

宏观点评 20230509

4月出口：“一带一路”的对冲力量有多大？

2023年05月09日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《暂停加息了为何失业率还创新高底？》

2023-05-05

《加够了还是加多了？美联储暂停加息那些事》

2023-05-03

■ **一带一路对冲欧美拖累无疑是2023年出口最大的看点。**即使考虑去年的低基数，4月的出口增速也不赖，与韩国、越南等邻国形成鲜明对比；拉动方面，一带一路国家成为主角，欧美发达经济体整体偏弱。我们认为前者对冲后的主要逻辑是存量博弈下的份额争夺——在此逻辑下，保守估计一带一路对出口增速的拉动超过1个百分点，使得全年出口增速转正。

■ **从整体看，3、4月份的数据再次验证，当前观察的中国的出口“不看港口，不看韩、越”。**港口数据和韩国、越南出口通胀作为传统观察中国出口增速的重要指标，但随着中国出口结构向“一带一路国家”转移，其对中国出口的指示作用逐渐下降。一方面，由于多数“一带一路”国家偏向内陆，汽车、火车等陆路运输占比和增速快速上升，导致港口数据与实际出口增速持续偏离，另一方面，以往韩国、越南出口增速与中国出口基本保持统一趋势，但由于产品结构差异，2023年以来两者产生较大背离。出口结构性变化背景下，传统观察框架适用性减弱，信息的噪音和预期的波动可能加大。

■ **国别方面，擘画外贸蓝图的突破口仍在于一带一路国家。**除低基数影响之外，4月对俄出口的高增反映一带一路贸易持续活跃，沿路经济带仍是我国稳外贸的“抓手”。4月对东盟出口增速暂时回落，不过整体来看，自2022年初以来“俄+东盟升、欧美降”的趋势加速，日韩份额保持稳定。

■ **产品方面，4月出口结构继续延续“扬长避短”的属性。**中国4月汽车及机电出口金额维持强势，增速较3月进一步加快部分源于去年低基数原因，不过对同比的拉动仍明显好于韩国，半导体出口跌幅则相较韩国更加“温和”。从散点图看，量价齐升的汽车出口反映海外车市较高景气度与产业链韧性仍可在一段时间内支撑出口，而受全球半导体周期影响，集成电路4月出口量与价格均偏萎缩。

■ **那么，2023年出口最大的变数：一带一路的空间有多大？**站在2022年年底，市场大多聚焦欧美经济衰退的拖累，而聚光灯之外一带一路却在稳定外贸上发挥了越来越重要的作用，那么如何去评估这一空间有多大？

■ **一带一路出口背后存量博弈。**在全球经济和贸易放缓的背景下，我国出口的韧性可能主要来自于存量的博弈——我们认为很有可能是抢占欧美日韩在这些国家的进口份额，如图所示，2018年至2022年，中国在一带一路沿线10国的进口份额上涨了2.5%，同期欧美日韩下降了3.8%

博弈的空间有多大？保守估计1个百分点。我们选取“一带一路”沿线65国中出口占比最高的10个国家，约占“一带一路”沿线国家总出口的70%。我们同样根据2009、2016、2001年各国进口增速来对标2023年10国在悲观、中性、乐观三种情形下的总进口，同时我们假设欧美日韩在以上国家进口份额的下降速度和前四年平均速度一致。

由于2018-2022“一带一路”10国对中国进口份额增幅约占美欧日韩降幅的60%左右，所以我们假设2023年各国对美欧日韩减少的进口份额有60%上被中国取代，估计2023年三种情形10个国家对中国进口份额，计算各国对中国进口同比增速。

结果显示，中性假设下，“一带一路”沿线10国2023年对中国出口增速贡献约为0.97%，此外根据10国在沿线65国中的出口占比（70%），大致估算“一带一路”沿线65国对我国出口增速总贡献，约为1.39%（图8）。

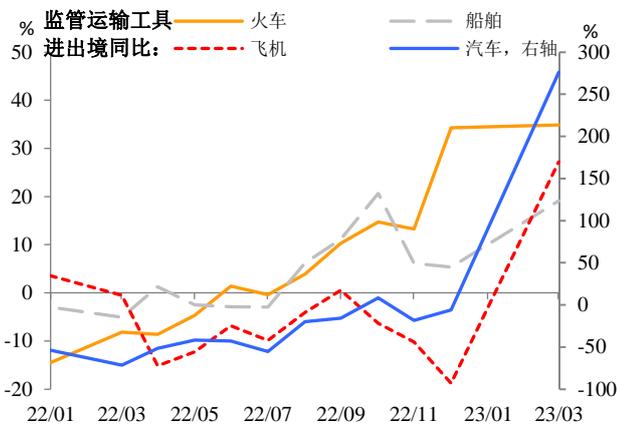
■ **在全球放缓的背景下，1个百分点并不少，我国全年出口增速可能略高于0%。**对欧美日等发达经济体出口增速预测，思路为在中国加入世界贸易组织后、历次全球经济陷入衰退或是经济增速大幅下行（downturn）

的时间段中，选出与当前宏观背景有相似之处、最具参考意义的三年，分别作为中性、乐观和悲观情景作为参考。我们对于 2023 年的基准假设为美欧有可能在下半年陷入温和衰退，我们选择 2009（全球金融危机）、2016（美国紧缩后的全球经济放缓）、2001（科网泡沫破裂，全球经济温和放缓）分别作为悲观、中性和乐观情景。**根据预测，中性假设下，2023 年欧美日韩对我国出口增速贡献约为-1.90%。**

假设对剩余国家（在我国出口中约占 26%）出口增速预测按照 IMF 对 2023 年世界商品贸易数量增速预测即 1.5% 计算，并考虑价格因素，使用 IMF 对我国 2023 年 GDP 平减指数同比预测（0.96%），计算得出其余国家对我国出口增速贡献约为 0.64%。**中性假设下，2023 年我国出口增速约为 0.13% (图 10)。**

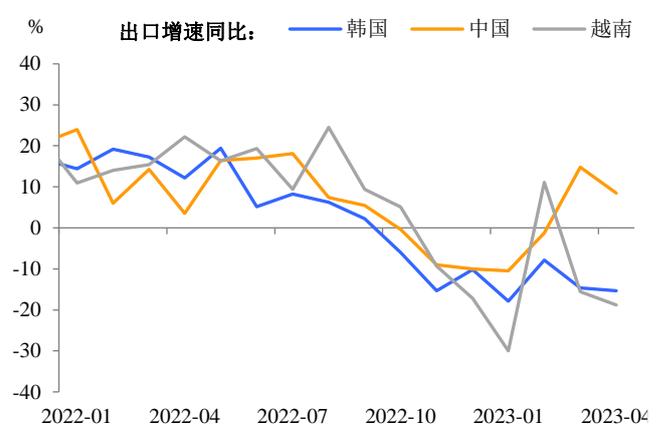
- **测算存在低估的风险，主要来自于两个方面：数据口径差异和欧美经济体的“韧性”。**数据方面，各国自中国进口的数据和中国向各国出口的数据存在差异（无论是绝对量还是增速），有时这一差异还较大，一般而言中国出口端的增速会更高，这意味着我们基于一带一路国家进口数据的测算是低估的；外需方面，**欧美经济陷入衰退的时点存在较大的不确定性**，可能在今年下半年、也可能在明年，若后者出现，那么 2023 年发达经济体对于中国出口的拖累可能没有那么大。
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

图1: 2023年汽车等陆运增速快速上升



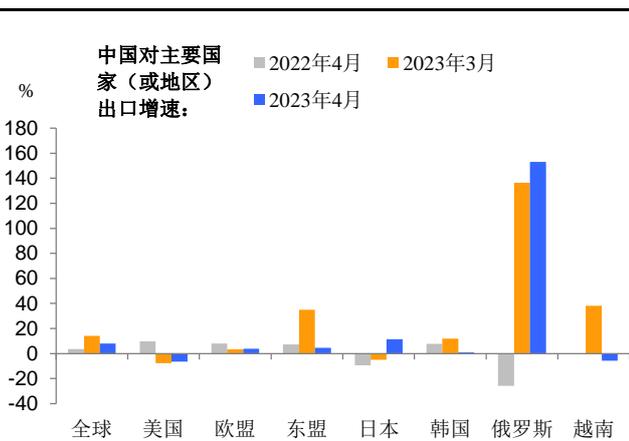
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图2: 韩国、越南和中国出口增速背离



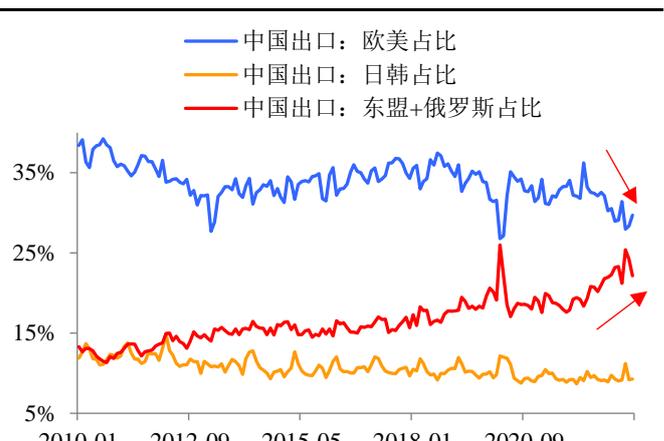
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 4月中国对主要国家和地区出口的表现



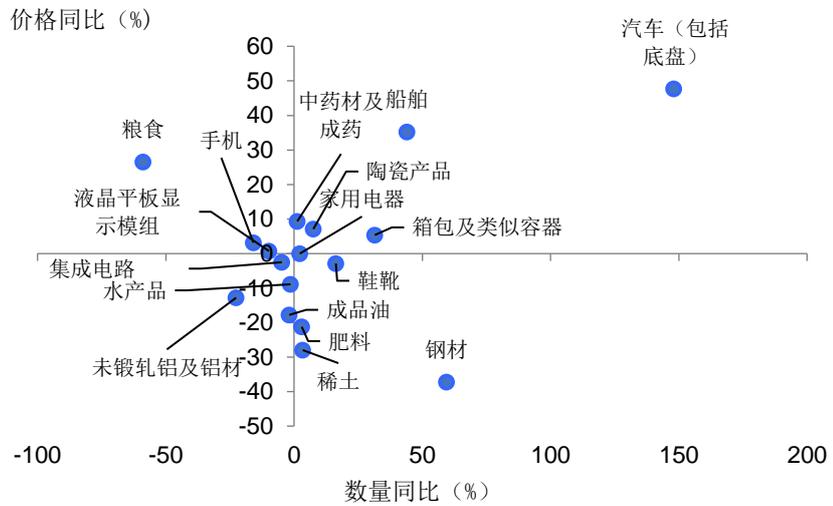
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 东盟和“一带一路”国家在我国外贸架构中重要性提升



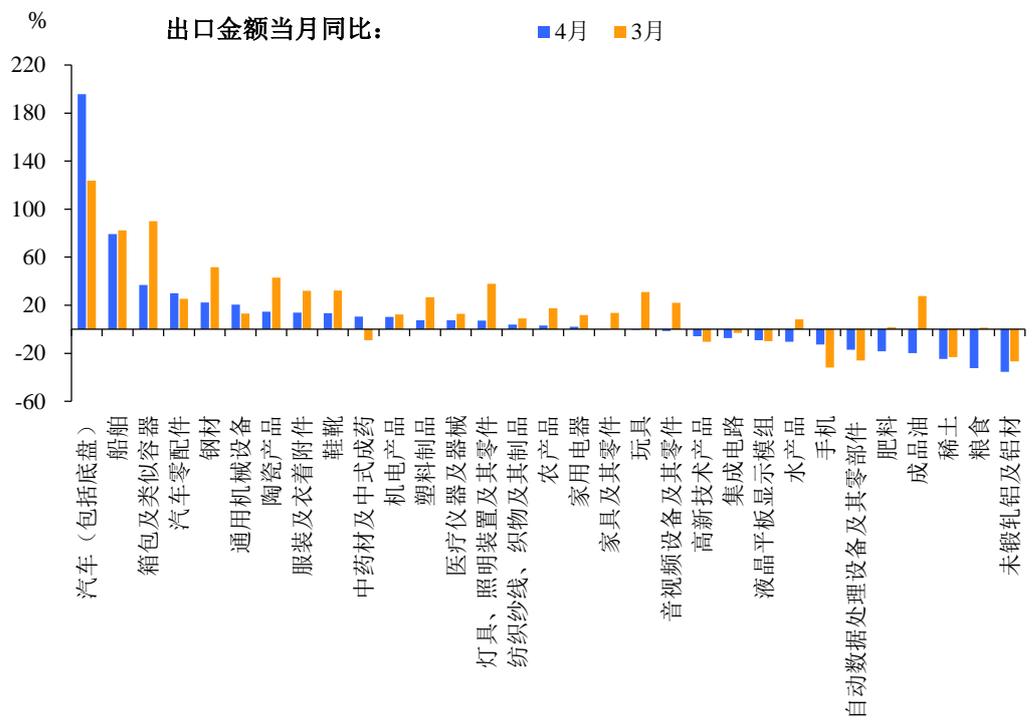
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 4月出口同比分项量价散点图



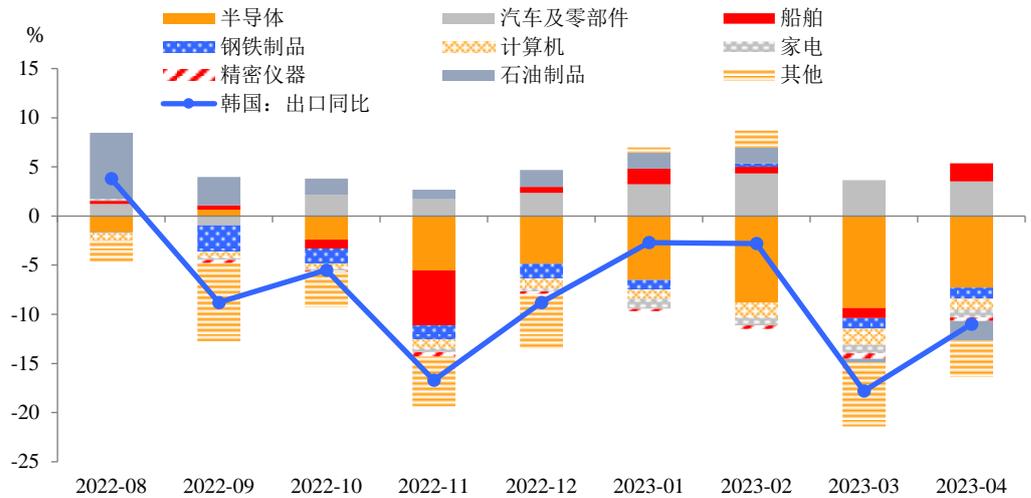
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 4月出口金额同比: 汽车与机电产品持续强势, 增速加快部分源于去年低基数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 韩国4月出口同比结构: 半导体仍是拖累



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 中性假设下, 一带一路国家对我国出口增速贡献约为 1.39%

2023年“一带一路”沿线国家对中国出口增速贡献	悲观 (2009*0.6)	中性 (2016)	乐观 (2001)
越南	-0.21%	0.36%	0.29%
印度	-0.20%	-0.10%	0.11%
马来西亚	-0.22%	0.09%	-0.04%
新加坡	-0.25%	-0.07%	-0.20%
泰国	-0.23%	0.07%	0.31%
俄罗斯	-0.45%	0.03%	0.04%
印度尼西亚	-0.25%	-0.05%	-0.10%
菲律宾	-0.21%	0.40%	-0.02%
阿联酋	0.01%	0.27%	0.44%
波兰	-0.14%	-0.04%	-0.13%
沿线10国总贡献	-2.15%	0.97%	0.68%
沿线65国总贡献	-3.09%	1.39%	0.97%

注: “一带一路”沿线10国为越南、印度、马来西亚、新加坡、泰国、俄罗斯、印度尼西亚、菲律宾、阿联酋、波兰, 占我国对沿线65国总出口的70%。

数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9：中性假设下，欧美日韩对我国出口增速贡献约为-1.90%

2023年中国对欧美日韩出口增速	2022年占比	悲观 (2009*0.6)	中性 (2016)	乐观 (2001)
美国	16%	-7.98%	-5.26%	4.09%
欧盟	16%	-11.59%	-3.68%	7.27%
日本	5%	-9.36%	-4.65%	8.33%
韩国	5%	-16.45%	-5.58%	11.14%
出口增速贡献		-4.29%	-1.90%	2.70%

注：由于2009年的“贸易大崩溃”过于悲观，我们对2009年出口下行的幅度乘以小于1的系数(0.6)。

数据来源：CEIC, 东吴证券研究所

图10：中性假设下，2023年我国出口增速约为0.13%

2023年各国对中国出口增速贡献	悲观 (2009*0.6)	中性 (2016)	乐观 (2001)
美国	-1.29%	-0.85%	0.66%
欧盟	-1.81%	-0.57%	1.13%
日本	-0.45%	-0.22%	0.40%
韩国	-0.75%	-0.25%	0.51%
“一带一路”沿线65国	-3.09%	1.39%	0.97%
其他	0.64%	0.64%	0.64%
出口总贡献	-6.74%	0.13%	4.31%

数据来源：CEIC, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

