

出口是清醒的乐观

事件点评

——进出口数据速评（2023.3）

投资要点

- ◆ 3月进出口如预期大幅反弹，我们维持全年出口小幅正增长的相对乐观展望，但不可忽视外需降温、产业政策外部竞争加剧，预判出口需保持一份客观的清醒。3月出口同比大幅回升至14.8%，春节调整后较1-2月改善达19.4个百分点。
- ◆ 基于三点原因我们重申对全年出口相对乐观的判断：一、电子产业链去年年底封控导致的供给冲击消退，手机、自动数据处理设备拖累明显收窄。去年四季度电子产业链出口的断崖式下跌主要原因在于电子产业链重镇普遍在防控措施优化前实施了严格封控，导致生产端暂时的阻滞冲击。一月初以来疫情迅速缓和，电子产业链生产和物流迅速重回正常，消费电子出口拖累明显改善。二、春节调整后去年3-4月基数短暂大幅走低，剔除基数影响3月出口与1-2月趋势相近。去年上海封控对工业生产和出口冲击最大的阶段其实是3-4月。春节调整后去年3月出口同比仅6.5%，较1-2月下滑达17.5个百分点，电子、汽车产业链出口冲击最明显。今年3月出口两大产业链对应大幅改善。三、年初全球疫情缓和，全球服务和商品消费短期普遍改善，延缓了外需回落的速度。纺织服装鞋靴箱包、陶瓷钢材铝材、以及中高附加值率的家电家具音视频设备灯具等均出现明显改善，上述类别合计拉动一季度出口同比较四季度改善2.5个百分点，占全部改善幅度的45%。
- ◆ 但同时，考虑到两项中期可能形成负面影响的因素，我们建议对后三个季度出口保持相对清醒乐观的判断，我们认为一季度的大幅改善应该是不可持续的：一、本轮全球消费复苏强度较小，海外货币紧缩周期下半场，外需趋势仍在降温。当前支撑海外消费需求的主要是美国前期巨额财政补贴带来的超额储蓄，目前已进入下半场；近期美欧银行业动荡趋缓，海外通胀高位回落粘性仍大，发达经济体央行普遍处于加息下半程而非降息周期之始，加之OPEC+为抬升油价中枢而集中加码减产，可能进一步削弱海外消费需求的中期展望强度。二、我国半导体、电子等高端制造业产业链正在面临来自美国等发达国家越来越剧烈的保护主义政策竞争环境。2019-2021年我国出口高增发动机之一的电子产品出口脆弱性较高，未来能否稳定当前的相对优势地位有赖于生产技术、研发活动和产业链上下游协同安全保障能力的加快提升。对此应保持一份清醒。事实上从季度趋势来看，一季度集成电路出口较去年四季度跌幅是有所扩大的，后续底部反弹的概率较大，但幅度尚不好预测。
- ◆ 综合上述分析，我们维持全年出口美元计价同比增长4%左右的判断不变，其中4月预计仍维持于15%左右的高位，汽车产业链、电子产业链热度延续，5-8月同比增速或将回落至0-5%左右区间但仍好于前期市场担忧的程度；9月至年底电子产业链低基数可能再度推升总出口同比至10%左右，但外需和外部竞争可能令年底的反弹强度相对较低。进口同比维持全年-0.3%的预测不变，货物贸易顺差仍有明显扩大；同时考虑到服务贸易项下旅游支出等增速并不很快，全年预计净出口仍可拉动经济增长0.3个百分点左右，与去年基本持平。年内出口波澜壮阔大开大合，但实际上全年经济和政策的胜负手系于国内地产需求。我们对出口最大的期待在于电子产业链的高端化和安全性的不断提升。
- ◆ 风险提示：出口下滑快于预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

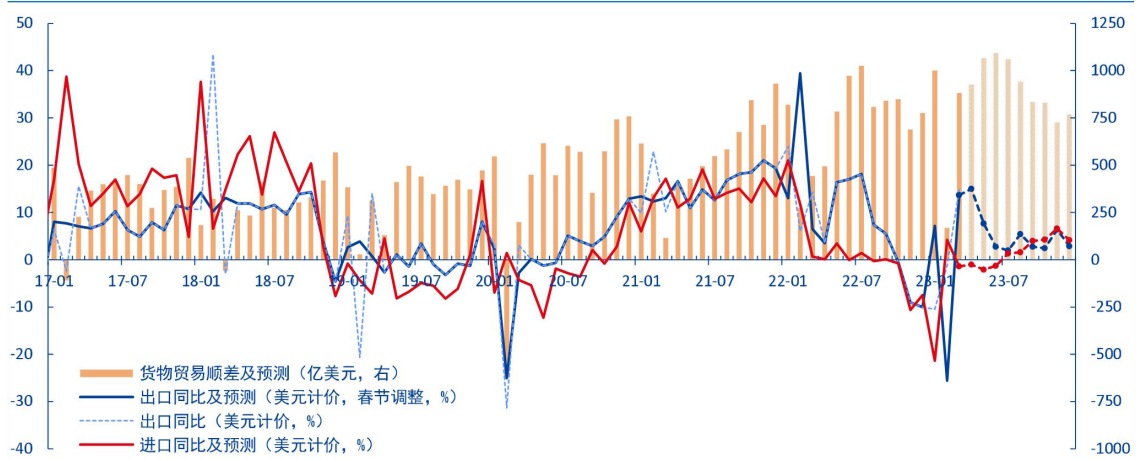
相关报告

- 金融数据速评（2023.3）-沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应 2023.4.11
- 通胀数据简析（2023.3）-通胀映射消费复苏冷热不均 2023.4.11
- 华金宏观·双循环周报（第5期）-美国就业、中国房地产强弱之辩 2023.4.9
- 华金宏观·双循环周报（第4期）-降准后为何跨季资金仍然偏紧？ 2023.4.2
- PMI数据点评（2023.3）-PMI走强映射何种复苏结构？ 2023.4.1

3月进出口如预期大幅反弹，我们维持全年出口小幅正增长的相对乐观展望，但不可忽视外需降温、产业政策外部竞争加剧，预判出口需保持一份客观的清醒。

3月我国出口（美元计价）同比大幅回升至**14.8%**，春节调整后同比增**13.2%**，分别较1-2月合计显著改善达**21.6个百分点**和**19.4个百分点**，较我们本就偏高的预期（**12.1%**）稍高。去年3-4月上海封控出口基数明显走低、全球疫情缓和消费需求改善、我国电子产业链去年年底封控导致的供给冲击消退依次构成出口增速反弹的前三大原因。考虑到整体外需处于降温周期、美国在半导体等产业链政策方面对华竞争态势加剧，我们维持全年**4%**的出口增速预测不变，一季度的大幅改善趋势不可简单外推。3月进口同比**-1.4%**，较1-2月合计改善**8.8个百分点**，大宗商品和加工贸易中间品进口普遍改善。3月、一季度货物贸易顺差分别达到**881.9亿美元**、**2051亿美元**，一季度顺差同比增长**33.3%**。

图1：出口（春节调整）同比、进口同比与贸易顺差



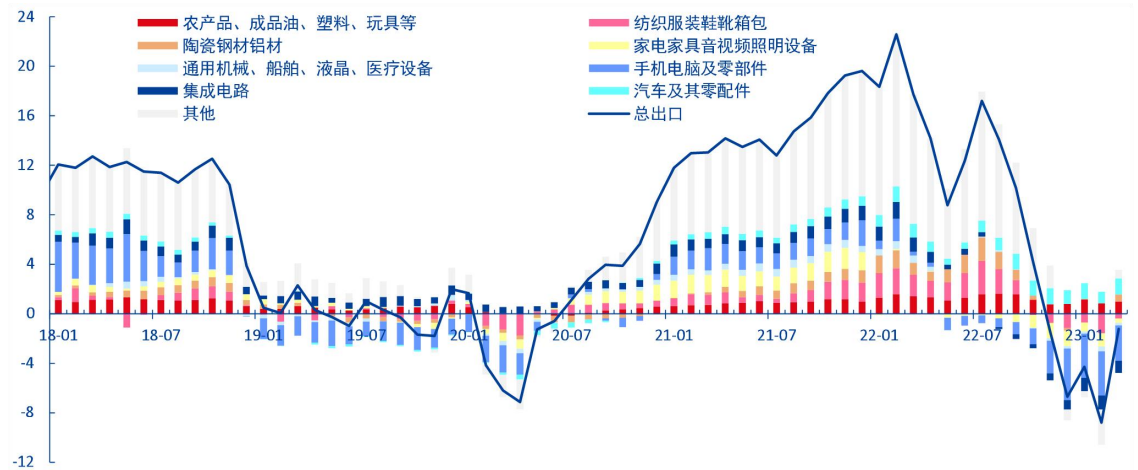
资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年复合增速

基于三点原因我们重申对全年出口相对乐观的判断：

一、电子产业链去年年底封控导致的供给冲击消退，手机、自动数据处理设备拖累明显收窄。一季度手机、自动数据处理设备及其零部件两项合计对总出口同比增速的拖累从去年四季度的**-4.2%**明显收窄至**-2.9%**，显示去年四季度电子产业链出口的断崖式下跌主要原因在于郑州、重庆、广深等电子产业链重镇普遍在防控措施优化前实施了严格封控，导致生产端暂时的阻滞冲击。自一月初以来全国疫情迅速缓和，电子产业链生产和物流迅速重回正常，消费电子出口拖累明显改善。

二、春节调整后去年3-4月基数短暂大幅走低，剔除基数影响3月出口与1-2月趋势相近。去年上海封控对工业生产和出口冲击最大的阶段其实是3-4月。去年因春节较2021年提前12天，受节后生产恢复提前的带动，去年3月出口有春节性暂时走高的影响约+8个百分点，春节调整后去年3月出口同比仅**6.5%**，较1-2月下滑达**17.5个百分点**。从商品结构来看，电子、汽车两大产业链生产和出口冲击最为明显。今年3月出口商品结构中汽车、集成电路的环比大幅改善也与基数相对应。由此今年我们可以合理预期4月仍将有**15%**左右的出口同比高增，5-8月增速将回落至**0-5%**左右，4季度再度因基数走低而小幅反弹。

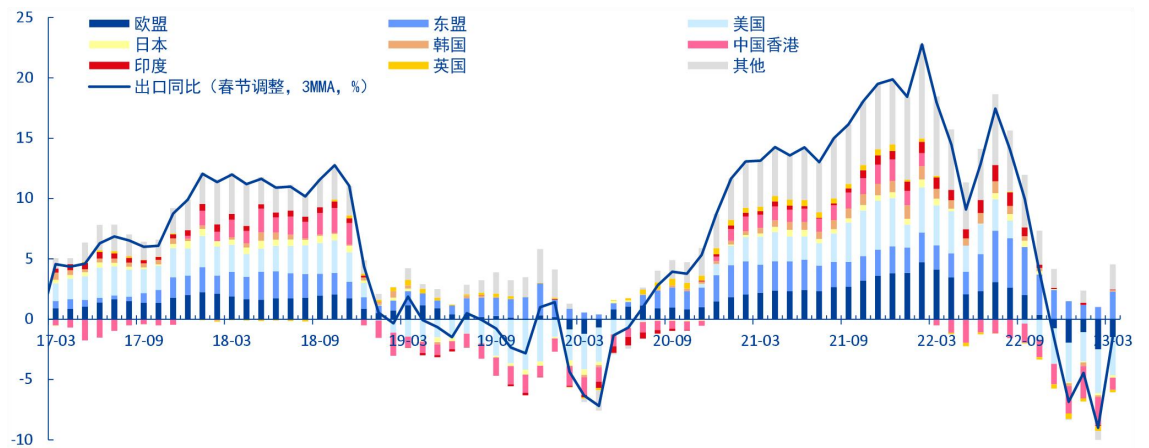
图 2：出口同比（春节调整）部分商品贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年复合增速

三、年初全球疫情缓和，全球服务和商品消费短期普遍改善，延缓了外需回落的速度。一季度拉动出口改善的除了上述两项原因之外，因全球疫情缓和而带来的普遍性的服务和商品消费阶段性回暖也是重要原因。相对低附加值率的纺织服装鞋帽箱包、中附加值率的陶瓷钢材铝材、以及中高附加值率的家电家具音视频设备灯具等均出现了比较明显的改善，上述类别合计拉动一季度出口同比较四季度改善 2.5 个百分点，占全部改善幅度的 45%。

图 3：出口同比（春节调整）目的地贡献结构（%）



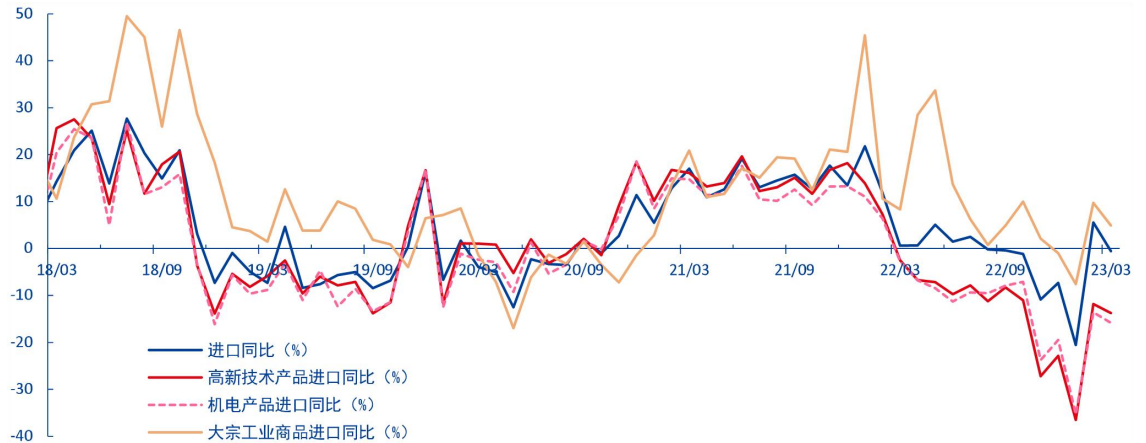
资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年复合增速

但同时，考虑到两项中期可能形成负面影响的因素，我们建议对后三个季度出口保持相对清醒乐观的判断，我们认为一季度的大幅改善应该是不可持续的：

一、本轮全球消费复苏强度较小，海外货币紧缩周期下半场，外需趋势仍在降温。疫情三年多以来，历次疫情缓和和需求改善强度是递减的。从一季度美国等发达国家高频数据来看，本轮服务消费和普遍性的商品消费改善峰值出现在 1-2 月，3 月之后已经再度趋于降温。当前支撑海外消费需求的主要是美国前期巨额财政补贴带来的居民超额储蓄，目前已经进入下半场；近期美欧银行业动荡趋缓，海外通胀高位回落粘性仍然很大，发达经济体央行普遍处于加息下半程而非降息周期之始，加之近期 OPEC+ 为抬升油价中枢而集中加码减产，可能进一步削弱海外消费需求的中期展望强度。

二、我国半导体、电子等高端制造业产业链正在面临来自美国等发达国家越来越剧烈的保护主义政策竞争环境。2019-2021 年我国出口高增发动机之一的电子产品出口脆弱性较高，未来能否稳定当前的相对优势地位有赖于生产技术、研发活动和产业链上下游协同安全保障能力的加快提升。对此应保持一份清醒。事实上从季度趋势来看，一季度集成电路出口较去年四季度跌幅是有所扩大的，后续底部反弹的概率较大，但幅度尚不好预测。

图 4：进口同比与部分进口商品类别同比



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年复合增速

综合上述分析，我们维持全年出口美元计价同比增长 4%左右的判断不变，其中 4 月预计仍维持于 15%左右的高位，汽车产业链、电子产业链热度延续，5-8 月同比增速或将回落至 0-5%左右区间但仍好于前期市场担忧的程度；9 月至年底电子产业链低基数可能再度推升总出口同比至 10%左右，但外需和外部竞争可能今年底的反弹强度相对较低。进口同比同样维持全年-0.3%的预测不变，货物贸易顺差仍有明显扩大；同时考虑到服务贸易项下旅游支出等增速并不很快，全年预计净出口仍可拉动经济增长 0.3 个百分点左右，与去年基本持平。年内出口波澜壮阔大开大合，但实际上全年经济和政策的胜负手系于国内地产需求。我们对出口最大的期待在于电子产业链的高端化和安全性的不断提升。

风险提示：出口下滑快于预期。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com