

出口超预期有待观察，出口份额支撑全年韧性

——3月进出口数据分析

核心内容:

4月13日，海关总署数据显示，以美元计价，中国3月出口3155.9亿美元，同比增长14.8%，进口2274亿美元，同比下降1.4%，贸易顺差881.9亿美元。一季度出口累计值8218.3亿美元，累计同比0.5%，进口累计值6171.2亿美元，累计同比-7.1%。

1. 3月出口增速相对较高，是出现在趋势之外、逻辑之外的现象。从趋势来看，中国出口度过2021年30%左右的高速增长和2022年上半年15%左右的中速增长后，2022年下半年开始显著降速，2022年四季度以来陷入负增长区间。背后的原因主要是美联储、欧央行相继开始加息之后全球经济增长速度下降；以及美国不断谋求与中国的经贸脱钩，中国对美国出口增速持续下降。目前看2023年上半年中国出口可能持续负增长，下半年美联储、欧央行停止加息之后可能会逐步见底。

2. 从短期数据来看，3月商品出口3155.9亿美元，同比14.8%（前值-1.3%），市场预期值-7.1%，当前增速超预期由跌转升，结束了此前连续五个月的下降态势。商品进口2274亿美元，同比增速下降1.4%，增速降幅较前值扩大5.6个百分点。贸易顺差881.9亿美元，远高于去年同期顺差443.5亿美元，同比增长98.9%。

3. 对东盟维持高增长，对港持续回升，对日韩增速放缓：3月对东盟出口同比+35.4%（前值+33.7%），增速延续上升趋势；对欧盟出口同比+3.4%（前值-16.1%），增速止跌转正；对美国出口额同比-7.7%（前值-31.8%），降幅有所收窄。一方面，受益于RCEP实施生效，我国与东盟贸易往来持续升温。另一方面，随着香港和内地2月6日起全面通关，跨境陆路货运开始恢复正常，有助大陆对香港的出口增长。3月份对欧美出口的好转，不代表欧美地区对我国的进口需求出现趋势性回暖变化，关键视二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况而定，上半年我国对欧美地区出口大概率将持续同比负增长。

4. 上半年中国出口可能持续负增长：海外高利率对全球总需求带来较强压制，同时银行业危机对实体经济的影响目前仍没有显现，同时美国也不断谋求与中国的经贸脱钩，短期我国出口快速转向正增长的难度较大。目前看上半年中国出口可能持续负增长。海外需求复苏斜率要看二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况。3月22日美联储的经济预测将2023年美国GDP增速从0.5%下调至0.4%，仍为正。此外，美国住宅销售最近也出现了见底迹象。

5. 根据WTO数据：2022年中国大陆出口占全球份额回落0.6个百分点，中国香港出口占全球份额回落0.55个百分点，主要是让给了沙特和美国（一部分也是能源出口），能源冲击和疫情消退之后，中国（大陆加香港）出口占全球份额将稳中有升。这可能是今年出口韧性的一个来源。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

特别感谢：吕雷、铁伟奥

风险提示：地缘政治事件、全球经济衰退

目 录

一、外贸超预期，持续性有待观察.....	3
二、出口国别结构：对东盟维持高增长，对港持续回升，对日韩增速放缓.....	3
三、上半年中国出口可能持续负增长，全年出口韧性主要体现在出口份额上.....	4

4月13日,海关总署数据显示,以美元计价,中国3月出口3155.9亿美元,同比增长14.8%,好于预估的下降7.1%,1-2月降6.8%;3月进口2274亿美元,同比下降1.4%,好于预估的下降6.4%,1-2月降10.2%;3月贸易顺差881.9亿美元,预期400亿美元。

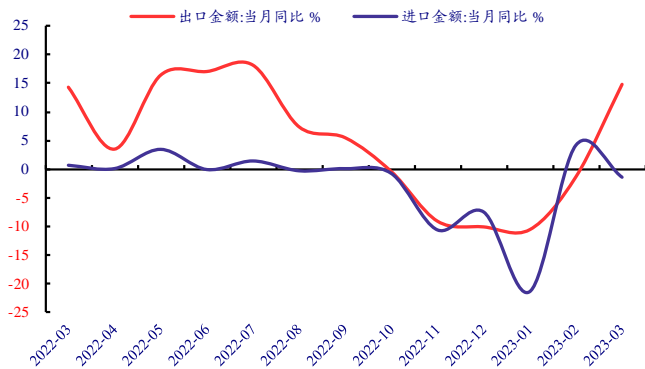
一、外贸超预期,持续性有待观察

出口:3月商品出口3155.9亿美元,同比增长14.8%(前值-1.3%),市场预期值-7.1%,当前增速超预期由跌转升,结束了此前连续五个月的下降态势。考虑到当前海外需求下行叠加基数效应,上半年中国出口可能持续负增长,下半年美联储、欧央行停止加息之后可能会逐步见底,3月超预期的出口正增长是否可持续有待后续观察。

进口:3月商品进口2274亿美元,同比下降1.4%,增速降幅较前值扩大5.6个百分点。

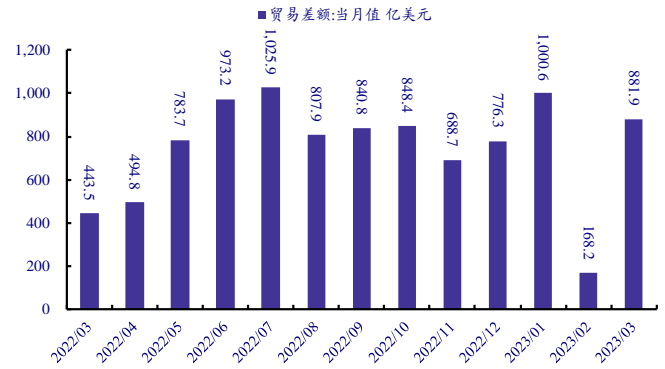
贸易顺差:3月贸易顺差881.9亿美元,远高于去年同期顺差443.5亿美元,同比增长98.9%。

图1: 3月出口增速收窄降幅,进口增速延续低迷



资料来源:同花顺,中国银河证券研究院

图2: 出口韧性、进口低迷,贸易顺差远高去年同期水平



资料来源:同花顺,中国银河证券研究院

二、出口国别结构:对东盟维持高增长,对港持续回升,对日韩增速放缓

出口目的地相对重要性:3月中国大陆对东盟、欧盟、美国、中国香港、日本、韩国、印度、其他出口额占总出口额比重(人民币计价)分别为16.9%、15.3%、14.0%、7.5%、5.0%、4.7%、3.4%、33.1%。

出口分国别(美元计价当月同比)增速:3月对东盟出口同比+35.4%(前值+33.7%),增速延续上升趋势;对欧盟出口同比+3.4%(前值-16.1%),增速止跌转正;对美国出口额同比-7.7%(前值-31.8%),降幅有所收窄;对中国香港出口同比+20%(前值+6%),对日本出口同比-4.8%(前值+17.1%),对韩国出口同比+11.3%(前值+26.4%),增速均有所放缓,对印度出口同比-15.3%(前值-2.9%)。

图 3: 对美、欧盟、东盟出口增速 (美元当月同比%)

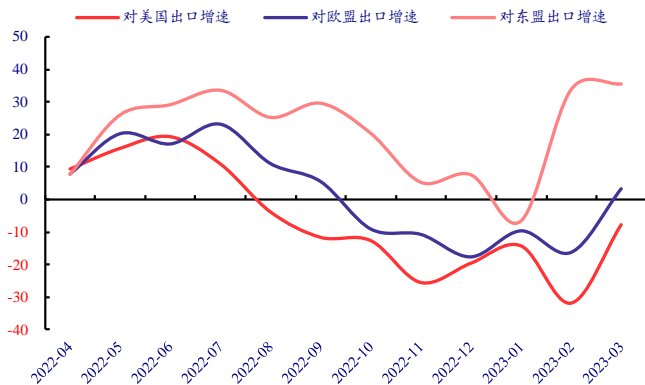
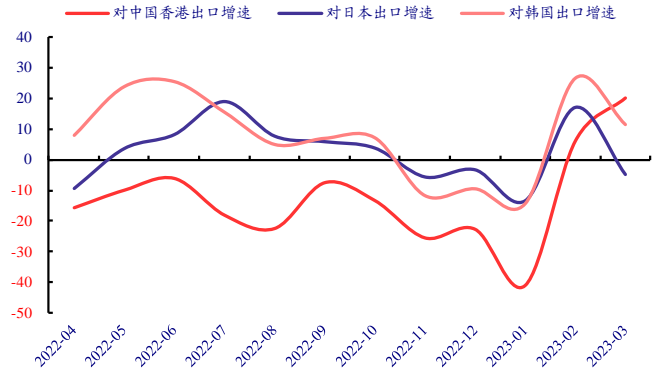


图 4: 对港、日、韩出口增速 (美元当月同比%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

东盟继续巩固对我国出口增速的贡献, 对香港出口持续回升。一方面, 受益于 RCEP 实施生效带来的政策红利, 我国与东盟贸易往来持续升温。此外, 我国与东盟产业优势互补, 产业链供应链融合式发展加快推进, 带动了中间产品贸易规模保持增长。另一方面, 随着香港和内地 2 月 6 日起全面通关, 内地与香港之间的跨境陆路货运开始恢复正常, 有助大陆对香港的出口增长自 2 月开始逐步回升。

3 月份对欧美出口的好转, 不代表欧美地区对我国的进口需求出现趋势性回暖变化, 关键视二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况而定, 上半年我国对欧美地区出口大概率将持续同比负增长。

三、上半年中国出口可能持续负增长, 全年出口韧性主要体现在出口份额上

美联储、欧央行相继加息对全球总需求带来较强压制, 以及美国不断谋求与中国的经贸脱钩, 短期内我国出口持续转向正增长的难度较大, 目前看上半年中国出口可能持续负增长。

海外银行业危机对全球金融市场存在月度、季度、年度三个阶段的影响。月度层面, 初期的恐慌情绪已经有所缓解。季度层面, 美联储在二季度停止加息的确定性较高, 对金融市场形成流动性宽松利好, 年内也有可能降息。但年度层面, 商业银行的信贷派生受到影响, 对实体经济的影响在下半年才会陆续出现。**海外需求的复苏斜率取决于二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况。**3 月 22 日美联储经济预测 (SEP) 将 2023 年美国 GDP 增速从 0.5% 下调至 0.4%, 仍为正增长。此外, 美国住宅销售最近也出现了见底迹象。2 月成屋销售总数年化达到 458 万套 (前值 400 万套), 结束 2022 年以来的下行趋势 (2022 年 1 月为 634 万套); 新屋销售已从 2022 年 11 月的 58.2 万套升至 2023 年 2 月的 64 万套, 连续 3 个月回升, 反映抵押贷款利率见顶与房价持续回落的效果。

2015 至 2019 年中国出口占全球比重基本稳定在 13.0% 左右。2020 年至 2021 年中国出口占全球份额分别上升至 14.7%、15.0%。2022 年中国出口占全球的份额下降 0.6 个百分点, 主要让给能源出口国、北美自贸区 (也是主要商品出口国)、印度、越南与新加坡等。内部原因

是中国疫情反复对生产和运输的影响。外部原因一是能源价格高位运行，推动商品出口国的出口份额明显提升；二是美国通过《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》等，持续驱动制造业回迁美加墨自贸区；三是东盟的越南、新加坡，以及印度等对中国形成产业竞争。

表 1: 主要经济体出口占全球份额：中、日、韩等出口份额下降，商品出口国、美加墨地区比重明显上升

区域	出口占全球比重			份额变化 百分点数	区域	出口占全球比重			份额变化 百分点数
	2020	2021	2022			2020	2021	2022	
亚洲	37.9%	38.0%	36.6%	-1.42	欧洲	37.1%	35.8%	34.9%	-0.93
——印度	1.57%	1.77%	1.82%	0.05	——比利时	3.82%	3.76%	3.88%	0.12
——新加坡	2.05%	2.05%	2.07%	0.02	——荷兰	2.39%	2.46%	2.54%	0.08
——越南	1.60%	1.50%	1.49%	-0.01	——英国	2.26%	2.11%	2.13%	0.02
——中国台湾	1.97%	2.00%	1.92%	-0.09	——西班牙	1.75%	1.70%	1.68%	-0.02
——韩国	2.90%	2.88%	2.74%	-0.14	——瑞士	1.81%	1.70%	1.61%	-0.09
——日本	3.63%	3.38%	3.00%	-0.38	——意大利	2.83%	2.76%	2.64%	-0.12
——中国香港	3.11%	3.00%	2.45%	-0.55	——法国	2.77%	2.62%	2.48%	-0.14
——中国内地	14.7%	15.0%	14.4%	-0.60	——德国	7.83%	7.33%	6.65%	-0.68
商品出口国					北美	12.7%	12.3%	13.0%	0.67
——沙特	0.99%	1.24%	1.65%	0.41	——美国	8.07%	7.85%	8.29%	0.44
——澳大利亚	1.42%	1.54%	1.66%	0.11	——加拿大	2.21%	2.27%	2.40%	0.13
——巴西	1.19%	1.26%	1.34%	0.08	——墨西哥	2.36%	2.21%	2.32%	0.11
——俄罗斯	1.89%	2.21%	2.14%	-0.07					

资料来源：WTO，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 3 月出口增速收窄降幅, 进口增速延续低迷.....3

图 2: 出口韧性、进口低迷, 贸易顺差远高去年同期水平.....3

图 3: 对美、欧盟、东盟出口增速 (美元当月同比%)4

图 4: 对港、日、韩出口增速 (美元当月同比%)4

表 1: 主要经济体出口占全球份额: 中、日、韩等出口份额下降, 商品出口国、美加墨地区比重明显上升.....4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特别提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn