

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口再超预期印证外贸韧性

2023年5月10日

- **出口再超市场预期是外贸韧性的又一次印证。**4月出口同比增速再超市场预期继续印证今年的出口韧性。首先,对欧盟出口继续改善。在欧美市场上,我国对欧盟的出口增速继续上升,对美出口的降幅略微收窄。其次,对非欧美、非东盟市场的出口也表现出较强韧性。其中,其他主要国别和非主要国别对整体出口的贡献度都维持在较高水平,展现出较强韧性。其他主要国别的增长背后主要还是俄罗斯出口继续高增,这不完全是低基数效应带来的结果。对非欧美、非东盟国家的出口韧性或也显示出我国加强和沿线国家贸易的初步成效。此外,市场担心东盟会是未来出口的隐忧,但4月对东盟出口贡献减弱下,非欧美、非东盟市场的贡献仍有支撑,我们认为即使对美国出口回落导致东盟对我国出口的支撑部分减弱,但中国和周围贸易区域伙伴加强合作带来的需求或对整体出口有支撑。
- **进口回落显示市场需求仍需加强。**4月进口同比增速继续回落,显示内需仍需加强。首先,PMI景气度回落映射进口需求偏弱。4月进口PMI指数进入收缩区间,显示4月国内企业对主要原材料的进口需求较3月继续减弱。当前国内经济向上修复的动力主要源自服务业增长带来的结构性修复,整体经济向上回升的过程比较温和,因此短期内对进口需求的拉动作用相对有限。其次,受量价的双重拖累,多数商品进口增速降幅扩大,尤其是能源类商品进口增速回落较多,原油进口数量和价格增速均有回落导致进口金额降幅扩大,增长较快的煤及褐煤进口增速也有明显回落。在偏下游的商品进口上,汽车、化妆品等进口表现也较差。
- **不宜过于低估今年的外贸韧性。**今年4月出口再次超出市场预期,印证了外贸韧性,我们认为不宜过于低估今年的外贸韧性。首先,市场对欧美经济衰退有担忧,但目前欧洲市场仍然对我国的出口起着正向的贡献,尽管美国对我国的出口还有拖累影响,对美国出口有压力,但是上半年美国还有超额储蓄支撑,而且美国经济年内可能仅是温和放缓,我们认为衰退可能要到年底甚至明年。其次,中国正在积极开拓“一带一路”、周边国家的新需求。今年春节以来中国对非欧美市场的出口较好,这可能和疫情防控优化后中国积极推进与一带一路国家的合作、鼓励企业出海有关,因此尽管美国面临衰退风险,但我国贸易区域伙伴的变化可能对今年的出口有支撑。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,东盟景气度不及预期等。

目录

一、出口再超市场预期是外贸韧性的又一次印证	3
二、进口回落显示内需修复仍需加强	5
三、不宜过于低估今年的外贸韧性	7
风险因素	7

表目录

表 1: 4 月出口重点商品金额同比增速对比	5
表 2: 4 月进口重点商品金额同比增速对比	6

图目录

图 1: 4 月出口增速 8.5%	3
图 2: 4 月非欧美、非东盟市场还有韧性	4
图 3: 对俄罗斯的出口增速抬高不只是基数的影响	4
图 4: 4 月进口增速为-7.9%	6

一、出口再超市场预期是外贸韧性的又一次印证

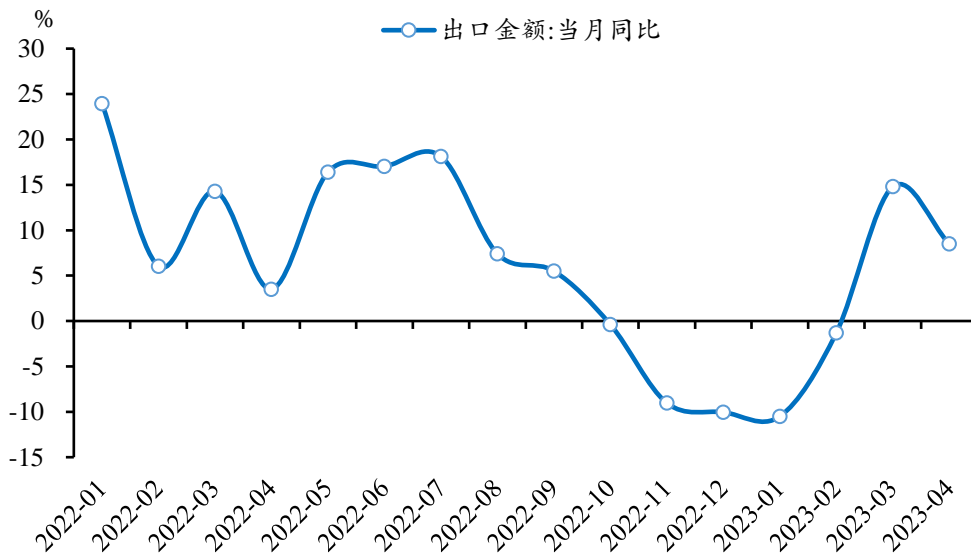
4月出口同比增速（美元计价）为8.5%，再次高于市场预期（Wind）的6.37%，出口再超市场预期继续印证今年的出口韧性。

首先，对欧盟出口继续改善。市场普遍预计出口弱增速，主要是预期欧美外需回落继续拖累出口。从4月表现上看，对欧美市场的出口增速有所改善。其中，对欧盟的出口增速为3.87%，改善了0.49个百分点；对美国的出口增速为-6.50%，改善了1.18个百分点。

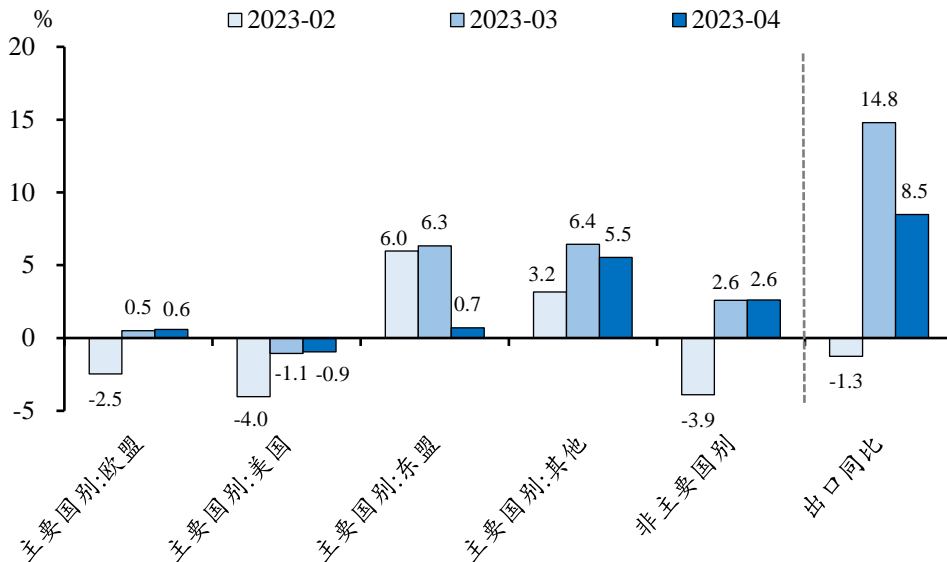
其次，对非欧美、非东盟市场的出口也表现出较强韧性。在非欧美、非东盟市场上，其他主要国别和非主要国别对整体出口的贡献度都维持在较高水平，展现出较强韧性。其他主要国别的增长背后主要还是俄罗斯出口继续高增，这不完全是低基数效应带来的结果，因为对俄罗斯的出口当月值也处于近些年以来的较高水平，我们认为更重要的原因在于我国对俄罗斯出口份额的逐步提升。这背后的原因可能是在国际制裁背景下，俄罗斯进口更多转向我国。此外，对非欧美、非东盟国家的出口韧性或也显示出我国加强和沿线国家贸易合作的初步成效。

此外，市场担心东盟可能是未来出口的隐忧，或是担心越南出口走弱对我国的影响，但随着我国加强对“一带一路”国家的合作，越南对我国出口增速的指示意义或在减弱。再加上，4月对东盟出口贡献减弱下，非欧美、非东盟市场对出口的贡献仍保持在较高水平，与东盟贡献形成对比。我们认为即使对美国出口回落导致东盟对我国出口的支撑部分减弱，但中国和周围贸易区域伙伴加强合作带来的需求或对整体出口韧性有支撑。

图 1：4月出口增速 8.5%

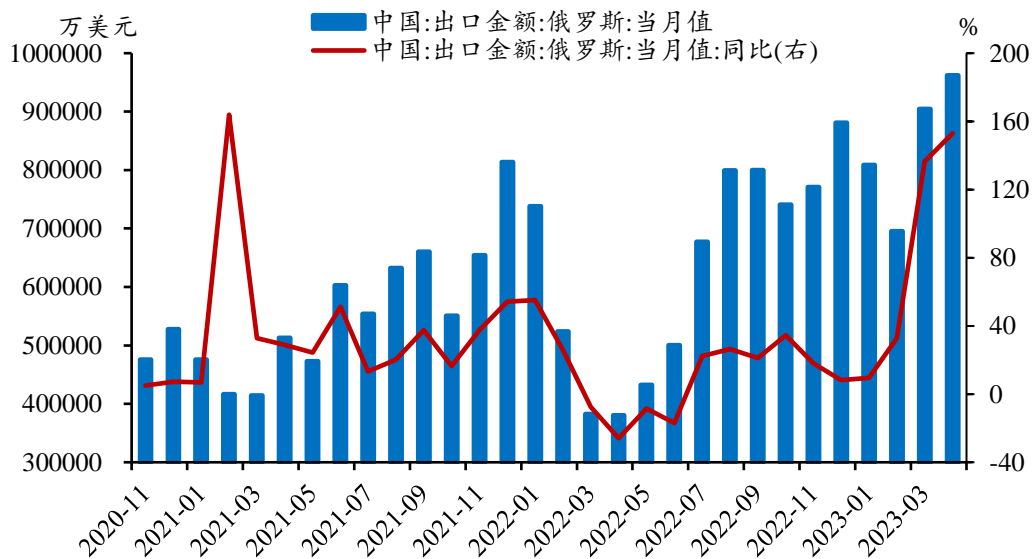


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：4 月非欧美、非东盟市场还有韧性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: ① “主要国别:其他”项中含俄罗斯; ②图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

图 3：对俄罗斯的出口增速抬高不只是基数的影响


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从商品类别来看，汽车及相关产品拉动整体机电产品的增长；而劳动密集型产品出口普遍表现较差。

第一，汽车相关产业链产品继续拉动机电产品的增长。4月机电产品同比增长10.4%，其中，汽车出口同比增速为195.74%，比3月出口增速还高71.94 pct，汽车零配件同比增速也维持在30.0%的高位水平。汽车产业链相关产品的出口延续去年的高景气度水平，汽车（含底盘）以及汽车零配件对整体机电出口起着明显拉动作用。此外，船舶、通用机械设备、家电对机电产品的出口亦有贡献，而手机、集成电路等消费电子依旧起着拖累作用。

第二，劳动密集型产品的出口增速回落，与对东盟出口表现一致。4月多项劳动密集型产品的出口增速均有回落，其中，箱包及类似容器、玩具、鞋靴、服装等商品增速回落较多，分别回落至36.76%、-0.52%、13.31%、13.98%的水平。包括家具及零件、塑料制品在内的劳动密集型产品也明显回落，分别回落至-0.01%和7.57%。

表 1：4 月出口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-4)	上月同比 (2023-3)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	10.40	13.10	-2.70	57.76
高新技术产品	-5.90	-10.00	4.10	23.04
服装及衣着附件	13.98	32.30	-18.32	4.37
纺织纱线织物及其制品	3.93	9.50	-5.57	4.31
钢材	22.21	52.80	-30.59	2.95
塑料制品	7.57	27.50	-19.93	3.20
农产品	3.24	17.00	-13.76	2.79
家具及其零件	-0.01	14.40	-14.41	2.05
鞋靴	13.31	32.90	-19.59	1.45
玩具	-0.52	33.10	-33.62	1.20
箱包及类似容器	36.76	92.80	-56.04	1.22
成品油	-19.79	23.10	-42.89	0.95
未锻轧铝及铝材	-35.37	-26.60	-8.77	0.55
陶瓷产品	14.55	45.90	-31.35	0.93
肥料	-18.22	1.50	-19.72	0.21
稀土	-24.62	-22.90	-1.72	0.03
中药材及中式成药	10.60	-9.10	19.70	0.00

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

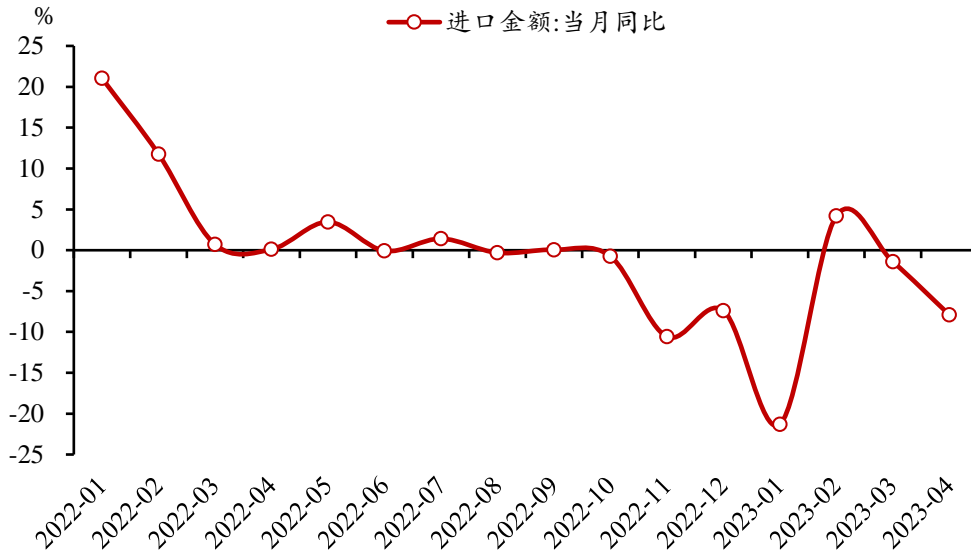
注: 蓝色为正, 红色为负

二、进口回落显示内需修复仍需加强

4 月进口金额（美元计价）同比增速为-7.9%，低于市场预期的-0.12%；环比上看，进口环比回落 9.7%，也明显低于 2017-2019 年的均值水平，4 月进口回落显示内需仍需加强。

首先，PMI 景气度回落映射进口需求偏弱。4 月进口 PMI 指数进入收缩区间，显示 4 月国内企业对主要原材料的进口需求出现减少。当前国内经济向上修复的动力主要源自服务业增长带来的结构性修复，整体经济向上回升的过程比较温和，因此短期内对进口需求的拉动作用相对有限。

其次，受量价的双重拖累，多数商品进口增速降幅扩大。从进口商品结构上看，多数商品进口增速降幅扩大，尤其是能源类商品进口增速回落较多，这既有量的回落，也有价的下降。4 月原油进口降幅扩大，数量和价格增速均有回落，增长较快的煤及褐煤进口增速也回落至 35%左右。在偏下游的商品进口上，汽车、化妆品等进口表现也较差。化妆品进口同比增速由正转负，变成拖累项，录得-22.84%；汽车同比增速-41%，较上月下滑 26 个百分点，也是同比增速较弱的分项。

图 4：4 月进口增速为-7.9%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2：4 月进口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-4)	上月同比 (2023-3)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位: %	单位: %	单位: pct	单位: %
机电产品	-16.32	-15.30	-1.02	35.50
高新技术产品	-12.66	-13.60	0.94	26.19
原油	-28.52	-2.90	-25.62	11.92
农产品	5.66	16.30	-10.64	9.80
铁矿砂及其精矿	-5.80	-0.40	-5.40	5.31
未锻轧铜及铜材	-24.56	-29.40	4.84	1.79
铜矿砂及其精矿	-1.10	-16.80	15.70	2.35
天然气	12.38	16.70	-4.32	0.00
初级形状的塑料	-26.66	-27.60	0.94	1.70
医药材及药品	61.45	29.20	32.25	2.22
煤及褐煤	34.83	122.60	-87.77	2.43
美容化妆品及洗护用品	-22.84	3.60	-26.44	0.78
纸浆	23.45	46.30	-22.85	1.06
成品油	98.08	37.60	60.48	1.25
原木及锯材	-10.29	-6.32	-3.97	0.00
钢材	-31.20	-26.40	-4.80	0.50
纺织纱线、织物及制品	-16.02	-12.70	-3.32	0.45
天然及合成橡胶(包括胶乳)	0.58	-13.70	14.28	0.50
肥料	37.19	57.60	-20.41	0.29

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

三、不宜过于低估今年的外贸韧性

今年4月出口再次超出市场预期，印证了外贸韧性，我们认为不宜过于低估今年的外贸韧性。

首先，市场对欧美经济衰退的担忧还在，但目前欧洲市场仍然对我国的出口起着正向的贡献，尽管美国对我国的出口还有拖累影响，对美国出口有压力，但是上半年美国还有超额储蓄支撑，而且美国经济年内可能仅是温和放缓，我们认为衰退可能要到年底甚至明年。

其次，中国正在积极开拓“一带一路”、周边国家的新需求。今年春节以来中国对非欧美市场的出口较好，我们认为这可能和疫情防控优化后中国积极推进与一带一路国家的合作有关，因此尽管美国面临衰退风险，但我国贸易区域伙伴的变化可能对今年的出口有支撑。

风险因素

稳增长政策力度不及预期，东盟景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hangjiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。