

内外需双弱，政策需更加有为

2022年05月10日

2022年5月9日，中国海关总署公布4月贸易数据，对此我们点评如下：

➤ 出口环比低于季节性，主因疫情制约

受疫情影响，国内供应链遭受冲击，无论是生产上还是运输上均受到较大约束，整体而言出口延续回落态势，且明显低于季节性水平。

从与主要贸易伙伴的贸易总额增速来看，对发达国家出口下行幅度更大，对东盟下行幅度相对较小，与东盟贸易额占比进一步提升。而其他国家出口则呈现向好态势，进一步印证我国出口主因疫情制约而走弱，而非受主要海外需求约束。

展望未来，近两月新出口订单 PMI 处于持续大幅回落的状态，考虑到其对出口有一定领先性，预计后续出口仍有继续下行压力。

➤ 受疫情影响进口弱于季节性，低基数下同比持平

疫情扰动下，进口需求不足。4月进口同比持平，主要有低基数和价格因素支撑，环比来看则仍是大幅下滑。

展望未来，国内疫情防控政策仍较为严格，复工复产及国内供需的恢复具有较高不确定性，但综合来看下半年价格支撑预估逐步走弱，而随着疫情受控后稳增长发力，量的支撑或会有所改善。

➤ 如何看待后市？

4月外贸的回落验证了内外需双双走弱的格局，当前经济下行压力进一步增大，稳增长刻不容缓。

从货币政策角度来看，虽然央行也会综合考虑外围通胀高企、联储加息和缩表，以及总量工具在当下疫情约束下的有效性问题，但无论如何，央行在更关切国内经济增长的情况下需要更加有所为，无论是量上保持合理充裕，为助力宽信用给金融机构提供足够的支持，还是价格工具的动用，5月降息仍可以期待。并且参考2021年12月-2022年1月债市的表现，结合目前持续走低的国股票据利率以及走弱的内外部经济状态，债市仍有一定支撑。

➤ 风险提示：1) 政策不确定性；2) 基本面超预期；3) 地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题：以史为鉴，2020年债市有哪些启发？
- 2.经济金融数据预测专题：供需双弱，4月经济金融数据预测
- 3.利率专题：政策调控加码，债市喜忧参半
- 4.流动性跟踪周报 20220508：本周货币市场利率普遍下行
- 5.高频数据跟踪周报 20220507：基建回暖步伐加快，猪肉价格持续回升

目 录

1 出口环比低于季节性，主因疫情制约	3
2 受疫情影响进口弱于季节性，低基数下同比持平	7
3 如何看待后市？	9
4 风险提示	10
插图目录	11

2022年5月9日，中国海关总署公布4月贸易数据：

今年前4个月，我国外贸进出口总值12.58万亿元，同比增长7.9%。其中，出口6.97万亿元，同比增长10.3%；进口5.61万亿元，同比增长5%。具体来看4月数据：

- (1) 4月出口（以美元计，下同）同比3.9%，前值同比14.7%；
- (2) 4月进口同比持平，前值同比-0.1%；
- (3) 贸易顺差511.2亿美元，前值473.8亿美元。

整体来看，受疫情防控影响，供应链遭受冲击，出口超季节性显著走弱，而进口同比增速略有增长，这主要受基数效应影响，环比来看则仍是大幅下滑，具体而言：

1 出口环比低于季节性，主因疫情制约

4月出口金额（当月，以美元计，下同）为2736亿美元，同比增3.9%，较前值下行10.8pct，环比由正转负至-0.9%，**受疫情影响，国内供应链遭受冲击，无论是生产上还是运输上均受到较大约束，整体而言出口延续回落态势，且明显低于季节性水平。**

其实此前一季度进出口情况新闻发布会上，海关总署李魁文司长也提到：“当前国际国内环境有些突发因素超出预期，**外贸所处的外部环境更趋严峻复杂**，发展面临诸多风险挑战，**叠加去年外贸基数较高等因素，实现稳外贸的目标需要付出更大努力。**我们在正视这些困难挑战的同时，也要看到我国经济韧性强，长期向好的基本面不会改变，我国外贸仍将有望保持稳定发展。”

4月一般贸易和加工贸易出口同比均较前值下行。一般贸易出口同比下行11.2pct至9.5%，但一般贸易出口金额占当月出口金额比例上行2.3pct至64.9%，进料加工贸易出口金额同比下行8.6pct至3.9%。

分出口品类来看，仅农产品出口增速与上月基本持平，而其他类型产品出口同比均较前值下滑，其中纺织品下滑速度最快，同比较前值下行21.4pct至0.9%，此外医疗器械、高新技术产品、机电产品同比增速均由正转负，出口情况明显转弱。**从主要出口具体产品来看**，粮食出口情况向好，4月同比大幅上行41pct至7.1%，稀土、铝材、鞋靴等产品出口增速维持相对稳定，而汽车、手机、中药材等产品出口增速则明显放缓或转负。

涨价效应对4月出口增速形成一定支撑。从主要出口商品量价表现来看，铝材、箱包、稀土、汽车、鞋靴等商品量价齐升。其中，出口金额价格贡献率较高的商品有成品油、稀土、钢材、肥料等，主因地缘政治冲突下大宗商品价格上涨；数量贡献率较高的商品有铝材、粮食、箱包、汽车等，与海外需求回暖、供需缺口仍

存有关。

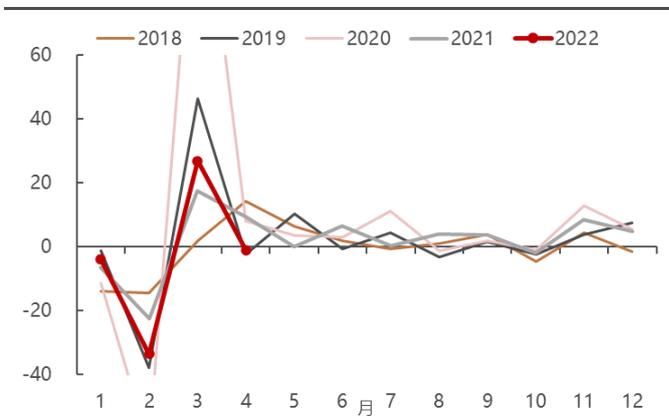
图 1：当月出口金额增速与出口金额（%，亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

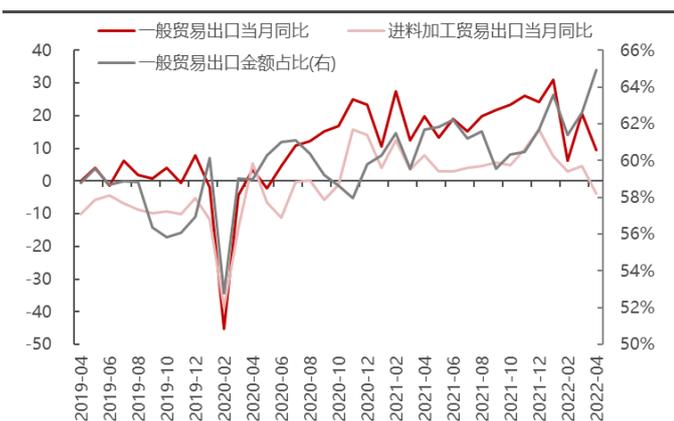
注：2021 年为两年复合增速

图 2：当月出口金额环比：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

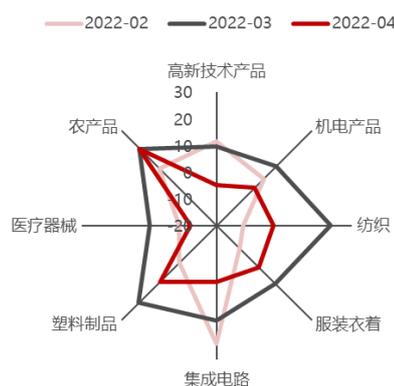
图 3：一般贸易出口金额增速及占比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

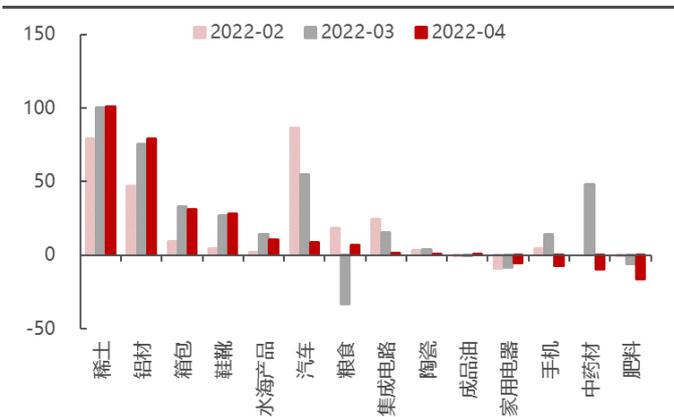
注：2021 年为两年复合增速

图 4：不同品类出口金额增速（%）



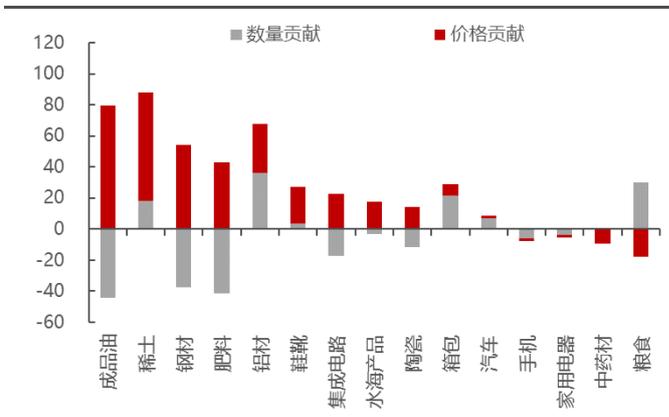
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：主要出口商品出口金额增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：主要出口商品出口金额增速的量价贡献率（%）



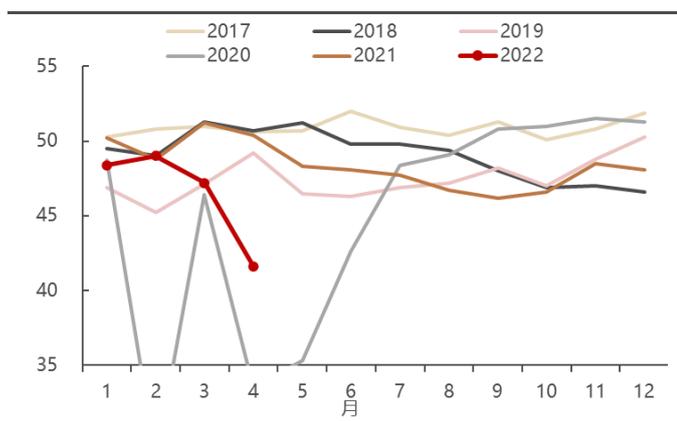
资料来源：wind，民生证券研究院

从与主要贸易伙伴的贸易总额增速来看,4月我国与东盟、欧盟、美国、韩国、日本贸易总额同比分别下降0.6pct、6.5pct、5.0pct、9.8pct、11.0pct至6.2%、-0.3%、6.8%、-0.04%、-12.7%,增速全面回落。而结构上来看对发达国家出口下行幅度更大,对东盟下行幅度相对较小,与东盟贸易额占比进一步提升。主因国内疫情叠加国际地缘政治冲突,国内受供应链约束生产供给跟不上,部分出口订单减少或被取消,对应观察4月新出口订单PMI大幅回落。

而从海外需求来看,回落整体有限,体现出海外整体需求仍相对旺盛,4月全球PMI较前值虽有所下滑,但仍位于枯荣线上。对比其他国家出口情况来看,如韩国、越南4月出口金额同比分别上行6.9pct、11.3pct至16.9%、30.4%,印证我国出口主因疫情制约而走弱,而非受海外需求约束。

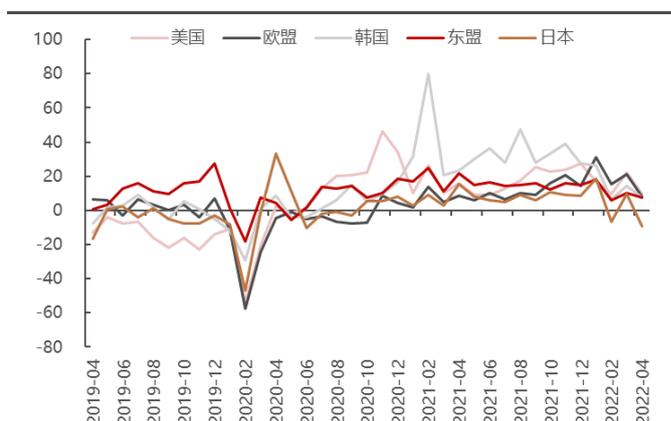
未来而言,年内后续出口预估延续回落态势,近两月新出口订单PMI处于持续大幅回落的状态,这反映受国内疫情影响冲击,外贸订单大幅下降,全方位受约束下企业接订单能力大幅下滑,而出口订单数据对出口有一定领先性,由此预计后续出口仍有继续下行压力。

图7：PMI新出口订单（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：出口金额增速：主要出口目的地（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

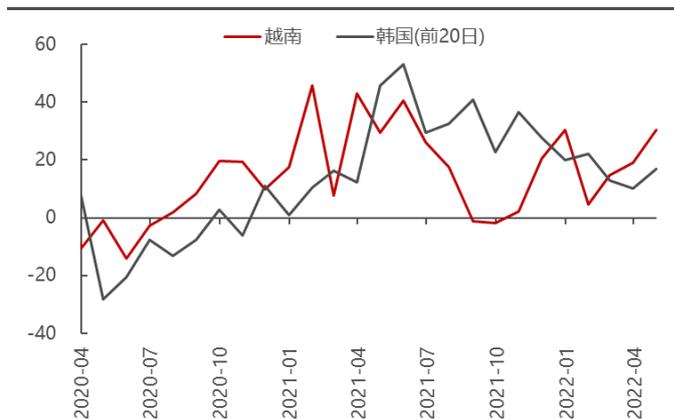
注：2021年为两年复合增速

图 9：海外制造业 PMI (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：可比国家出口金额增速 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 受疫情影响进口弱于季节性，低基数下同比持平

4月进口金额（当月，以美元计，下同）为2225亿美元，同比增0.0%，低基数效应之下较前值上行0.1pct，环比下行25.1pct至-2.8%，环比回落，同样低于季节性水平，总体来看我国4月进口情况有所走弱。

疫情扰动下，进口需求不足。4月PMI进口指数下行4pct至42.9%，指示国内进口景气度下滑；国内制造业PMI进一步回落，亦能反映国内生产放缓之下进口需求走弱，这当中疫情仍是最大制约项。

4月进口同比持平，主要有低基数和价格因素支撑。从要进口产品进口增速来看，集成电路进口金额同比下行2pct至5.1%，其余产品进口同比均较上月上行。但细分量价贡献率来看，价格上涨对4月进口同比增速略有回升有所支撑，当然里面也有低基数的影响。

未来而言，国内疫情防控政策仍较为严格，近期除了上海、北京等区域的疫情仍存在较高的波动性，复工复产及国内供需的恢复具有较高不确定性，但综合来看下半年价格支撑预估逐步走弱，而随着疫情受控后稳增长发力，量的支撑或会有所改善。

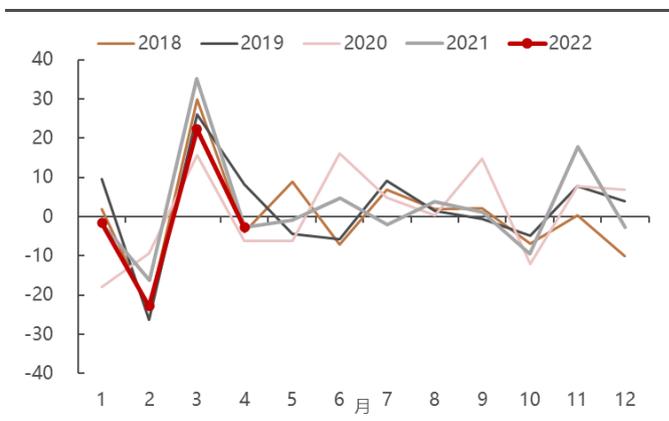
图 11：当月进口金额增速与出口金额（%，亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

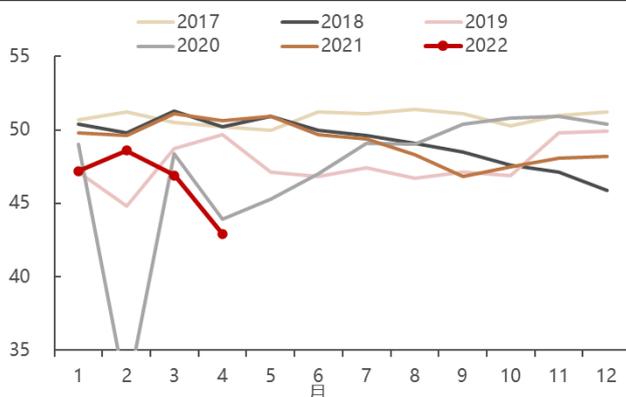
注：2021年为两年复合增速

图 12：当月进口金额环比季节性比较（%）



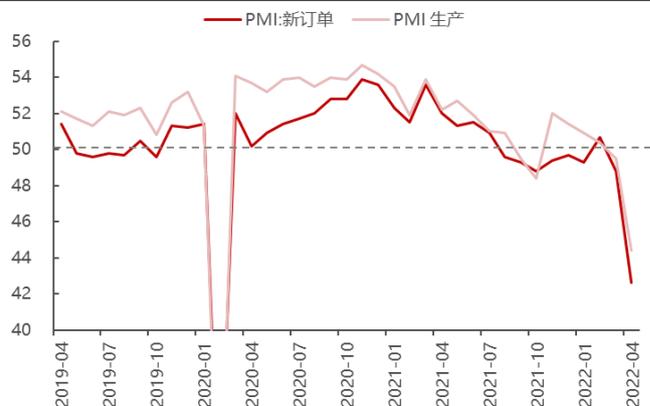
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：PMI 进口指数 (%)



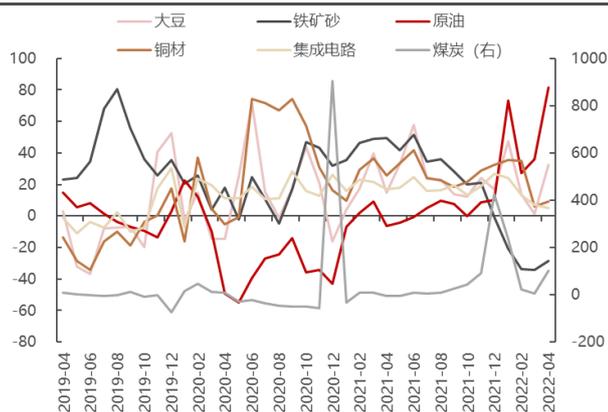
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：PMI 生产及新订单指数 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

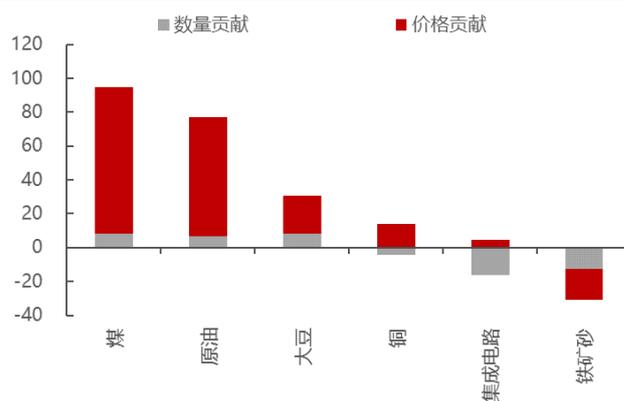
图 15：主要进口产品进口金额增速 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2021 年为两年复合增速

图 16：主要进口产品进口金额增速的量价贡献率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

3 如何看待后市？

受疫情管控影响，国内供需双弱情形下也影响到了进出口，4月进出口数据均持续下滑并明显低于季节性，展望未来，参看近两月的新出口订单 PMI 显著下行，并且国内疫情仍存在较大不确定性，预估未来出口仍有较大的下行压力。

当前来看，疫情的不确定性下国内仍坚持动态清零的根本方针，稳增长和防疫两手抓，而内需延续疲弱之下，4月外贸的回落验证了内外需双双走弱的格局，当前经济下行压力进一步增大，稳增长刻不容缓。

从货币政策角度来看，虽然央行也会综合考虑外围通胀高企、联储加息和缩表，以及总量工具在当下疫情约束下的有效性问题，但无论如何，央行在更关切国内经济增长的情况下需要更加有所为，无论是量上保持合理充裕，为助力宽信用给金融机构提供足够的支持，还是价格工具的动用，5月降息仍可以期待。并且参考 2021 年 12 月-2022 年 1 月债市的表现，结合目前持续走低的国股票据利率以及走弱的内外部经济状态，债市仍有一定支撑。

4 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面超预期**：疫情发展、经济基本面变化超预期；
- 3、**地缘政治冲突**：地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1：当月出口金额同比与出口金额（%，亿美元）	4
图 2：当月出口金额环比季节性比较（%）	4
图 3：一般贸易出口金额同比及占比（%）	4
图 4：不同品类出口金额同比（%）	4
图 5：主要出口商品出口金额同比（%）	4
图 6：主要出口商品出口金额同比的量价贡献率（%）	4
图 7：PMI 新出口订单（%）	5
图 8：出口金额同比：主要出口目的地（%）	5
图 9：海外制造业 PMI（%）	6
图 10：可比国家出口金额同比（%）	6
图 11：当月进口金额同比与出口金额（%，亿美元）	7
图 12：当月进口金额环比季节性比较（%）	7
图 13：PMI 进口指数（%）	8
图 14：PMI 生产及新订单指数（%）	8
图 15：主要进口产品进口金额同比（%）	8
图 16：主要进口产品进口金额同比的量价贡献率（%）	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