

宏观点评 20230424

出口“逆袭”带来的意外后果

2023年04月24日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《第一季度财政“加力提效”的成果如何？》

2023-04-19

《4.5%！“强复苏”打破“弱现实”？》

2023-04-18

■ 3月出口数据“逆袭”带来的“惊喜”并未持续太久，细思之下市场更加迷茫了：期待的政策没了，而经济的不确定性似乎更大了。3月出口同比增速飙升至14.8%，贸易盈余达到6010亿元，成为第一季度经济成绩单的重要“胜负手”——而历史同期这一规模从未超过3000亿元，我们测算如果3月进出口延续1至2月的低迷，那么第一季度GDP的增速将低于4%。不过，“靠出口”的不确定性在当前也尤为突出，一方面是基本面的因素，从历史上看，在主要发达经济体周期见底前，中国出口的反弹都是不稳的；另一方面则是新的“技术面”问题，由于出口结构的变化，传统追踪出口的方法和数据在第一季度出现了“失真”，而这将在未来一段时间继续存在。

■ 传统“三板斧”的噪音。日常追踪中国出口的三板斧——“海外”、港口和调研在第一季度尤其是3月都“掉帧”了：海外方面，韩国、越南的出口惨不忍睹，欧美PMI则在枯荣线下潜水；港口方面，运价和空箱问题一直被人诟病；而3月，部分对于江苏、浙江等地的草根和行业调研结果也并不乐观。背后的主要原因在于我国出口对象的变化、产品结构的特征以及由此带来的贸易方式、国内贸易格局的改变。

■ “海外”的变化主要在于我国出口产品相对“多而全”，一带一路国家“扛大旗”有关。这一点我们在此前的报告中已有阐述：一方面，韩国和越南的出口对于机电尤其是半导体、电子（例如手机）行业的依赖过重，受半导体下行周期的影响更大，而我国第一季度“新三样”（电动载人汽车、太阳能电池、锂电池）的出口则大幅加速，同比增长超过60%；另一方面，“一带一路”国家正在成为我国越来越重要的贸易伙伴。近年来，“一带一路”国家在中国出口中的占比持续上升，2013至2022年从25%上升到了32.9%，其中东盟上升幅度最大，而传统出口大户欧美日的贡献逐渐减弱。

■ 港口的噪音既来自于数据本身，也来自于数据之外、区域贸易结构的变化。一方面，此前常用于追踪出口的八大港口外贸集装箱吞吐量（旬度数据）自2023年1月起不再继续更新；另一方面，从一些辅助指标来看，2023年以来CCFI、SCFI运价指数持续下降，部分港口集装箱空箱率较高，上海开年集装箱可用指数持续保持在0.6以上，显示空箱堆积严重。

后者与贸易格局的变化密切相关，对内方面近年来国家重视引导加工贸易向中西部、东北地区进行梯度转移，新疆等中西部省份增速明显更快。2022年以来，随着欧美衰退风险加大，外需受到持续拖累。出口增速上，除海南自贸港政策扶持保持高增速以外，沿海外贸大省如上海、江苏、浙江、广东出口增速均处于低位，而新疆、青海、甘肃、内蒙古等中西部省份出口增速均超过20%。2023年年初更是延续这一特征，中西部省份和东部贸易大省出口增速明显背离，其中新疆、贵州第一季度同比增速均超过70%。出口份额上，疫情以来（2019年至2022年）上海（-1.19%）、江苏（-1.67%）、广东（-3.85%）等东部出口大省下降明显，逐渐向中西部省份倾斜。

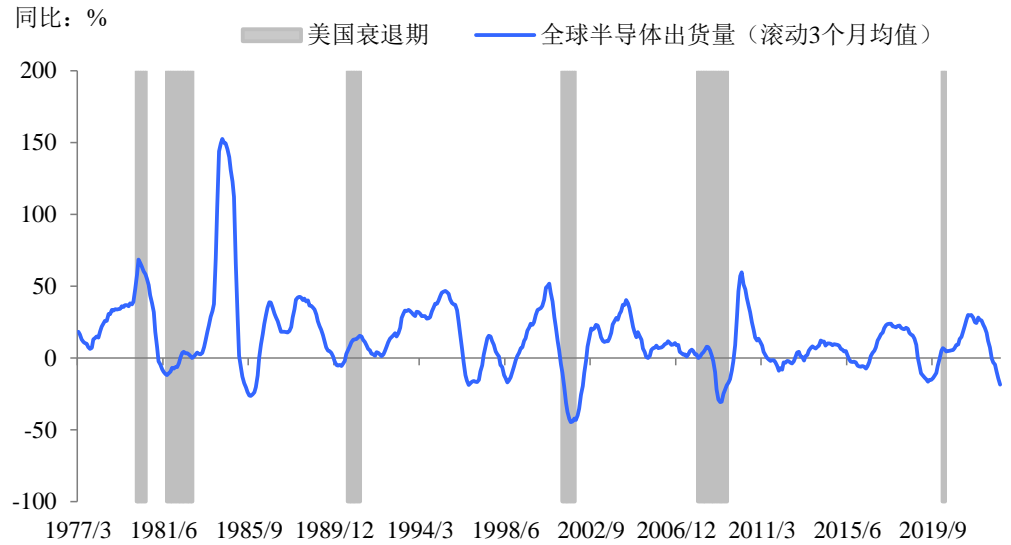
对外方面，“一带一路”沿线国家贸易对中西部和东北地区的拉动更加明显。从贸易流向来看，中西部省份出口主要流向“一带一路”沿线国家，且对“一带一路”沿线国家的外贸依赖度相当高，其中新疆2022年对“一带一路”国家的出口占总出口的91%左右，广西、云南、内蒙古、西藏也均超过总出口的50%。而东部沿海省份占比相对较低，上海、江苏、广东等省份都未超过总出口的30%，相反其出口更依赖于欧美日等发达国家。

以上因素导致在运输方式上，陆运开始发挥越来越重要的作用。一方面，东盟、中亚、俄罗斯等地区毗邻我国，陆运兼具安全性和经济性；另一方面，中西部省份由于地理位置偏向内陆，陆路运输占比更大，且近年

来增速较快。根据全国海关数据，2022年我国以铁路运输对东盟进出口增长197.6%、而同期水路、航空仅增长26.7%和15.5%。地方来看，以新疆为例，2021年以公路运输和铁路运输在新疆对外进出口中发挥主要作用，其中公路运输、铁路运输、航空运输同比上升63.7%、1.3%、15.7%，占比分别达到40.5%、33.2%、2%。2022年新疆进出口货运量同比增加10.5%，其中以铁路、公路运输方式分别增加16%、170.7%。

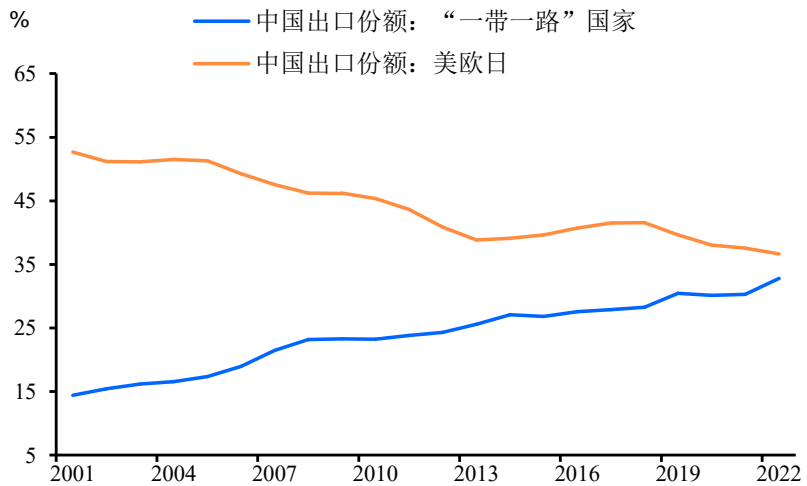
- **除了东西部出口增速分化、出口向“一带一路”国家转移外，产业结构的差异同样是出口超预期与地区调研差异的重要原因。**中西部省份出口多流向“一带一路”沿线国家，2019-2022年间中西部省份出口增速恢复强劲，对整体出口增速具有较大贡献；相较而言，沿海省份更依赖于欧美等发达国家，但欧美随着衰退风险加大，需求疲软，因此东部省份出口增速偏弱。同时产业结构也是造成地区调研差异的重要因素，以东部沿海省份为例，相较广东、浙江、福建等地，江苏的产业结构更偏半导体和电子元器件，因而出口的边际改善更弱，而受“新三样”支撑更加明显的广东和福建，出口的表现相对更好。
- **新的不确定因素，服务业需求复苏的“溢出效应”。**除了以上“不确定性”外，**2023年在净出口方面的另一大变数是随着跨境出行的不断升温，服务业贸易赤字规模的持续扩大。**2023年以来我们看到国际航班执飞数量大幅反弹，与之相对应的是服务业贸易的赤字规模明显扩大。1、2月月均服务贸易赤字超过1000亿元，是2022年同期的2倍以上，根据我们测算若第二、三季度服务贸易赤字规模回到疫情前的水平（4000至5000亿元/季度），即使商品贸易盈余能和2022年同期持平，净出口同比增速也会滑落至-20%以下。
- **这意味着什么？出口可能处于“盲人摸象”状态，信息的噪音和预期的波动可能加大。**从宏观上看，由于出口在国内和国外的更加多元化，以及数据追踪体系的不完善（中西部地区的数据追踪尤其困难），“坐在办公室里”很难获得出口的全貌；而即使出去调研，可能需要覆盖更多的区域和更多的行业，这客观上也会提高成本和加大做出结论的难度。从宏观上看，**由于服务贸易赤字的上升，第二季度净出口对于经济的影响更可能是拖累。**
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

图1: 全球半导体周期和海外经济周期存在错位



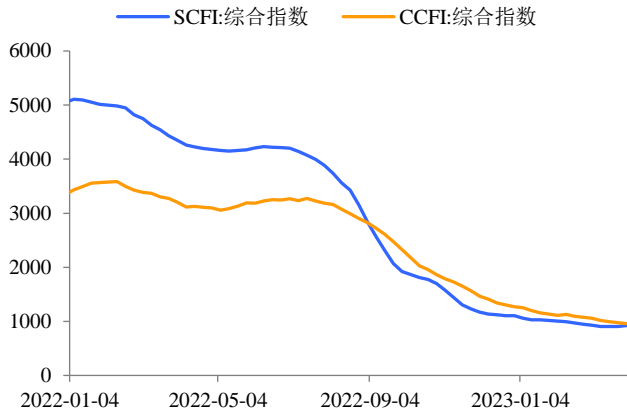
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 一带一路国家对于我国出口的重要性不断提高



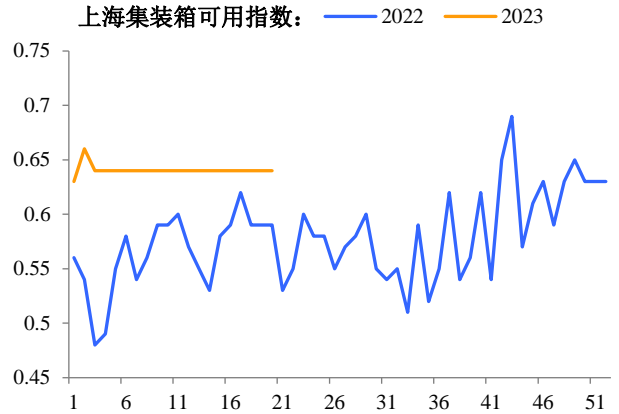
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 航运运价指数持续下行



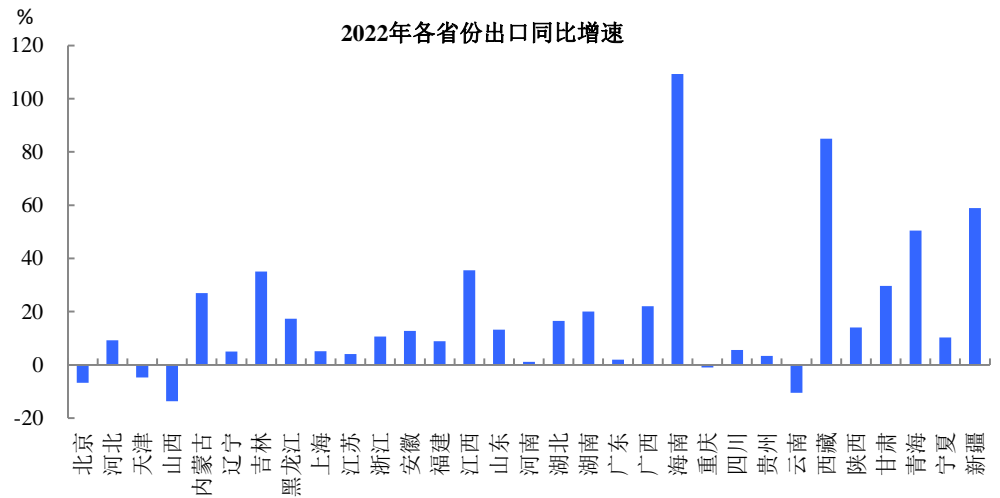
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图4: 2023年以来上海集装箱可用指数持续处于高位



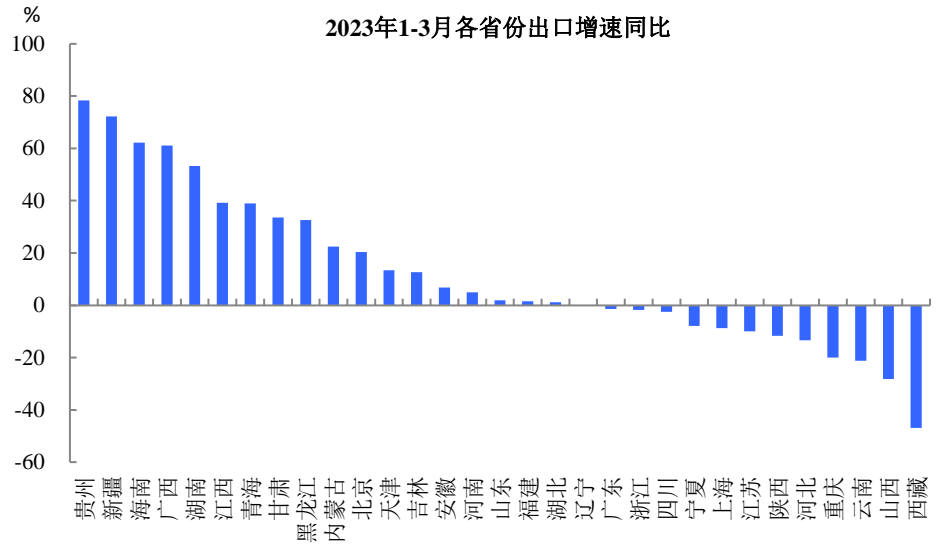
数据来源: Container xChange, 东吴证券研究所

图5: 2022年新疆等中西部省份出口增速突出



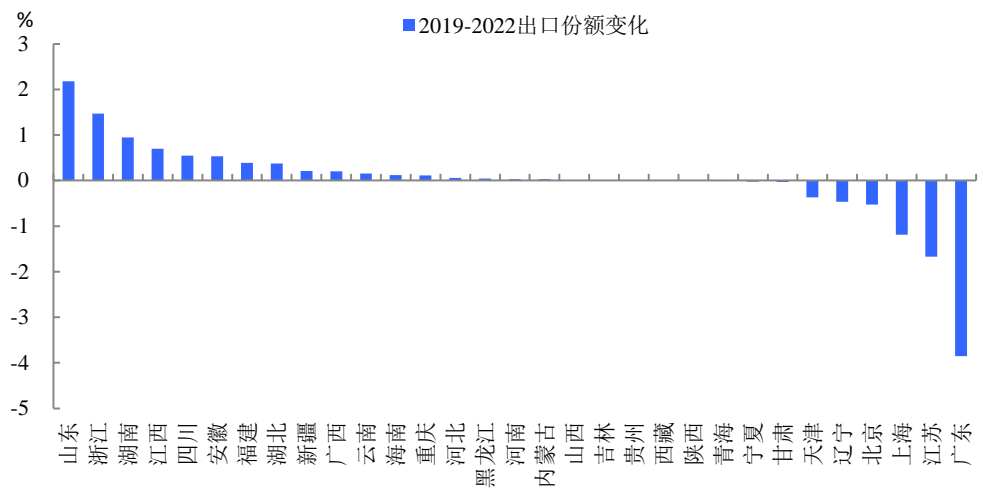
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图6: 2023年年初中西部省份仍为出口主要拉动



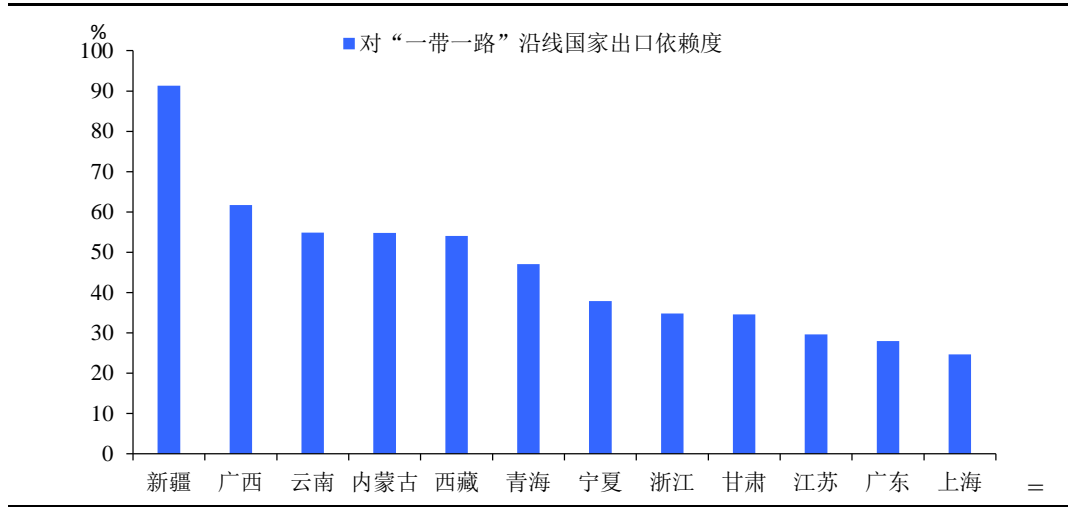
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图7: 上海、江苏、广东等东部省份出口份额下滑



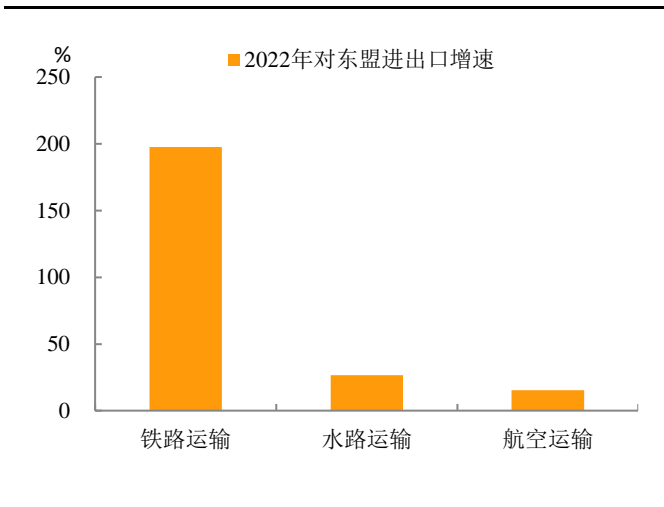
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图8: 中西部省份对“一带一路”沿线贸易依赖度高(2022年)



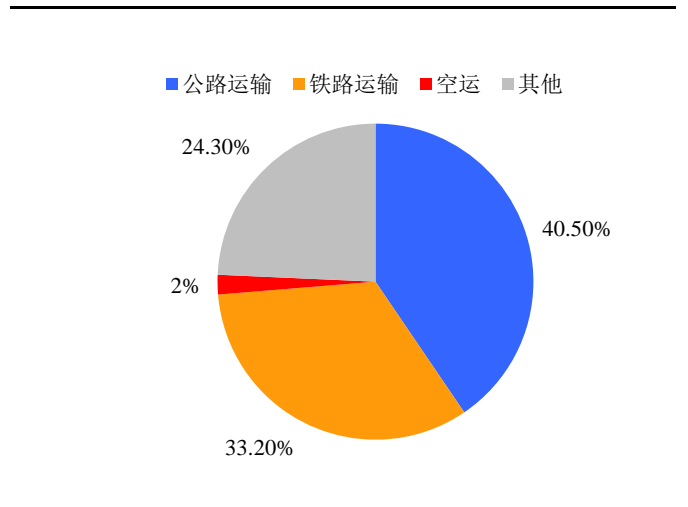
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9: 2022年我国对东盟出口陆运增速较快



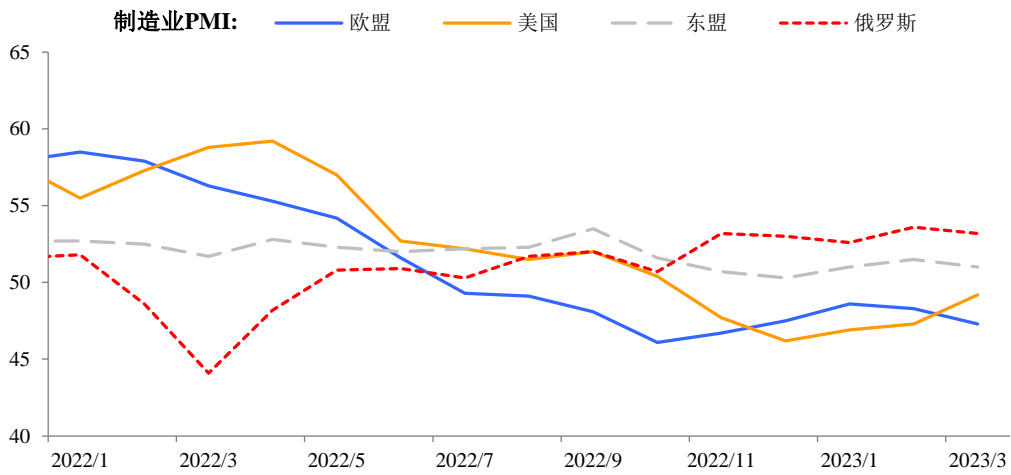
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图10: 2021年新疆外贸以公路、铁路运输为主



数据来源: 乌鲁木齐海关, 东吴证券研究所

图11: 东盟、俄罗斯制造业 PMI 持续处于荣枯线之上



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

