

越过山丘，谁更脆弱？

事件点评

进出口数据点评（2023.4）

投资要点

- ◆ 4月进出口增速下滑弱于预期，但结构上显示发达经济消费需求不差，我国电子、汽车产业链优势明显，东盟出口产业链因完整度低、链条较短、相对中低端，而呈现出明显的脆弱性。4月我国出口（美元计价）同比增长8.5%，较3月（经春节调整）增速下滑5.4个百分点，较我们此前预期低6.5个百分点。进口（美元计价）同比-7.9%，较3月大幅下滑6.5个百分点，货物贸易顺差达到902.1亿美元，同比高增82.3%。
- ◆ 对发达经济体出口维持高增，验证发达国家居民消费（特别是商品消费）需求黏性较大，年内断崖式下滑概率极低。4月对发达经济体出口同比普遍逆势向上，显示外需环境整体保持了相当的过热黏性，验证了我们此前的判断；此外对俄（153.1%）出口也大幅高增，除俄乌冲突导致的极低基数以外，去年下半年以来对俄出口延续火热态势。对东盟、韩国两大协同对外供给的合作方出口则大幅下滑。我们维持年内出口不会因外需断崖式下滑而连续大幅下跌的预测不变。
- ◆ 汽车、消费电子产业链呈现强劲优势、甚至有一定的产业回流特征，纺织服装类下滑大于家电家具等则意味着全球疫情缓和带来的服务消费改善已经开始降温，同时验证了东盟产业链的脆弱性。出口重点商品不同类别强弱分化加剧，海外需求整体有所降温带来纺织、家具家电增速一季度反弹后再度有所回落，但其中纺织服装类下滑明显更快，显示因全球疫情缓和而带动的服务消费普遍恢复过程接近尾声，而商品消费外需虽然已经逐步降温约一年但整体呈现更大的需求过热黏性；汽车、消费电子产业链展现强劲国际竞争优势，增速连续大幅改善，这一点符合我们前期所指出的，在22Q4因电子产业链重镇封控而导致的供给冲击消退之后，我国产能迅速恢复，甚至对东盟国家形成反向替代；集成电路小幅回落，美国等采取的保护主义竞争措施持续对我国产业链形成一定压力。
- ◆ 进口下滑主因铁矿石、油气等大宗价格下跌，加工贸易中间品、内需对应进口增速稳定。4月大宗、能源品进口合计同比下行达-18.4个百分点至-7.9%，可解释大部分的当月总进口下滑幅度。
- ◆ 四、海外商品消费需求有一定黏性，国内汽车电子产业链国际竞争力凸显产能有回流迹象，半导体产业链国际竞争日趋激烈短期难有突破，3-4月封控导致的低基数过去之后，出口增速行将有所下降但可保持全年3.6%左右稳定增长，今年经济增长向上空间仍将来自包括基建在内的国内供需循环。出口越过山丘但国内产业链韧性强劲，高端产业链的中美竞争过程中，我国坚守的基础上期待技术突破，其他产业链不完整的小型新兴经济体受冲击料将更深。预计5-6月出口同比分别为4.0%、-0.9%，Q3、Q4预计分别小幅反弹至2.9%、7.4%，对全年出口同比的预测小幅下修0.4个百分点至3.6%。全年进口同比增速预测本月大幅下修4个百分点至-4.5%。仍维持全年净出口拉动实际GDP增长0.3个百分点的预测不变。维持货币政策中性偏松操作、降准降息可期的方向判断不变。
- ◆ 风险提示：外需降温快于预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

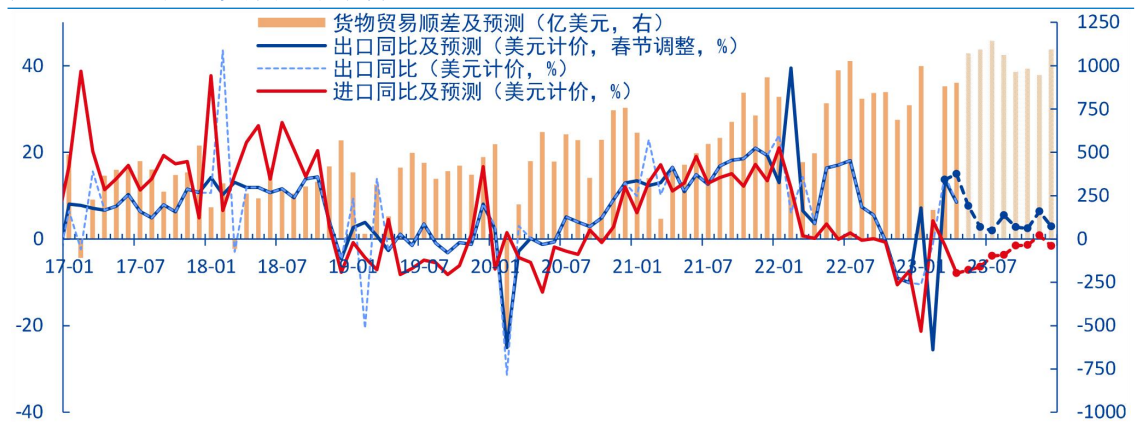
- 华金宏观·双循环周报（第8期）-财经委强调产业链完整安全，美非农再超预期 2023.5.7
- 美联储FOMC会议点评（2023.5）-鲍威尔的不可能三角 2023.5.4
- 五一假期国内外宏观综述 2023.5.3
- PMI点评（2023.4）-促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫 2023.4.30
- 政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力 2023.4.28



4月进出口增速下滑弱于预期，但结构上显示发达经济消费需求不差，我国电子、汽车产业链优势明显，东盟出口产业链因完整度低、链条较短、相对中低端，而呈现出明显的脆弱性。

4月我国出口（美元计价）同比增长8.5%，较3月（经春节调整）增速下滑5.4个百分点，较我们此前预期低6.5个百分点。尽管乍看之下表现一般，但相对于协同供给的韩国、越南明显具备更强的产业链韧性。从商品和目的地结构也可看出，我国汽车、电子产业链竞争压力加剧背景下仍保持相当的产业链优势，海外商品消费需求黏性较大而服务消费年初因疫情缓解带动的改善已经明显降温。4月进口（美元计价）同比-7.9%，较3月大幅下滑6.5个百分点，主要源于能源、大宗商品价格回落，加工贸易和内需所需进口增速稳定。4月货物贸易顺差达到902.1亿美元，同比高增82.3%。

图 1：进出口同比、贸易顺差及预测

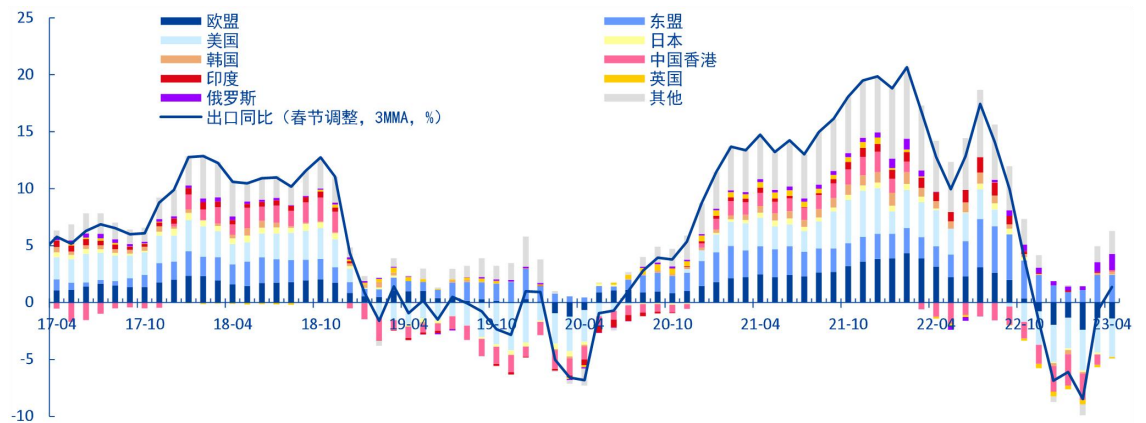


资料来源：Wind，华金证券研究所

一、对发达经济体出口维持高增，验证发达国家居民消费（特别是商品消费）需求黏性较大，年内断崖式下滑概率极低。

4月对发达经济体出口同比普遍逆势向上，对美(-6.5%)、欧盟(3.9%)、日(11.5%)、英(10.8%)分别改善1.9、1.3、17.0、4.4个百分点，而发达经济体居民的消费需求是驱动全球出口产业链的最终需求主要来源，这样的结构显示外需环境整体保持了相当的过热黏性，验证了我们此前的判断；此外对俄(153.1%)出口也大幅高增，除俄乌冲突导致的极低基数以外，去年下半年以来对俄出口延续火热态势。我们维持年内出口不会因外需断崖式下滑而连续大幅下跌的预测不变。对东盟、韩国两大协同对外供给的合作方出口则大幅下滑，同比增速分别较3月（经春节调整）下降29.9、9.6个百分点，对主要转口港中国香港(-3.0%)出口同比下滑22.1个百分点。

图 2: 出口目的地同比贡献结构 (3MMA, %)

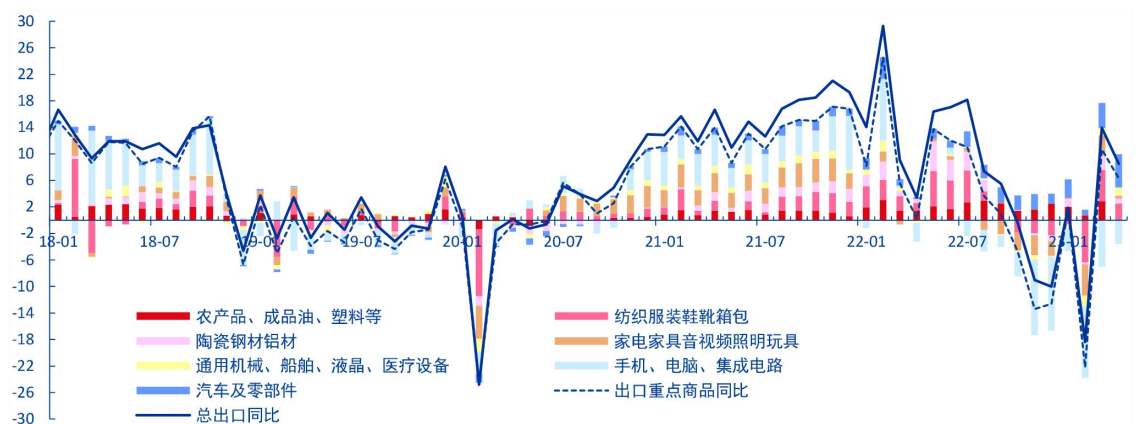


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、汽车、消费电子产业链呈现强劲优势、甚至有一定的产业回流特征，纺织服装类下滑大于家电家具等则意味着全球疫情缓和带来的服务消费改善已经开始降温，同时验证了东盟产业链的脆弱性。

出口重点商品不同类别强弱分化加剧，其一是受大宗价格下跌影响，成品油塑料等出口增速下滑；其二是海外需求整体有所降温带来纺织服装、家具家电增速一季度反弹后再度有所回落，但其中纺织服装类下滑明显更快，显示因全球疫情缓和而带动的服务消费普遍恢复过程接近尾声，而商品消费外需虽然已经逐步降温约一年但整体呈现更大的需求过热黏性；其三是汽车、消费电子产业链展现强劲国际竞争优势，增速连续大幅改善，汽车（195.7%）、手机（-12.7%）、自动数据处理设备（-17.0%）分别较 3 月（经春节调整）增速改善 73.5、19.7、9.5 个百分点，即使扣除汽车等 4 月基数因封控再度走低的影响也有超过 3 月的连续改善。这一点符合我们前期所指出的，在 22Q4 因电子产业链重镇封控而导致的供给冲击消退之后，我国产能迅速恢复，甚至对东盟国家形成反向替代；四是集成电路（-7.2%）小幅回落，美国等采取的保护主义竞争措施持续对我国产业链形成一定压力。

图 3: 出口重点商品同比及贡献结构 (%)

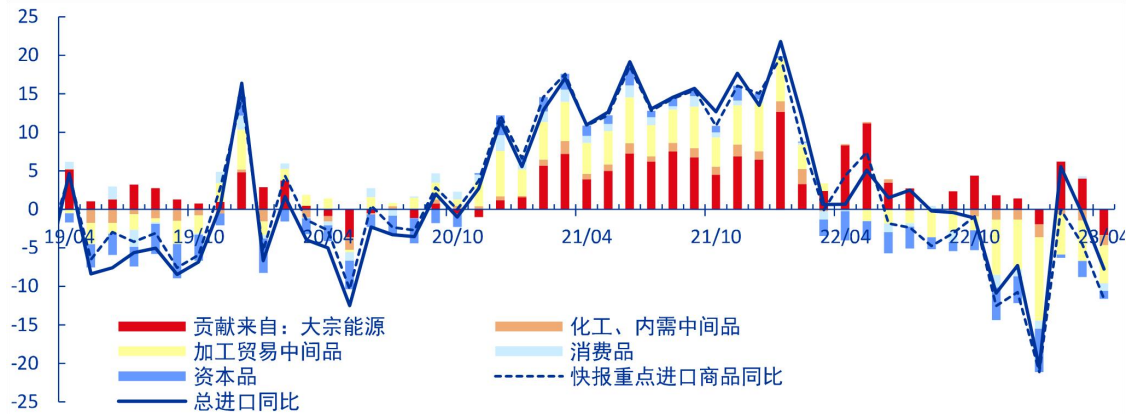


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、进口下滑主因铁矿石、油气等大宗价格下跌，加工贸易中间品、内需对应进口增速稳定。

4月进口同比大幅下滑7.2个百分点至-7.8%，其中主要的拖累源于大宗、能源品进口的价格下跌对名义进口同比的拖累，4月大宗、能源品进口合计同比下行达-18.4个百分点至-7.9%，可解释大部分的当月总进口下滑幅度。电子产业链为主的加工贸易中间品进口增速与3月基本持平，内需对应的化工等中间品、消费品和资本品进口整体稳定。

图4：进口重点商品同比及大类贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、海外商品消费需求有一定黏性，国内汽车电子产业链国际竞争力凸显产能有回流迹象，半导体产业链国际竞争日趋激烈短期难有突破，3-4月封控导致的低基数过去之后，出口增速行将有所下降但可保持全年3.6%左右稳定增长，今年经济增长向上空间仍将来自包括基建在内的国内供需循环。出口越过山丘但国内产业链韧性强劲，高端产业链的中美竞争过程中，我国坚守的基础上期待技术突破，其他产业链不完整的小型新兴经济体受冲击料将更深。

进出口预测更新：预计5-6月出口同比分别为4.0%、-0.9%，Q3、Q4预计分别小幅反弹至2.9%、7.4%，本月对全年出口同比的预测小幅下修0.4个百分点至3.6%。预计5-6月、Q3、Q4进口同比分别为-7.2%、-6.5%、-3.1%、-0.7%，全年进口同比增速预测本月大幅下修4个百分点至-4.5%。仍维持全年净出口拉动实际GDP增长0.3个百分点的预测不变。维持货币政策中性偏松操作、降准降息可期的方向判断不变。

风险提示：外需降温快于预期。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com