

2023年05月10日

宏观研究团队

## 出口增速或将继续“浅回落”——4月进出口数据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国4月出口同比上升8.5%，3月为同比上升14.8%；4月进口同比下跌7.9%，3月为同比下跌1.4%；4月贸易顺差902.1亿美元，3月为881.9亿美元。

### ● 出口：同比继续正增长，但动能开始减弱

1. **全球经济暂无改善，外需下行趋势或难逆转。**4月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较3月持平，韩国出口负增长幅度再度加深。在欧美等主要央行不断提升利率水平的大背景下，当前全球经济或难有继续改善的空间。

2. **对新兴市场、发达国家出口增速走势分化。**分国别看，4月我国对主要国家/地区出口增速有所分化。对发达国家出口增速边际改善，对新兴市场国家/地区出口增速有所回落。从外需看，上述国家/地区4月制造业PMI有涨有跌，但全球主要经济体制造业PMI较多处于收缩区间。

3. **主要出口产品仍有一定韧性，汽车相关产品继续高增。**分产品看：高新技术产品、手机等出口增速有所提升，玩具、成品油等商品出口增速下跌。总的来看，4月出口的商品类别中，整体仍有一定韧性，此外4月汽车相关产品出口继续高增，成为出口的一大支撑，后续有望继续保持较高增速。

### ● 进口：扩内需或仍需要时间

4月进口同比降幅较3月继续扩大。从绝对进口金额上看，进口环比亦有一定程度的回落，显示当前我国扩内需仍需要时间。中长期来看，进口的修复可能还需要时间。4月政治局会议指出：“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。”后续政策预计将乘势而上，推动经济高质量发展，届时内需或将持续修复。

### ● 后续出口或仍将面临一定压力，但也无需过度悲观

1. **4月出口正增长或因积压订单仍在持续释放，后续出口增速或仍将面临下行压力。**从4月份数据来看，积压订单的释放目前可能仍在持续当中，叠加基数效应，一定程度上驱动了出口同比正增长。但从主要出口商品金额的环比变化来看，部分订单的后续动能可能已经不足。如果参照2022年6-8月份出口表现来看，5月份出口可能会出现进一步回落，后续出口增速或将面临下行压力。

2. **对后续出口也无需过度悲观。**虽然当前我国出口受欧美经济增长动能减弱的拖累，但我国出口的产品结构、地区分布亦有一定程度变化，新三样等产品对我国出口的贡献不断上升，“一带一路”沿线国家、东盟等国在我国出口中所占的比重不断提升，都有助于减轻欧美经济下行所带来的外需回落压力。此外，一季度美国个人收入有一定幅度提升，叠加欧洲新能源政策仍在发力，我国产业链或仍将受益。因此总的来看，当前我国出口下行压力虽然较大，但随着稳外贸政策的发力、我国企业出口抢订单逐渐生效，对全年出口整体也无需过度悲观。

● **风险提示：**疫情演变超预期，外需回落超预期。

### 相关研究报告

《国企改革与中特估值下的投资机会——宏观经济2023年中期投资策略》-2023.5.10

《偏强就业可能促使市场预期修正——美国4月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.5.6

《基于“一利五率”的国央企投资思路——宏观深度报告》-2023.5.5

## 目 录

1、 出口：同比继续正增长，但动能开始减弱.....	3
1.1、 全球经济暂无改善，外需下行趋势或难逆转.....	3
1.2、 对新兴市场、发达国家出口增速走势分化.....	3
1.3、 主要出口产品仍有一定韧性，汽车相关产品继续高增.....	4
2、 进口：扩内需或仍需要时间.....	5
3、 后续出口或仍将面临一定压力，但也无需过度悲观.....	5
4、 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1： 我国出口金额 4 月增速放缓.....	3
图 2： 出口外部环境压力暂未继续缓解.....	3
图 3： 我国对主要国家/地区出口增速分化.....	4
图 4： 主要国家/地区制造业 PMI 多数处于收缩区间.....	4
图 5： 4 月汽车相关出口增速再次提升.....	4
图 6： 4 月我国新订单及进口 PMI 继续下滑.....	5

事件：以美元计，中国4月出口同比上升8.5%，3月为同比上升14.8%；4月进口同比下跌7.9%，3月为同比下跌1.4%；4月贸易顺差902.1亿美元，3月为881.9亿美元。

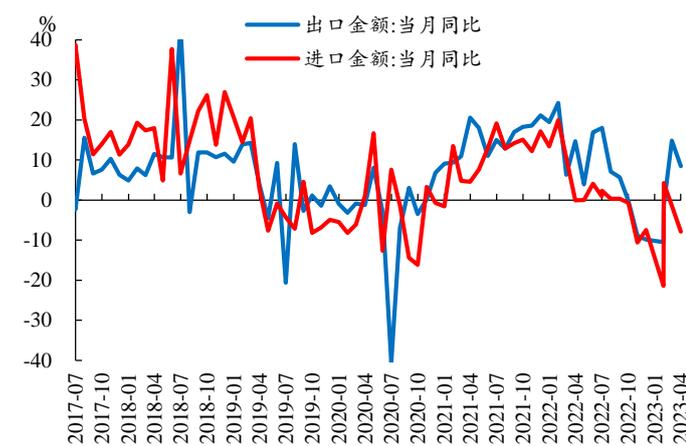
## 1、出口：同比继续正增长，但动能开始减弱

4月出口同比上升8.5%，3月同比上升14.8%，2月同比下跌1.3%，4月出口增速较3月份有较大幅度回落，出口较快增长动能正在减弱。

### 1.1、全球经济暂无改善，外需下行趋势或难逆转

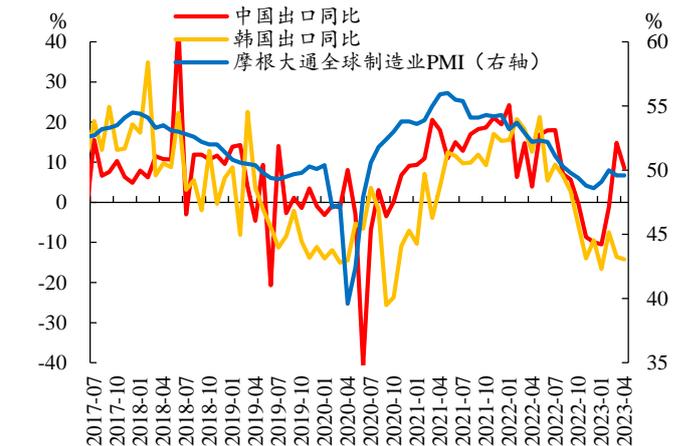
全球经济景气度暂无改善，与全球经济景气较为一致的韩国出口负增长程度加深，我国外需下行趋势或难逆转。4月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较3月持平，维持在50%荣枯线以下；与全球经济景气度较为一致的韩国出口负增长程度再度加深，4月出口同比增速为-14.2%，3月同比增速为-13.6%。我们认为，在欧美等主要央行不断提升利率水平的大背景下，当前全球经济或难有继续改善的空间。韩国虽然由于半导体等产业占比较高，受美国相关政策及行业自身周期性因素影响，出口下滑较快，但亦从侧面反映我国面临的外需下行趋势或难逆转。

图1：我国出口金额4月增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021年为两年复合增速

图2：出口外部环境压力暂未继续缓解



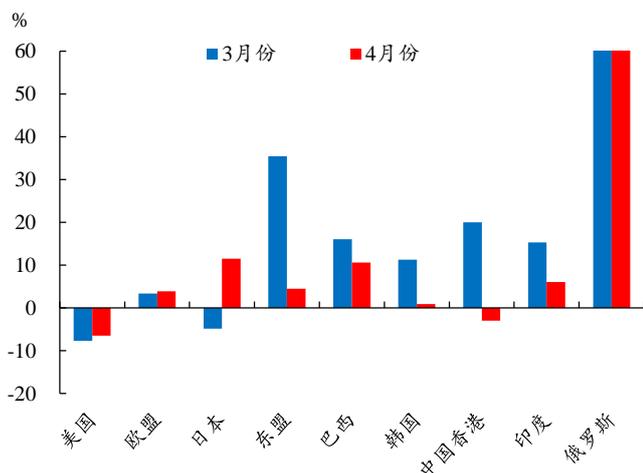
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021年为两年复合增速

### 1.2、对新兴市场、发达国家出口增速走势分化

分国别看，4月我国对新兴市场和发达国家出口增速走势有所分化。对发达国家出口增速边际改善，对新兴市场国家/地区出口增速有所回落。以4月各地区同比增速与3月同比增速相比较，中国对世界主要经济体出口增速有涨有跌。发达国家中，对日本的出口增速由负转正，4月出口同比增速为11.53%，3月为-4.81%；对美国的出口增速降幅亦有一定幅度的收窄；对欧盟出口同比增速上升0.49个百分点至3.87%；新兴经济体中，我国相关的出口同比增速大多有所下降。其中对东盟的出口4月同比增速为4.49%，较3月份下降超过30个百分点，但东盟仍为我国第一大贸易伙伴和出口地区，占全部出口的比重为15.6%，成为我国出口的重要支柱和增量。对巴西及印度出口同比增速亦有一定幅度的下降，对中国香港出口同比下跌2.97%，较3月有较大幅度下降。但对俄罗斯的出口增速继续上行16.66个百分点至153.09%，显示我国与俄罗斯的贸易往来进一步加深。从外需看，上述国家/地区4月制造业PMI有涨有跌。发达国家中，由于欧央行仍在继续加息，4月欧元区制造业PMI较3月

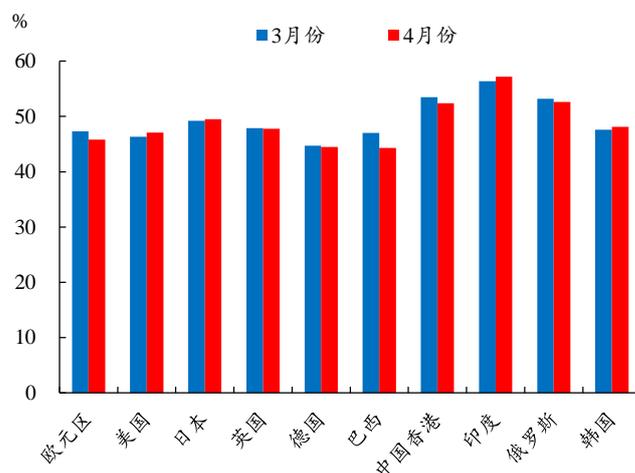
份继续下降 1.5 个百分点至 45.8%。美国 4 月制造业 PMI 为 47.1%，较 3 月提升 0.8 个百分点，但仍处于收缩区间。新兴市场国家/地区制造业 PMI 部分仍处于 50% 荣枯线以上，4 月份俄罗斯制造业 PMI 下降 0.6 个百分点至 52.6%，印度 4 月制造业 PMI 上升 0.8 个百分点至 57.2%。总的来看，4 月全球主要经济体制造业 PMI 较多处于收缩区间。

图3：我国对主要国家/地区出口增速分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：主要国家/地区制造业 PMI 多数处于收缩区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、主要出口产品仍有一定韧性，汽车相关产品继续高增

分产品看：高新技术产品、手机等出口增速有所提升，玩具、成品油等商品出口增速下跌。以 4 月份各商品出口金额同比与 3 月出口金额同比相比较，高新技术产品、手机等出口同比增速有所上升，分别较 3 月份提升 4.5、19.15 个百分点至 -5.9%、-12.75%。集成电路、未锻轧铝及铝材出口同比下跌幅度有一定程度收窄。玩具、成品油 4 月出口同比增速分别下降 31.39、47.53 个百分点至 -0.52%、-19.97%，肥料等出口增速下降幅度相对较少。总的来看，4 月份我国主要出口的商品类别中，整体仍有一定韧性，机电产品出口增速小幅转负，对于整体出口起到了一定的拖累作用。此外 4 月汽车和汽车底盘等汽车相关产品累计出口金额同比增速较 3 月上升 22 个百分点至 103.54%，成为出口的一大支撑，后续有望继续保持较高增速。

图5：4 月汽车相关出口增速再次提升



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021 年为两年复合增速

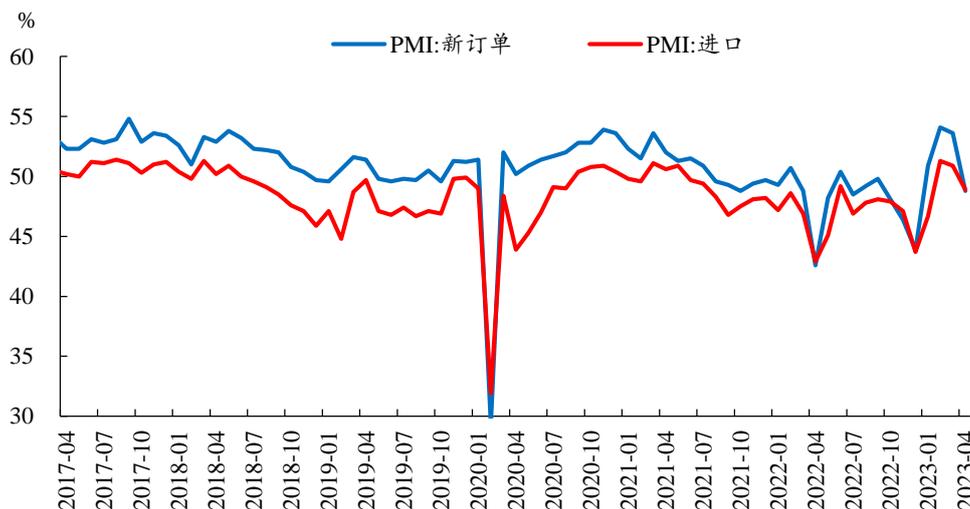
## 2、进口：扩内需或仍需要时间

4月进口同比降幅较3月继续扩大。从绝对进口金额上看，进口环比亦有一定程度的回落，显示当前我国扩内需仍需要时间。

4月中国制造业PMI新订单指数与进口指数较3月份分别下降4.8、2.0个百分点至48.8%、48.9%，双双跌入荣枯线以下。进口产品方面，以当月同比增速计，大豆、原油、肥料等产品进口金额同比增速降幅较大，其中大豆进口金额同比增速下降27.06个百分点至-12.93%，成品油、鲜、干水果及坚果进口金额同比增速分别上升50.25、67.24个百分点至98.08%、66.96%。

后续来看，我们认为中长期来看，进口的修复可能还需要时间。4月政治局会议中指出：“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。”后续政策将乘势而上，推动经济高质量发展，届时内需或将持续修复（可参考报告《乘势而上——4月政治局会议点评》）。

图6：4月我国新订单及进口PMI继续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、后续出口或仍将面临一定压力，但也无需过度悲观

(1) 4月出口正增长或因积压订单仍在持续释放，后续出口增速或仍将面临下行压力。在3月份的出口点评中，我们指出当时出口增速较高，有可能是因为2022年四季度我国的相关生产能力受到约束，无法及时有效出口。伴随着我国疫情高峰的过去，相关的生产能力恢复，带动了相当部分的积压订单释放。从4月份数据来看，积压订单的释放目前可能仍在持续当中，叠加基数效应，从而一定程度上驱动了出口同比正增长。但从主要出口商品的金额环比变化来看，部分订单的后续动能可能已经不足。如果参照2022年6-8月份出口表现来看，5月份出口可能会出现进一步回落，后续出口的增速或将面临下行的压力。

(2) 对后续出口也无需过度悲观。从4月份的出口数据来看，我国对欧美地区出口增速有一定程度回升，对新兴市场国家出口同比增速虽然回落，但大多录得正增长。我们认为，虽然当前我国出口受到欧美经济增长动能减弱的拖累，但我国出口的产品结构、地区分布亦有一定程度变化，新三样等产品对我国出口的贡献不断

上升，“一带一路”沿线国家、东盟等国在我国出口中所占的比重不断提升，都有助于减轻欧美经济下行所带来的外需回落压力。此外，一季度美国个人收入有一定幅度提升，叠加欧洲新能源政策仍在发力，我国相关产业链或仍将受益。因此总的来看，当前我国出口下行压力虽然较大，但随着稳外贸政策的发力、我国企业出口抢订单逐渐生效，对全年出口整体也无需过度悲观。

#### 4、风险提示

疫情演变超预期，外需回落超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn