

## 出口为什么这么强

### ——3月贸易数据点评

#### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**出口为何反常强劲？**中国3月出口同比增长14.8%，远远超过市场上最乐观的预期。在全球外需走弱、周边国家出口纷纷大幅下滑的背景下，这样一份出口数据无疑是很具有震撼力的。对于3月贸易数据我们有以下理解：**第一，数据本身的可靠性无需过多质疑。**在众多宏观数据中，贸易数据是可靠性最高的。一是因为对外贸易要经过海关报关，统计较为全面且便利，准确度较高。二是中国贸易数据可以与贸易对手国的外贸数据双向验证，主观调节的空间不大。**第二，不能用基数原因来解释数据大幅增长。**去年3月份虽然中国受到了疫情的冲击，但届时出口并没有受到很大影响，基数下行在4月份较为明显。**综合第一、二点来看，3月份出口数据虽然出乎意料，但水分不大，实际出口确实较好。****第三，中国出口份额再次提升，可能有订单的回流。**在去年11月份中国开始解封之后，疫情大幅反弹，可能有海外贸易商担忧中国供应链的安全于是将订单转移至周边国家。而今年1月份中国疫情就迅速结束，超出所有人预期，供应链安全得到保证。所以贸易订单回流中国，这就会体现为中国和周边国家的“此消彼长”效应。**2021年下半年中国疫情反弹以来，中国和越南的出口增速在很多时候都表现出了反向关系，印证了这一逻辑。****第四，中国出口回升与PMI新出口订单指数可以互相验证。****第五，可能有转口贸易大幅增加，但需要继续观察验证。**3月中国对东盟的出口增速由1-2月的9%反弹至35.4%，成为拉动出口的主要力量。对中国香港的出口同比也达到20%。这背后可能有中美关系恶化之后中国货物经由东南亚国家向美国进行转口贸易，从而拉动了中国对东盟的出口。此外，由于“一带一路”国家贸易关系的逐步增强，中国与东盟国家基建项目的合作也大幅增加，带动了出口的上升。从商品结构上看，汽车出口大幅增加，反映出国产车在全球汽车产业链中地位的提升。箱包、服装、玩具等劳动密集型产品出口增加较多，有疫情及春节后赶工补出口的效应，也可能有疫情期间流失的订单返回中国。手机、电脑、液晶平板等商品出口大幅下降，这是海外相关需求下降的结果。因为电子设备属于疫情期间居家办公的受益商品，过去两年中的过量购买透支了当前的需求。

**进口亦超预期回升。**3月份进口亦超预期，同比增速降幅收窄到1.4%。规律上进口与出口存在一定同步性，所以在出口大增的背景下，进口修复并不意外。从结构上看，不同于出口贸易伙伴的巨大分化，中国

对主要贸易伙伴的进口增长较为平稳。3月中国对美国、欧盟和东盟的出口同比增速分别为5.6%、3.4%和-2.2%，对东盟国家的出口反而下降。这反映出中国进口商品来源的替代性较弱，难以很快从美欧转移至东盟。具体商品来看，农产品和工业品原材料进口增速较高，煤、石油、铁矿石等商品均为正增长，数量增长则更为明显，显示出国内能源及基建等领域的需求复苏较快。汽车进口增速回落，与出口高增共同反映出国内汽车需求相对较弱而供给过剩。

**出口高增难持续，但预期应上调。**3月份亮眼的出口数据难以持续，因为海外经济加速衰退的趋势刚刚开始。美欧银行业危机之后，美国商业银行信贷已经出现较为明显的紧缩趋势，银行自发的信贷紧缩与实体经济的衰退会出现螺旋效应。美欧经济“软着陆”的难度较大，所以从长期来看外需下滑不可避免，出口高增的趋势难以持续。但同时应该意识到，全年的出口可能好于此前市场的预期。如此超预期的数据和较为合理的结构显然不是一件坏事。周边国家出口下滑而中国出口反而大增的事实表明中国出口的韧性相对更强，占全球贸易的份额在继续提升，这是3月份数据所显示的最重要的意义。外需虽在下滑，但并非断崖式下滑，此前市场上对于出口过于悲观的预期应向上调整。而这意味着中国经济今年面临的压力也会减轻，我们上调全年GDP预期至6%以上。

**风险提示：**海外金融危机爆发。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 出口为何反常强劲? .....	5
3. 进口亦超预期回升 .....	8
4. 出口高增难持续, 但预期应上调 .....	10

## 图表目录

图表 1: 中国出口大幅回升.....	5
图表 2: 中国与越南出口在很多时候体现出了“此消彼长”的关系.....	6
图表 3: 出口数据与 PMI 新出口订单可以相互验证.....	7
图表 4: 3 月各类商品出口增速.....	8
图表 5: 进口亦超预期.....	9
图表 6: 中国对主要贸易伙伴的进口增速.....	9
图表 7: 3 月各类商品出口增速.....	10
图表 8: 美国商业银行信贷规模急剧下滑.....	11

## 1. 数据

中国3月出口（以美元计价，下同）同比增长14.8%，市场预期（Wind，下同）下降5.0%，1-2月下降6.8%。

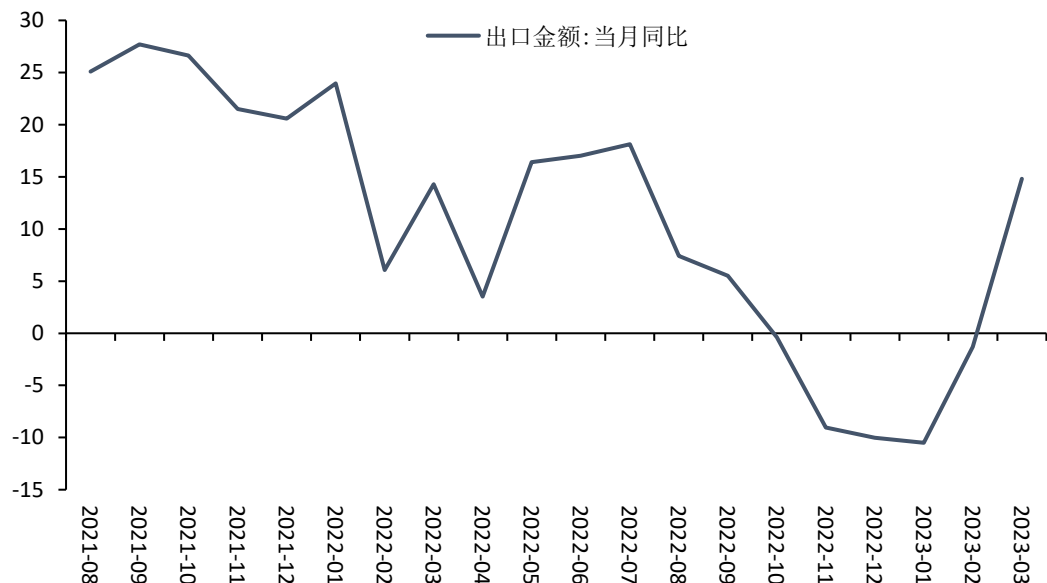
中国3月进口同比下降1.4%，市场预期下降5.2%，1-2月下降10.2%。

中国3月贸易顺差881.9亿美元，市场预期410.5亿美元。

## 2. 出口为何反常强劲？

中国3月出口同比增长14.8%，远远超过市场上最乐观的预期。在全球外需走弱、周边国家出口纷纷大幅下滑的背景下，这样一份出口数据无疑是很具有震撼力的。

图表1：中国出口大幅回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

对于3月贸易数据我们有以下理解：

**第一，数据本身的可靠性无需过多质疑。**在众多宏观数据中，贸易数据是可靠性最高的。一是因为对外贸易要经过海关报关，统计较为全面且便利，准确度较高。二是中国贸易数据可以与贸易对手国的外贸数据双向验证，主观调节的空间不大。

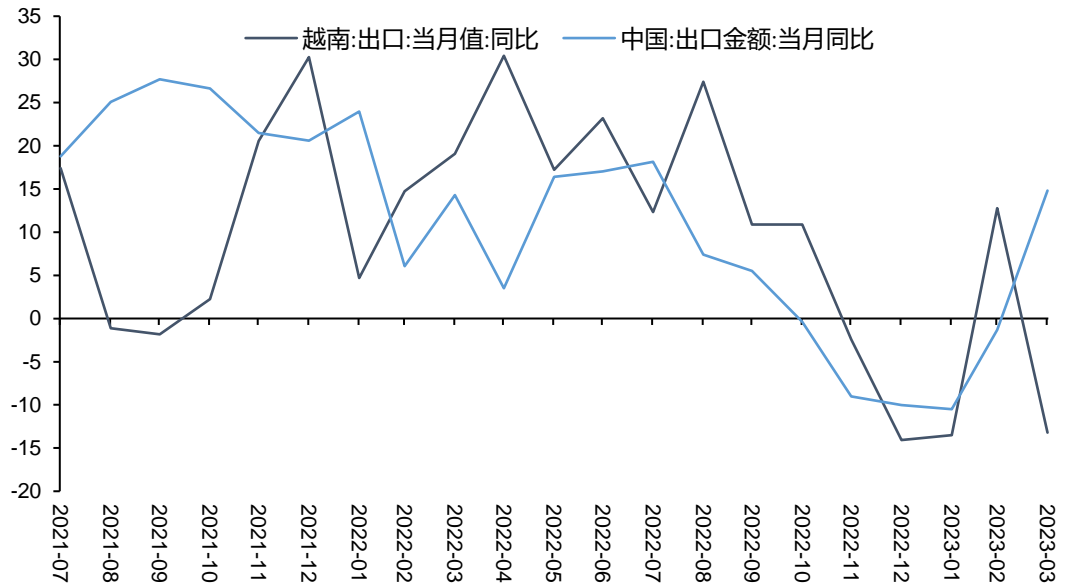
**第二，不能用基数原因来解释数据大幅增长。**去年3月份虽然中国受到了疫情的冲击，但届时出口并没有受到很大影响，基数下行在4月份较为明显。所以3月份出口激增并非是基数效应所致。

综合第一、二点来看，3月份出口数据虽然出乎意料，但水分不大，实际出口确实较好。

**第三，中国出口份额再次提升，可能有订单的回流。**3月份韩国、越南等周边国家出口均表现

较差，似乎反映出全球外需下降的大趋势，但在此背景下中国出口却逆势大涨。我们认为其中可能有一定的贸易替代关系。在去年 11 月份中国开始解封之后，疫情大幅反弹，可能有海外贸易商担忧中国供应链的安全于是将订单转移至周边国家。而今年 1 月份中国疫情就迅速结束，超出所有人预期，供应链安全得到保证。所以贸易订单回流中国，这就会体现为中国和周边国家的“此消彼长”效应。2021 年下半年中国疫情反弹以来，中国和越南的出口增速在很多时候都表现出了反向关系，印证了这一逻辑。

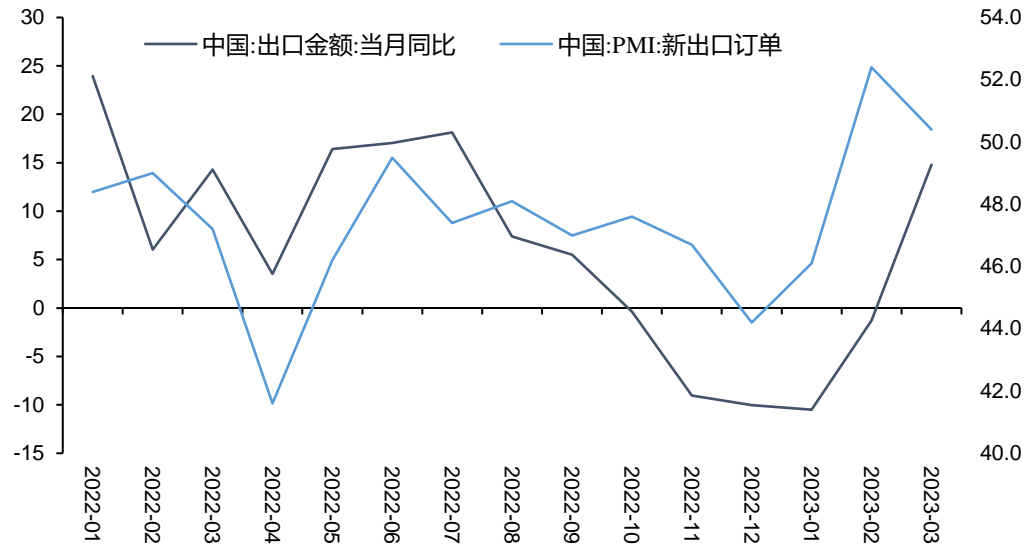
图表 2：中国与越南出口在很多时候体现出了“此消彼长”的关系



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第四，中国出口回升与 PMI 新出口订单指数可以互相验证。在经历 1 月份疫情冲击过后，PMI 指数分项中的新出口订单指数迅速反弹，且超过了 50% 的荣枯线。而出口也出现了同步上行。虽然 3 月 PMI 新出口订单指数边际回落，但仍处于 50% 以上的扩张区间内，指向出口继续向好。所以宏观出口数据与中观企业调查数据并不矛盾，可以互相验证。

图表 3：出口数据与 PMI 新出口订单可以相互验证



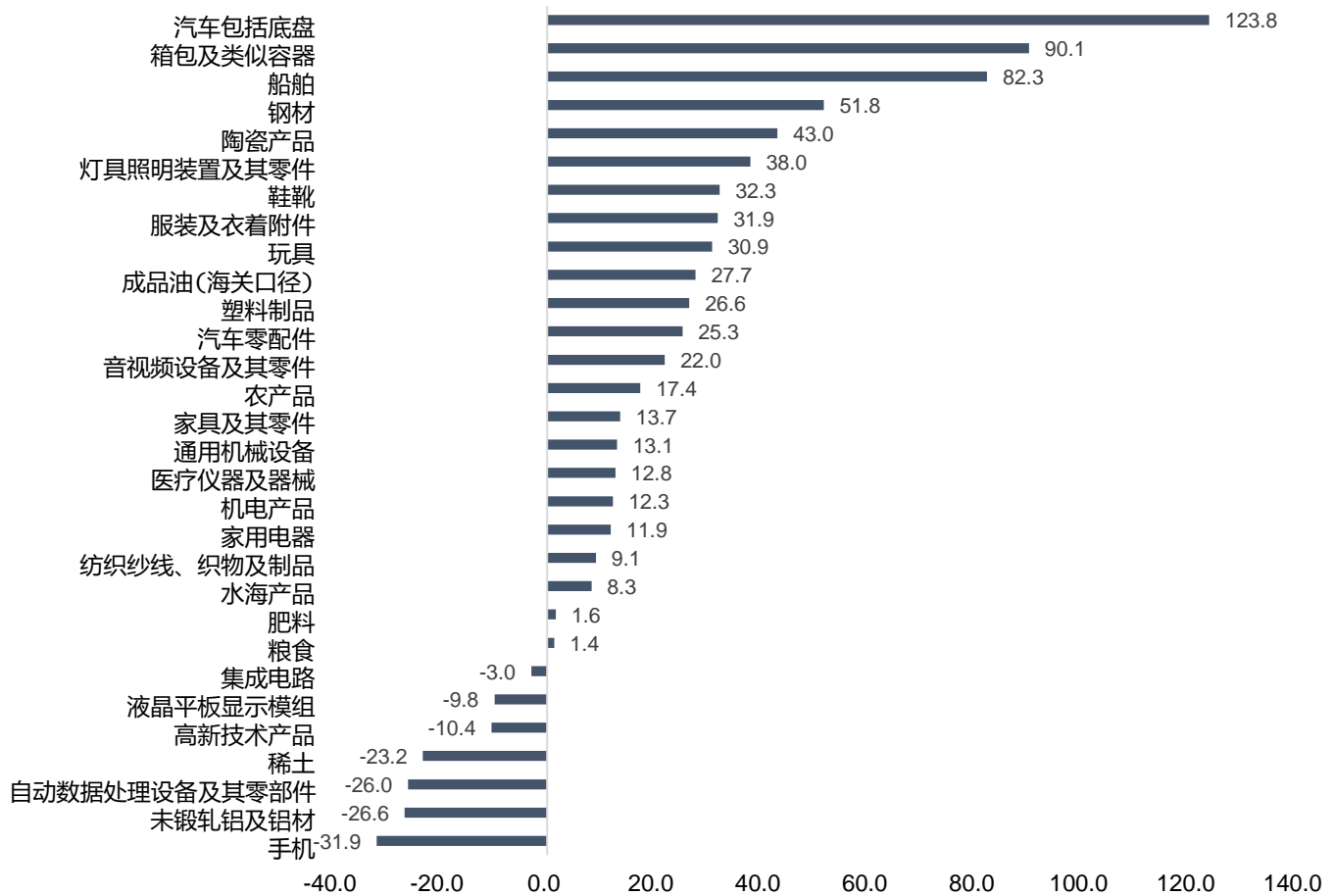
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**第五，可能有转口贸易大幅增加。**3月份数据来看，中国对大多数贸易伙伴的出口增速均有反弹，比如对美出口增速由1-2月的-21.8%反弹至-7.7%，对欧盟由-12.2%反弹至3.4%。幅度均很大。尤其值得关注的是对东盟的出口增速由1-2月的9%反弹至35.4%，成为拉动出口的主要力量。对中国香港的出口同比也达到20%。这背后可能有中美关系恶化之后中国货物经由东南亚国家向美国进行转口贸易，从而拉动了中国对东盟的出口。此外，由于“一带一路”国家贸易关系的逐步增强，中国与东盟国家基建项目的合作也大幅增加，带动了出口的上升。

从商品结构上看，汽车出口大幅增加，反映出国产车在全球汽车产业链中地位的提升。箱包、服装、玩具等劳动密集型产品出口增加较多，有疫情及春节后赶工补出口的效应，也可能有疫情期间流失的订单返回中国。手机、电脑、液晶平板等商品出口大幅下降，这是海外相关需求下降的结果。因为电子设备属于疫情期间居家办公的受益商品，过去两年中的过量购买透支了当前的需求。

图表 4: 3月各类商品出口增速

### 3月各类商品出口增速 (%)



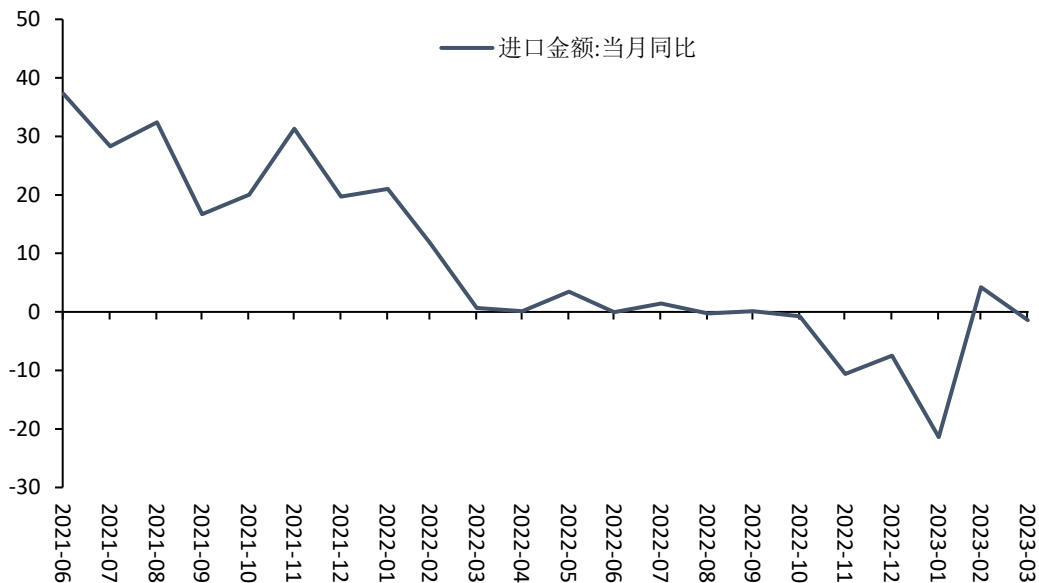
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

### 3. 进口亦超预期回升

3月份进口亦超预期, 同比增速降幅收窄到 1.4%。规律上进口与出口存在一定同步性, 所以在出口大增的背景下, 进口修复并不意外。



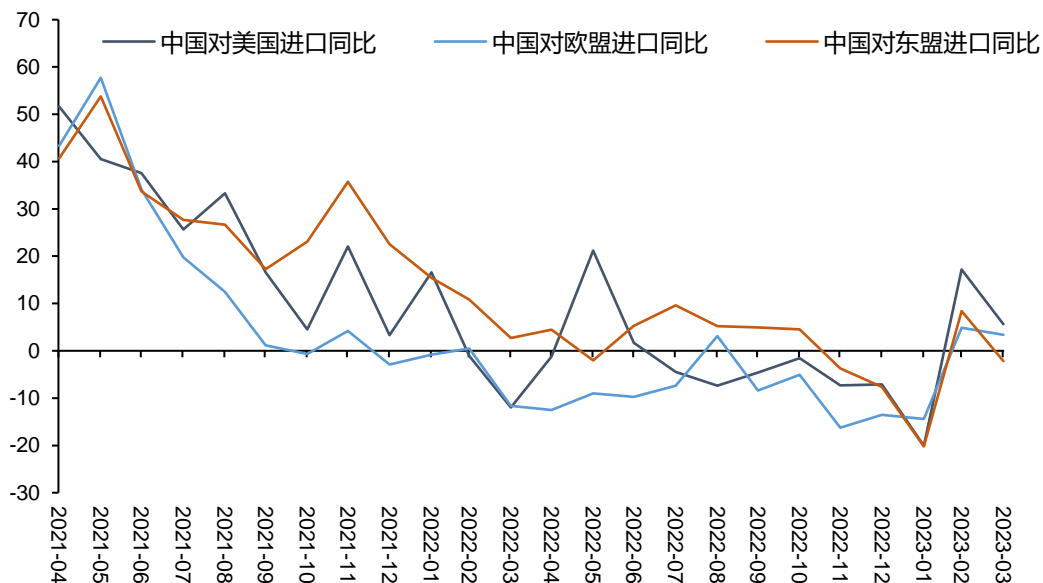
图表 5: 进口亦超预期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

从结构上看, 不同于出口贸易伙伴的巨大分化, 中国对主要贸易伙伴的进口增长较为平稳。3月中国对美国、欧盟和东盟的出口同比增速分别为 5.6%、3.4%和-2.2%, 对东盟国家的出口反而下降。这反映出中国进口商品来源的替代性较弱, 难以很快从美欧转移至东盟。

图表 6: 中国对主要贸易伙伴的进口增速

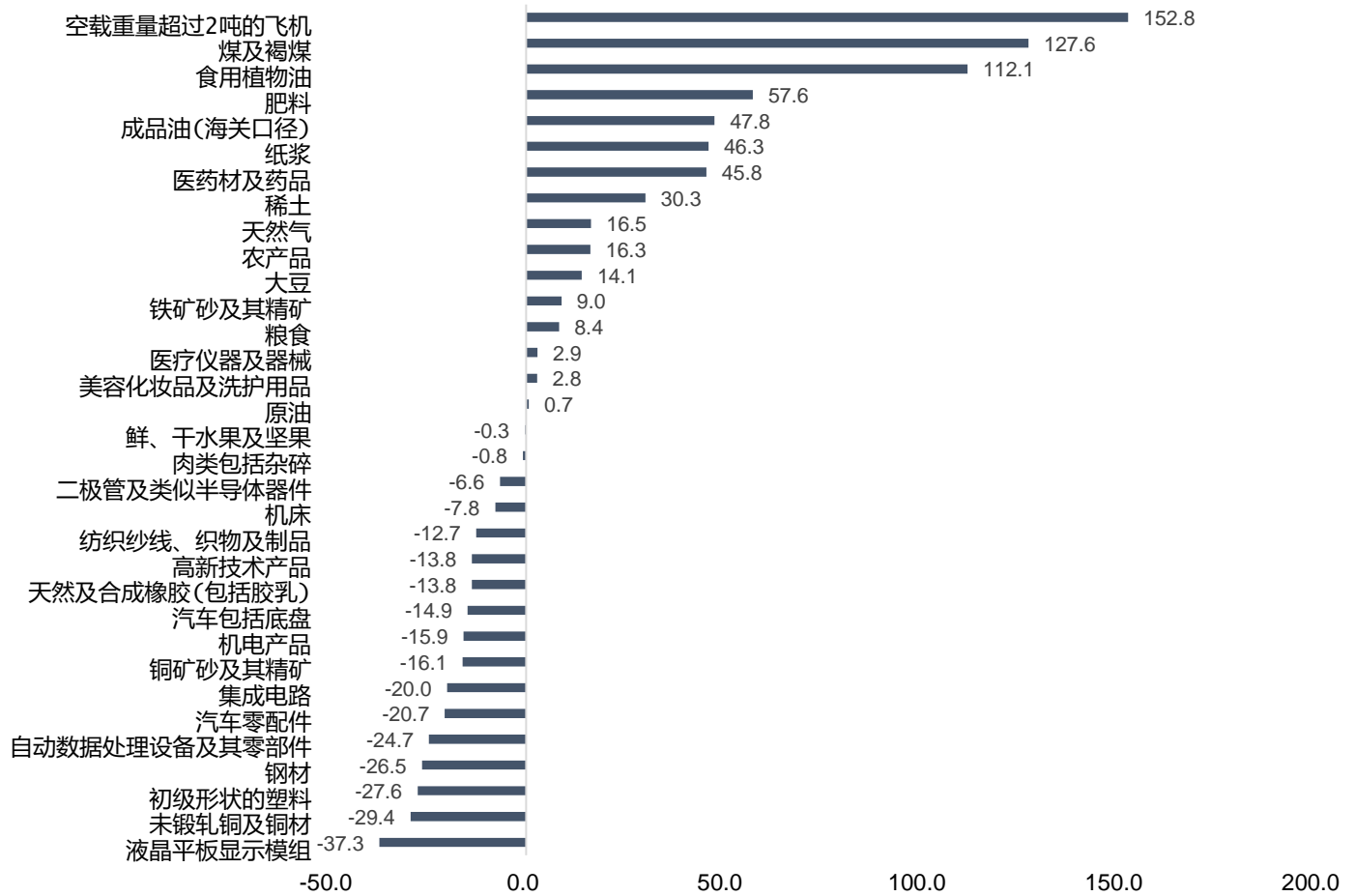


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

具体商品来看, 农产品和工业品原材料进口增速较高, 煤、石油、铁矿石等商品均为正增长, 数量增长则更为明显, 显示出国内能源及基建等领域的需求复苏较快。汽车进口增速回落, 与出口高增共同反映出国内汽车需求相对较弱而供给过剩。

图表 7: 3月各类商品出口增速

3月各类别进口增速 (%)

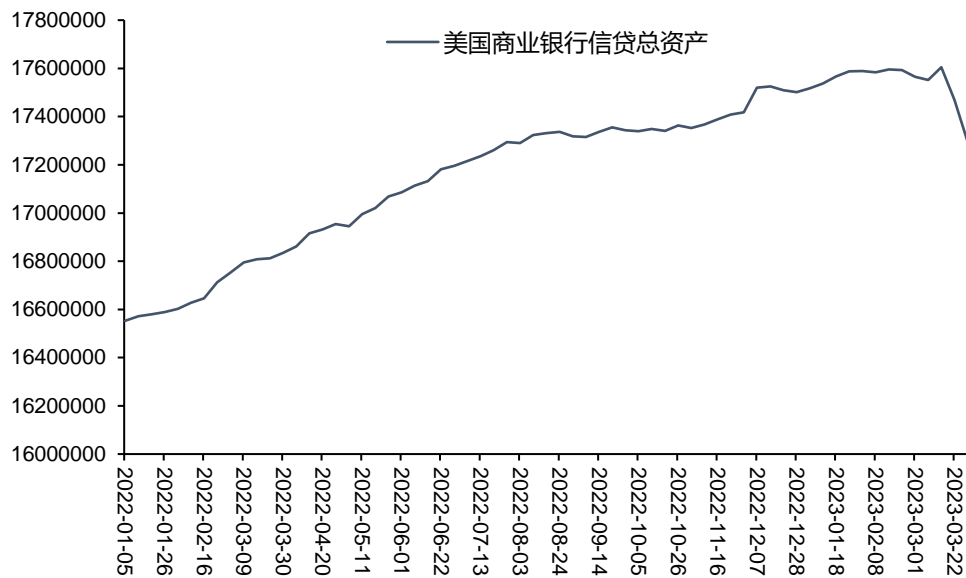


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

#### 4. 出口高增难持续，但预期应上调

3月份亮眼的出口数据难以持续，因为海外经济加速衰退的趋势刚刚开始。美欧银行业危机之后，美国商业银行信贷已经出现较为明显的紧缩趋势，银行自发的信贷紧缩与实体经济的衰退会出现螺旋效应。美欧经济“软着陆”的难度较大，所以从长期来看外需下滑不可避免，出口高增的趋势难以持续。

图表 8：美国商业银行信贷规模急剧下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

但同时应该意识到，全年的出口可能好于此前市场的预期。如此超预期的数据和较为合理的结构显然不是一件坏事。周边国家出口下滑而中国出口反而大增的事实表明中国出口的韧性相对更强，占全球贸易的份额在继续提升，这是3月份数据所显示的最重要的意义。外需虽在下滑，但并非断崖式下滑，此前市场上对于出口过于悲观的预期应向上调整。而这意味着中国经济今年面临的压力也会减轻，我们上调全年GDP预期至6%以上。

风险提示：海外金融危机爆发。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghai@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锲	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。