

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

麦麟玥 宏观研究助理

邮箱：mailinyue@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

出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单

2023年4月14日

- **出口最大的预期差不在于欧美和东盟。**出口和进口同比增速都明显高于市场预期，特别是3月的出口数据。出口数据不仅扭转了市场的负增速预期，更是呈现出了较强的增速水平。我们认为这次出口超预期或有部分源自对欧美的预期差，但是最大的预期差或不在此，因为欧美和东盟仅能解释四成的出口高增，并非最大的预期差来源。欧美对我国出口的拖累减弱，东盟对我国出口的支撑维持强劲态势，但东盟不是此次大幅反弹的最主要根源，其边际贡献较弱。我们认为东盟一直以来对我国出口的强支撑已经让市场对其有较为充分的预期。
- **出口最大预期差背后或反映的是中国疫后抢订单的初步成效。**约六成的出口高增由俄罗斯和其他贸易伙伴（非主要国别）贡献，这也是市场最大的预期差所在。1）3月我国对俄罗斯出口给整体的出口增速贡献近3个百分点。一部分原因是去年俄乌冲突对贸易带来一定扰动，低基数效应对增速有部分贡献作用。但我们认为更重要的原因在于我国对俄罗斯出口份额的逐步提升。我们认为，这背后的原因可能是在国际制裁背景下，俄罗斯进口订单更多转向我国。2）3月出口超预期，还有很大一部分原因是市场忽视了非主要国别的贡献，这一贡献背后或反映的是中国疫后抢订单的初步成效。非主要国别的份额占比虽不及三大主要出口国，但是却也为出口的回升贡献了四成。这次出口中，三大主要出口国、其他主要国别和非主要国别均全面改善，背后反映出来的可能是疫后中国各省、各企业出海抢订单的初步成效。
- **出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单。**对于超市场预期的3月出口表现，市场对出口超预期背后的持续性产生忧虑，我们认为超预期的出口并非昙花一现，三季度之前出口的韧性可能都较强。因为出口超预期背后，不是积压订单释放，而是防疫措施调整后国内企业出国抢订单带来的影响。首先，在去年下半年海外需求回落的背景下，国内受疫情防控措施的影响，企业出国参展获取海外订单的机会有限。在此背景下，企业积压的订单可能并不多。而在防疫措施调整之后，许多省份开始鼓励企业出国抢订单，出口目的地涉及欧美、南亚、非洲等多个地区，企业出口抢订单已初显成效。其次，对美出口虽有压力，但我们认为美国经济年内可能仅是温和放缓，衰退可能要到年底甚至明年。此外中国与东盟、“一带一路”国家经贸合作也有望继续扩大，为出口提供支撑。
- **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、出口最大的预期差不在于欧美和东盟	3
二、进口降幅并没有市场预期那么悲观	6
三、出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单	7
风险因素	8

表目录

表 1: 3 月出口重点商品金额同比增速对比	6
表 2: 3 月进口重点商品金额同比增速对比	7
表 3: 疫后企业出口抢订单初显成效	8

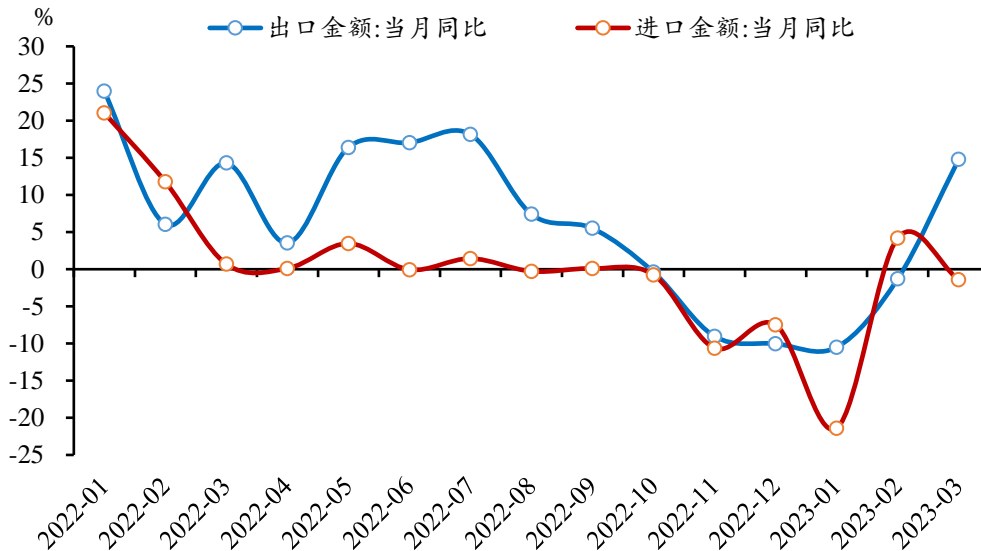
图目录

图 1: 3 月出口增速明显回升	3
图 2: 3 月的出口同比回升是一次全面回升	4
图 3: 对俄罗斯的出口增速抬高不只是基数的影响	4
图 4: 对非主要国别和主要国别的出口同比表现一起回升	5

一、出口最大的预期差不在于欧美和东盟

3月出口数据不仅扭转了市场的负增速预期，更是呈现出了较强的增速水平。3月出口同比增速（美元计价）为14.8%，进口同比增速（美元计价）为-1.4%，出口和进口同比增速都明显高于市场预期。特别是3月的出口数据，其同比增速大超市场预期。因为市场预期（Wind口径）3月份我国出口增速是-5.05%，而实际出口数据不仅扭转了市场的负增速预期，更是呈现出了较强的增速水平。

图 1：3月出口增速明显回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

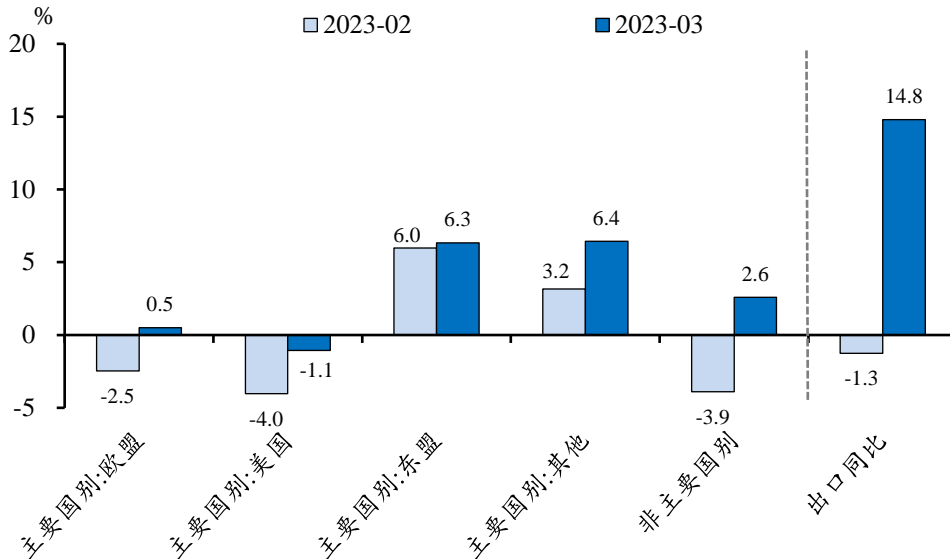
市场普遍预计3月出口增速仍弱，一是预期欧美外需回落继续拖累出口，二是观测到3月韩国出口增速明显回落。但是这可能忽视了疫后我国企业出海抢订单带来的积极影响。

我们认为这次出口超预期或有部分源自对欧美的预期差，但是最大的预期差或不在此。更重要的是市场可能忽视了俄罗斯和其他贸易伙伴（非主要国别）带来的影响，而这正是最大的预期差所在。

首先，欧美和东盟仅能解释四成的出口高增，并非最大的预期差来源。在三大主要国别中，欧美对我国出口增速的拖累作用在减弱，合计边际贡献5.9个百分点；东盟对我国出口的支撑维持2月强劲态势，但东盟不是此次大幅反弹的最主要根源，仅边际贡献约0.3个百分点。我们认为东盟一直以来对我国出口的强支撑已经让市场对其有较为充分的预期。虽然超预期有部分源自欧美的预期差，但我国3月出口反弹近16个百分点，而三大主要国别的变化仅能解释四成的出口高增。

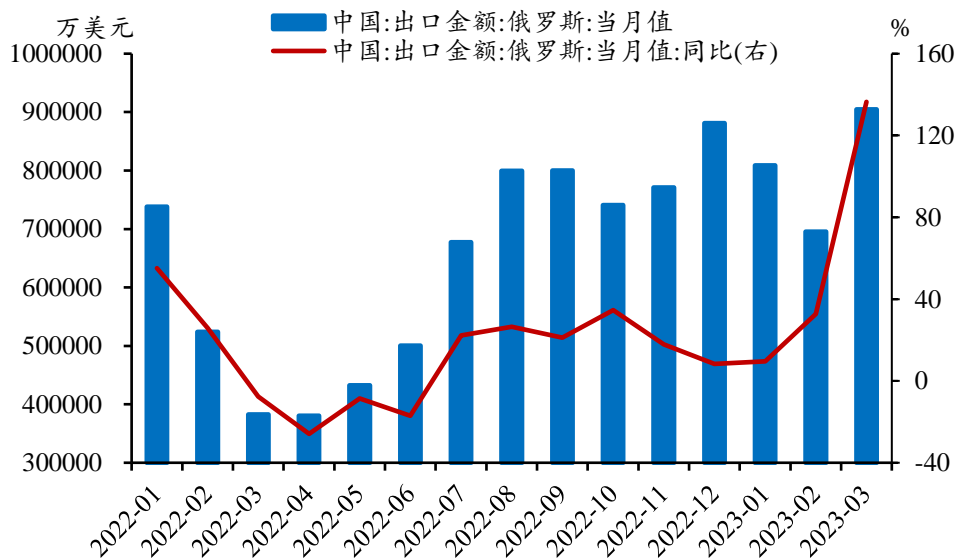
其次，约六成的出口高增由三大主要国别以外的国家贡献，这也是市场最大预期差的所在之处。

1) 第一个预期差来源于俄罗斯，而且我们认为基数不能解释俄罗斯带来的全部出口高增。3月我国对俄罗斯出口同比增长136.4%，为整体出口增速贡献近3个百分点，这几乎是其他主要国别的全部边际贡献。对俄罗斯出口高增一部分原因是去年俄乌冲突对贸易带来一定扰动，低基数效应对增速有部分贡献作用。但我们认为更重要的原因在于我国对俄罗斯出口份额的逐步提升。我们认为，这背后的原因可能是在国际制裁背景下，俄罗斯进口更多转向我国。因为从俄罗斯主要的三大进口国来看，我国所占据的比例一直在逐步上升，所以即使基数褪去，这部分转移至我国的进口需求或仍有支撑。

图 2：3 月的出口同比回升是一次全面回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

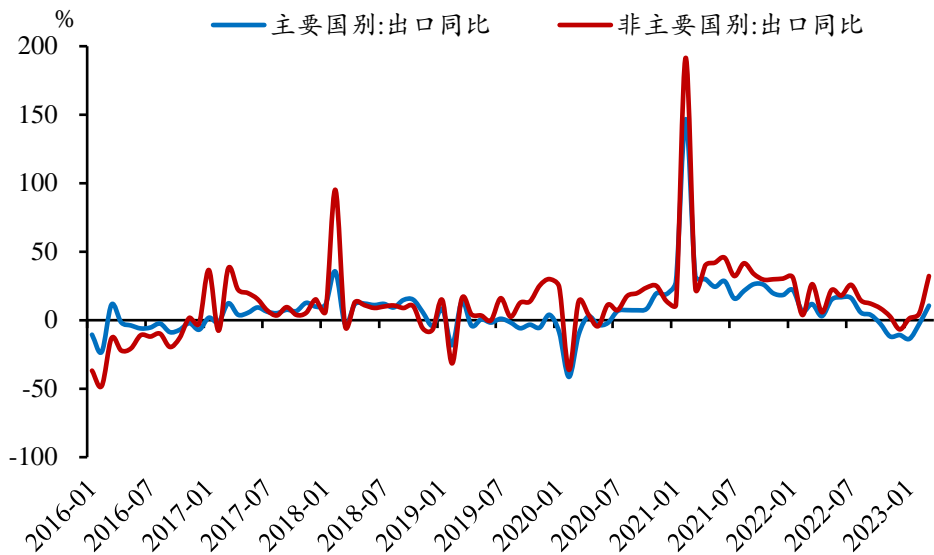
注: ① “主要国别:其他”项中含俄罗斯; ②图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

图 3：对俄罗斯的出口增速抬高不只是基数的影响


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 第二个预期差来源于其他贸易伙伴(非主要国别), 背后或反映的是中国疫后抢订单的初步成效。3月出口增速大幅改善, 在约16个百分点的出口回升幅度中, 其他贸易伙伴(非主要国别)的贡献不可忽视。虽然其他贸易伙伴的份额占比不及三大主要出口国, 但是却为出口的回升贡献了四成(6.5个百分点), 其影响可比拟欧美和东盟国家。尽管海关总署快讯没有公布非主要国别的出口数据, 但从三大主要国别、其他主要国别和非主要国别来看, 这次出口全面改善, 背后反映出来的可能是疫后中国各省、各企业出海抢订单的初步成效。

图 4：对非主要国别和主要国别的出口同比表现一起回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从商品类别来看，多个重点出口商品增速由负转正。在整个出口增速当中，机电产品增速由负转正，汽车及相关产品拉动整体机电产品的增长；此外，钢材和箱包等商品的出口表现也都比较好。

第一，汽车及相关产品拉动机电产品的增长。3月机电产品同比增长12.3%，为整体出口贡献了近9个百分点，是贡献最大的重点商品分项。其中，汽车产业链相关产品的出口延续去年的高景气度水平，汽车（含底盘）以及汽车零配件对整体机电出口起着明显拉动作用。此外，像家电、灯具等产品增速也由负转正，对机电产品的出口亦有贡献，而手机、集成电路等消费电子依旧起着拖累作用。

第二，国内外价差带来我国钢材的出口高增。从年初以来，钢材的出口表现就一直较好。钢材出口表现较好，主要原因是国际钢材供应紧张、价格上涨，所以中国的钢材价格优势凸显，这促进了中国钢材出口接单与放量。出口数据则表现为今年1-2月中国钢材出口量大幅增加，2月增长幅度尤其明显，3月则延续了这一增长态势。若国内外价差持续，那么钢材出口的强表现或能持续下去。

表 1：3 月出口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-3)	上月同比 (2023-2)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	12.30	-2.90	15.20	57.64
高新技术产品	-10.39	-13.70	3.31	23.60
服装及衣着附件	31.89	-21.60	53.49	4.27
纺织纱线织物及其制品	9.13	-14.40	23.53	4.09
钢材	51.76	38.50	13.26	3.24
塑料制品	26.58	-6.40	32.98	3.30
农产品	17.42	30.60	-13.18	2.84
家具及其零件	13.68	-24.90	38.58	2.01
鞋靴	32.27	-26.30	58.57	1.33
玩具	30.87	-13.90	44.77	1.20
箱包及类似容器	90.09	-7.40	97.49	1.18
成品油	27.74	105.00	-77.26	1.32
未锻轧铝及铝材	-26.64	-18.00	-8.64	0.56
陶瓷产品	43.04	-16.20	59.24	0.85
肥料	1.62	36.50	-34.88	0.23
稀土	-23.24	-5.50	-17.74	0.03
中药材及中式成药	-9.10	33.47	-42.57	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、进口降幅并没有市场预期那么悲观

市场不仅对出口增速预期偏悲观, 对进口增速亦是如此。3 月进口金额 (美元计价) 同比增速为-1.4%, 也高于市场预期的-4.86% (Wind 口径)。在国内经济景气度回升、内需逐步修复的背景下, 进口降幅并不像市场预期那样悲观。

从进口商品上看, 表现比较亮眼的是能源类商品, 显示出我国燃料的进口需求激增; 铁矿石及其精矿的进口增速也由负转正

1) 能源类商品表现亮眼, 燃料需求激增。原油、天然气和煤炭等能源产品进口表现较好, 其中, 中国 3 月原油进口量同比大幅上涨 22.5%, 达到 2020 年 6 月以来的最高水平。煤及褐煤进口量也跃升至 2021 年 11 月以来的高位, 煤及褐煤进口量同比大涨超过 150%。

2) 医药材及药品、肥料的进口表现较好, 铁矿石及其精矿的进口增速也由负转正。3 月医药材及药品进口数量同比上涨 57%, 环比上涨 37%, 显示出我国对于医药材及药品的进口需求也较好。医药材及药品进口金额同比为 45.77%, 较 2 月上升 11.37 个百分点, 支撑了进口表现。肥料进口增速由 2 月的 16.20% 继续上升至 57.56%。此外, 3 月铁矿石及其精矿的进口增速也由负转正, 录得 9.01%。

表 2：3 月进口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-3)	上月同比 (2023-2)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-15.86	-13.30	-2.56	34.87
高新技术产品	-13.77	-11.70	-2.07	26.00
原油	0.70	1.20	-0.50	13.38
农产品	16.31	27.30	-10.99	8.91
铁矿砂及其精矿	9.01	-2.80	11.81	5.19
未锻轧铜及铜材	-29.36	-20.30	-9.06	1.61
铜矿砂及其精矿	-16.14	-4.30	-11.84	1.98
天然气	16.66	23.70	-7.04	2.15
初级形状的塑料	-27.56	-6.40	-21.16	1.77
医药材及药品	45.77	34.40	11.37	2.33
煤及褐煤	127.56	120.40	7.16	2.32
美容化妆品及洗护用品	2.83	8.60	-5.77	0.92
纸浆	46.29	30.10	16.19	0.99
成品油	47.82	11.40	36.42	1.01
原木及锯材	-6.32	-2.22	-4.10	0.54
钢材	-26.46	-19.60	-6.86	0.50
纺织纱线、织物及制品	-12.68	-10.30	-2.38	0.44
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-13.78	3.00	-16.78	0.48
肥料	57.56	16.20	41.36	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、出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单

对于超市场预期的 3 月出口表现，市场担心出口增速超预期背后的持续性，我们认为超预期的出口并非昙花一现，而是具备较强的持续性，三季度之前出口的韧性可能都较强。

因为出口超预期背后，或不是积压订单释放，而是防疫措施调整后国内企业出国抢订单带来的影响。

首先，在去年下半年海外需求回落的背景下，国内受疫情防控措施的影响，企业出国参展获取海外订单的机会有限。在此背景下，企业积压的订单可能并不多。而在防疫措施调整之后，许多省份开始鼓励企业出国抢订单，出海目的地涉及欧美、南亚、非洲等多个地区。据我们梳理的不完全统计数据，江苏、浙江等省份的企业出口抢订单已初显成效（见表 3）。因此，我们认为出口超预期背后，或不是积压订单释放，而是防疫措施调整后国内企业出国抢订单带来的影响。

其次，去年出口增速呈现出前高后低的走势，因此今年的出口压力主要集中在上半年。我们认为，对美国出口有压力，但是上半年美国还有超额储蓄支撑，而且美国经济年内可能仅是温和放缓，衰退可能要到年底甚至明年。此外中国与东盟、“一带一路”国家经贸合作也有望继续扩大，为出口提供支撑。

表 3：疫后企业出口抢订单初显成效

省份	城市	目的地	订单成效
浙江	温州	意大利	温州企业意向订单金额总计已超 5000 万美元，平均意向订单金额约 30 万美元
江苏	无锡	日本	签订订单 3000 万美元，对接项目 12 个，涉及金额 8 亿美元
河南	/	美国、阿联酋、东南亚等地	截至 2022 年 12 月 9 日已经签订了 500 多万美元的合同，客户后期合作意向也很强烈
河北	/	中东、非洲和南亚市场	企业签订两个百万元以上的订单
浙江	/	欧洲	参展首日意向成交额有 1200 万元左右，全部订单金额超 3000 万元
浙江	嘉兴	日本	拿到了 200 万美元的意向订单。这个数据，是企业去年出口总额的三分之一。
浙江	/	欧洲、阿联酋、迪拜	平均每个展商对接客户数量超 50 家，总成交额（含意向）达 1.52 亿美元
江苏	南京	全球 16 个国家和地区	累计签约和意向订单金额达 26 亿元
江苏	无锡	14 家海外企业和商协会机构	对接项目 12 个，涉及金额 8 亿美元
江苏	苏州	62 家海外企业和有关机构	达成投资意向项目 32 个，意向投资额 18.6 亿美元，外贸企业争取订单金额超 10 亿元人民币
江苏	/	西非、西班牙、德国	分别拿到 100 万美元、400 万美元和 10 亿元人民币的订单

资料来源：新华网，经济参考报，中国雄安，海关总署，信达证券研发中心

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。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

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	hanguiyue@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
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。