

不只是基数

——4月贸易数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

出口存在韧性。本月出口同比增速相比上月有所放缓，但依旧超出市场预期。这一方面受到去年同期疫情制约下出口低基数的支撑，另一方面也反映出我国出口目前仍存在一定韧性。出口超预期的因素主要有以下几点：**第一是基数原因。**去年同期国内疫情形势较为严峻，封控及感染人数上升影响物流及人力供给，对生产供应产生较大冲击。偏低基数对本月出口同比增速形成一定支撑。**第二是贸易伙伴的结构性变化。**中美经贸摩擦之后，中国与其它贸易伙伴的关系则更加密切，弥补了对美出口的下降，这一结构性变化削弱了“去全球化”对于中国出口的负面冲击。**从短期变化来看，中国对新兴市场的出口支撑了当前的总出口。**4月中国对俄罗斯及非洲出口表现较好。一方面，这表明中国对“一带一路”沿线国家贸易活跃度较高，随互联互通持续推进，新兴市场贸易的增量也将形成我国外贸的新优势。另一方面，当前全球经济虽然下行，但有结构性分化，多数新兴市场国家的经济状况强于发达国家，所以新兴市场的需求对中国出口有较为明显的支撑。**第三，中国出口的竞争力在继续增强。**比如中国汽车的出口持续高增。本月汽车出口的大幅增长有低基数支持，但同时环比上月来看，本月汽车出口增长13.0%，反映出了我国汽车制造的比较优势延续。**尤其是新能源车，是中国汽车行业“弯道超车”的关键所在。**再加之海外替代性需求增长，供需因素叠加推动本月汽车出口实现高增。劳动密集型产品方面，本月相关商品出口同比增速相比3月份普遍放缓，但仍能保持正增长，显示出韧性。**在东南亚等同样以劳动密集型产品为主的国家的出口纷纷大幅下降的背景下，中国相关产品能保持正增长，反映出中国产品的竞争力仍然较强。**

需求偏弱制约进口。4月进口同比降幅扩大，表现明显弱于市场一致预计，背后既有大宗商品价格回落背景下价格支撑的减弱，也有国内商品需求不足对进口形成的制约。4月PMI主要原材料购进价格指数及大宗商品价格指数侧面印证价格因素对进口总额的支撑作用减弱。数量方面，本月高炉、轮胎及沥青装置开工率等高频数据反映出国内生产活跃度边际下行，这在本月PMI生产指数的环比收敛中也可得到验证，国内生产活动的放缓减少了对相关工业原材料的进口需求，这对进口同比形成拖累。具体商品而言，**原油、集成电路及高新技术产品**对本月进口同比增速拖累相对明显。重点进口工业原材料量价关系来看，

铁矿砂、铜矿砂、煤及褐煤量增价跌，原油量价齐跌，天然气量价齐升。汽车进口同比降幅扩大，本月国内汽车供给强于需求的格局延续。

外贸下行趋势较为温和。4月进出口数据表现分化，前者依旧超出预期，后者则明显低于市场预计。不过与3月出乎意料的外贸表现相比，疫情期间积压订单释放对出口同比增速的驱动有所削弱。向后看，**长期而言，我们维持外需趋势性下滑的判断。**一则尽管美国银行风波渐平，但其表现出的银行系统脆弱性问题及其可能引发的信贷收缩风险不可忽视，美国经济下行压力将加大。二则欧洲国家通胀压力高企，其经济增速也已连续回落，欧美经济衰退风险下外需较难摆脱疲软状态并对我国出口形成明显提振。但考虑到中国对新兴贸易伙伴的开拓，以及中国出口产品竞争力的逐步提升，出口下行的趋势将较为温和。进口而言，未来其同比表现有赖于国内需求恢复情况，在前期报复性释放过后，国内产需正向常态化回归，动能相对不足且分化明显，后续财政及货币政策有望形成合力刺激内需，我们认为**进口整体趋势或将上行。**

风险提示：海外经济过快下行。

目录

1. 数据	5
2. 出口存在韧性	5
3. 需求偏弱制约进口	7
4. 外贸下行趋势较为温和	9

图表目录

图表 1: 中国出口持续超出预期.....	5
图表 2: 去年 4 月国内疫情形势相对严峻.....	6
图表 3: 去年同期基数偏低.....	6
图表 4: 去年 4 月国内疫情形势相对严峻.....	6
图表 5: 去年同期基数偏低.....	6
图表 6: 4 月各类商品出口增速.....	7
图表 7: 进口明显弱于预期.....	8
图表 8: 4 月各类商品进口增速.....	9

1. 数据

中国 4 月出口（以美元计价，下同）同比增长 8.5%，市场预期（Wind，下同）增长 6.4%，前值增长 14.8%。

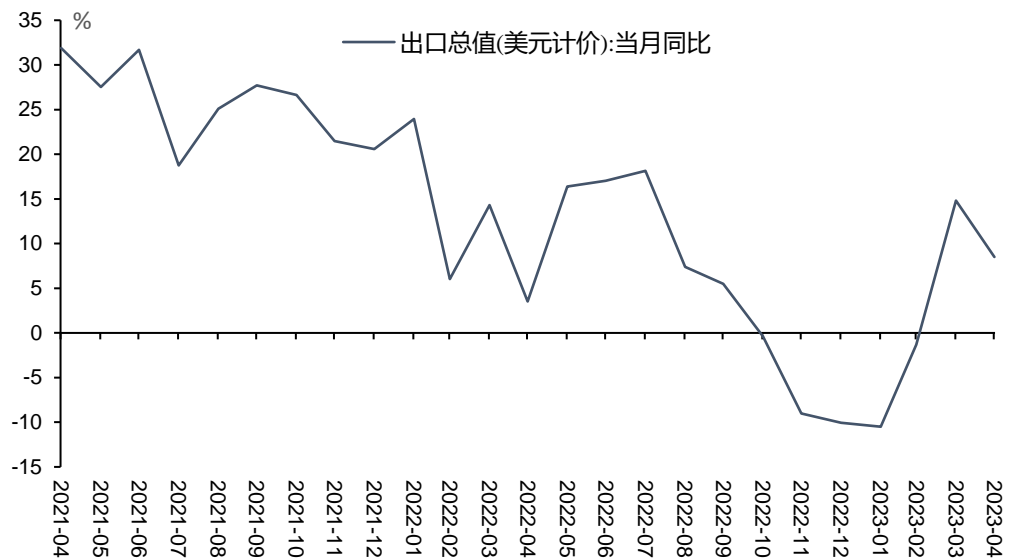
中国 4 月进口同比下降 7.9%，市场预期下降 0.1%，前值下降 1.4%。

中国 4 月贸易顺差 902.1 亿美元，前值 881.9 亿美元。

2. 出口存在韧性

中国 4 月出口同比维持正增长。随疫情期间积压的需求集中释放的效应减弱，本月出口同比增速相比上月有所放缓，但依旧超出市场预期。这一方面受到去年同期疫情制约下出口低基数的支撑，另一方面也反映出我国出口目前仍存在一定韧性。

图表 1：中国出口持续超出预期

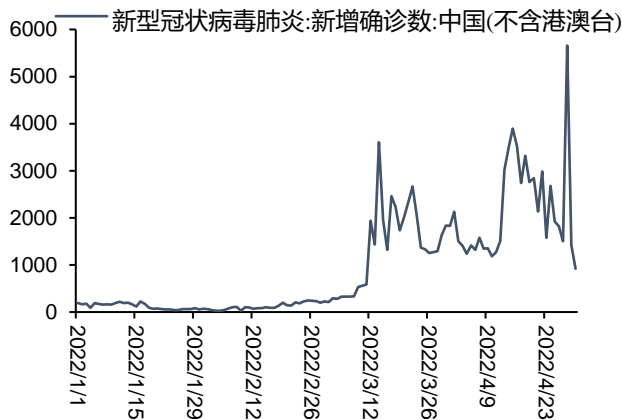


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

出口超预期的因素主要有以下几点：

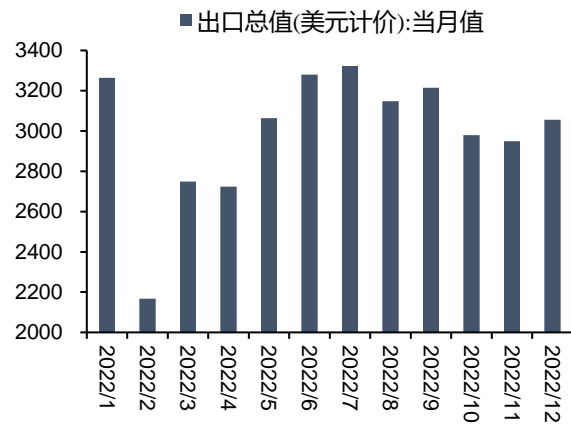
第一是基数原因。去年同期国内疫情形势较为严峻，封控及感染人数上升影响物流及人力供给，对生产供应产生较大冲击。2022 年 4 月出口总值绝对水平为年内次低，同比增速仅录得 3.5%（去年 3 月和 5 月均为 10% 以上），偏低基数对本月出口同比增速形成一定支撑。

图表 2：去年 4 月国内疫情形势相对严峻



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：去年同期基数偏低

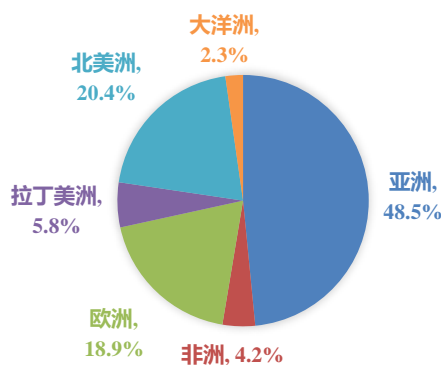


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二是贸易伙伴的结构性变化。从趋势性来看，虽然在中美经贸摩擦之后，中国出口份额中对美国的比例大幅下滑，但是与其它贸易伙伴的关系则更加密切，弥补了对美出口的下降。对比 5 年前中美经贸摩擦开始前，如今中国对北美的出口占比已经从 20.4% 下降至 16.9%，而对欧洲、拉丁美洲和非洲的出口则显著增加。这一结构性变化削弱了“去全球化”对于中国出口的负面冲击。从短期变化来看，中国对新兴市场的出口支撑了当前的总出口。4 月中国对俄罗斯出口同比维持三位数的高增速，对非洲出口也实现了近 50% 的同比增长，其中对南非出口环比上月增长近 15 个百分点。一方面，这表明中国对“一带一路”沿线国家贸易活跃度较高，随互联互通持续推进，新兴市场贸易的增量也将形成我国外贸的新优势。另一方面，当前全球经济虽然下行，但有结构性分化，多数新兴市场国家的经济状况强于发达国家，所以新兴市场的需求对中国出口有较为明显的支撑。

图表 4：去年 4 月国内疫情形势相对严峻

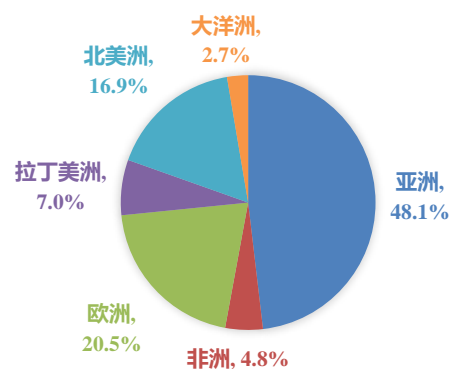
中国出口结构（2017年）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 5：去年同期基数偏低

中国出口结构（2022.4-2023.3）

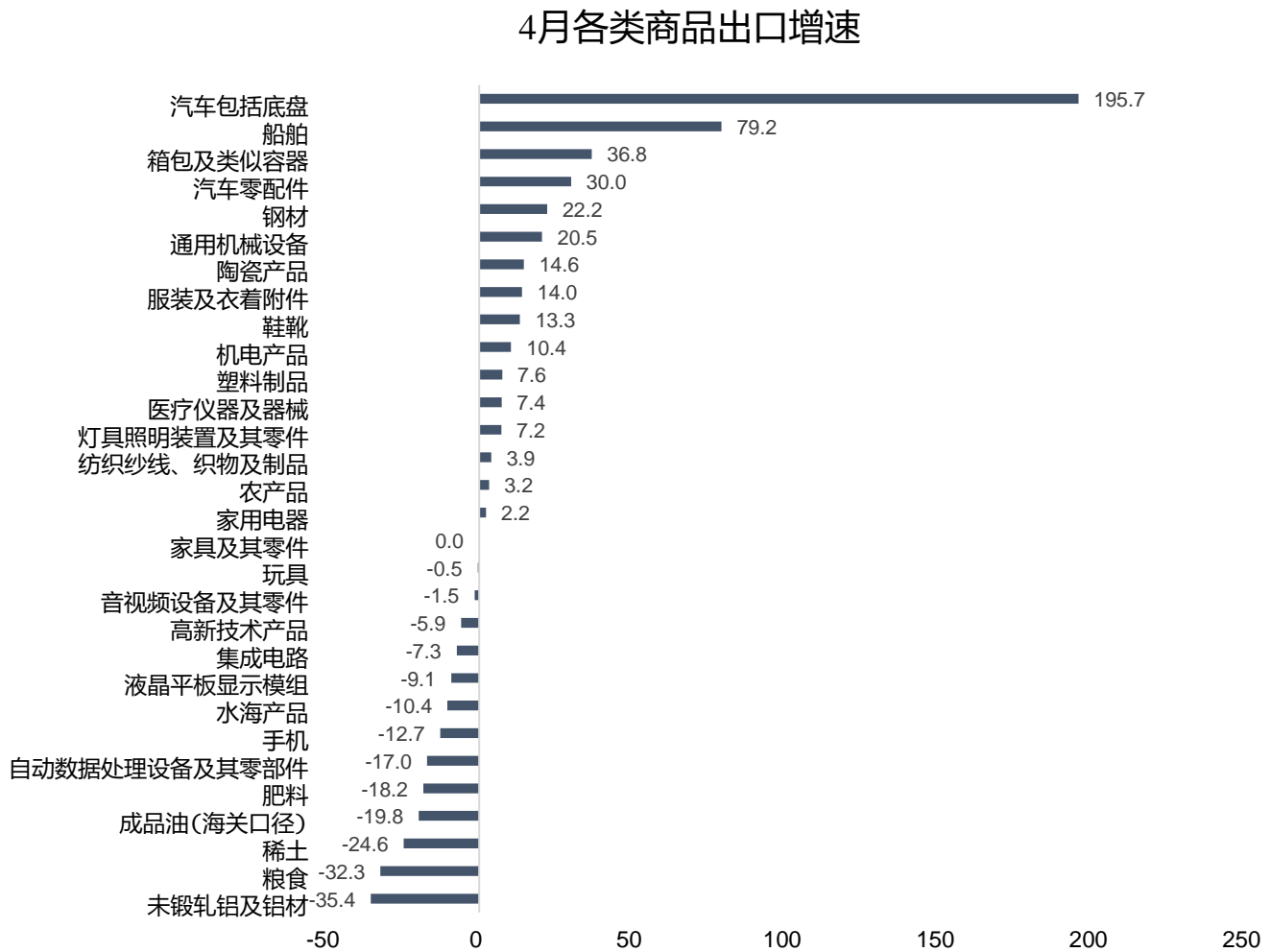


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，中国出口的竞争力在继续增强。比如中国汽车的出口持续高增。本月汽车（包括底盘）出口同比增长 195.7%，前值 123.8%，同比增速在高位基础上进一步上行，考虑到去年同期汽车出口同比大幅收缩（由 2022 年 3 月的 54.6% 收敛至 8.6%），本月汽车出口的大幅增长有低基数支持，但同时环比上月来看，本月汽车出口增长 13.0%，反映出了我国汽车制造的比较优势延续。尤其是新能源车，是中国汽车行业“弯道超车”的关键所在。再加之海外替代性需求增长，供需因素叠加推动本月汽车出口实现高增。劳动密集型产品方面，本月相关商品出

口同比增速相比3月份普遍放缓，但仍能保持正增长，显示出韧性。具体品类来看，箱包出口同比增长36.8%（前值90.1%），服装出口同比则由31.9%降至14.0%，鞋靴出口同比增长13.3%（前值32.3%），玩具出口同比下降0.5%，前值30.9%。在东南亚等同样以劳动密集型产品为主的国家的出口纷纷大幅下降的背景下，中国相关产品能保持正增长，反映出中国产品的竞争力仍然较强。

图表6：4月各类商品出口增速

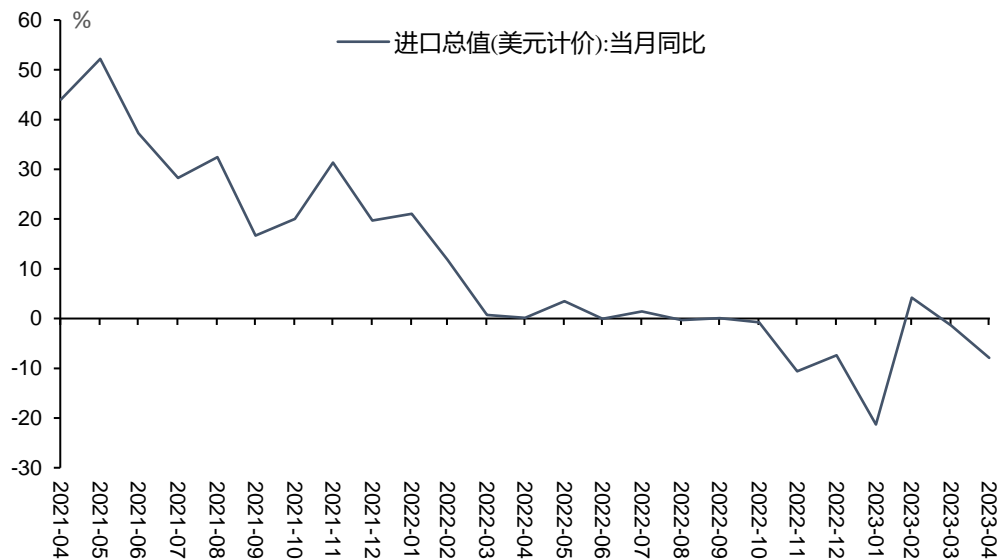


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 需求偏弱制约进口

4月进口同比降幅扩大，表现明显弱于市场一致预计，背后既有大宗商品价格回落背景下价格支撑的减弱，也有国内商品需求不足对进口形成的制约。

图表 7: 进口明显弱于预期



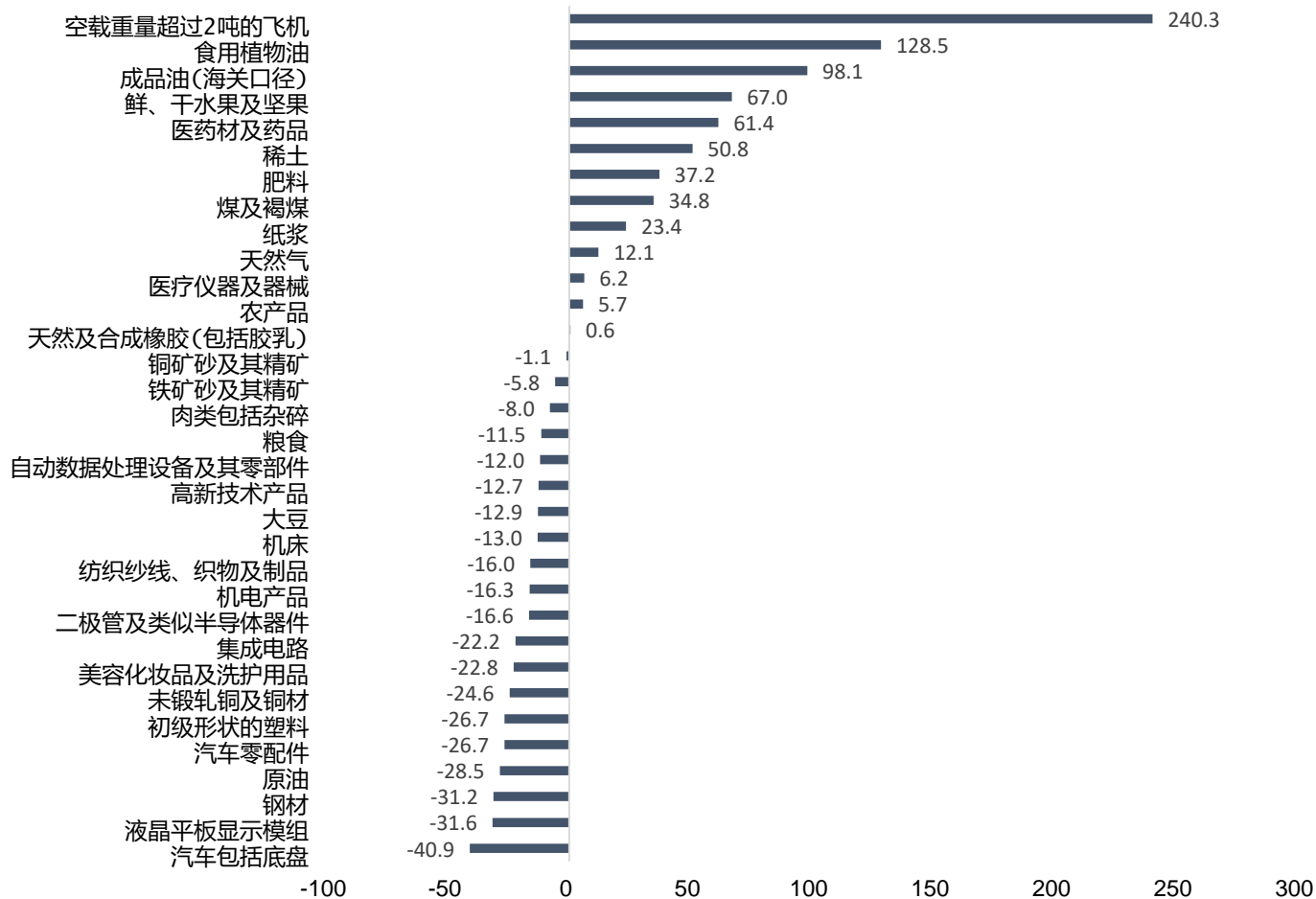
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

价格方面, 此前公布的 4 月 PMI 主要原材料购进价格指数降至荣枯线以下, 本月大宗商品价格指数整体也波动下行, 价格因素对进口总额的支撑作用减弱。数量方面, 本月高炉、轮胎及沥青装置开工率等高频数据反映出国内生产活跃度边际下行, 这在本月 PMI 生产指数的环比收敛中也可得到验证, 国内生产活动的放缓减少了对相关工业原材料的进口需求, 这对进口同比形成拖累。

具体商品而言, 原油、集成电路及高新技术产品对本月进口同比增速拖累相对明显。原油进口同比下降 28.5% (前值增长 0.7%)、集成电路进口同比下降 22.2% (前值下降 20.0%), 高新技术产品同比下降 12.7% (前值下降 13.8%), 结合各自进口额占比, 三者分别拉低进口同比约 3.1、2.6、3.0 个百分点。重点进口工业原材料量价关系来看, 铁矿砂、铜矿砂、煤及褐煤量增价跌, 原油量价齐跌, 天然气量价齐升。汽车进口同比降幅扩大, 本月国内汽车供给强于需求的格局延续。

图表 8：4 月各类商品进口增速

4月各类别进口增速（%）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 外贸下行趋势较为温和

4月进出口数据表现分化，前者依旧超出预期，后者则明显低于市场预期。不过与3月出乎意料的外贸表现相比，疫情期间积压订单释放对出口同比增速的驱动有所削弱。向后看，**长期而言，我们维持外需趋势性下滑的判断**。一则尽管美国银行风波渐平，但其表现出的银行系统脆弱性问题及其可能引发的信贷收缩风险不可忽视，美国经济下行压力将加大。二则欧洲国家通胀压力高企，其经济增速也已连续回落，欧美经济衰退风险下外需较难摆脱疲软状态并对我国出口形成明显提振。但考虑到中国对新兴贸易伙伴的开拓，以及中国出口产品竞争力的逐步提升，出口下行的趋势将较为温和。进口而言，未来其同比表现有赖于国内需求恢复情况，在前期报复性释放过后，国内产需正向常态化回归，动能相对不足且分化明显，后续财政及货币政策有望形成合力刺激内需，我们认为**进口整体趋势或将上行**。

风险提示：海外经济过快下行。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghai@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。