

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口盛况正落下帷幕

2022年5月11日

- **出口归于平静，进口维持低位走势。**1) 出口方面：出口同比增速大幅走弱，继续归于平静。4月出口表现偏弱，既有外需这一基本面的变化，也有一部分基数效应。去年同期出口金额明显拔高，垫高的基数对本期出口增速有下行影响。2) 进口方面：进口同比与上月基本持平，维持低位态势。本次进口需求更多由国内疫情主导，从国内形势上看，3、4月全国新增确诊病例跃升至高位，我国进口增速在这两月下滑至低位，这显示出疫情封控对我国外贸企业的影响传导至进口的采购需求上。
- **新出口订单下滑与运价回落是外需走弱的双重验证。**外需的变化是出口的基本面因素，当海外需求前景趋缓，出口的支撑也会减弱。当前外需走弱可从新出口订单的下滑与运价回落中得到双重验证。从新订单表现来看，4月新出口订单低于临界值且继续下滑，显示本月海外对中国产品的需求出现收缩。分国别来看，这一回落源于欧盟、美国的需求收缩。美国3月开启加息，全球央行紧跟其后，海外财政刺激褪去、发达经济体货币政策转向紧缩的效应可能首先体现在4月的贸易数据上。从各航线运价走势上看，综合运价指数与四大航线运价均高位回落，出口集装箱运价中枢下移，其背后是供需格局的变化，反映出当下旺盛的全球景气总需求格局已发生转变，也预示着出口的下降趋势。
- **疫情重挫国内生产景气度，外贸企业开工、交货受阻。**多点散发疫情下的封控对货运物流、产业链供应形成阻滞。生产和新订单PMI降幅加大，显示企业生产明显下降、市场需求继续走低。从疫情集中区域上看，4月疫情主要集中于上海，作为半导体重镇，上海聚集了众多半导体企业、具有大型芯片产业区。封闭式管理导致当地厂商无法正常生产、出货，半导体出货秩序被严重打乱。外贸企业的开工和交货迟缓影响原材料的采购和投入，从而影响机电类进口和产成品的出口。
- **展望未来趋势，局部反弹不会改变出口下行的趋势。**展望未来趋势，我们认为出口将延续下行趋势，第一，外需趋缓，出口的支撑作用开始松动。在外需基本面上，全球PMI综合指数可以粗略地反映全球经济状况，当前指数有见顶迹象，意味着全球需求增速放缓将带来产品出口金额增速趋弱。第二，海外制造业修复下订单回流。伴随境外产业链逐步修复，海外生产能力或将逐步挑起内需的担子，而中国出口也会受到订单减少的影响。尽管近期人民币明显贬值或在一定程度上提升出口企业竞争力，对出口有改善作用。但我们认为，出口的局部反弹不会改变整体的下行趋势。
- **风险因素：**新一轮疫情再度反弹，货币政策超预期收紧等。

目录

一、出口归于平静，进口维持低位.....	3
二、欧美等海外需求前景趋缓，外贸企业生产受挫.....	5
2.1 新出口订单下滑与运价回落是外需走弱的双重验证.....	5
2.2 外贸企业生产受到重挫.....	6
三、出口盛况的帷幕正在落下.....	7
风险因素.....	8

表目录

表 1：出口重点商品对比.....	3
表 2：进口重点商品对比.....	4

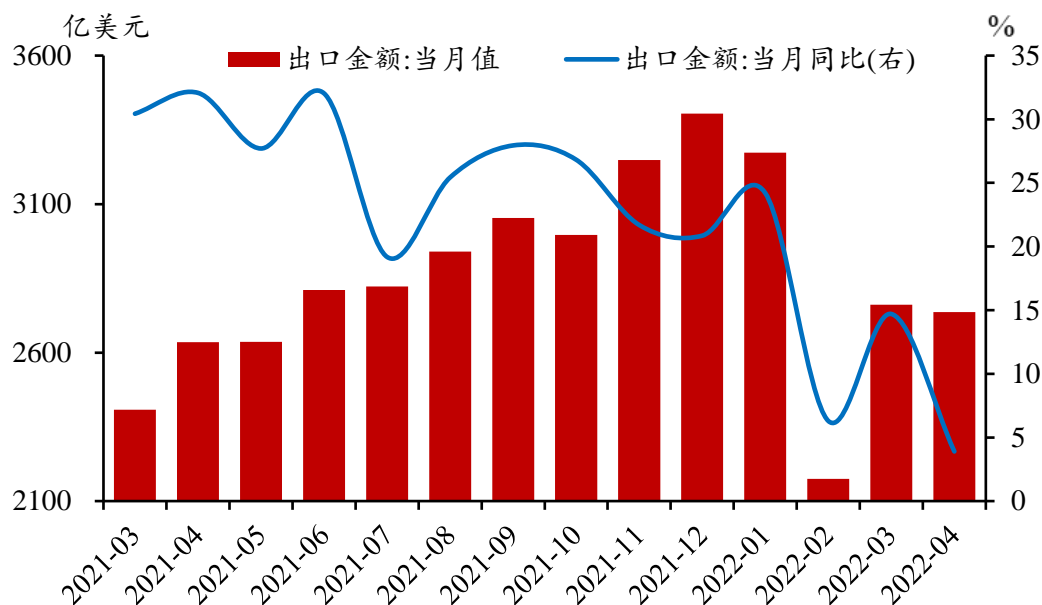
图目录

图 1：出口的同比下行有基数因素.....	3
图 2：疫情重挫进口需求.....	4
图 3：新出口订单 PMI 大幅回落.....	5
图 4：欧盟和美国的出口金额出现大幅下滑.....	6
图 5：各大航线的价格均出现回落.....	6
图 6：国内生产景气度下降.....	7
图 7：上海聚集众多半导体企业，集成电路产量靠前.....	7
图 8：全球综合 PMI 出现放缓迹象.....	8

一、出口归于平静，进口维持低位

出口方面：同比增速大幅走弱，继续归于平静。4月出口金额(美元计价)同比增速大幅转弱，仅为3.9%，较上月缩减了10.8个百分点。对此我们并不意外，在《出口增速的下行拐点已确认》这一报告中我们曾指出“大概率出口金额同比增速会在4月大幅转弱”，如今看来，出口表现与我们的预期相一致。本期出口表现偏弱，既有外需这一基本面变化，也有一部分基数效应。去年同期出口金额明显拔高，环比增加9.4%，今年4月出口金额略微低于3月，垫高的基数对本期出口增速有下行影响。从出口分项上看，主要出口商品均转弱，其中机电产品(手机、家用电器等)和高新技术产品对整体出口起主要的拖累作用。

图 1：出口的同比下行有基数因素



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：出口重点商品对比

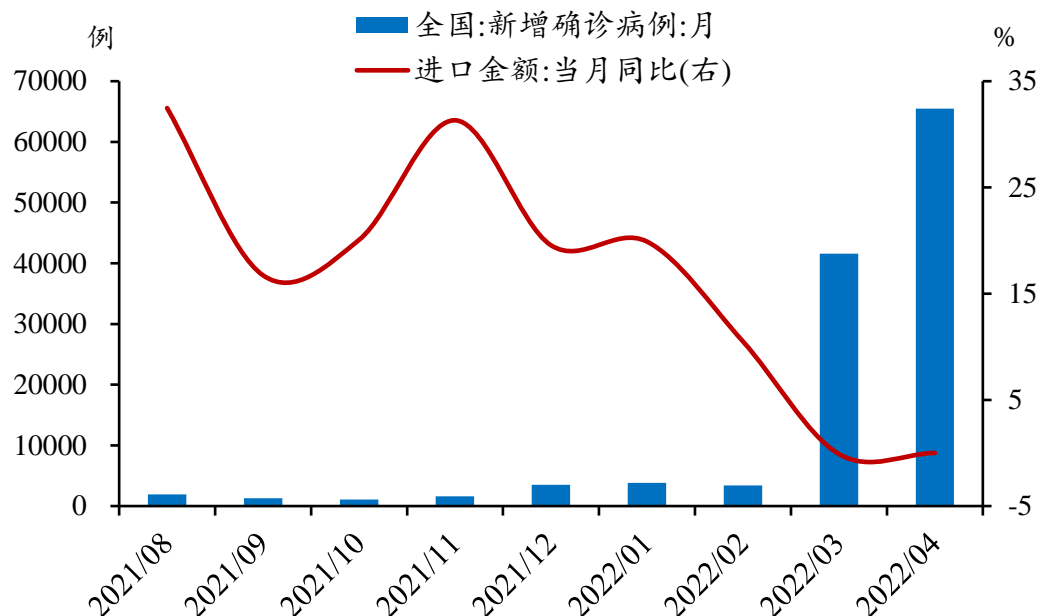
出口重点商品	当月同比(2022-04) 单位: %	上月同比(2022-03) 单位: %	同比增速差值 单位: pct	当月金额占比 单位: %
机电产品	-0.12	11.40	-11.52	56.48
高新技术产品	-5.00	9.70	-14.70	26.43
纺织纱线织物及其制品	0.86	22.40	-21.54	4.48
服装及衣着附件	1.89	10.90	-9.01	4.14
塑料制品	9.72	21.30	-11.58	3.22
农产品	20.45	20.40	0.05	2.92
钢材	-3.75	6.50	-10.25	2.60
家具及其零件	-3.04	7.40	-10.44	2.21
成品油	0.50	-2.90	3.40	1.28
鞋靴	27.97	26.80	1.17	1.38
玩具	17.59	14.20	3.39	1.30
箱包及类似容器	30.79	33.10	-2.31	0.96
未锻轧铝及铝材	78.91	75.80	3.11	0.92
陶瓷产品	0.76	4.40	-3.64	0.88
肥料	-16.13	-6.00	-10.13	0.28
中药材及中式成药	-9.57	48.32	-57.89	0.04
稀土	100.74	100.10	0.64	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

进口方面：进口同比与上月基本持平，维持低位态势。4月进口金额同比持平，继续在低位徘徊。这与国内突发疫情密不可分。1) 从国内疫情形势看，全国新增确诊病例从2月跃升至3、4月的高位，与此同时我国出口增速应声跌落至低位。2) 在半导体产业链的布局上，上海坐拥国内完整的集成电路产业群，是国内集成电路产业最集中的地区。此轮疫情对半导体产业链造成冲击，部分企业因产业链问题断供停产，这显示出疫情封控对我国企业生产的影响传导至进口需求上。从进口分项上看，原油和农产品进口表现有改善，但是机电（机床、集成电路等零部件）和高新技术产品继续回落。

图 2：疫情重挫进口需求



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2：进口重点商品对比

进口重点商品	当月同比(2022-04) 单位: %	上月同比(2022-03) 单位: %	同比增速差值 单位: pct	当月金额占比 单位: %
机电产品	-6.77	-2.50	-4.27	39.12
高新技术产品	-6.73	-2.40	-4.33	27.65
原油	81.52	32.50	49.02	15.38
农产品	3.83	-1.10	4.93	8.55
铁矿砂及其精矿	-28.57	-35.90	7.33	5.20
铜矿砂及其精矿	12.49	1.90	10.59	2.19
未锻轧铜及铜材	9.17	5.40	3.77	2.19
初级形状的塑料	-7.05	-9.10	2.05	2.14
天然气	31.53	37.90	-6.37	1.91
煤及褐煤	102.26	6.40	95.86	1.66
医药材及药品	-13.68	-20.80	7.12	1.27
美容化妆品及洗护用品	-6.91	-12.80	5.89	0.93
纸浆	8.12	-2.20	10.32	0.79
钢材	1.25	-5.00	6.25	0.68
原木及锯材	-8.03	-13.06	5.03	0.65
成品油	7.17	20.40	-13.23	0.58
纺织纱线、织物及制品	-25.02	-22.30	-2.72	0.50
天然及合成橡胶(包括胶)	-2.14	0.70	-2.84	0.46
肥料	52.18	18.40	33.78	0.20

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

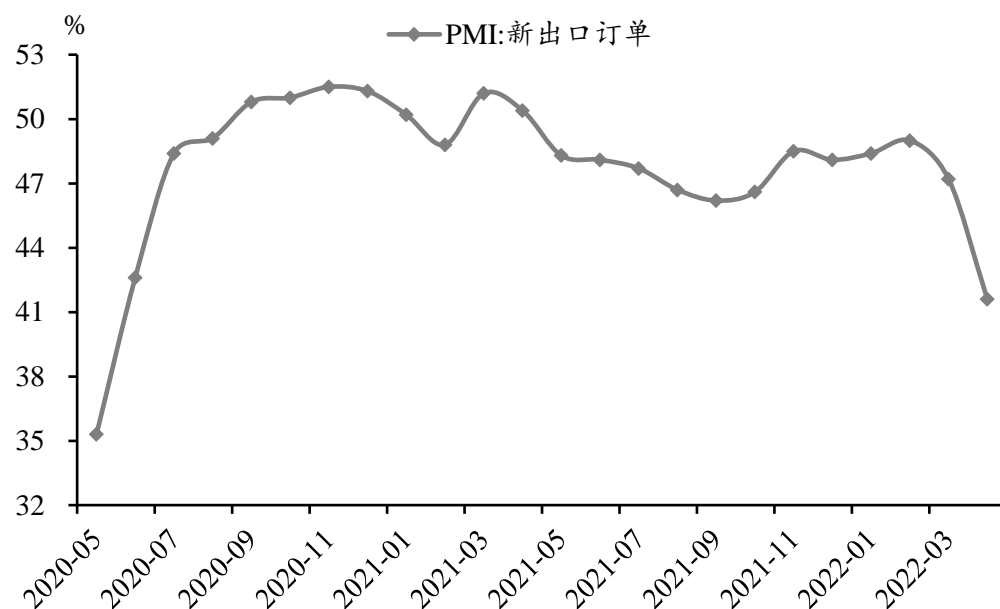
二、欧美等海外需求前景趋缓，外贸企业生产受挫

2.1 新出口订单下滑与运价回落是外需走弱的双重验证

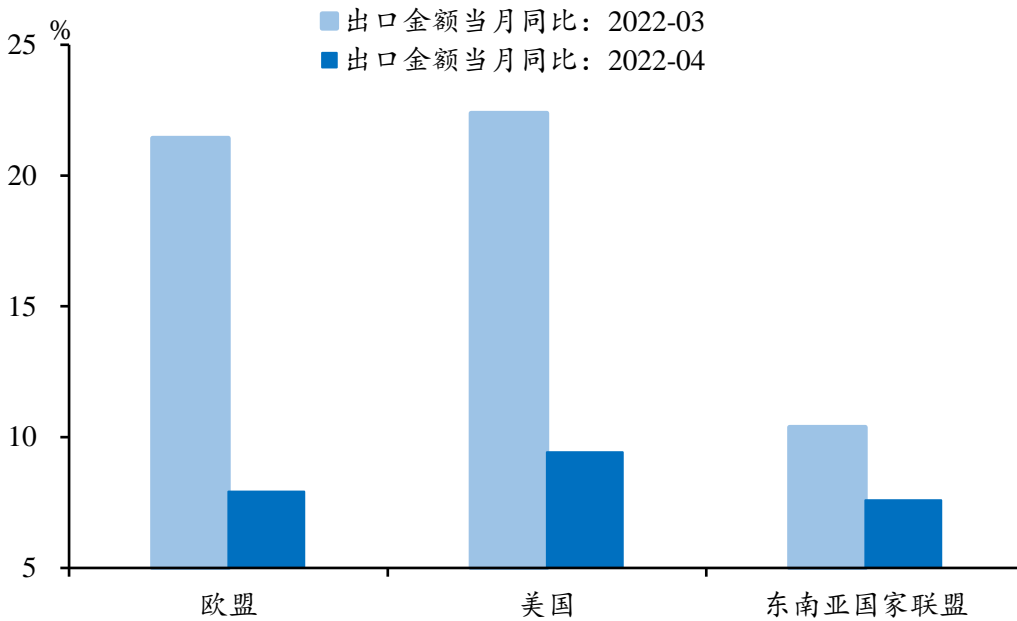
新出口订单回落表明外需的压力开始显现。外需的变化是出口的基本面因素，4月弱出口部分源于基本面变化，即当海外需求前景趋缓，出口的支撑也会减弱。1) 从总体上看，4月新出口订单 PMI 低于临界值，且较上月大幅回落。PMI 作为环比数据，显示出海外对中国产品的本月需求较上月出现收缩。2) 分国别来看，出口回落源于主要出口国(欧盟、美国和东南亚联盟)的需求收缩。4月对欧盟、美国和东南亚出口同比增速均出现了下挫，其中，欧盟和美国均下滑了13个百分点左右，东南亚联盟下滑了2.7个百分点。这可能是美国3月开启加息，全球央行跟随后，海外财政刺激褪去、发达经济体货币政策转向紧缩，外需逐步减弱的效应首先体现在4月的贸易数据上。

各航线运价高位回落是供需格局转变的佐证。出口集装箱运价指数(CCFI)和我国的出口金额有很高的相关性，观察当前运价指数，综合指数与四大航线的出口集装箱运价均回落，尤其是最高的欧洲航线运价指数也出现高位回落。出口集装箱运价中枢下移，其背后是供需格局的变化，反映出当下旺盛的全球景气总需求格局已发生转变，也预示着出口的下降趋势。

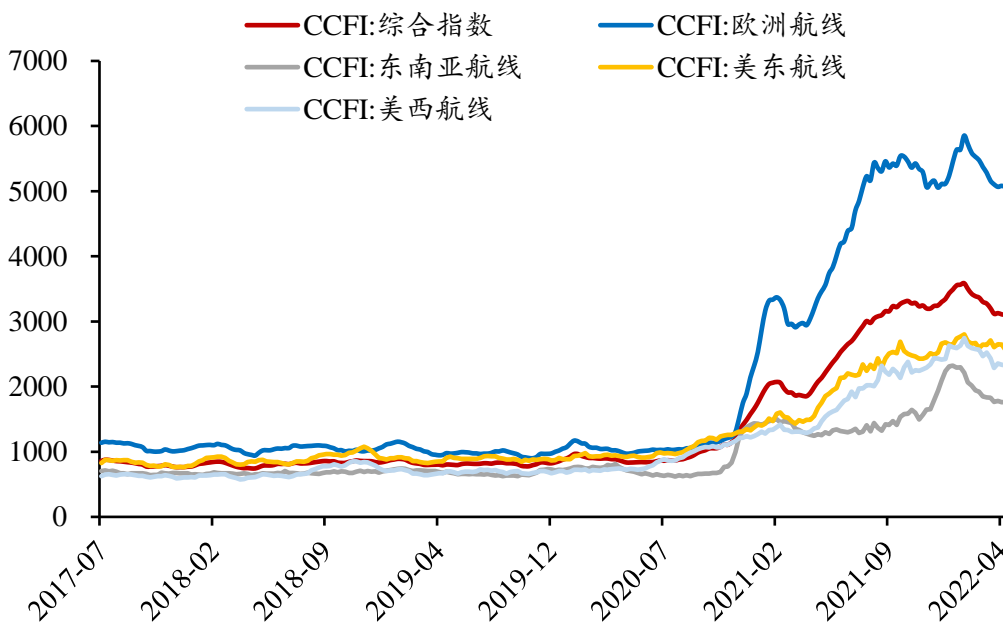
图 3：新出口订单 PMI 大幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：欧盟和美国的出口金额出现大幅下滑


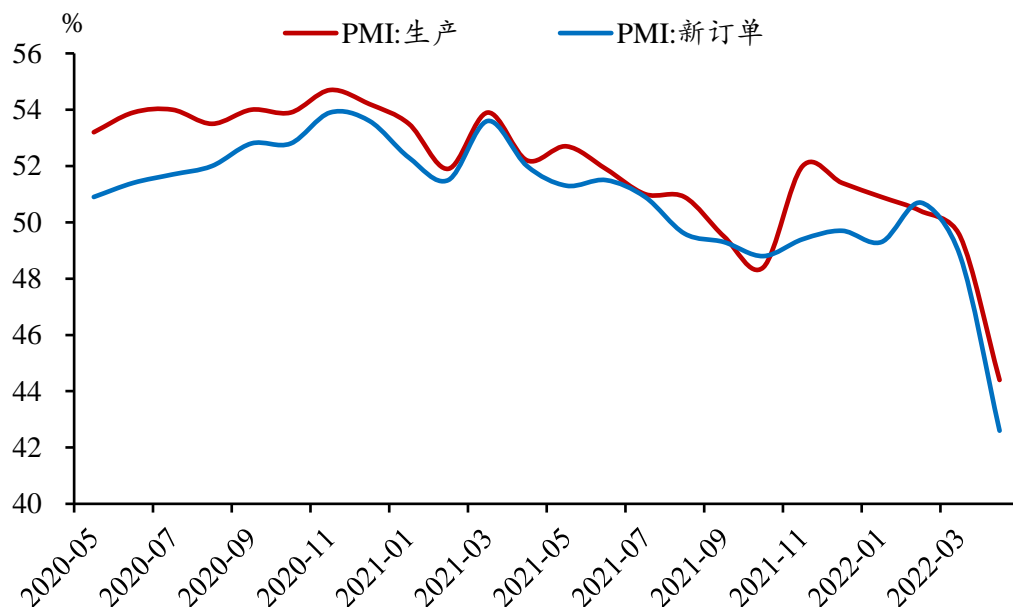
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：各大航线的价格均出现回落


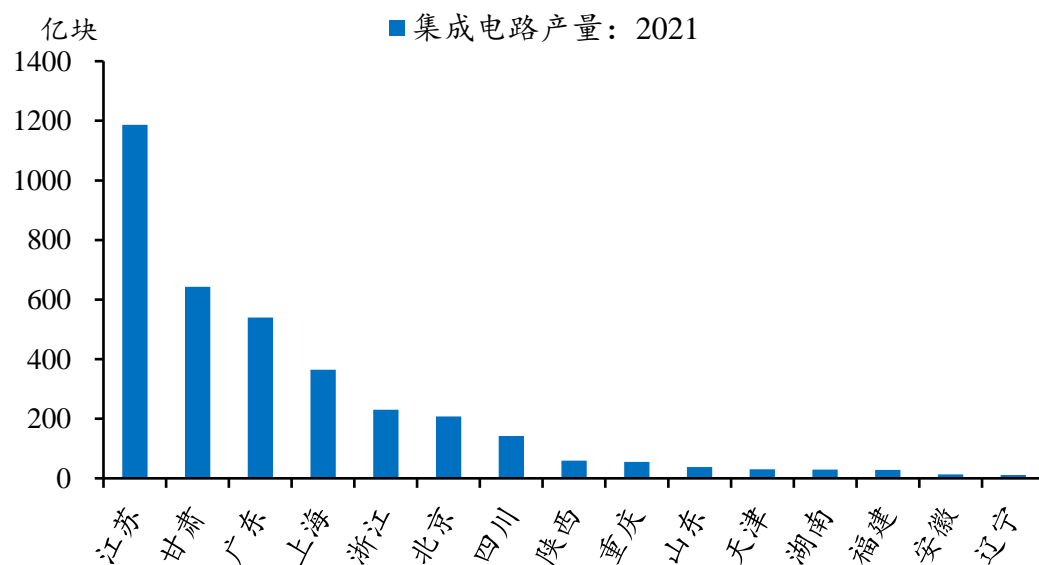
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 外贸企业生产受到重挫

疫情导致国内生产景气度下挫严重，外贸企业开工受阻。多点散发疫情下的封控对货运物流、产业链供应形成阻滞，企业生产明显下降，市场需求继续走低。从 PMI 指数上看，生产和新订单 PMI 降幅加大。其中，生产指数较上月下降 5.1 个百分点至 44.4%，新订单指数较上月下降 6.2 个百分点至 42.6%。从疫情集中区域上看，4 月疫情主要集中于上海，作为半导体重镇，上海聚集了许多半导体企业、具有大型芯片产业区。封闭式管理导致当地厂商无法正常出货、生产，半导体出货秩序被严重打乱。外贸企业的开工和交货迟缓影响原材料的采购和投入，从而影响机电类进口和产成品的出口。

图 6：国内生产景气度下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

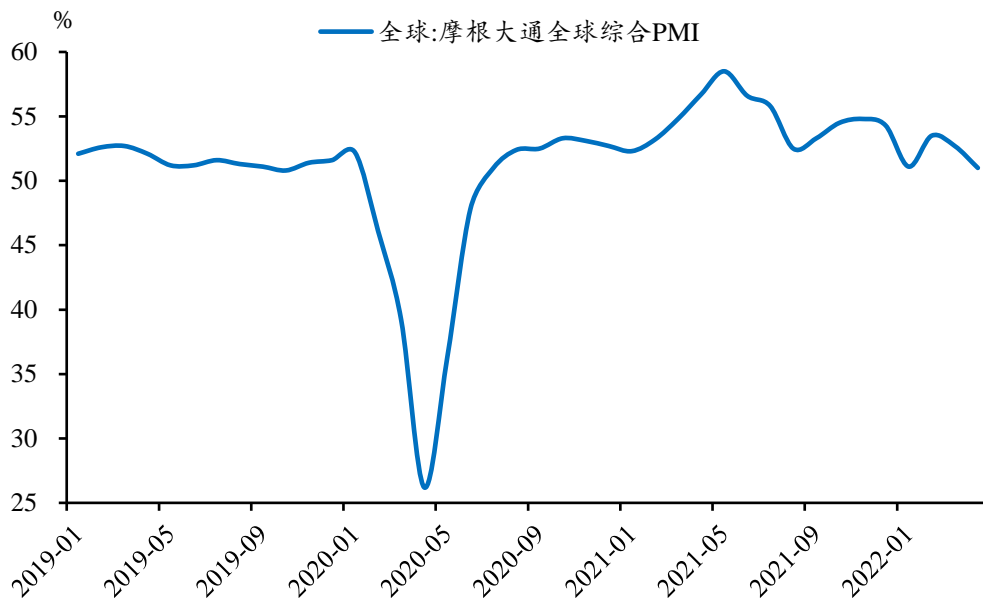
图 7：上海聚集众多半导体企业，集成电路产量靠前


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、出口盛况的帷幕正在落下

展望未来趋势，局部反弹不会改变出口下行的趋势。我们认为出口将延续下行趋势，第一，外需趋缓，出口的支撑作用开始松动。在外需基本面上，全球 PMI 综合指数可以粗略地反映全球经济状况，当前指数有见顶迹象，意味着全球需求增速放缓将带来产品出口金额增速趋弱。第二，海外制造业修复下订单回流。伴随境外产业链逐步修复，海外生产能力或将逐步挑起内需的担子，而中国出口也会受到订单减少的影响。尽管近期人民币明显贬值或在一定程度上提升出口企业竞争力，对出口有改善作用。但我们认为，出口的局部反弹不改变整体的下行趋势。

图 8：全球综合 PMI 出现放缓迹象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

新一轮疫情再度反弹，货币政策超预期收紧等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。