

分析师：钮若洋
登记编码：S0730522120002
niury@ccnew.com 021-50586356
分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758

3月出口大幅超出市场预期

——总量周观点

证券研究报告-总量周观点

发布日期：2023年04月17日

相关报告

《总量周观点：美国就业市场仍强，国内地产交易降温》 2023-04-10
《总量周观点：生产端有所回落，需求呈现一定韧性》 2023-04-03
《总量周观点：联储加息落地，国内复苏温和》 2023-03-27

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **【宏观】宏观回顾：**我国3月的出口数据在4月13日公布，今值为14.8%，大幅超出市场预期。我们重点关注我国出口在国别与产品上的贡献结构，以及边际变化。从各出口地区对总出口金额的增速拉动来看，对东盟国家出口同比拉动6.3%，对俄罗斯出口同比拉动3.9%，对中国香港出口同比拉动1.7%，三项合计可以解释近80%的3月出口增速；同时我们注意到，尽管对东盟出口贡献份额较大，但边际变化较小，对俄罗斯、香港、美国、欧盟出口的拉动率与同比增速的边际变化均较大，出口当月同比增速斜率抬升明显，其中对俄罗斯出口增速更是达到近两年的极大值。出口产品层面，机电产品、汽车、服装、钢材、箱包、塑料的出口贡献率可以解释近90%的3月出口增速，其中机电产品、汽车出口占绝对主要成分。边际变化上，汽车出口份额较为稳定，3月拉动率较2月小幅抬升；而机电设备、服装、塑料较2月均有较大幅度的抬升。**宏观展望：**对东盟以及俄罗斯出口的高增，或许与我国加强“一带一路”建设、俄罗斯政治事件延续、中美贸易关系紧张等事件因素有关；但同时我们也注意到，我国对美欧出口的总出口拉动率边际抬升幅度较大，但3月美欧制造业景气度反而在走弱，原因可能有两点：一是2022年末我国疫情达峰积压的订单需求在逐步释放，二是我国疫情管制放开后，各地出台企业“出海抢订单”的惠企补贴政策。3月诸如服装、塑料、箱包等劳动密集型产品大幅增长的原因或许与我国劳动密集型企业的延迟开工相关，由于上游工业企业多数在2月中下旬才加快开工，一季度出口订单落地为出口产品又经历了一个月左右的时滞，形成了劳动密集型产品出口的快速增长。此外，3月机电产品出口的大幅增长、汽车产品出口的稳定表现，或反映我国出口产业链逐步高端化的趋向。展望未来，出口高增既存在阶段性因素，也存在结构性因素，或许出口难以维持高位，但全年出口的增长预期或将上调。
- **【股市】股市回顾：**上周，全球指数普遍上涨，道指上涨1.32%，纳指上涨0.68%，巴西指数表现最好。国内市场指数普遍下跌，只有上证综指略涨，其他指数均下跌，科创50跌幅最大。沪深两市日均成交额11,385亿元，较上周环比-5.6%，成交额有所回落。行业方面，11个行业上涨，19个行业下跌；有色、建筑、石油石化、传媒等表现较好；食品饮料、计算机、农林牧渔等表现较差。概念方面，商贸金股、影视、IP流量变现等表现较好；小基站、白酒、寒武纪指数等表现较差。**股市展望：**过去1个月在TMT板块的带动下，上证综指从3200点附近反弹至3330点，传媒、计算机、通信、电子板块领涨。TMT板块在短时间内涨幅较大，交易明显处于

拥挤状态，获利回吐盘可能导致该板块阶段性调整。相对而言，医药、银行等估值较低板块在市场调整中具备防御价值；此外，美国本轮加息周期即将结束，美元指数处于趋势性弱势中，黄金板块或可布局。美国银行业危机对经济的影响还未明显显现，若海外市场交易衰退预期，国内市场或转入震荡，建议仓位调降至5成以下，近期重点关注创新药、银行、黄金、央企等防御板块。

- **【债市】债市回顾：**上周债市先涨后跌，收益率震荡下行。前一周高频数据显示地产成交季末显著走弱，周一债市略有下行。周二上午发布的通胀数据大幅不及预期，市场担忧通缩压力并期待降息可能性，多头情绪主导市场，收益率大幅下行。尽管周二尾盘发布的金融数据总量和结构均表现强劲，社融、信贷和M2均超预期，但并未改变多头情绪的主导性，周三市场延续了上涨惯性。周四发布的出口数据大幅超预期，且全面强于周边国家地区表现，债市小幅回调，市场情绪转向谨慎，周五债市继续略有回调。市场结构方面，上周基金公司继续加仓利率债，但久期偏好有所缩短，主要以买入1-3年短债为主。农商卖出政金债，买入地方债和存单。理财大量买入存单，小幅加仓利率、信用品种，负债端跨季后有所好转。单周利率净供给2861亿元明显修复，信用净融资约500亿元，边际有所好转。但五一前利率、信用到期量均较大，供给难有大幅起量。**债市展望：**债市震荡偏多，收益率一定程度下行后性价比有所削弱，通缩风险有限不足以支撑债市走出趋势多头行情，因此有一定止盈压力，但调整压力亦有限。投资者可以适度减仓。

- **资产配置：股票40%、债券20%、商品20%、Reits20%。**

风险提示：政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

内容目录

1. 宏观：3月出口大幅超出市场预期	4
2. 股票：出口大幅改善，市场或转向震荡	5
3. 债券：收益率震荡下行	6
4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	5
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	5
图 2：全球主要指数涨跌幅(%)	5
图 3：A 股主要指数涨跌幅(%)	5
图 4：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）	6
图 8：国债收益率曲线小幅下行	6
图 9：国开债收益率曲线涨跌互现	6
图 10：同业存单利率震荡	7
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	8
表 1：本期大类资产配置比例	8

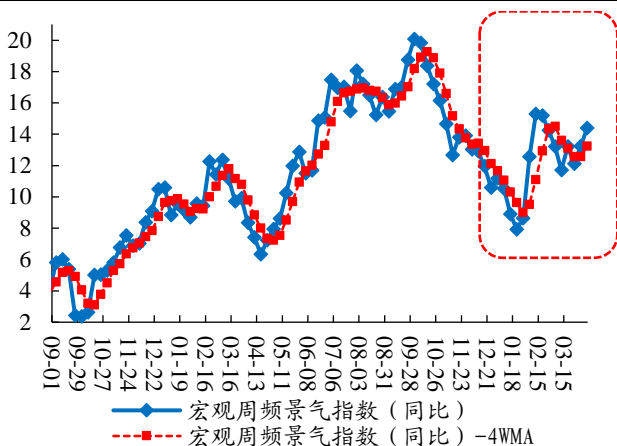
1. 宏观：3月出口大幅超出市场预期

宏观回顾：我国3月的出口数据在4月13日公布，今值为14.8%，大幅超出市场预期。我们重点关注我国出口在国别与产品上的贡献结构，以及边际变化。

从各出口地区对总出口金额的增速拉动来看，对东盟国家出口同比拉动6.3%，对俄罗斯出口同比拉动3.9%，对中国香港出口同比拉动1.7%，三项合计可以解释近80%的3月出口增速；同时我们注意到，尽管对东盟出口贡献份额较大，但边际变化较小，对俄罗斯、香港、美国、欧盟出口的拉动率与同比增速的边际变化均较大，出口当月同比增速斜率抬升明显，其中对俄罗斯出口增速更是达到近两年的极大值。出口产品层面，机电产品、汽车、服装、钢材、箱包、塑料的出口贡献率可以解释近90%的3月出口增速，其中机电产品、汽车出口占绝对主要成分。边际变化上，汽车出口份额较为稳定，3月拉动率较2月小幅抬升；而机电设备、服装、塑料较2月均有较大幅度的抬升。

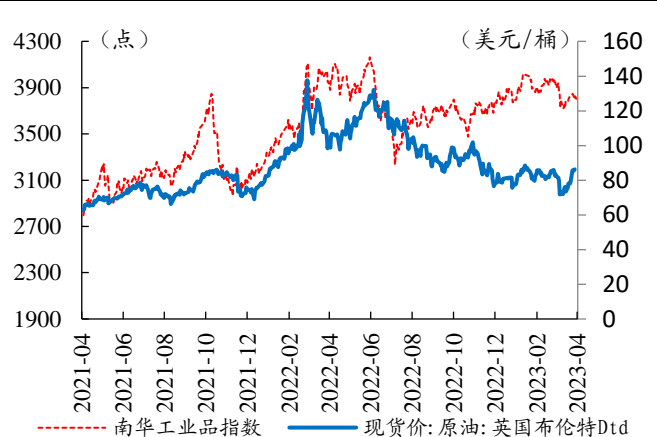
宏观展望：对东盟以及俄罗斯出口的高增，或许与我国加强“一带一路”建设、俄罗斯政治事件延续、中美贸易关系紧张等事件因素有关；但同时我们也注意到，我国对美欧出口的总出口拉动率边际抬升幅度较大，但3月美欧制造业景气度反而在走弱，原因可能有两点：一是2022年末我国疫情达峰积压的订单需求在逐步释放，二是我国疫情管制放开后，各地出台企业“出海抢订单”的惠企补贴政策。3月诸如服装、塑料、箱包等劳动密集型产品大幅增长的原因或许与我国劳动密集型企业的延迟开工相关，由于上游工业企业多数在2月中下旬才加快开工，一季度出口订单落地为出口产品又经历了一个月左右的时滞，形成了劳动密集型产品出口的快速增长。此外，3月机电产品出口的大幅增长、汽车产品出口的稳定表现，或反映我国出口产业链逐步高端化的趋向。展望未来，出口高增既存在阶段性因素，也存在结构性因素，或许出口难以维持高位，但全年出口的增长预期或将上调。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



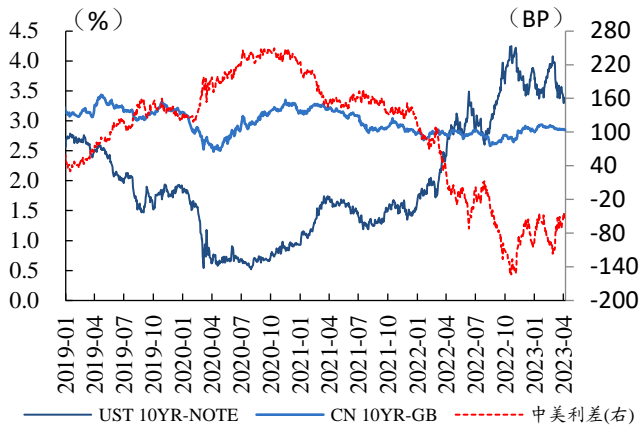
资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：出口大幅改善，市场或转向震荡

股市回顾：上周，全球指数普遍上涨，道指上涨 1.32%，纳指上涨 0.68%，巴西指数表现最好。国内市场指数普遍下跌，只有上证综指略涨，其他指数均下跌，科创 50 跌幅最大。沪深两市日均成交额 11,385 亿元，较上周环比-5.6%，成交额有所回落。行业方面，11 个行业上涨，19 个行业下跌；有色、建筑、石油石化、传媒等表现较好；食品饮料、计算机、农林牧渔等表现较差。概念方面，商贸金股、影视、IP 流量变现等表现较好；小基站、白酒、寒武纪指数等表现较差。

股市展望：过去 1 个月在 TMT 板块的带动下，上证综指从 3200 点附近反弹至 3330 点，传媒、计算机、通信、电子板块领涨。TMT 板块在短时间内涨幅较大，交易明显处于拥挤状态，获利回吐盘可能导致该板块阶段性调整。相对而言，医药、银行等估值较低板块在市场调整中具备防御价值；此外，美国本轮加息周期即将结束，美元指数处于趋势性弱势中，黄金板块或可布局。美国银行业危机对经济的影响还未明显显现，若海外市场交易衰退预期，国内市场或转入震荡，建议仓位调降至 5 成以下，近期重点关注创新药、银行、黄金、央企等防御板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

2023/4/14	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
道琼斯工业指数	1.20	1.84	2.23	-8.78
纳斯达克指数	0.29	-0.81	15.83	-33.10
标普500	0.79	0.69	7.77	-19.44
英国富时100	1.68	3.15	5.64	0.91
法国CAC40	2.66	2.69	16.16	-9.50
德国DAX	1.34	1.14	13.53	-12.35
日经225	3.54	1.61	9.19	-9.37
韩国综合指数	3.26	3.82	14.98	-24.89
恒生指数	0.53	0.19	3.32	-15.46
澳洲标普200	2.00	2.58	4.61	-5.20
印度SENSEX30	0.77	2.29	-0.90	4.44
俄罗斯RTS	0.00	0.00	0.00	-39.18
巴西指数	5.59	4.49	-2.99	4.69
上证指数	0.32	1.99	8.06	-15.13
深证成指	-1.40	0.63	7.12	-25.85
台湾加权指数	0.59	0.39	12.67	-22.40

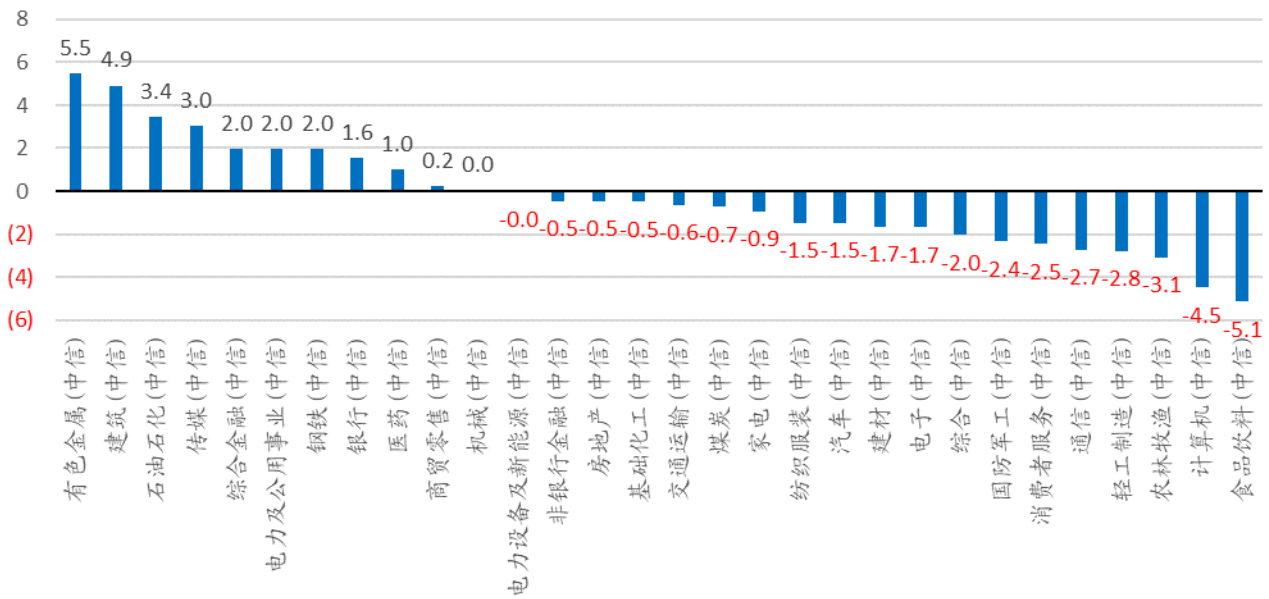
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

2023/4/14	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
上证指数	0.32	1.99	8.06	-15.13
深证成指	-1.40	0.63	7.12	-25.85
创业板指	-0.77	1.19	3.47	-29.37
沪深300	-0.76	1.01	5.69	-21.63
上证50	-0.22	0.64	1.66	-19.52
中证500	-0.52	1.44	9.66	-20.31
科创50	-2.14	5.06	18.37	-31.35
创业板50	-0.21	0.93	0.31	-29.83
万得全A	-0.54	1.28	7.83	-18.66
中小板指	-1.73	0.34	6.25	-26.49
上证180	-0.09	1.60	5.11	-18.77
上证380	-0.13	1.65	8.14	-17.46
中证100	-0.39	1.28	6.21	-22.07
中证500	-0.52	1.44	9.66	-20.31
中证1000	-0.70	1.12	6.70	-21.32
中证1000	-0.32	2.10	11.76	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)

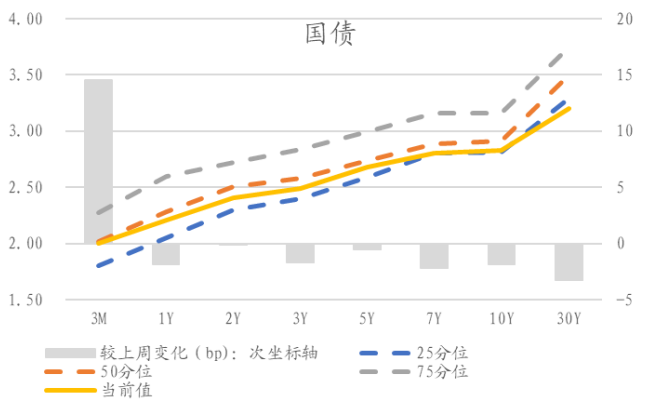


资料来源：Wind，中原证券

3. 债券：收益率震荡下行

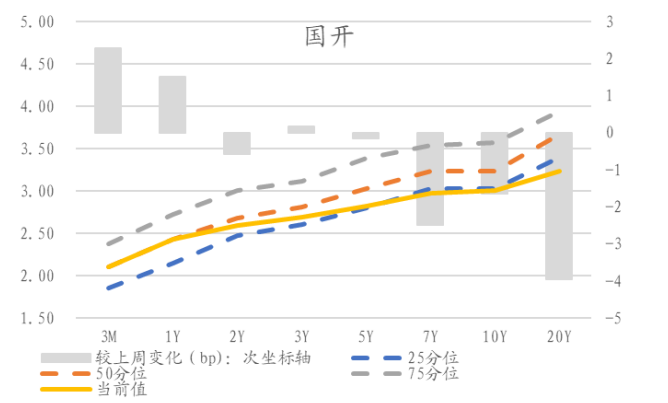
债市回顾：上周债市先涨后跌，收益率震荡下行。前一周高频数据显示地产成交季末显著走弱，周一债市略有下行。周二上午发布的通胀数据大幅不及预期，市场担忧通缩压力并期待降息可能性，多头情绪主导市场，收益率大幅下行。尽管周二尾盘发布的金融数据总量和结构均表现强劲，社融、信贷和 M2 均超预期，但并未改变多头情绪的主导性，周三市场延续了上涨惯性。周四发布的出口数据大幅超预期，且全面强于周边国家地区表现，债市小幅回调，市场情绪转向谨慎，周五债市继续略有回调。市场结构方面，上周基金公司继续加仓利率债，但久期偏好有所缩短，主要以买入 1-3 年短债为主。农商卖出政金债，买入地方债和存单。理财大量买入存单，小幅加仓利率、信用品种，负债端跨季后有所好转。单周利率净供给 2861 亿元明显修复，信用净融资约 500 亿元，边际有所好转。但五一前利率、信用到期量均较大，供给难有大幅起量。

图 8：国债收益率曲线小幅下行



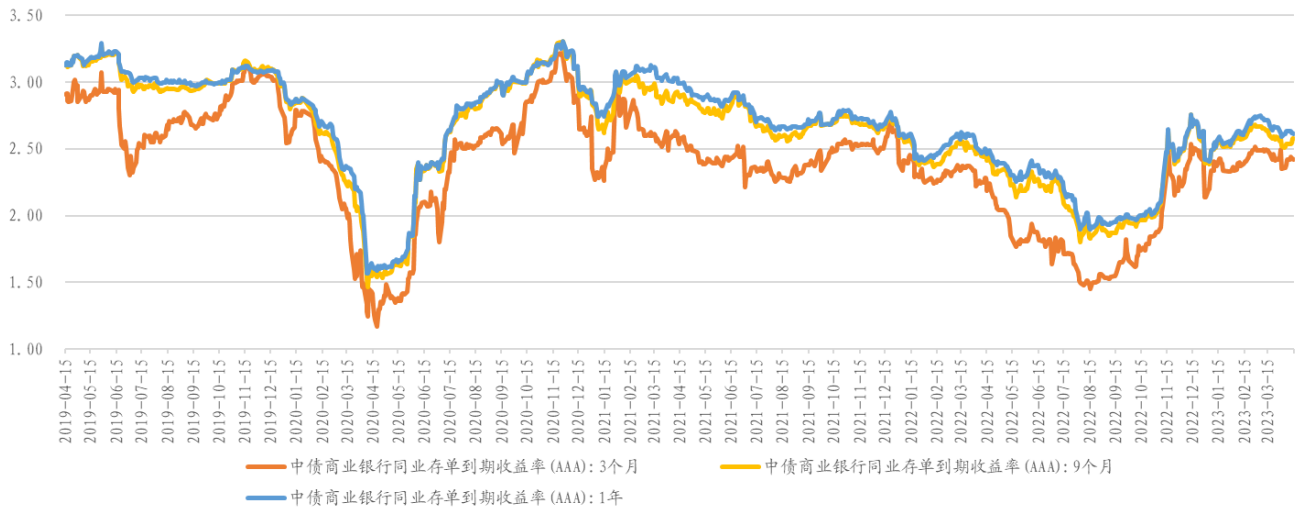
资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线涨跌互现



资料来源：Wind，中原证券

图 10: 同业存单利率震荡



资料来源：Wind, 中原证券

债市展望：债市震荡偏多，收益率一定程度下行后性价比有所削弱，通缩风险有限不足以支撑债市走出趋势多头行情，因此有一定止盈压力，但调整压力亦有限。投资者可以适度减仓。

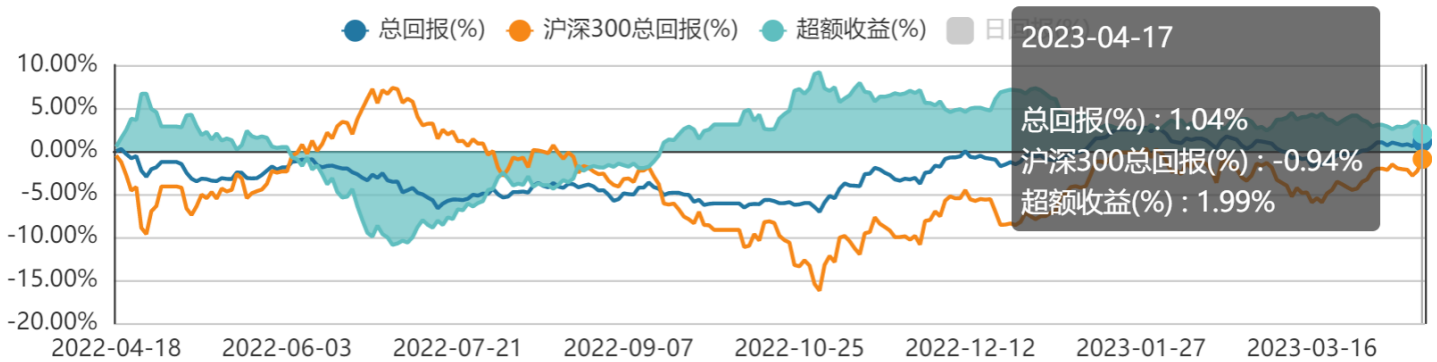
4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	40%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	20%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	20%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	20%

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。