

“不按常理出牌”的3月出口

2023年04月14日

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

4月13日，海关总署公布3月出口数据。3月中国对外出口金额3155.90亿美元，同比增长14.8%。一季度出口数据实现正向增长0.5%，其中1-2月出口累计同比-6.8%。

➤ 3月出口不是一般超预期，强势表现完全打破市场之前预期。

去年3月出口同比14.3%，即便基数如此之高，今年3月出口同比仍录得14.8%，大超市场预期。

中国、韩国和越南，都是典型的出口导向型经济体。中国出口结构与韩国、越南各有重叠之处，恰好韩国和越南出口数据公布时间早于中国，市场一般观察韩国和越南出口，用来提前预判中国出口。

本月稍早，韩国和越南率先公布3月出口数据，同比分别为-13.60%和-13.19%，较上月大幅走弱。作为中国出口产业链的上游和下游，两国出口快速走弱，市场已经做好心理准备，迎接一个偏弱的3月中国出口同比。

加上开年以来，媒体频繁报道港口集装箱空箱堆积，出口走弱担忧加深。

然而事实相反，3月出口录得双位数增长，完全不按照市场预期的“剧本”来演绎。

➤ 3月出口全面走强，其中三处结构异动或是关键。

3月出口全面走强，汽车、家具家电、出行消费、医疗器械、生产设备、原材料等，几乎所有门类商品出口都在惊人增长。更令人惊讶的是，3月中国对美出口也出现明显改善，一改之前加速下行趋势。

出口调研反馈三点信息，我们将此作为2023年出口三条判断主线。

第一，2023年中国出口存在“物美价廉”优势，全球经贸周期下行过程中能够相对保持韧性。因此，2023年出口增速较2022年仍下降，但降幅不至于太大。

第二，2023年中国出口产品结构分化：(1)包含新技术和差异化定价的产品具备较强竞争力，出口表现占优。纯粹劳动密集型、低端定价的终端消费品，出口表现或弱于其他类型产品。(2) to B (生产资料、零部件、工程机械) 出口优于 to C (家具家电、纺织服装、消费电子等) 出口。

第三，2023年中国对非美经济体出口优于对美出口。

相关研究

- 2023年3月物价和金融数据点评：矛盾的社融和通胀，到底谁“错”了？-2023/04/12
- 2023年4月银行下调存款利率点评：再议降息可能性-2023/04/12
- 宏观调研系列之二：中国产业转移的三点现实-2023/04/10
- 全球大类资产跟踪周报：A股热度继续上升-2023/04/09
- 流动性跟踪周报：假如存款利率下调-2023/04/08

对标三条主线，3月出口有三处结构表现异常。

第一，劳动密集型消费品出口表现反常。3月家具家电、纺织服装等消费出口大幅增长，截然不同于之前月份。出行消费品和地产后周期消费品3月出口同比分别录得39.4%和19.8%，由1-2月的降幅扩大转向3月增速上行。

第二，医疗器械出口表现反常。海外疫情防控需求褪去，医疗器械出口理应趋势回落。然而3月医疗器械出口大幅增长，录得12.8%的同比增速。

第三，对美出口表现反常。3月中国对美出口大幅改善，同比增速从之前的-21.8%快速升至-7.7%。

➤ 3月出口“不按常理出牌”有三点原因，订单回补、复工加速和制造升级。

（一）海外补库，形成需求支撑。

我们之前调研报告《2023年中国出口的优势和忧虑》提到，去年中国出口节奏非常特殊，上半年海外进口商补库，下半年去库，故而上下半年中国出口订单及出口金额冰火两重天，上半年热，下半年冷。

去年四季度国内疫情达峰，海外订单停滞，这部分订单在今年一季度有所回补。可见一季度新增出口需求较热，部分订单来自去年四季度。

（二）复工加速，推动订单集中释放。

疫情达峰以及春节偏早，今年1月几乎没有开复工。今年人员返城节奏又偏慢，正月十五之后产线才有明显启动迹象。

这种组合导致了劳动密集型企业生产开复工节奏迟滞，最终一季度饱满的出口订单在2月中下旬以及3月才转化为有效生产并落地出口。这是为何3月出口全面转强，尤其劳动密集型产品出口表现逆势超预期。

以绵纺织业为例，2月PMI开工率触及历史新高，3月开工率持续，2月下旬至3月棉纺织业开复工火热推进。

（三）制造升级，汽车出口大幅增长。

3月汽车出口表现进步加速，同比增长123.8%。

根据中汽协会数据，3月汽车出口36.4万辆，新能源汽车出口7.8万辆，同比增长3.9倍。随着中国新能源汽车品牌在海外渗透率的继续提升，我们预计制造升级仍是支撑今年中国出口亮点所在。

➤ 2023年出口趋势判断，可以把握两个重要点位。

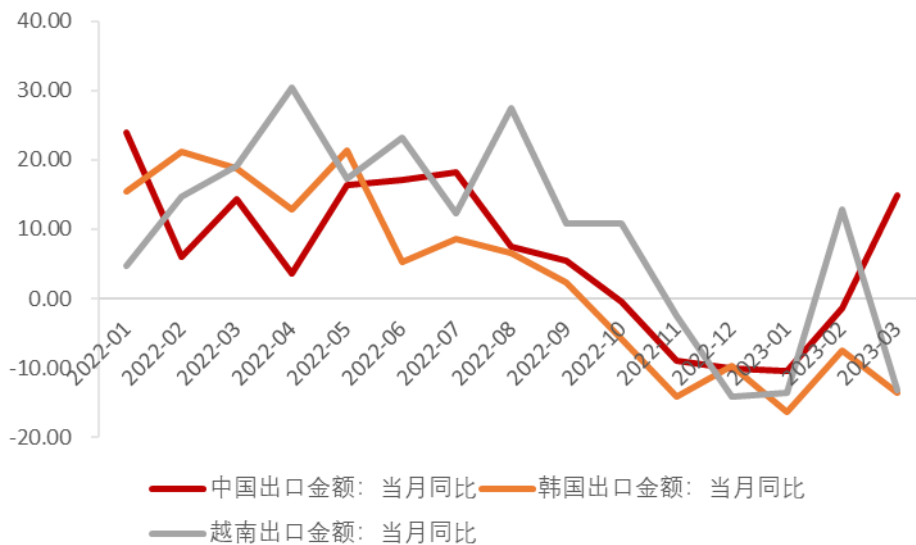
去年四季度出口供需两弱，调研反馈2023年出口订单大概率好于去年四季度。由此得到**2023年出口第一个关键点位，2022年四季度出口同比（约-7%）或是下限。**

今年一季度出口表现本质上是去年四季度的镜像映射，供需两旺。其中需求来自订单回补，供给来自开复工提速，3月表现尤甚。由此推断**2023年出口第二个关键点位，今年3月出口同比（约15%）或是年内出口高点。**

最后提请注意，去年二季度出口表现较好，四季度出口增速快速回落，这或许意味着今年中国出口二季度同比增速下行，四季度出口同比增速向上，我们可将此作为2023年出口同比走势的参照系。

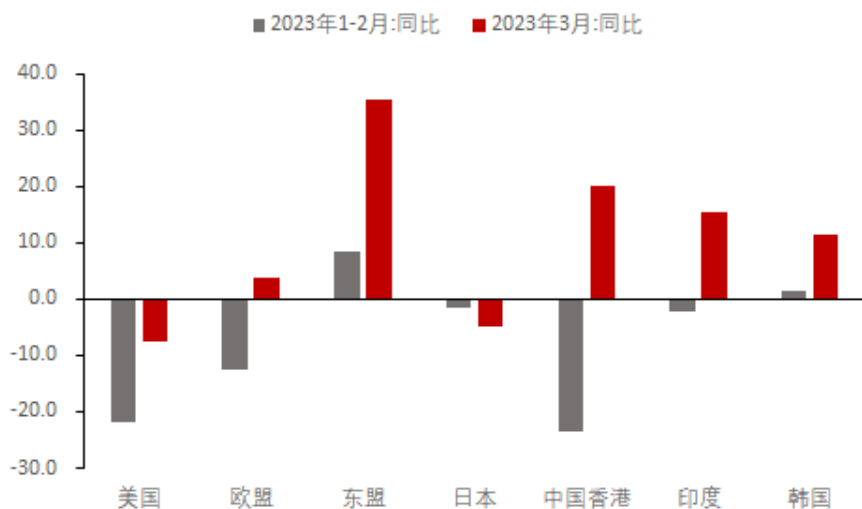
➤ **风险提示：**海外需求韧性超预期；美联储货币政策超预期。

图1：中国出口增速与越南、韩国出现背离（单位：%）



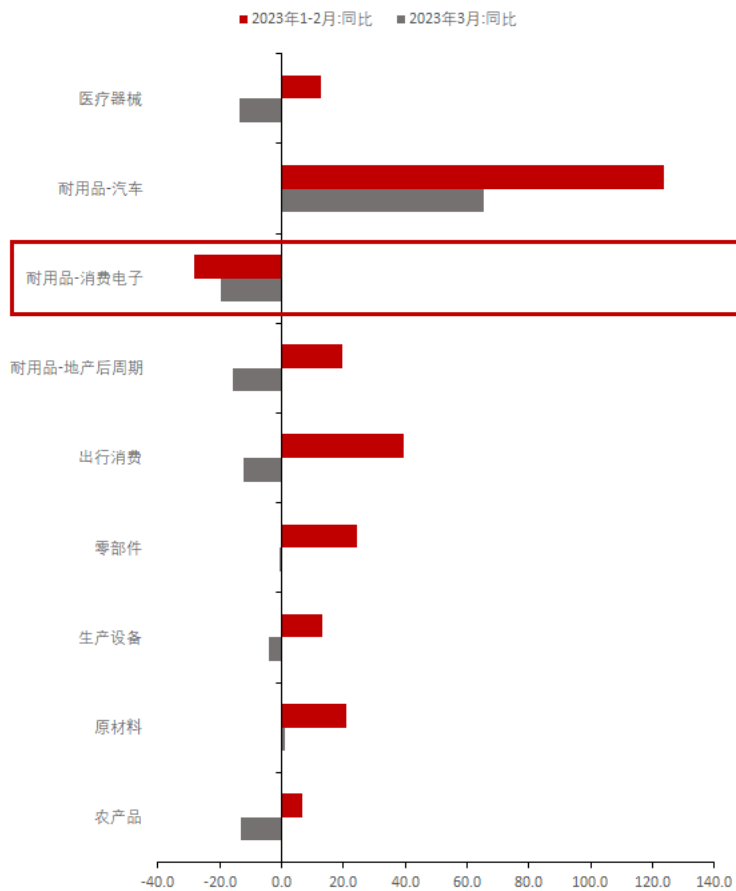
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：3月中国外贸国别结构发生变化（单位：%）



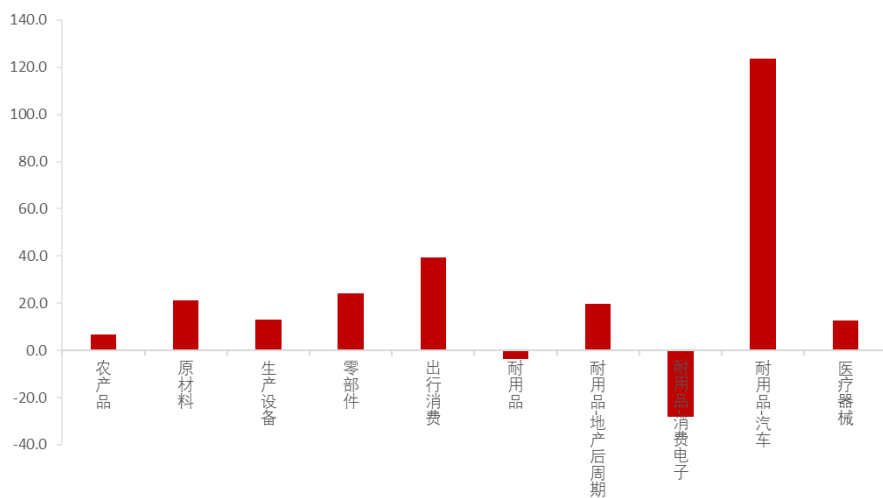
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：3月中国出口产品类别超预期（单位：%）



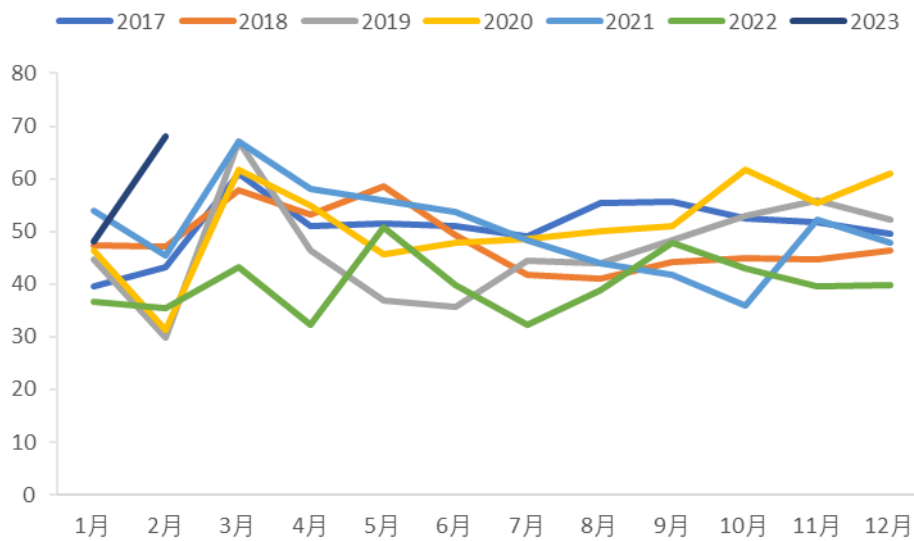
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：3月主要商品出口增速（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2月，“棉纺织行业 PMI:开工率”创历史新高



资料来源：wind，民生证券研究院

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026