

我国4月出口同比为3.9%，较一季度（15.8%）大幅走弱12个百分点，这一出口同比降幅，市场并不感到意外。因为包含出口在内的4月各项经济数据走弱，此前市场已经做出足够铺垫。

我们之前预判乐观情况下4月出口同比落在小个位数增长，悲观情况下甚至负增长。对照我们之前判断，本月实际出口同比可以说是好于预期。

4月出口两点“异象”引发我们关注。

我们知道4月国内供应链受到重创，全国公路物流指数同比-26%，接近2020年2月时期。2020年2月出口同比-41%，参照这一时期，理论上今年4月出口同比可能出现负值。**最终今年4月出口同比3.9%，显著高于-41%，好于预期。这是4月出口的第一点“异象”。**

带着疑惑我们拆解4月出口结构，对东盟及中国香港出口要显著优于对其他伙伴出口。4月中国对美欧日的出口同比降幅（相较3月）均超过13个百分点，而对东盟出口同比仅下降2.8个百分点，对中国香港出口反而走高6.1个百分点。**对东盟及中国香港出口表现强势，这是今年4月出口的第二点“异象”。**

总体出口偏稳健，或因上海港口运力转移。

4月总出口超预期，其中有一个原因不可忽视。上海疫情对上海港口运力造成影响，按照我们之前估测，上海港口运力不足将下拉中国4月出口约5个百分点。**事实上，不少集装箱运力分散转移至宁波、广东等港口，这一事实缓冲了上海港口运力不足影响。**

4月上海港口集装箱货运吞吐量同比-17%，然而宁广深（宁波、广东和深圳三大港口）集装箱吞吐同比6.6%，显著高于上海港。

对东盟出口强韧，或因珠三角产业链稳定。

将地区出口和商品出口结构糅在一起观察，我们可以得到非常有趣的结论。

受供应链约束较强的长三角生产商品以及依赖全国物流链的商品，本月出口表现明显走弱。

4月绝大部分商品出口同比快速下降，然而箱包、鞋靴、家电、玩具等商品出口坚挺。这些商品4月出口同比不仅降幅有限，甚至同较3月走高。**这些表现韧性的出口商品，主要生产基地均在珠三角。**

珠三角产业链与东盟贸易关联度高，2021年单广东省出口东盟的商品就占全国出口东盟商品的20%，而中国香港也是对东盟贸易的重要中转港。无怪乎我们观察到4月中国对东盟及中国香港出口表现优异。

出口异象背后的供应链约束和订单转移。

透过4月中国出口表现，我们可以更加清晰的认识到当前出口的两点特征。

第一，目前真正冲击中国出口的不是港口运力不足，而是国内供应链约束致使制造业生产停顿。这一判断需要前提，局部港口货运受阻可以被其他港口消化。但若全国大面积港口运货都面临约束，则全国港口还是会面临运力不足，从而出口受影响。

第二，短期内无需过度担忧产业大规模从中国转移至东南亚。4月中国珠三角产业稳定，顺利对接东盟和中国香港出口，并最终托举中国4月出口表现，足以证明中国对东盟产业之间关系，合作大于竞争。

虽然东南亚具有低廉的劳动力成本优势，然而中国企业竞争优势不在于单纯的劳动力成本低廉，更在于全产业链配套带来的企业效率优势。这并不意味着可以由外生因素随意干预企业生产，任由企业生产停摆。中国企业竞争优势在于产业链配套以及企业生产效率，尊重企业生产，尊重企业决策独立性，这才是维持中国企业竞争优势的根本所在。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

一、4月出口呈现出两点异象.....	3
二、总体出口偏稳健，或因上海港口运力转移.....	4
三、对东盟出口强韧，或因珠三角产业链稳定.....	5
四、出口异象背后的供应链约束和订单转移.....	6
五、风险提示.....	8
插图目录.....	9

2022年5月9日，海关总署公布4月出口数据，4月出口同比增3.9%，前值增14.7%。

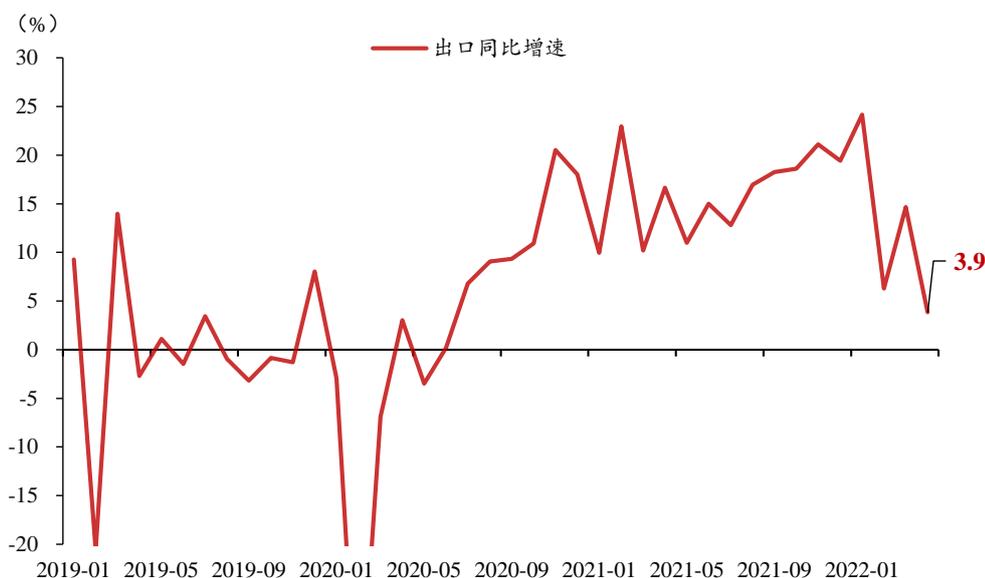
一、4月出口呈现出两点异象

今年一季度出口同比15.8%，4月出口同比立即降至3.9%，单月同比降幅达到10.8个百分点。同比降幅如此之大，市场并不感到意外。市场对国内疫情防控带来的港口拥堵、供应链约束，已经预期非常充分。

我们之前测算疫情对经济影响，曾对出口给出预判。我们之前给出两组预判结果，乐观情况下4月出口同比维持小个位数增长，悲观情况下4月出口同比甚至为负。

4月疫情防控对上海港口出货以及全国货运物流造成严重扰动，全国整车物流指数同比-26%。这种严重受挫的供应链现象比较类似于2020年2月，当时出口同比-41%。以2020年初为参考，4月出口增速应该大概率可能为负。

图1：4月出口同比降至小个位数



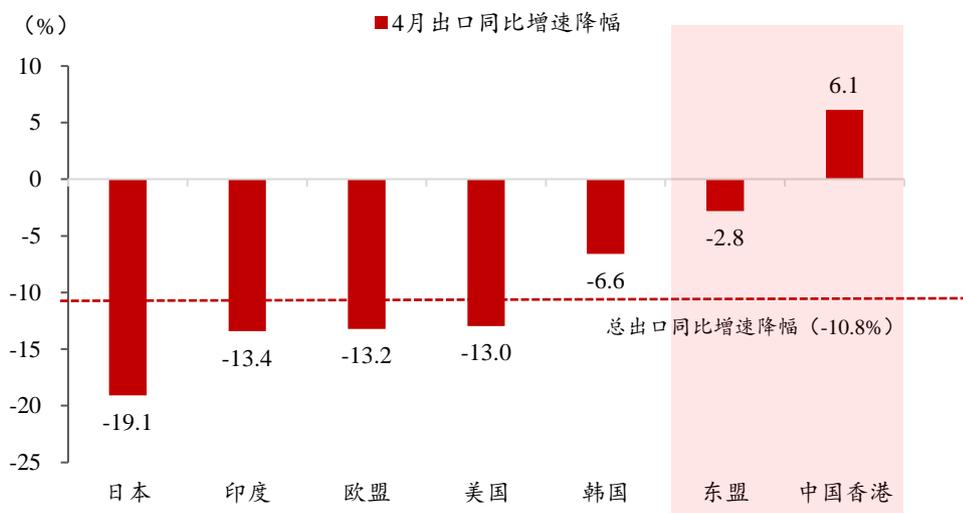
资料来源：Wind, 民生证券研究院

事实上4月实际出口同比3.9%，在我们的预测框架中，这一增速是偏乐观的情景。也就是说，4月出口的实际仍然是偏乐观的结果。带着疑惑，我们细拆出口结构。

4月中国出口同比大幅下滑10.8个点，然而中国对东盟出口下滑幅度显著弱于其他地区。主要贸易伙伴中，4月中国对美欧日的出口同比降幅分别为13%、13.2%和19.1%，均超过10个百分点。唯独对东盟出口，4月出口同比下降仅2.8个百分点。更有意思的是，内地对中国香港出口同比反而较3月走高了6.1个百分点。

总之，4月出口同比3.9%，较3月大幅下降。这一下降趋势全在预料之内，真正超预期的是本月出口呈现出两点“异象”：一是出口并未降至负增长，二是对东盟及中国香港出口显著优于其他贸易伙伴。

图 2：4 月对中国香港和东盟出口显著优于对其他贸易伙伴



资料来源：Wind, 民生证券研究院

二、总体出口偏稳健，或因上海港口运力转移

我们之前根据上海港口集装箱进港船判断 4 月出口受冲击幅度。核心判断逻辑是，上海港口集装箱吞吐量占全国港口总量的比重约 17%。上海封控期间集装箱吞吐量大致是正常时期的 70%。由此推断，单上海港口运力问题，便下拉 4 月全国总出口 5 个百分点。

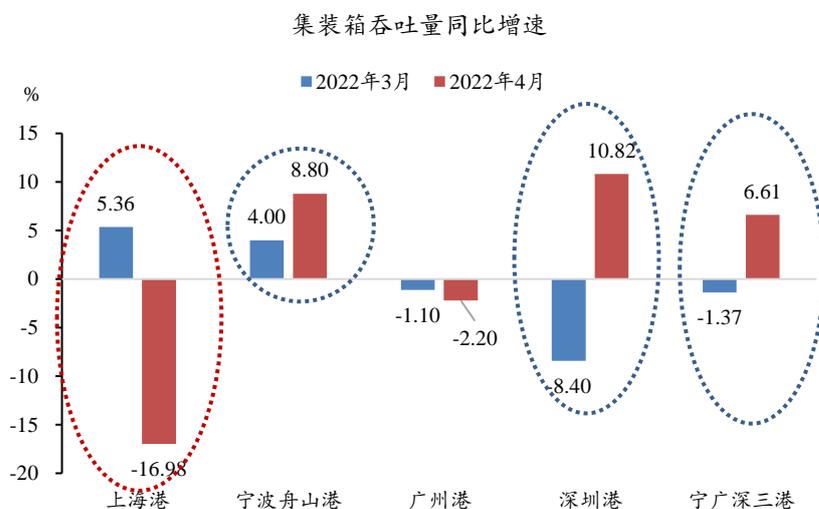
现实是 4 月上海港口运力的确受到疫情冲击，这一点符合预期。然而超预期的是，4 月上海港口部分运力或转移至宁波、深圳等其他港口。

根据上港集团官网，4 月上海港集装箱吞吐量同比或在 -17%；广深宁港口（宁波舟山港、深圳港和广州港）集装箱吞吐量同比增长 6.6%，明显高于 3 月（-1.4%）。**广深宁港口出货情况与上海港口形成鲜明对比，前者是正 6.6%，后者是 -17%。**

显然上海港口拖累了全国港口的货运能力。我们现在尝试摆脱上海港口影响，其他港口 4 月出口同比大致稳定在哪个区间？

不妨假设 4 月上海港口出口同比 -17%（与集装箱吞吐量同比一致），而上海港口占全国港口集装箱吞吐量比重为 16.6%。由此推算，扣除上海港口之后，全国出口同比在 8.1%。**也就是说，4 月上海港之外的其他港口，出口同比接近 8%，这一出口同比并不算太弱。**

图 3：4 月广州、深圳、宁波港口集装箱吞吐量逆势增长



资料来源：Wind, 民生证券研究院

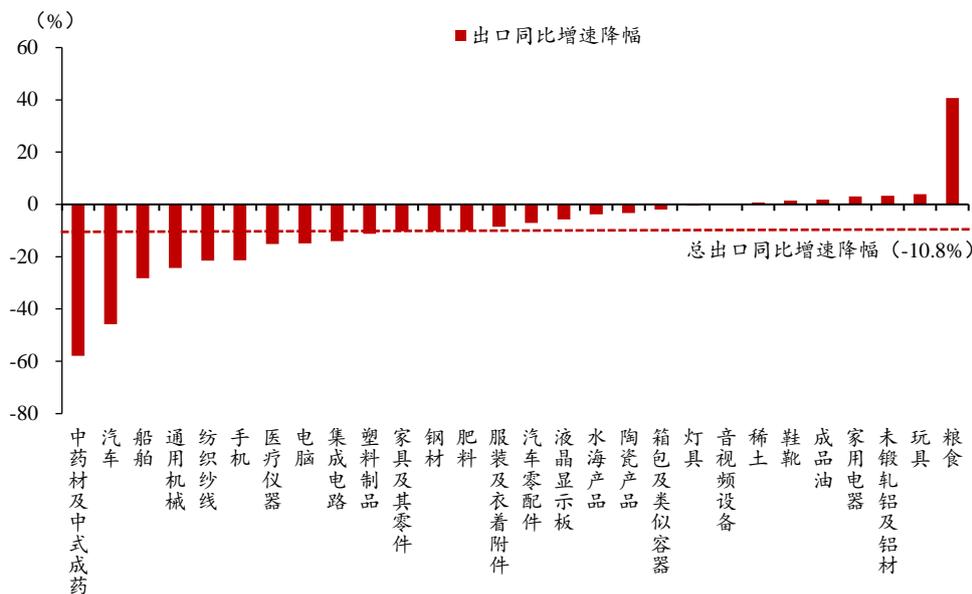
三、对东盟出口强韧，或因珠三角产业链稳定

在所有的贸易伙伴之中，中国对东盟出口显著优于其他地方。我们认为，4 月中国对东盟出口韧性或反应如下特征，本轮疫情防控对生产的影响更多聚焦在长三角，珠三角受影响较小。

重点出口商品中，箱包、鞋靴、家电、玩具等出口坚挺，相比 3 月同比甚至增长，这几类产品的生产基地均在珠三角。而生产重点在长三角地区（江浙沪）的产品（如纺织纱线，塑料制品、汽车、集成电路等）与依赖跨地区运输的供应链较长产品（如汽车、手机、电脑、通用机械、医疗仪器等）4 月出口同比降幅都超过总出口同比降幅（10.8%）。

珠三角的产业链与东盟的贸易联系密切。2021 年，单广东省出口东盟的商品就占全国出口东盟商品的 20%。珠三角港口在此轮疫情中也未受冲击，原先通过其他港口对东盟贸易也转移至珠三角港口出货。中国香港也是对东盟贸易的重要中转地，所以我们能看到本月对东盟和中国香港的出口更有韧性。

图 4：重点出口产品的回落幅度



资料来源：Wind, 民生证券研究院

四、出口异象背后的供应链约束和订单转移

之前市场对 4 月出口较为悲观，原因在于两点，一是疫情防控约束上海港口的货运能力；二是疫情防控冲击国内物流链。市场对国内供应链转移至东南亚，也是颇为忧虑。

4 月数据结构堪称完美，对当前出口真正的阻碍因素，以及后续是否会有规模供应链转移，给出了比较好的现实注解。

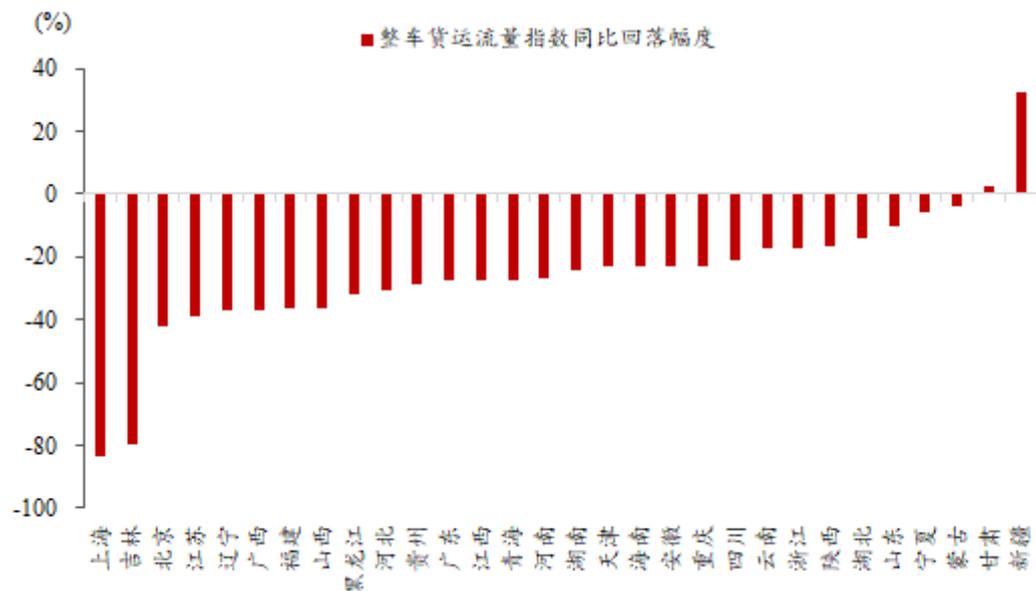
第一， 疫情防控当下，中国出口的真正约束来自国内供应链，而非简单的港口货运受限。

4 月出口增速同比降至个位数，既有国内供应链约束影响，也有上海港口运力影响。然而有意思的是，上海港口运力不足，部分船只可以转移至宁波、深圳等其他港口。也就是说，局部的港口运力不足，可以通过其他港口运力调配得到舒缓。这一逻辑非常类似于去年 6 月，广深本土疫情爆发之后盐田港运力不足，宁波港运力提升。

观察今年 4 月出口下降，真正的原因还是在于供应链约束。对此 4 月出口提供了非常好的证据。广州、深圳、宁波等港口的货运能力没有受到影响，不仅没有受到影响，这些重要港口因为分流了上海港口货运，运力短期内提高。然而即便分流了上海货运，广州、深圳和宁波港口，4 月隐含的出口同比只有 8.1%，显著低于一季度出口同比（15.8%）。

可见约束上海以外港口的出货量，关键因素肯定不是港口货运能力，而是国内供应链约束带来生产不足。

图 5：4 月全国货运流量指数快速下降



资料来源：Wind, 民生证券研究院

第二，面对国内供应链约束，中国产业是否转移至东南亚，这是目前市场关注的热点。

纵观历史上企业进行跨国投资，最关注的未必是低端劳动力价格。企业之所以开展对外投资，更看重东道国综合竞争优势，低廉劳动力成本只是其中一个优势，不是唯一的优势。不少跨国投资企业更加关注东道国生产环境的稳定性、产业链配给的便利性等条件，这些因素都深刻影响企业生产成本。

学界已有不少研究探讨过中国企业竞争优势来源。经历三十多年的改革开放，**中国企业的竞争优势已经不再是简单的低劳动力成本。中国企业竞争优势相当一部分来自于上下游产业配套的便利性。**东南亚国家在全产业链配套上存在明显不足，尚不能承接全部的中国企业生产。从这一点看，东南亚短期内尚无承接中国大规模产业转移。

对于产业转移的忧虑，实际上 4 月出口已经给出鲜明答案：中国与东南亚之间的产业关系，合作大于竞争。

4 月中国内地对中国香港及东南亚出口明显优于对其他贸易伙伴。我们知道今年 4 月越南等东南亚国家出口同比迎来高增，如果这一高增来自于中国供应链转移，那么我们更应该看到的是中国对东盟出口快速下降，毕竟这才符合产业转移过程中此消彼长关系——“中国生产和出口削弱、东盟出口增长”。

不仅如此，我们看到国内珠三角供应链并未受到大幅破坏，珠三角对东盟出口反而保持高增长。**4 月出口呈现出来的格局是，东盟出口高增意味着东盟经济体生产高景气，恰逢中国对东盟出口的相关产业链受冲击影响小，最终中国对东盟出口明显好于其他东道国。**

图 6：今年 4 月越南出口大幅扩张



资料来源：Wind, 民生证券研究院

透过 4 月中国出口表现，我们可以更加清晰地认识到当前出口的两点特征。

第一，目前真正冲击中国出口的不是港口运力，而是国内供应链约束致使制造业生产停顿。

这一判断需要前提，局部港口货运受阻可以被其他港口消化。但若大面积港口运货都面临约束，则全国港口还是会面临运力不足，从而出口受影响。

第二，短期内无需过度担忧产业大规模从中国转移至东南亚。

这并不意味着我们可以任由外生因素随意干预企业生产，任由企业生产停摆。既然中国企业竞争优势在于产业链配套以及企业生产效率，那么尊重企业生产，维持企业生产决策独立性，这是维持中国企业竞争优势的根本所在。

五、风险提示

- 1) **经济走势超预期。** 经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) **疫情发展超预期。** 新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) **海外地缘政治超预期。** 海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：4 月出口同比降至小个位数.....	3
图 2：4 月对中国香港和东盟出口显著优于对其他贸易伙伴.....	4
图 3：4 月广州、深圳、宁波港口集装箱吞吐量逆势增长.....	5
图 4：重点出口产品的回落幅度.....	6
图 5：4 月全国货运流量指数快速下降.....	7
图 6：今年 4 月越南出口大幅扩张.....	8

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001