



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

5月9日，海关总署公布4月出口数据。4月中国对外出口金额2954.2亿美元，同比增长8.5%。虽较前值（14.3%）有所下降，然而接近双位数的同比增长，依然是去年下半年至今偏强读数。

### 如何准确评估4月出口表现？

**第一**，去年4月长三角疫情扩散，出口基数偏低。剔除基数效应之后，4月出口总量略持平于去年。4月出口表现与我们之前调研过程中企业反馈信息一致，2023年出口总量持平或小幅低于去年。

**第二**，4月出口的国别、商品结构表现异常，主要与去年疫情带来的基数效应有关，今年4月本身出口走势没有发生太大变化。

**第三**，4月出口动能较3月走弱，确认今年3月出口是去年底订单腾挪所致。预计今年5-7月出口同比将迎来下行。此外受基数影响，今年10-12月出口同比将会迎来上行。

**第四**，相较越南、韩国等出口快速走弱，中国出口相对韧性来源于资本品出口，这与疫后中国企业开启产业转移浪潮有关。

**第五**，今年1-4月份中国对俄罗斯出口大增，但大概率不能成为今年中国出口主要支撑分项，主要原因是中国对俄罗斯出口绝对量偏低，占中国总出口比重较低。

### ➤ 这是一份平庸的数据：剔除基数效应之后，4月出口几乎持平于去年。

我们之前提示，2月PMI新出口订单飙升，3月出口金额大涨，最终原因是去年11-12月订单腾挪至今年2月，3月生产并出口报关。

**正因如此，我们之前强调3月接近15%的出口增速并非常态。去年4月上海疫情突发，导致出口基数偏低，考虑到基数效应，今年4月出口同比或仍坚挺。**

去年4月出口部分订单延后交付，去年5月出口超季节性反弹。参照历史5月环比表现（2013-2021年，环比增长4.81%），将去年延后交付的出口需求重新归入去年4月，计算得到去年4月可比数据为2950.9亿美元。

若以2950亿美元作为去年同期4月基数，我们发现今年4月出口金额仅较去年同期增扩3.3亿美元，可见今年4月出口金额几乎持平于去年同期。

**这与我们长三角（3中下旬）以及广交会（4月底）调研结论相吻合，大部分企业反馈今年出口量持平或小幅低于去年同期水平。考虑到这一点，接近双位数增长的4月出口看似亮眼，实际上表现平庸。**

### 相关研究

1. 宏观调研系列之三：广交会下的出口群像-2023/05/08
2. 宏观专题研究：直觉与反直觉（六）：出口数据的疑点-2023/05/05
3. 美联储5月议息会议点评：加息暂停后，寻找下一个超预期-2023/05/04
4. 全球大类资产跟踪周报（2023年第17期）：国内外定价经济疲软-2023/05/03
5. 流动性跟踪周报：银行与非银的大分歧-2023/05/02

针对 4 月出口，除了总量表现评判之外，市场还有三个疑惑，我们对此分别展开分析。

### ➤ 疑惑一，越南等国出口持续下滑，缘何中国出口维持韧性？

4 月中国出口同比增速虽较前值下降，但仍录得 8.5% 的同比增长。

4 月同为出口导向型经济体的越南和韩国，出口同比跌幅纷纷扩大。相较之下，中国 8.5% 的同比增长显得格外亮眼。

事实上 4 月出口反季节性环比回落 6.4%，远低于历史（2013-2021）同期表现（环比增长 6.59%），显示 4 月出口动能走弱，3 月出口同比或将是今年高点。

#### 4 月 PMI 出口新订单指数回落至 47% 左右，同步印证 4 月出口动能走弱。

值得强调的是，产业转移带来工程机械、零部件等生产资料出口，该板块是今年中国出口韧性来源。

中国产业转移浪潮缘自企业应对 2018-2019 年全球贸易摩擦加剧，疫情三年之后浪潮加速。

**产业转移催生企业在海外（尤其东盟四国）资本开支需求。海外资本开支需求并不跟随全球经贸短周期波动。因而生产资料出口恰恰也是中国区别于其他国家，例如越南等出口的差异所在。**

### ➤ 疑惑二，4 月出口结构明显不同于今年一季度，是何原因？

4 月中国对东盟和印度出口放缓，同比增速分别回落 30.9 和 9.2 个百分点，降至 4.5% 和 6.1%。

4 月中国对发达经济体出口同比反而改善，中国对美出口同比较上月收窄 1.2 个百分点，升至 -6.5%；中国对欧盟出口同比增长 0.8 个百分点至 3.9%；中国对日本出口大幅增长 16.3 个百分点至 11.5%。

**去年下半年以来，中国对美出口走弱，对东盟及其他新兴经济体出口较强，然而今年 4 月出口国别趋势显然不同于以往，我们认为主要原因为去年同期疫情扰动出口结构，影响今年 4 月出口同比基数。**

去年 4 月疫情主要在沿海长三角扩散，对欧日美出口产品则主要由此发货，造成一个结果，今年 4 月中国对欧日美发达出口同比基数偏低。反之，中国对东盟出口商品则由西南及华南地区发货，去年同期出口未受疫情扰动，基数偏正常。

### ➤ 疑惑三，中国对俄罗斯出口增长，能否替代对美日等发达国家出口下降？

4 月中国对俄罗斯出口再度放量，同比增速上升至 153.09%，录得出口金额 96.22 亿美元。

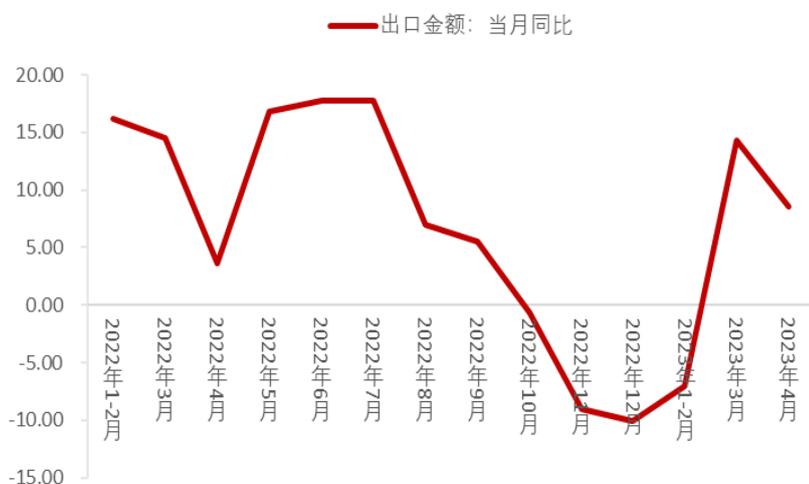
然而中国对俄出口天花板相当有限：

- 1) 中国对俄出口增长主要来自于对欧日美等发达国家的进口替代。2022，俄罗斯对中国进口份额增长 7 个百分点，对欧日美进口份额则下降了 14 个百分点。
- 2) 按照俄罗斯经济发展部的预估，2023 年俄罗斯进口规模大体与 2021 年持平，约为 3033 亿美元。

结合上述 2 点，我们假设今年中国对俄出口份额仍会上升 7 个百分点，完全替代欧日美损失份额，则得出 2023 年对俄出口潜在空间约 1063 亿美元。但对总出口拉动率仅为 0.84%，难以替代对美日欧等发达经济体出口下降份额。

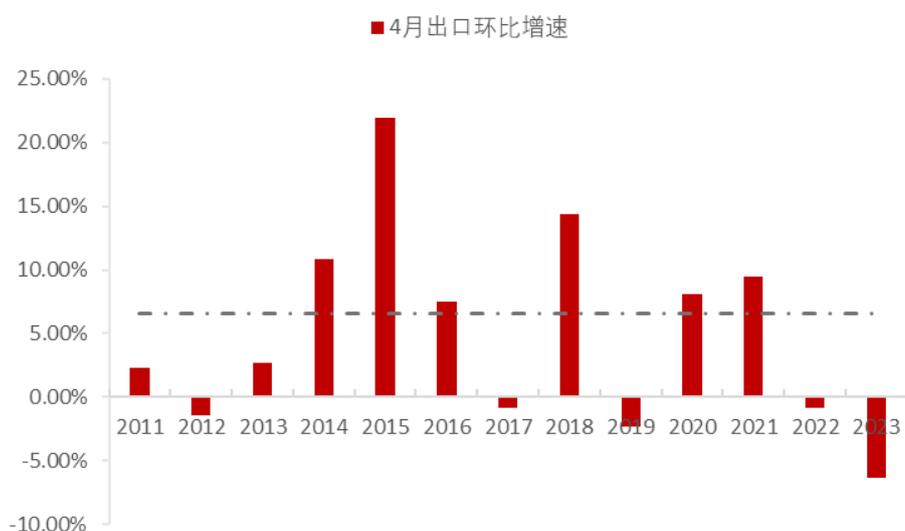
**风险提示：**海外需求韧性超预期；美联储货币政策超预期。

**图1：疫情影响，去年 4 月出口增速意外滑落，造成可比基数偏低（单位：%）**



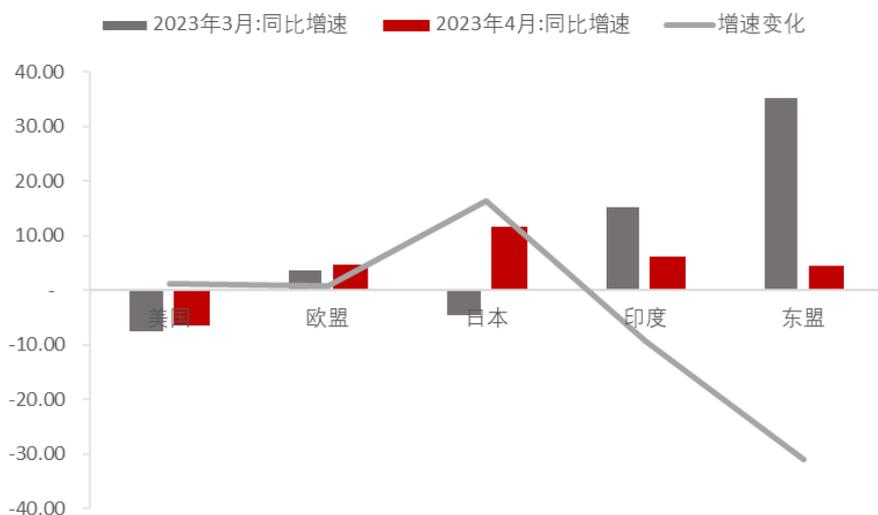
资料来源：wind，民生证券研究院

**图2：4 月出口环比增速反季节性回落，指向出口动能走弱（单位：%）**



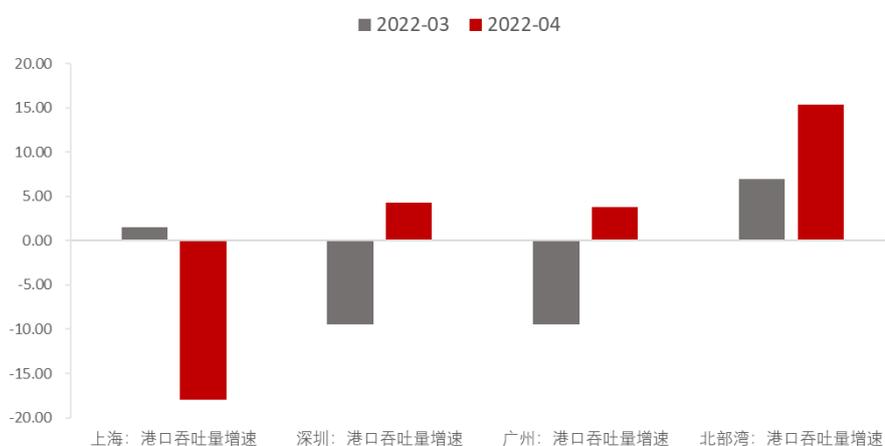
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：4月中国出口国别之间存在明显差异（单位：%）



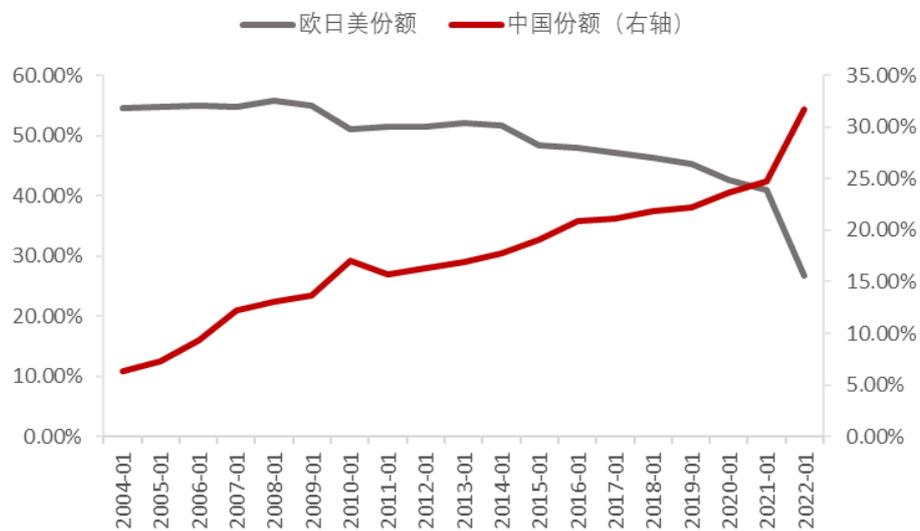
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022年4月，华东、华南、西南港口外贸吞吐量发生明显分化（单位%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：中国与欧日美对俄罗斯出口份额变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026