

2023 年 04 月 14 日

供给端恢复好于需求端

固定收益研究团队

——2023 年 3 月进出口数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 核心观点

1. 3 月：按美元计价，我国进出口总额同比-15.5%（前值-8.3%，下同）。其中，出口同比 14.8%（-6.8%），进口同比-1.4%（-10.2%），净出口同比+98.8%（+6.8%）。
2. 整体：出口在连续 5 个月下降之后同比大幅转正，3 月出口面对的是 2022 年并不低的基数和周边地区如韩国、越南、中国台湾的出口大幅下降。我们认为这一超市场预期的数据或许可以证明三点：一是三月出口超预期的重要原因大概率是“补出口”，也就是 11 月-2 月的积压释放。二是现阶段国内的经济正在恢复，而且是供给好于需求。在 1-2 月疫情、春节的影响消退之后，经济开始出现恢复，而生产端的恢复是要好于需求端的，一季度较低的通胀和连续较好的社融或许可以佐证。企业的中长期贷款连续超季节性多增或证明企业生产已经做好准备，但核心 CPI 仍有一定的上升空间。三是外需有国别和结构的支撑。随着美联储加息导致部分银行风险爆发、信贷收缩，市场担忧美国经济是否会出现收缩，外需是否会大幅回落。但是除了欧美国家之外的其他地区为我国的外需提供了一定程度的支撑，如东盟、非洲等，3 月全球 PMI 同样出现了恢复。另外，虽然机电产品、高新技术品同比下跌，但箱包等劳动密集型产品的大幅上升证明居民消费仍有韧性。进出口数据中，我们更关注的是进口，或者说“进口-PPI”，因为这个指标与内需直接相关。历史上的每一轮经济复苏，“进口-PPI”均出现了上行。此次“进口-PPI”同样出现了回升，与内需回升吻合。因此，我们认为当前仍处在“复苏的起步阶段”。
3. 后续：之后出口不一定会出现快速回落。一方面，出口的积压需求可能会释放一段时间，或许可以释放到美国经济触底；另一方面，中国的成本优势+产业链优势+海外经济下行生产收缩或许会使中国的出口份额提升。因此，在基数的降低下出口对全年经济或不会形成较大拖累。需要关注后续欧美国家的加息进程和经济情况，以及东盟在政策利好下对我国外贸的支撑。
4. 债市：外需超预期回升。另外，随着政策重心强调扩大内需、扩大消费，叠加在居民贷款也开始回升，如果地产持续回暖，后续需求端大概率出现上行。基本面向好，经济修复或存在预期差。近期债券市场出现对利空钝化的情况，要关注后续经济修复情况。
5. 分项：

(1) 出口地区：从份额来看，我国出口主要地区居前的是东盟、欧盟和美国，份额增速居前的国家是美国、非洲和拉丁美洲，降速居前的是日本、韩国和欧盟。从同比来看，我国主要出口地区中增速最快的是俄罗斯、非洲和东盟，下降最多的是中国台湾、加拿大和美国。东盟仍是我国最主要的贸易伙伴，不仅份额占比最高，而且增速较快，对我国出口有较大支撑，RCEP 协定、“一带一路”政策对东盟贸易形成支撑。作为另外两个份额占比最大的地区：欧盟和美国，需关注后续加息进程和经济走势对我国贸易的影响。

(2) 出口商品：从份额来看，机电产品占比出现回落，占比 43%（58%），劳动密集型产品占比 15.7%（16.8%）。从同比来看，劳动密集型产品上涨较多，汽车、箱包、船舶、钢材、陶瓷等涨幅居前，资本密集型产品下降较多，机电产品、高新技术品手机、铝材、自动设备、铝材、高新技术产品跌幅居前。从量价来看，17 个商品中有 10 个商品出口价格上涨，16 个商品中有 12 个商品出口数量上涨。

(3) 进口地区：从份额来看，我国进口主要地区金额居前的是东盟、欧盟和拉丁美洲。从同比来看，我国主要进口地区中上涨最多的是中国香港、加拿大和俄罗斯，我国主要进口地区中下降最多的是韩国、中国台湾和新西兰。我国进口份额占比较大且增速较快的地区是美国和澳大利亚。

(4) 进口商品：从份额来看，机电产品份额仍为进口商品中占比最大的一项，其中，集成电路份额占比 10.3%。高新技术品份额占比 19.8%。原油份额占比 10.21%。从同比来看，飞机、煤、肥料同比涨幅居前，降幅居前的为液晶平板显示模组、铜和塑料。从量价来看，25 项进口商品中有 15 项进口价格下跌，23 项进口商品中有 12 项数量上涨。

● 风险提示：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

相关研究报告

《居民部门融资情绪终见强劲改善—

2023 年 3 月金融数据点评》-2023.4.13

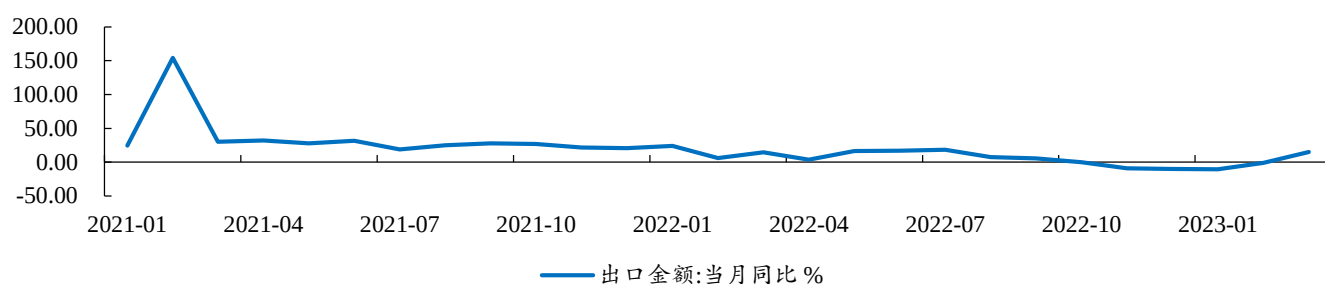
《通缩局面后续或将缓解—2023 年 3

月通胀数据点评》-2023.4.11

《存款利率下调对债市可能是利好出

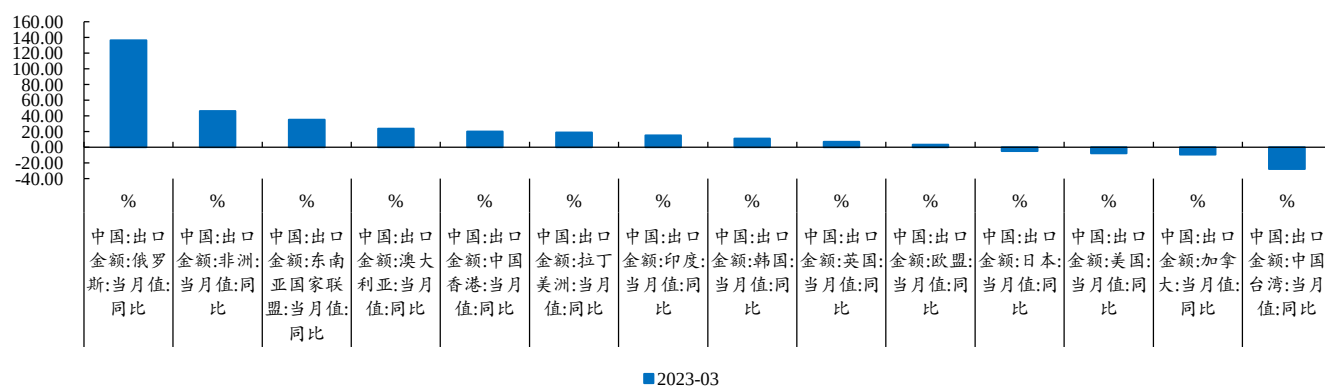
尽—固收专题》-2023.4.10

附图 1：2023 年 3 月出口大幅上涨



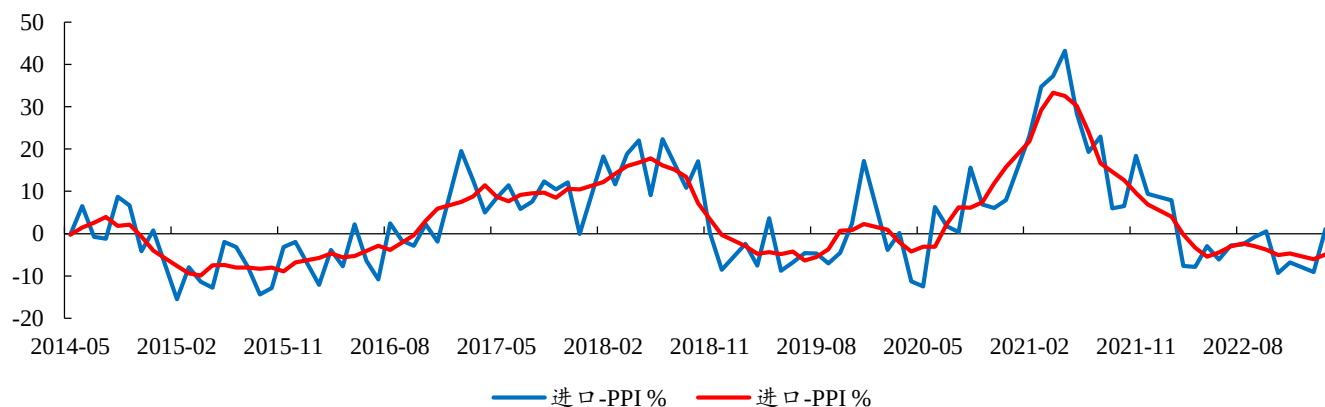
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：东盟对我国出口仍有支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：进口-PPI 同比与我国经济恢复期走势较为一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

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