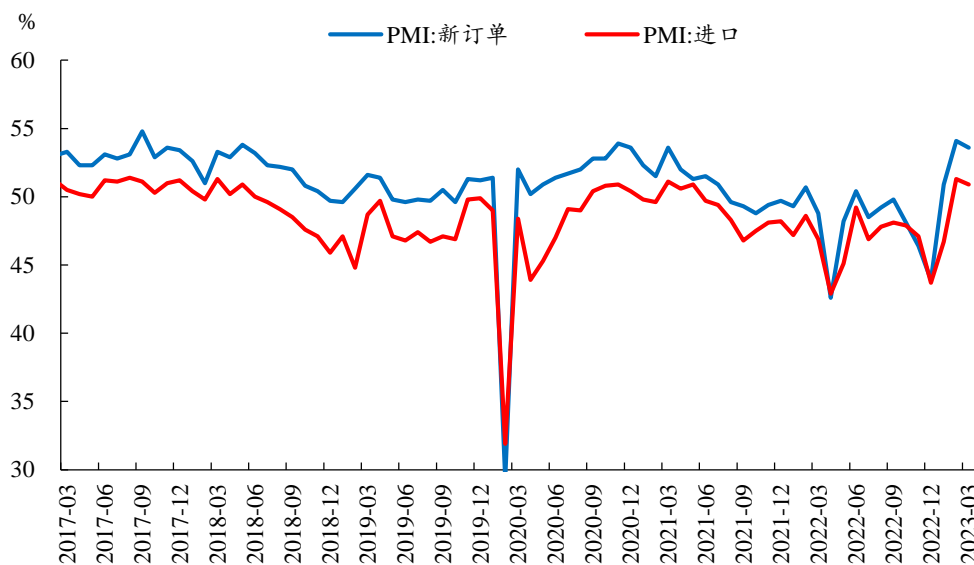
2、进口：持续修复仍在进行中

3月进口同比增幅较2月有所降低，且转为负增长。但从绝对进口金额上看，进口环比有一定程度的改善。当前出口同比增速转负或因2022年春节错月，基数较高有关。

3月中国制造业PMI新订单指数与进口指数较2月份分别下降0.5、0.4个百分点至53.6%、50.9%，但仍处于荣枯线之上。进口产品方面，以当月同比增速计，大豆、农产品、塑料等产品进口金额同比增速降幅较大，其中大豆进口金额同比增速下降41个百分点至14.13%，成品油、肥料进口金额同比增速分别上升32.64、41.36个百分点至47.82%、57.56%。

后续来看，我们认为我国进口的修复进程仍将持续。两会后相关经济政策陆续推出并实施，对经济将会起到持续的推动作用，经济基本面有望逐渐改善，将会有效促进内需的增加，从而推动我国进口的持续恢复。

图6：3月我国新订单及进口PMI有一定幅度下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、对后续出口保持谨慎乐观

(1) 出口超预期回升或主因新能源产业链产品出口增加，叠加生产能力恢复，带动部分积压订单释放。从3月出口的主要产品以及目的地来看，机电产品同比增速的由负转正是驱动3月出口上行的重要动力。考虑到手机等消费电子产品的出口增速进一步下行，我们认为可能是新能源产业链上的相关产品3月出口较为亮眼。海关总署亦表示“新三样”产品（电动载人汽车、锂电池、太阳能电池）一季度拉高了出口整体增速2个百分点，比2022年的拉动力进一步增强¹。事实上，欧洲由于对俄罗斯的能源制裁较为彻底，在传统能源供给无法快速提升的背景下，有动力增加对新能源的投资。2022年四季度我国的相关生产能力受到约束，可能无法及时有效出口。伴随着我国疫情高峰的过去，相关的生产能力恢复，有可能带动了相当部分的积压订单释放。此外，当前我国企业积极出海抢订单，可能也对相关产品的出口起到了一定的促进作用。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3686388>

(2) 对中国香港以及俄罗斯出口或起到了一定的促进作用。3 月份对中国香港以及俄罗斯的出口较 2 月份亦有较大幅度的提升。对中国香港的出口主要以转口贸易为主，2022 年受到了较大的负面影响，2023 年预计将会持续对整体出口形成正向的促进作用。俄罗斯由于受到西方制裁，因此可能增加了对我国相关产品的进口，从而对我国整体出口形成一定支撑。

(3) 海外主要经济体仍面临经济下行压力，外部环境并未有效改善，对后续出口保持谨慎乐观。当前欧美国家在央行的持续加息下，经济增长动能逐渐下行，居民收入和消费增速呈持续下行状态。SVB 倒闭、瑞信事件等银行业风险的暴露，虽然没有引发起系统性的金融危机，但信贷的收缩预计将会对经济增长产生一定程度的抑制。我们观察到越南的进出口在 3 月份均发生了一定幅度的下降，显示当前外部经济环境并未有效改善。从当下来看，由于基数原因，4 月份出口增速或仍不低，但随着基数效应的逐渐消散及海外经济体的衰退风险上升，出口仍然将面临外需降温的压力，我们对后续的出口保持谨慎乐观。

4、风险提示

疫情演变超预期，外需回落超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn