

宏观

证券研究报告

2023年05月11日

出口韧性的来源

年初我们提出“今年出口可能再超预期”，现在看今年以来的三次出口数据均好于市场预期，4月出口即使不考虑去年的低基数，相较2021年的两年复合同比增速也达到了6%。

当一个数字连续好于一致预期时，基本可以从中总结出一些经验。

简单说，市场在三个方面低估了出口。最重要的原因，还是低估了美国经济的韧性。第二个原因则是外需出现了增量。以新能源汽车为代表的“新三样”正在成为出口的新动能。第三个原因是高耗能商品的份额出现提升。

风险提示：出口后续下行压力超预期、海外经济复苏不及预期拖累出口、中国经济修复低于预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

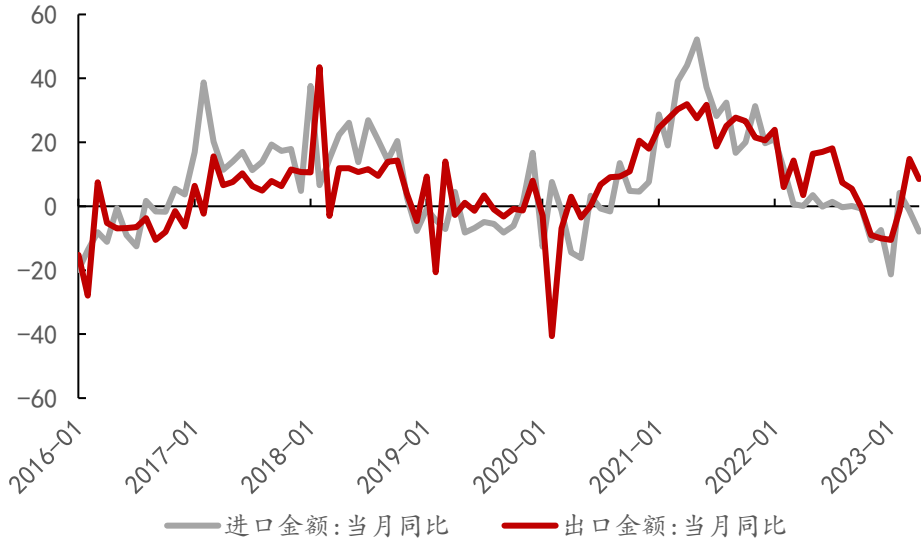
相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5月第2周》2023-05-07
- 2 《宏观报告：宏观-当前市场的交易逻辑》2023-05-07
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5月第1周》2023-05-03

年初我们提出“今年出口可能再超预期”（详见《今年出口或将再超预期》，2023.02.22），现在看今年以来的三次出口数据均好于市场预期，4月出口即使不考虑去年的低基数，相较2021年的两年复合同比增速也达到了6%。

当一个数字连续好于一致预期时，基本可以从中总结出一些经验。

图 1：出口延续高增长（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

简单说，市场在三个方面低估了出口。

最重要的原因，还是低估了美国经济的韧性。

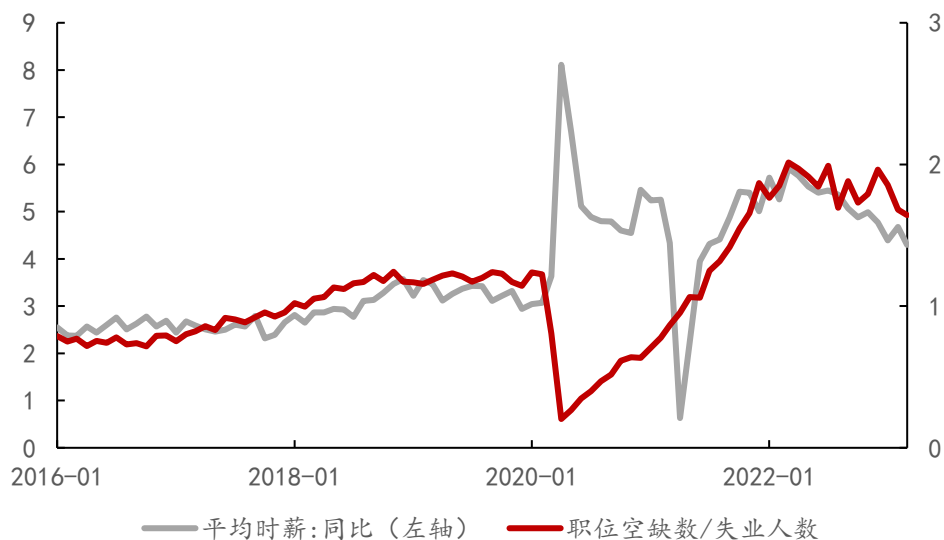
此前市场担心美国经济衰退，但年初以来美国经济并没有出现衰退迹象，特别是消费不降反升，一季度美国个人消费支出环比折年率相比去年4季度上行2.7个百分点至3.7%，商品消费环比折年率在连续4个季度负增后，一季度上行6.6个百分点至6.5%。

对出口的误判，主要来自于对美国经济的误判。美国劳动力市场求人倍数（职位空缺数/失业人数）1.6，远高于疫情前1.2左右的水平，劳动力市场供不应求推动着美国4月失业率进一步下滑至3.4%，平均时薪同比达到了4.5%。今年以来，美国居民的实际可支配收入增速已经连续3个月转正，在通胀周期性回落后，居民的消费能力正在逐渐改善。

在美国居民消费依旧较旺盛的情况下，年初以来中国鞋靴、服装、箱包等消费品的出口维持较高增速。

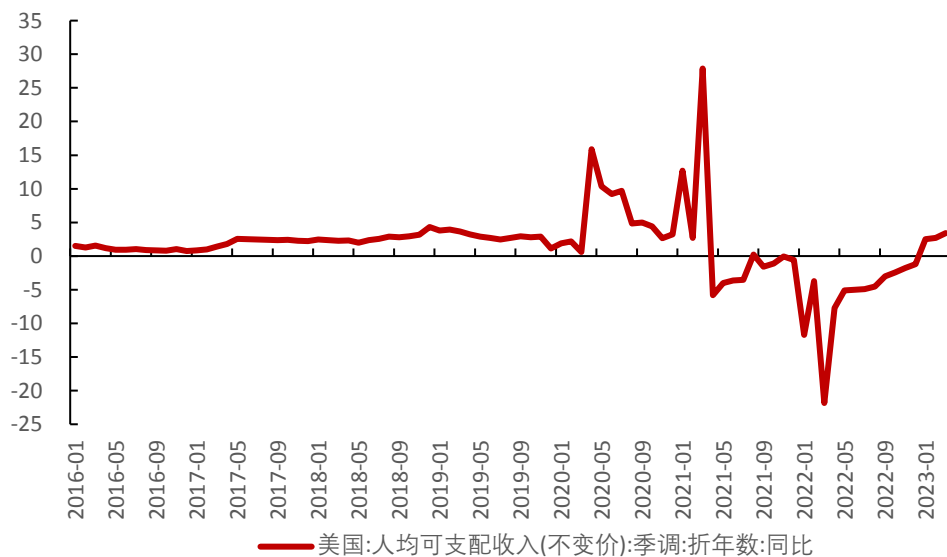
另外，市场对中国占美国进口份额下滑以及中国对美国出口同比下滑的现象或许不必过于担忧。在中美贸易摩擦不断的背景下，企业或借道东盟等国家以转口贸易、中间品出口等方式出口货物，体现为中国对东盟等国家出口的高增。这背后还是美国终端需求的支撑。

图 2：美国平均时薪维持高增速（单位：%）



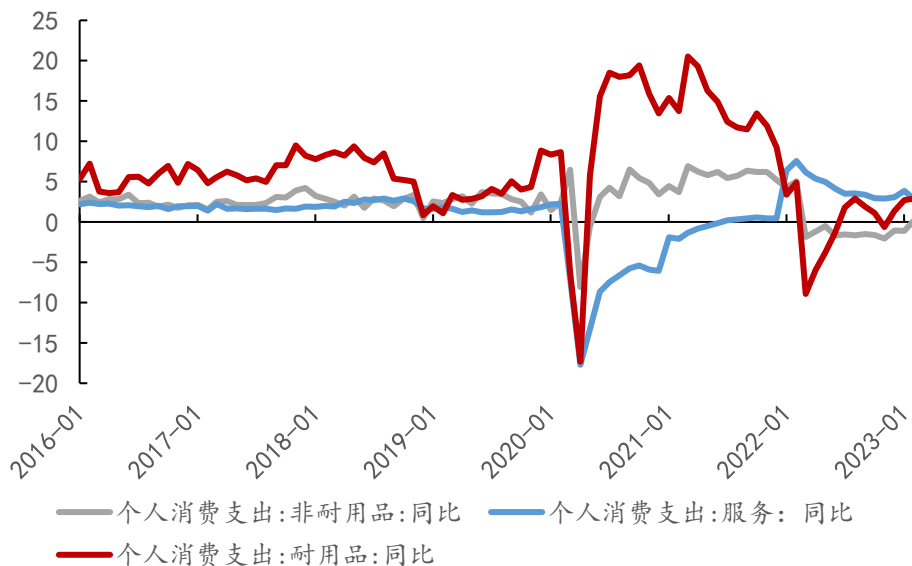
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 美国居民实际可支配收入转正 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 美国居民消费支出不弱 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2021 年使用两年复合同比增速)

第二个原因则是外需出现了增量。以新能源汽车为代表的“新三样”正在成为出口的新动能。

国内新能源产业链的快速发展推动新能源车、锂电池等商品在全球市场上的竞争力持续提高，4 月中国汽车及汽车零配件同比增长 196%和 30%，合计拉动出口同比增长 2.7 个百分点。这也是中国出口和韩国出口呈现不同走势的主要因素之一（详见《解开出口的谜题》，2023.04.19）。

近年来中国汽车出口规模持续扩张，2022 年中国汽车出口 311.1 万辆，超过德国，成为第二大汽车出口国¹。2023 年一季度中国汽车出口 99.4 万辆，同比增长 70.6%，超越日本（95.4 万辆），其中新能源汽车出口 24.8 万辆。

往后看，全球新能源车的渗透率还有较大的提升空间。2023 年一季度中国新能源车渗透率为 25.5%，大幅领先于全球 13%的平均水平，而德国、美国、日本等分别仅有 18%、8.8%和 2.8%²。中国汽车特别是新能源车的出口同比增速有望继续维持高位。

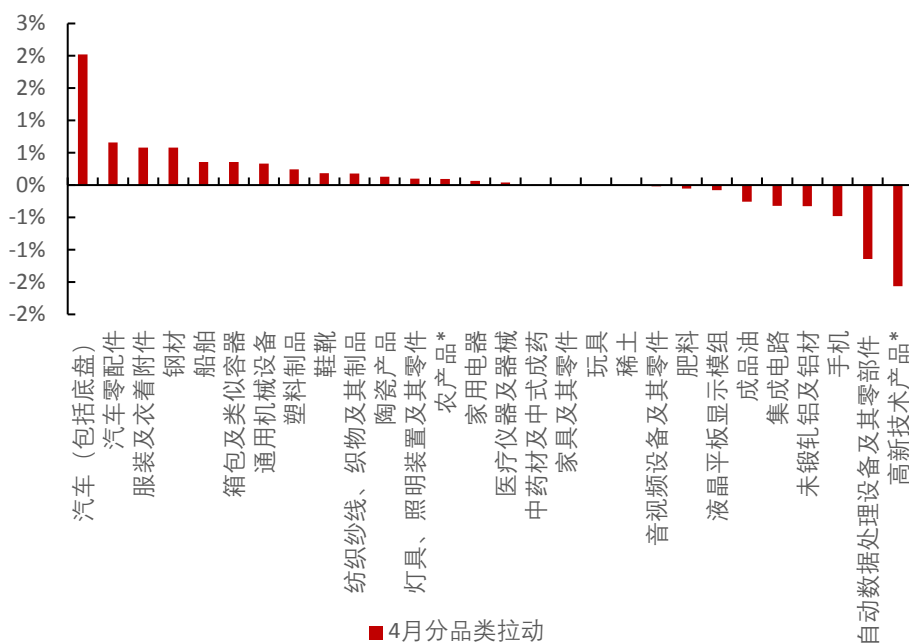
除汽车外，中国在新能源电池等行业上也占据明显优势。2022 年中国锂电池出货量为 660.8GWh，占全球锂电池出货量比重达到 69%³，相比于 2021 年上升接近 10 个百分点。2023 年 1 季度全球前 10 大电动汽车电池供应商中有 6 家是中国企业，以宁德时代和比亚迪为代表的中国企业占据了约 61%的全球市场份额，相比 2022 年提高 4.7 个百分点。

图 5: 汽车对中国出口形成明显支撑 (单位: %)

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/wEMTVKvnR7nu7MvgDGLddA>

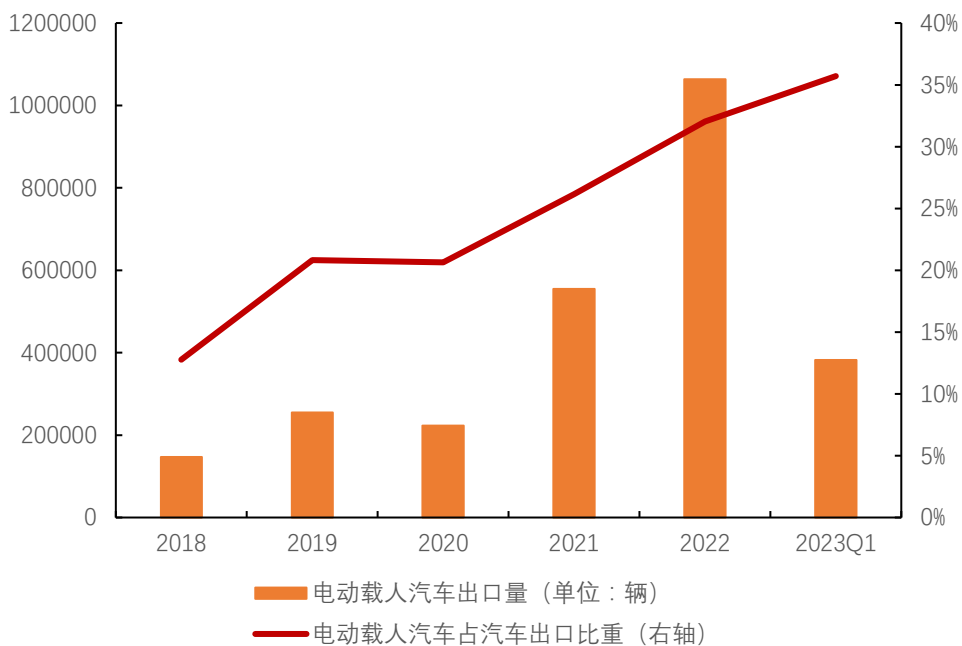
² <https://mp.weixin.qq.com/s/Xi9yKHWUjulVjusyvth3EA>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/4ZGTzxloZ-rpIDD-AJiDjA>



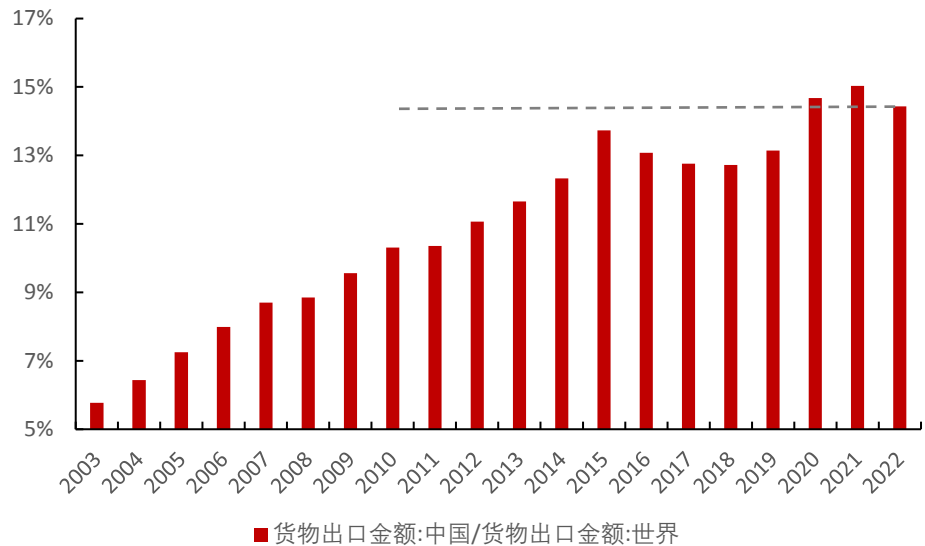
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 中国新能源汽车出口持续走高



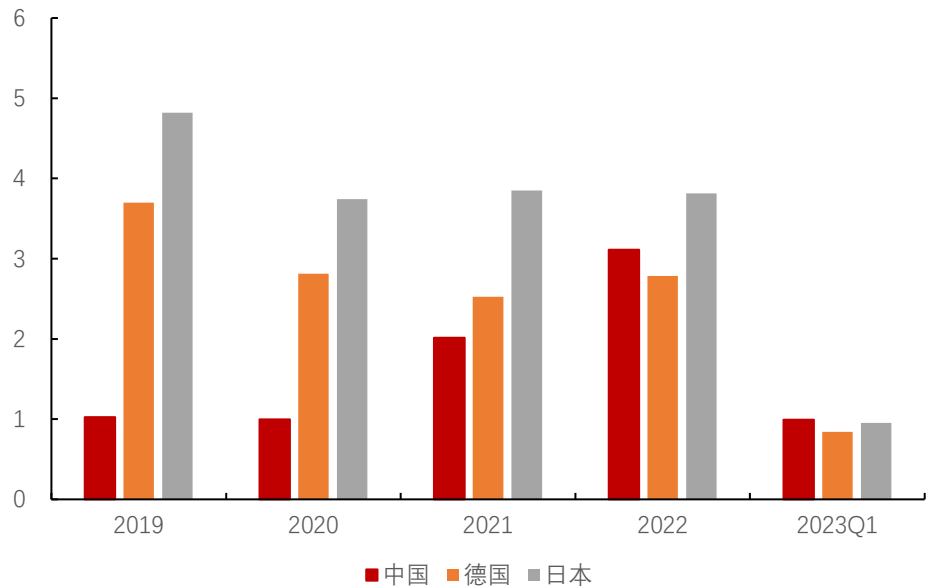
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 中国出口份额维持较强韧性 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所

图8：中国、日本、德国的汽车出口量（单位：百万辆）



资料来源：wind，天风证券研究所

第三个原因是高耗能商品的份额出现提升。

受去年地缘政治冲突加剧等因素影响，世界正在进入两个平行的石油体系（详见《世界进入两个石油体系》，2022.04.07），每桶乌拉尔原油价格目前低于布伦特原油 20 美元左右。这或推动着中国、印度等大力从俄罗斯进口原油，2023 年 1-3 月中国从俄罗斯进口原油数量累计同比增长 32.7%，高于 6.7% 的原油总进口增速。

廉价的能源优势给中国能源密集型行业带来了新的利好，一来钢材、化工等高耗能商品在全球的竞争优势提高，比如凭借着较低的钢铁价格，中国 1-4 月钢材累计出口同比增长 31.7%，大幅高于总出口同比增速。二来中国可以通过出口成品油等商品赚取差价，1-4 月中国成品油出口数量累计同比增长 44.3%，也明显高于总出口增速。

总的来说，年初以来中国出口的高增既是海外总需求不弱结果，也是中国在“新三样商品”、“高耗能商品”等领域份额提升的体现。且今年出口压力最大的时间点集中在上半年，此时出口面临着中外共振去库存、基数偏高的压力。而年初以来出口交出了一份亮眼的答卷，后续随着去库压力放缓、基数降低，今年出口同比增速或将继续超预期。

图 9：布伦特原油和乌拉尔原油价差持续位于高位（单位：美元）

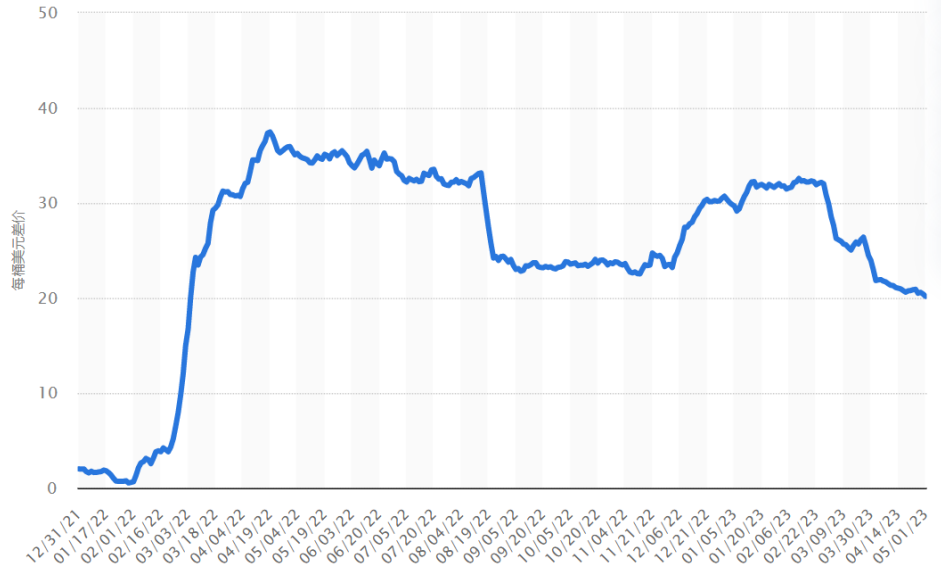
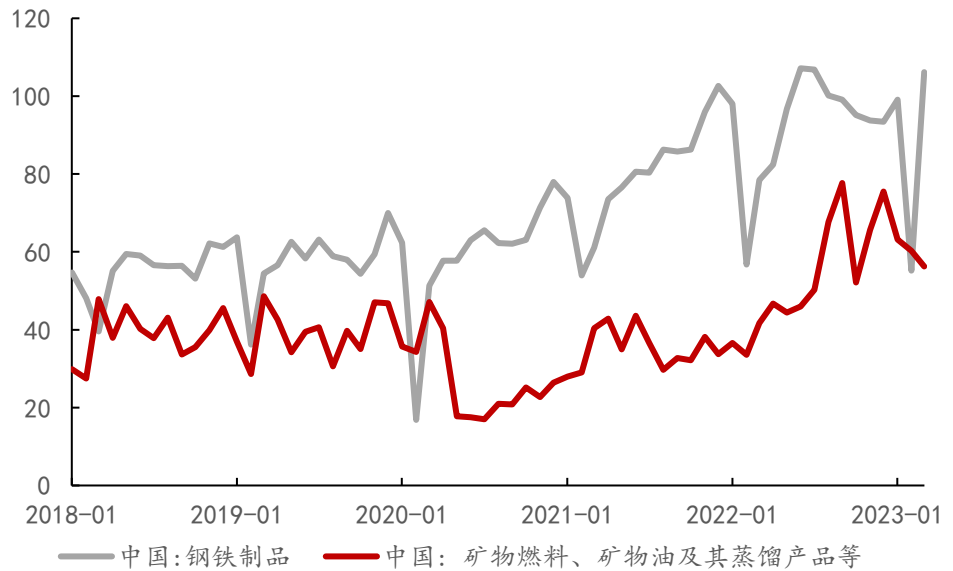
资料来源：statista，天风证券研究所⁴

图 10：中国钢材、原油等出口高增（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

⁴ 2023 年乌拉尔-布伦特价差 | 斯塔蒂斯塔 (statista.com)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com