

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

进口数据与高景气度表现并不矛盾

2023年3月8日

- **出口预期差在于整体外需回落速度比预期慢。**1-2月出口同比增速高于市场预期,出口预期差主要在于整体外需回落速度比预期要慢,但这并不改变外需继续回落的趋势。第一,出口增速继续维持负增长,同比增速是自疫情以来同期水平的次低点,显示外需仍在下行通道。第二,出口表现强于历史季节性,总体外需回落速度比预期慢。第三,外需回落速度慢主要是东盟接力了欧美的贡献。其中,美国的拖累作用扩大,欧盟拖累小幅改善,东盟贡献继续扩大。从目前已公布的6个东盟成员国数据来看,新加坡和菲律宾对东盟的贡献均有强劲支撑。出口商品上看,表现比较好的有机电、高新技术产品和钢材,拖累程度最大的是成品油的出口。
- **进口数据与高景气度表现并不矛盾。**1-2月进口金额同比增速下降幅度超市场预期,表现略差于季节性。降幅超市场预期的进口数据,看起来和2月的高景气度指标表现有些矛盾,实则不然。第一,景气度指标是环比指标,反映的是经济恢复势头。1-2月PMI连续两月高于荣枯线,表明经济朝着恢复方向变化。而进口同比增速则需与去年同期比较,今年年初比去年同期多了年初感染带来的压制因素,所以进口同比增速表现略差于季节性,但不能忽视内需修复势头已经出现。第二,进口表现很大程度受到进口价格走弱的拖累。1-2月进口增速降幅扩大,有50%的贡献源于机电、原油和高新技术产品的变动。而这部分产品的进口价格增速出现回落,说明价格对1-2月进口增速的拖累不可忽视。进口商品上,机电、原油等产品进口同比跌幅扩大,这多是价格变动的影 响,而医药产品进口价格涨幅扩大,煤及褐煤进口数量表现亮眼。
- **消费和基建仍有投资机会。**从总体上看,我们认为尽管年初出口增速表现好于市场上的悲观预期,但是外需变化方向大概率仍是下行趋势,节奏上或是前低后高。但整个2023年,净出口对经济的贡献或进一步回落,所以后续稳增长更多还需要依靠消费和投资两大拉动,仍可关注背后的投资机会。第一,建议关注消费相关的投资机会。目前国内初显复苏势头,尽管年初进口增速表现弱于市场预期,但是进口价格是一个不可忽视的贡献因素。另外,政府工作报告指出,要把恢复和扩大消费摆在优先位置,说明后续政策仍需要继续支持实体经济。第二,稳增长是主线任务,基建仍有投资机会。从政府工作报告的表述看,房地产市场的主要目标在于化解风险,而不在于拉动投资。结合2月非制造业景气度表现来看,基建仍是未来投资的重要抓手之一。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,东盟景气度不及预期等。

目录

一、出口预期差在于整体外需回落速度比预期慢	3
二、进口数据与高景气度表现并不矛盾	6
三、消费和基建仍有投资机会	8
风险因素	8

表目录

表 1: 1-2 月出口重点商品金额同比增速对比	5
表 2: 1-2 月进口重点商品金额同比增速对比	8

图目录

图 1: 出口表现强于历史季节性	3
图 2: 价格对出口的贡献依旧是很大的一部分	3
图 3: 2023 年 1-2 月, 东盟在 RECP 成员国的贡献占比继续提升	4
图 4: 东南亚国家中, 新加坡和菲律宾的增速最高	4
图 5: 1-2 月的结构性亮点是钢材出口	5
图 6: 进口表现略微差于历史季节性	6
图 7: 1-2 月进口表现比较好的分项是煤及褐煤	7
图 8: 进口降幅扩大的部分 50% 以上源自机电、原油、高新技术产品的变动	7

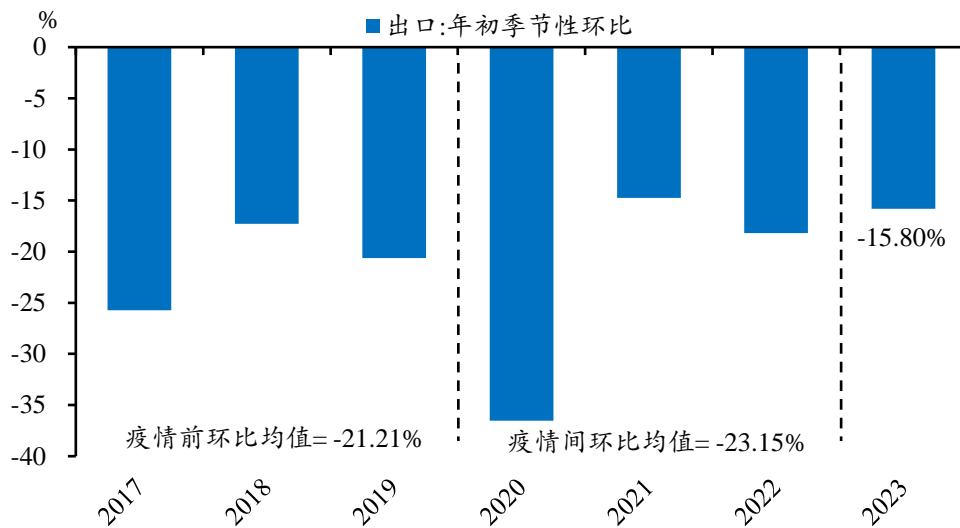
一、出口预期差在于整体外需回落速度比预期慢

2023年1-2月出口同比增速（以美元计）为-6.8%，高于市场预期的-9%。出口增速的预期差在于整体外需回落速度比预期要慢，但这并不改变外需继续回落的趋势。

第一，出口增速继续维持负增长，显示外需仍在下行通道。今年1-2月出口同比继续徘徊在负区间，虽然与去年12月当月同比增速相比，1-2月出口降幅收窄了3.1个百分点，但同比增速是自疫情以来同期水平的次低点（仅次于2020年1-2月同比增速），这显示出外需仍在下行通道。不仅如此，从去年8月开始，出口数量就对出口增速起着明显拖累作用。

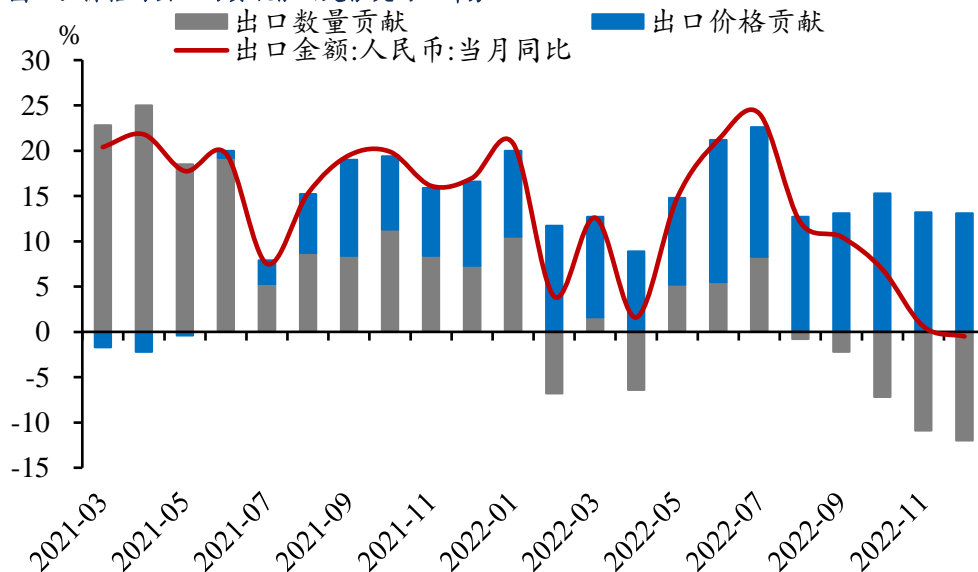
第二，出口表现强于历史季节性，主要是总体外需回落速度比预期慢。将今年1-2月的出口总值与上年11-12月的出口总值进行比较，计算出环比增速，2017-2019年的环比均值为-21.21%，2020-2022年的环比均值为-23.15%，而今年这一环比增速是-15.80%。显然，今年的出口要比历史季节性更强一些，我们认为强于季节性的原因主要是总体外需回落的速度比预期要慢。

图 1：出口表现强于历史季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

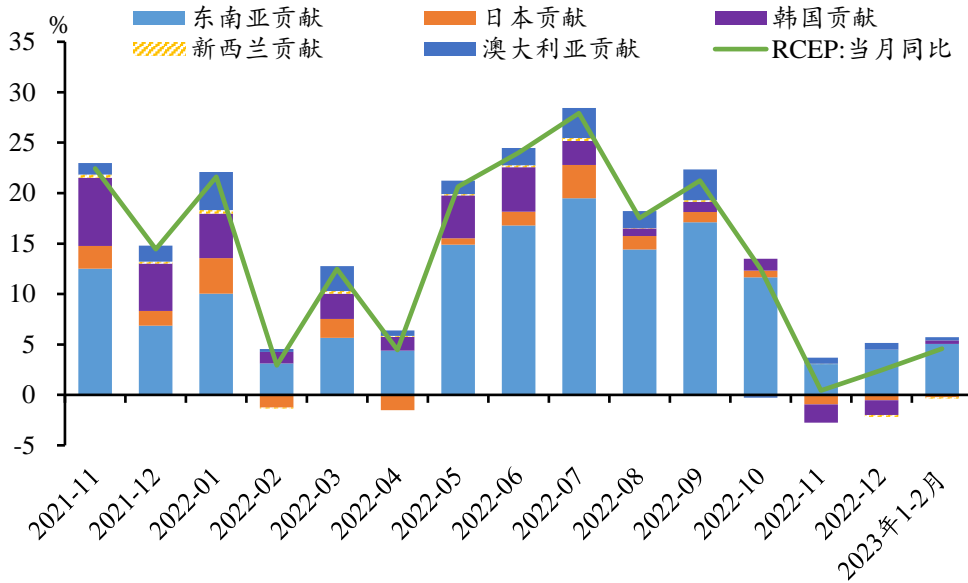
图 2：价格对出口的贡献依旧是很大的一部分



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

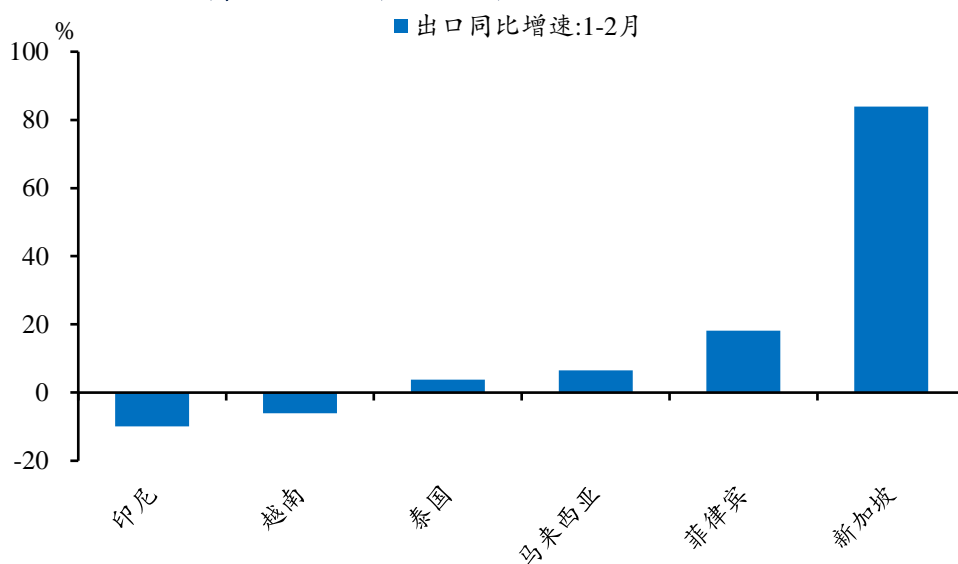
第三，外需回落速度慢主要是东盟接力了欧美的贡献。从出口区域上看，美国的拖累作用扩大，欧盟拖累小幅改善，东盟贡献继续扩大。1-2月对美国出口同比增速为-21.82%，拖累总出口3.08个百分点。从终端消费者需求来看，与12月相比，1-2月美国红皮书商业零售周同比的中枢继续下降。对欧盟出口增速从12月的-17.50%提高到-12.34%，拖累作用有了边际改善，但是依旧拖累总出口1.95个百分点。对东盟出口增速从12月的7.48%提高到8.32%，对我国出口的贡献度进一步扩大到1.36个百分点。在2023年1-2月，中国对RECP的出口增速继续上升，主要是东盟贡献占比继续提升。从成员国结构上看，12月东盟出口增速的主要支撑来源于新加坡，其次是越南。从目前已公布的6个东盟成员国数据来看，新加坡仍有强劲支撑，菲律宾贡献也超过1.5个百分点。

图 3：2023 年 1-2 月，东盟在 RECP 成员国的贡献占比继续提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, RECP 含东盟、日本、韩国、新西兰和澳大利亚

图 4：东南亚国家中，新加坡和菲律宾的增速最高



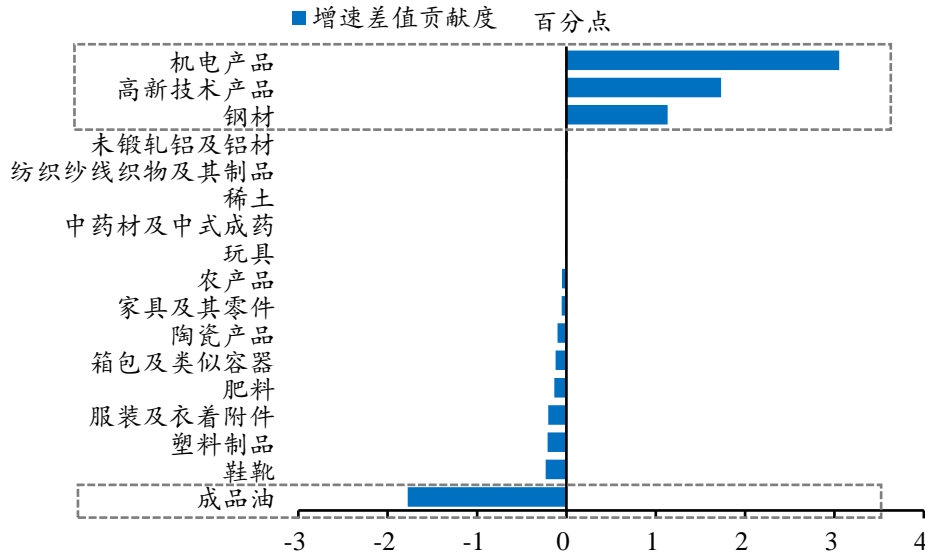
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

出口商品上看，表现比较好的有机电、高新技术产品和钢材，拖累程度最大的是成品油的出口。

1) 贡献程度最大的是机电、高新技术产品和钢材。1-2月出口增速较12月的表现出现改善，其中，贡献最大的是机电和高新技术产品，其次是钢材。机电和高新技术产品出口增速降幅收窄，而钢材同比增速则是由负数转正。

2) 拖累幅度最大的是成品油出口。1-2月成品油出口金额同比增长110.01%，与12月的增速表现出现较大的变化。上年同期相比，成品油继续量价齐升。其中，出口数量同比增长74.162%，出口均价同比增长20.02%。但与12月的成品油相比，成品油的出口数量下降得更加明显。

图 5：1-2月的结构性亮点是钢材出口



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：1-2月出口重点商品金额同比增速对比

出口重点商品	当月同比 (2023-1 & 2023-2)	上月同比 (2022-12)	同比增速差值	当月金额占比
	单位: %	单位: %	单位: pct	单位: %
机电产品	-7.44	-12.70	5.26	58.08
高新技术产品	-18.80	-25.70	6.90	25.10
服装及衣着附件	-14.86	-10.10	-4.76	4.28
纺织纱线织物及其制品	-22.54	-22.90	0.36	3.79
钢材	26.05	-12.30	38.35	2.96
塑料制品	-10.16	-2.70	-7.46	2.84
农产品	1.76	3.50	-1.74	2.87
家具及其零件	-17.47	-14.60	-2.87	1.83
鞋靴	-11.95	2.50	-14.45	1.60
玩具	-10.70	-9.40	-1.30	1.07
箱包及类似容器	2.33	14.80	-12.47	0.97
成品油	110.01	197.60	-87.59	2.03
未锻轧铝及铝材	-22.23	-24.70	2.47	0.63
陶瓷产品	-15.02	-1.80	-13.22	0.77
肥料	29.48	78.80	-49.32	0.28
稀土	14.41	4.80	9.61	0.03
中药材及中式成药	-4.62	-7.40	2.78	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

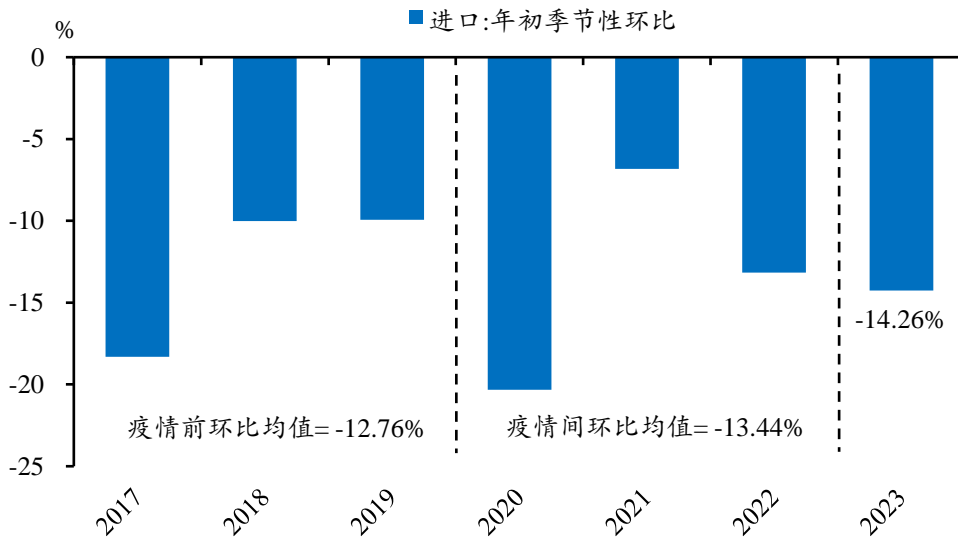
二、进口数据与高景气度表现并不矛盾

1-2月进口金额（美元计价）同比增速为-10.2%，下降幅度超市场预期，表现略微差于季节性。与12月进口增速相比，1-2月进口降幅扩大了2.7个百分点。降幅超市场预期的进口数据，看起来和2月的高景气度指标表现有些矛盾，实则不然。

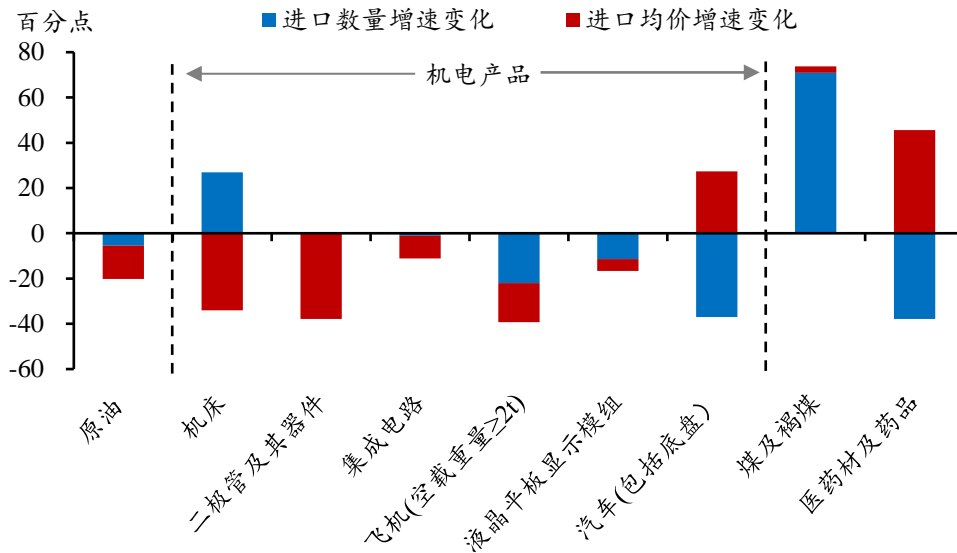
第一，景气度指标是环比指标，反映的是经济恢复势头。PMI是个环比指标，1-2月PMI连续两月高于荣枯线，表明经济朝着恢复方向变化。而进口同比增速则需与去年同期比较，12月我国疫情防控优化后出现了大范围感染情况，1月感染情况逐步好转，但部分省市仍在过峰阶段，体现在1月制造业生产指数有改善但低于荣枯线。受此影响，今年年初比去年同期多了年初感染带来的压制因素，所以进口同比增速表现略微差于季节性。不可忽视的是，内需修复势头已经出现。

第二，进口表现很大程度受到进口价格走弱的拖累。通过拆解进口的量价，可以发现自去年1月以来，进口金额增速主要受进口价格支撑，进口数量一直起着拖累作用。虽然海关总署尚未公布1-2月的进口价格指数和进口数量指数，但数据显示，在降幅扩大的2.7个百分点中，50%的贡献源于机电、原油和高新技术产品的变动。可以看到机电产品中，机床、二极管及其器件、集成电路、飞机（空载重量 $\geq 2t$ ）、液晶平板显示模组等产品的价格同比增速均出现放缓，不仅如此，进口原油的量、价增速亦是放缓，说明价格对1-2月进口增速的拖累不可忽视。

图 6：进口表现略微差于历史季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

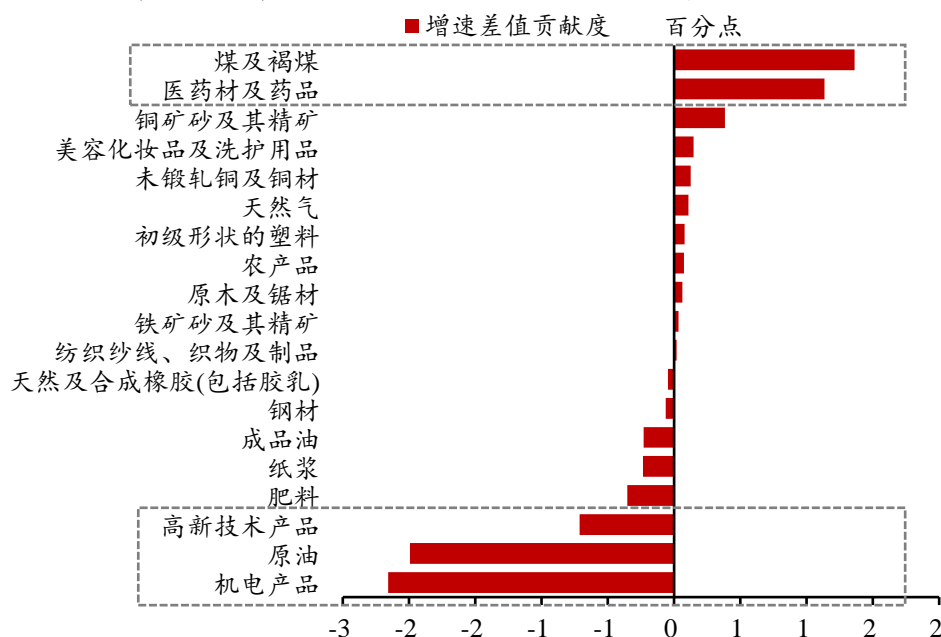
图 7：1-2 月进口表现比较好的分项是煤及褐煤


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

进口商品上，机电、原油、高新技术产品类的拖累作用较大，而医药类、煤及褐煤的进口表现是亮点。

1) 机电、原油大部分产品进口同比跌幅扩大，多是价格变动的影响。占进口比重最大的机电产品和高新技术产品同比跌幅双双扩大，同比增速分别为-25.91%和-25.86%（见表 2）。其中，机床、二极管及其器件、集成电路、飞机(空载重量≥2t)、液晶平板显示模组的价格跌幅进一步扩大，只有汽车(含底盘)的价格涨幅扩大。受国际油价下跌的影响，原油进口价格的跌幅也进一步扩大。

2) 医药产品进口价格涨幅扩大，煤及褐煤进口数量表现亮眼。一方面，医药材及药品和肥料量价齐增，虽然 12 月的高基数导致肥料同比增速在进口重点商品中下降幅度最大，对进口形成了拖累，但是医药材及药品同比增速由负转正，支撑了进口表现。另一方面，铜矿砂、煤及褐煤价跌量增，煤的进口增速变化更多由数量多增引起，铜矿砂、煤及褐煤同比增速有所改善，对进口表现有积极影响。

图 8：进口降幅扩大的部分 50%以上源自机电、原油、高新技术产品的变动


资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 2：1-2 月进口重点商品金额同比增速对比

进口重点商品	当月同比 (2023-1 & 2023-2)	上月同比 (2022-12)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-25.91	-19.40	-6.51	33.12
高新技术产品	-25.86	-22.90	-2.96	24.03
原油	-2.28	13.40	-15.68	12.72
农产品	12.02	11.30	0.72	10.17
铁矿砂及其精矿	-4.17	-4.80	0.63	5.30
未锻轧铜及铜材	-20.47	-26.80	6.33	1.98
铜矿砂及其精矿	-4.17	-19.40	15.23	2.52
天然气	-9.20	-12.70	3.50	3.07
初级形状的塑料	-19.53	-23.70	4.17	1.92
中药材及药品	38.04	-12.80	50.84	2.23
煤及褐煤	41.36	-22.60	63.96	2.13
美容化妆品及洗护用品	-11.74	-30.80	19.06	0.77
纸浆	28.51	49.00	-20.49	1.15
成品油	-3.54	24.30	-27.84	0.82
原木及锯材	-17.04	-28.75	11.71	0.52
钢材	-33.95	-22.50	-11.45	0.55
纺织纱线、织物及制品	-33.21	-38.40	5.19	0.36
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-12.59	-3.40	-9.19	0.50
肥料	48.74	186.10	-137.36	0.26

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

三、消费和基建仍有投资机会

从总体上看,我们认为尽管年初出口增速表现好于市场上的悲观预期,但是外需变化方向大概率仍是下行趋势,节奏上可能是前低后高的走势。但整个 2023 年,净出口对经济的贡献或进一步回落,所以后续稳增长更多还需要依靠消费和投资两大拉动,仍可关注背后的投资机会。

第一,扩内需是重点工作,建议关注消费相关的投资机会。目前国内初显复苏势头,尽管年初进口增速表现弱于市场预期,但是进口价格是一个不可忽视的贡献因素。另外,政府工作报告指出,要把恢复和扩大消费摆在优先位置。复苏初期,内需修复需要进一步加强,说明后续政策仍需要继续支持实体经济。

第二,稳增长是主线任务,基建仍有投资机会。政府工作报告中指出房地产市场风险隐患较多,要有效防范化解优质头部房企风险。从政府工作报告的表述看,房地产市场的主要目标在于化解风险,而不在于拉动投资(参考我们已外发报告《政府工作报告中隐含的七点预期差》)。结合 2 月非制造业景气度表现来看,基建仍是未来投资的重要抓手之一。

风险因素

稳增长政策力度不及预期,东盟景气度不及预期等。

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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。