

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

分析师

SAC 执证编号：S0110522080001

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

- 对当前数据分歧的理解
- 4月金融数据点评：社融再超预期，市场仍有顾虑
- 4月物价数据点评：通胀为何低迷？

- 4月出口数据同比录得8.5%，市场预期6.4%，继续大超预期，同为出口经济体的中国台湾、越南、韩国出口同比仍为负值。如果说3月出口增速的异常高增有一定的偶然性，则4月出口继续高增可能说明出口的韧性短期内仍会持续，一些结构上的变化或对出口继续构成一定支撑。
- **首先，低基数有一定的影响，但影响有限。**2022年4月上海疫情使得出口增速明显下滑，剔除基数影响后，中国出口四年平均同比增速仍然高达11.1%，明显高于其他三个经济体。
- 分国家来看，中国对东盟出口增速明显回落，对欧美日出口增速均有所好转，对俄罗斯的出口仍然保持爆发式的增长，同比增速为153.1%，同样保持高增的还有非洲，同比增长高达49.9%。通过拆解对各地出口的同比拉动情况可以发现，8.5%的出口增速中，俄罗斯贡献了2.1%，非洲贡献了2.1%，这两项累计贡献高达50%，远高于上月的26%，说明“一带一路”沿线国家在我国外贸中的作用越来越突出。
- 进一步分析一带一路贸易额指数，数据显示该指数2023年4月份明显高于季节性，但与2022年相比，该指数在今年以来并没有出现明显拉升，仅在4月大幅上扬，环比上升幅度为同期最高，即使剔除蒙俄的影响后，仍然有同样的发现。进一步说明“一带一路”沿线国家对我国4月份的外贸高增起到了较为显著的支撑。
- 从出口产品的分项来看，增速较快的仍然是箱包及类似容器、汽车包括底盘、船舶等，其中汽车同比增速进一步扩大至195.7%。从同比的拉动情况来看，8.5%的出口增速中，仅汽车包括底盘一项的贡献就2.0%。我们认为这与2022年上海疫情导致汽车产业链断裂有关，为剔除基数影响，进一步考察出口额的四年平均增速，发现自2022年4月以后，该项出口增速逐渐恢复，2022年9月以来增速基本维持在50%以上，2023年变化并不明显，因此3-4月份汽车的高增受低基数的影响较大。
- 往后看，出口国出口增速与全球制造业PMI高度相关，全球制造业PMI有一定见底回升的迹象，全球经济或开始回暖，考虑到当前水平仍然较低，全球制造业PMI的回升速度不会很快，预计全年出口国出口增速可能仍处于较低水平，降幅或逐渐收窄至0附近，全年平均增速-2%左右。不排除中国出口超预期的因素可能会有持续性，如一带一路贸易额的持续提升，基于以上，我们预计中国全年出口增速有望收正。

风险提示：地缘政治风险超预期，政策落地不及预期

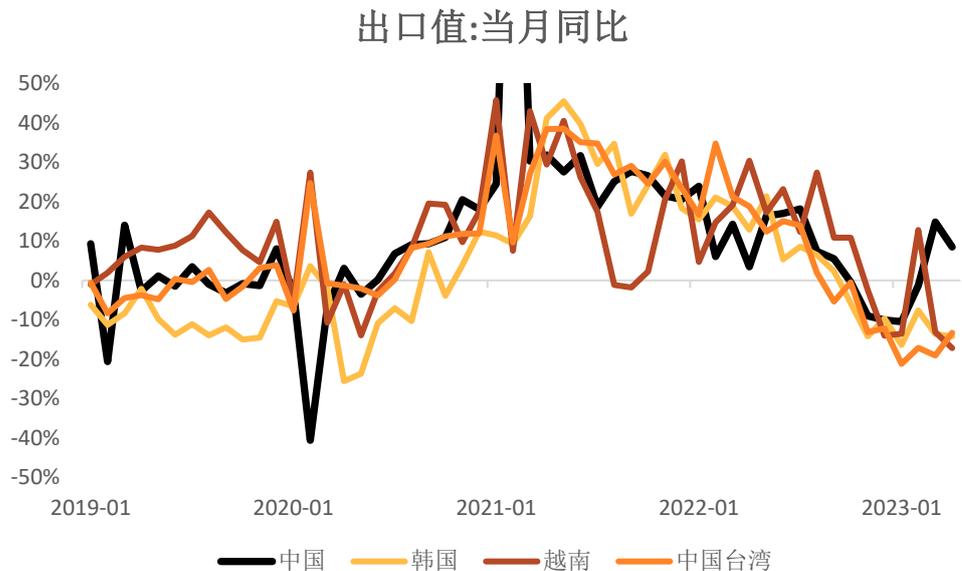
2023年4月，我国进出口总值5429.9亿美元，增长7.4%。其中，出口2954.2亿美元，增长8.5%；进口2052.1亿美元，增长-7.9%；贸易顺差902.1亿美元，同比扩大82.3%。按人民币计价，我国进出口3.43万亿元，增长8.9%。其中，出口2.02万亿元，增长16.8%；进口1.41万亿元，下降0.8%；贸易顺差6184.4亿元，扩大96.5%。

1 4月出口持续高增

4月出口数据同比录得8.5%，市场预期6.4%，继续大超预期，且增速继续一枝独秀，同为出口经济体的中国台湾、越南、韩国的出口同比仍为负值，4月相对其他三个经济体的平均增速的超额增速为23.4%，3月该值为30.1%，两个月累计超额增速已达53.5%。如果说3月出口增速的异常高增有一定的偶然性，则4月出口高增或说明出口韧性短期内仍会持续，一些结构上的变化或对出口继续构成一定支撑。

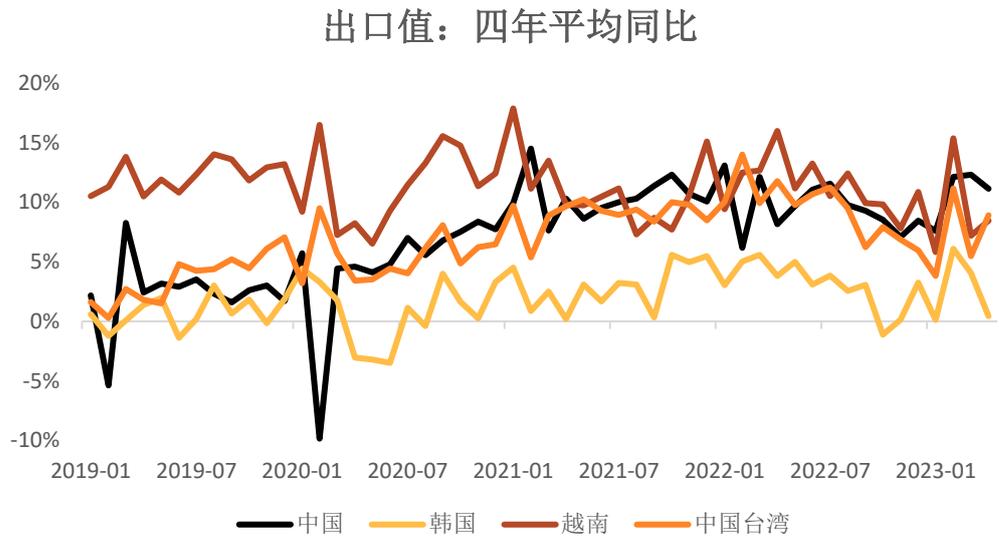
首先，低基数有一定的影响，但影响有限。2022年4月上海疫情使得出口增速明显下滑，为了剔除基数原因，我们观察了2019年为基数的4年平均同比，发现中国出口四年平均同比增速仍然高达11.1%，仍明显高于其他三个经济体。

图1：中国出口继续一枝独秀



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：剔除基数效应后仍明显高于其他经济体



资料来源：Wind, 首创证券

2 一带一路有支撑

分国家来看，中国对东盟出口明显回落，出口同比从上月的 35.4% 降至 4.5%；对欧美日出口增速均有所好转，其中，对美国出口降幅收窄，由 -7.7% 增至 -6.5%，对欧盟出口增速由 3.4% 扩大至 3.9%，对日本出口增速由负转正，由 -4.8% 增长为 11.5%，对日出口增速的变化主要是基数效应的影响；对俄罗斯的出口仍然保持爆发式的增长，同比增速由 136.4% 增长至 153.1%；同样保持高增的还有非洲，同比增长 49.94%。

进一步地，我们通过拆解对各地出口的同比拉动情况可以发现，8.5% 的出口增速中，俄罗斯贡献了 2.1%，非洲也贡献了 2.1%，这两项累计贡献高达 50%，远高于上月的 26%，说明“一带一路”沿线国家在我国外贸中的作用越来越突出。

图 3：中国对外出口同比：分国家



资料来源：Wind, 首创证券

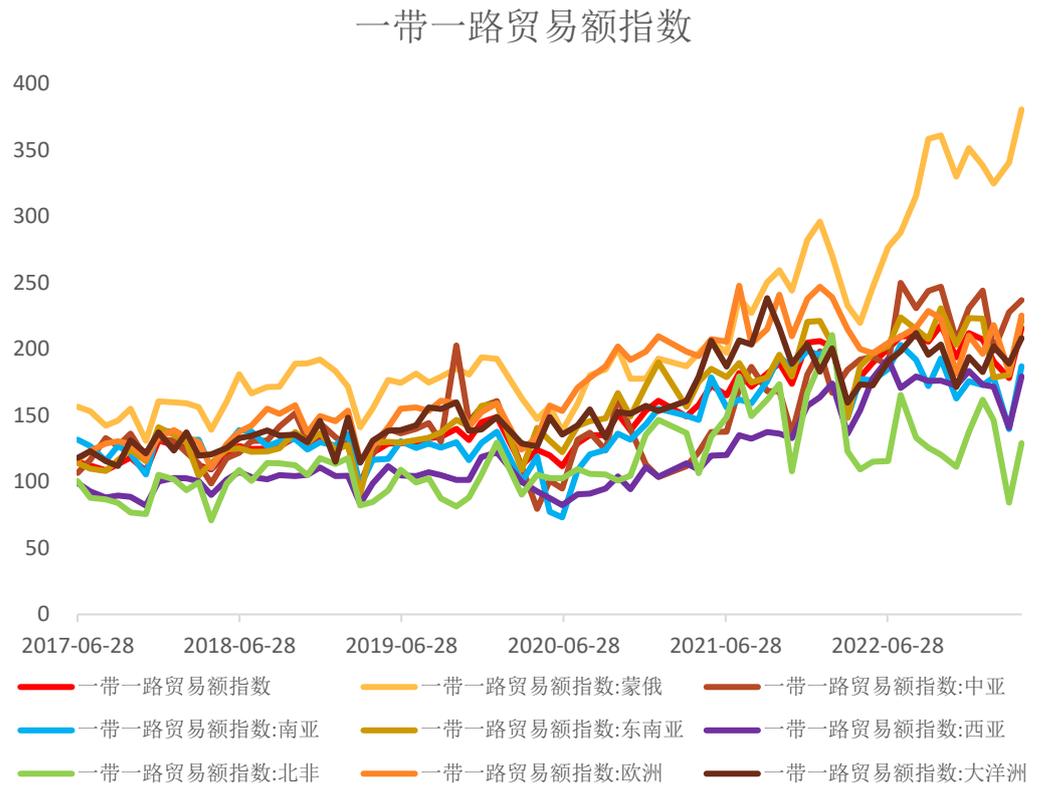
图 4：分国家出口增速

单位：百万美元	当月出口同比				出口同比拉动			
	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1
出口总值	8.48%	14.79%	-1.25%	-10.49%	8.48%	14.79%	-1.25%	-10.49%
欧盟	3.87%	3.38%	-16.13%	-9.53%	0.61%	0.55%	-4.90%	-1.53%
其中：德国	2.53%	-1.44%	-20.78%	-13.89%	0.08%	-0.05%	-0.79%	-0.40%
法国	6.52%	-3.23%	-14.65%	-22.16%	0.09%	-0.04%	-0.21%	-0.30%
意大利	-11.17%	0.07%	-26.70%	-17.88%	-0.19%	0.00%	-0.44%	-0.20%
荷兰	-5.63%	-5.59%	-2.29%	-4.52%	-0.19%	-0.20%	-0.08%	-0.14%
美国	-6.50%	-7.68%	-31.75%	-14.18%	-1.10%	-1.32%	-3.83%	-2.25%
东南亚国家联盟	4.49%	35.43%	33.69%	-6.75%	0.73%	5.37%	4.42%	-0.98%
其中：印尼	-5.04%	25.83%	6.10%	-19.44%	-0.10%	0.50%	0.11%	-0.43%
越南	-6.00%	38.22%	34.74%	-31.49%	-0.28%	1.49%	1.20%	-1.21%
马来西亚	14.29%	32.99%	22.63%	-4.99%	0.36%	0.86%	0.51%	-0.11%
泰国	11.87%	26.08%	27.03%	-9.95%	0.28%	0.60%	0.52%	-0.21%
新加坡	34.08%	67.59%	100.13%	69.87%	0.58%	1.21%	1.53%	1.05%
菲律宾	-7.44%	31.43%	26.47%	12.22%	-0.15%	0.53%	0.38%	0.17%
日本	11.53%	-4.81%	17.11%	-13.40%	0.53%	-0.26%	0.83%	-0.68%
中国香港	-2.97%	20.03%	5.98%	-41.03%	-0.25%	1.59%	0.48%	-3.71%
韩国	0.90%	11.31%	26.44%	-14.55%	0.04%	0.55%	1.12%	-0.63%
中国台湾	-14.40%	-27.57%	4.71%	-32.29%	-0.37%	0.82%	0.10%	-0.74%
澳大利亚	10.18%	23.73%	-4.91%	9.31%	0.21%	0.51%	-0.11%	0.20%
俄罗斯	153.09%	136.43%	32.73%	9.55%	2.14%	1.90%	0.79%	0.22%
印度	6.08%	15.32%	-2.85%	-1.97%	0.21%	0.51%	-0.10%	-0.04%
英国	10.84%	7.28%	-17.29%	-12.72%	0.23%	0.16%	-0.42%	-0.30%
加拿大	-14.46%	-9.11%	-33.61%	-12.63%	-0.23%	-0.15%	-0.56%	-0.14%
新西兰	7.11%	-14.28%	-4.57%	-22.67%	0.02%	-0.04%	-0.01%	-0.04%
拉丁美洲	10.50%	18.75%	-7.31%	-8.99%	0.72%	1.23%	-0.49%	-0.64%
其中：巴西	10.64%	16.05%	-5.17%	-6.94%	0.17%	0.25%	-0.08%	-0.11%
非洲	49.94%	46.48%	7.67%	4.11%	2.10%	1.94%	0.29%	0.19%
其中：南非	45.76%	11.49%	19.48%	11.24%	0.28%	0.08%	0.11%	0.07%

资料来源：Wind, 首创证券

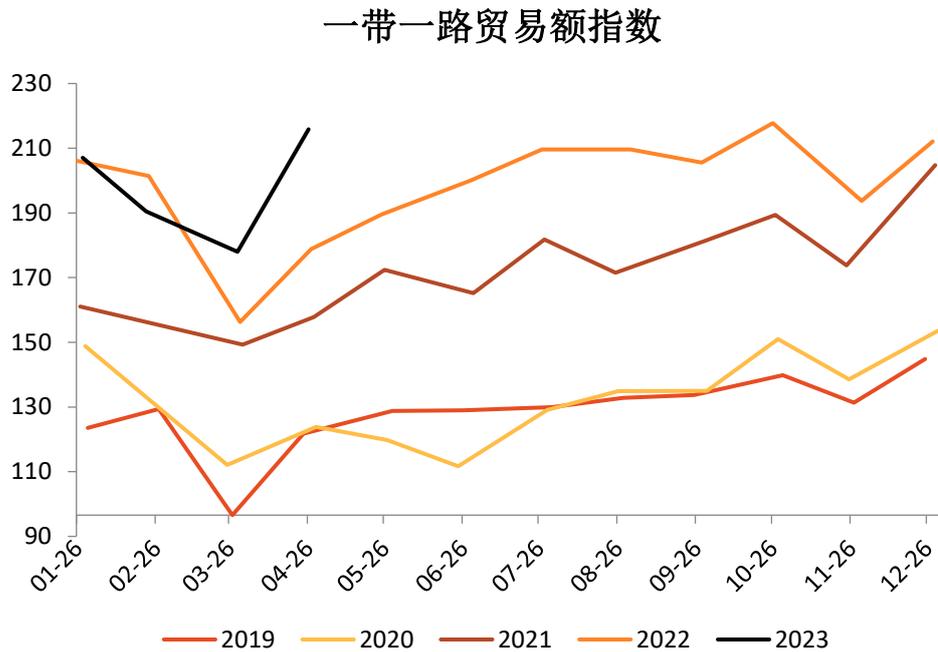
进一步分析一带一路贸易额指数，数据显示该指数 2023 年 4 月份明显高于历史同期水平，但与 2022 年相比，该指数在今年以来并没有出现明显拉升，仅在 4 月大幅上扬，环比上升幅度同期最高，即使剔除蒙俄的影响后，仍然有同样的发现。进一步说明“一带一路”沿线国家对 4 月份的外贸高增起到了较为显著的支撑。

图 5：一带一路贸易额指数（分地区）



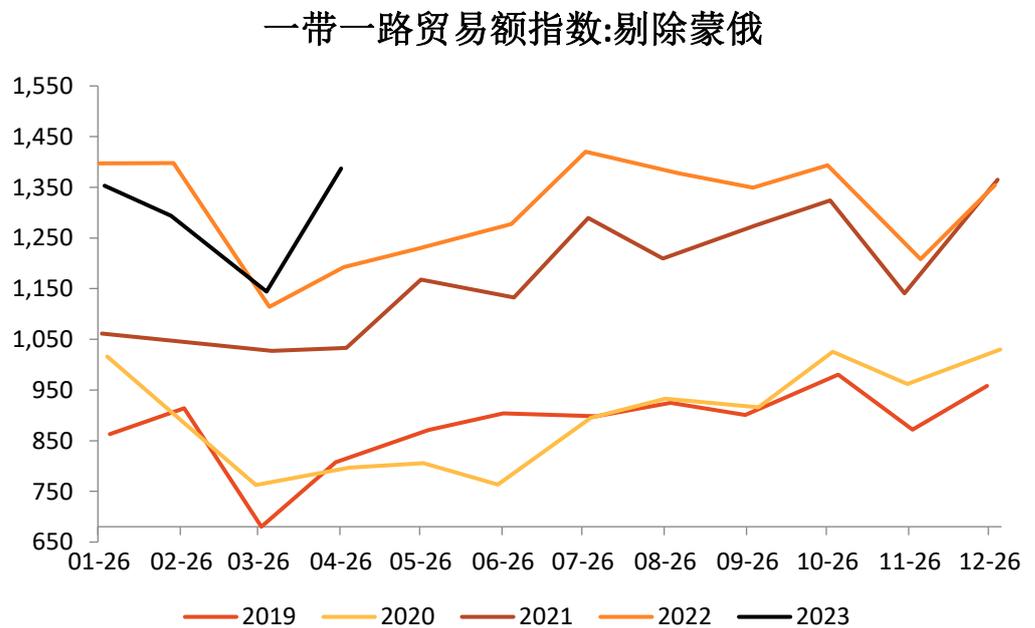
资料来源：Wind, 首创证券

图 6：一带一路贸易额指数



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：一带一路贸易额指数:剔除蒙俄



资料来源：Wind, 首创证券

从出口产品的分项来看，与 3 月份差异不大，增速较快的仍然是箱包及类似容器、汽车包括底盘、船舶等，同比增速分别为 36.8%、195.7%、79.2%，其中汽车增速进一步扩大 72 个百分点。从同比的拉动情况来看，8.5%的出口增速中，机电产品贡献了 5.9%，而这其中仅汽车包括底盘一项的贡献就高达 2.0%。我们认为这与 2022 年上海疫情导致

汽车产业链断裂有关，进一步考察汽车包括底盘出口金额的四年平均增速，以剔除基数的影响，发现自2022年4月以后，该项出口增速逐渐恢复，2022年9月以来增速基本维持在50%以上，2023年的变化并不明显，因此汽车出口3-4月份的高增受低基数的影响较大。

图8：分产品出口同比及同比拉动

单位：百万美元	同比增长		同比拉动	
	2023/4	2023/3	2023/4	2023/3
当月值	8.48%	14.79%	8.48%	14.79%
农产品	3.24%	17.42%	0.10%	0.49%
水海产品	-10.37%	8.30%	-0.07%	0.05%
粮食	-32.28%	1.31%	-0.02%	0.00%
成品油(海关口径)	-19.79%	27.74%	-0.25%	0.37%
稀土	-24.62%	-23.26%	-0.01%	-0.01%
中药材及中式成药	10.58%	-9.06%	0.00%	0.00%
肥料	-18.22%	1.63%	-0.05%	0.00%
塑料制品	7.57%	26.58%	0.24%	0.88%
箱包及类似容器	36.76%	90.10%	0.36%	1.07%
纺织纱线、织物及制品	3.93%	9.13%	0.18%	0.37%
服装及衣着附件	13.98%	31.89%	0.58%	1.36%
鞋靴	13.31%	32.27%	0.19%	0.43%
陶瓷产品	14.55%	43.05%	0.13%	0.36%
钢材	#N/A	54.12%	#N/A	1.68%
未锻轧铝及铝材	-35.37%	-26.64%	-0.33%	-0.15%
家具及其零件	-0.01%	13.68%	0.00%	0.27%
玩具	-0.52%	30.87%	-0.01%	0.37%
机电产品	10.40%	12.30%	5.90%	7.09%
通用机械设备	20.54%	13.10%	0.33%	0.23%
自动数据处理设备及其零部件	-17.02%	-26.00%	-0.14%	-1.36%
手机	-12.75%	-31.90%	-0.48%	-0.86%
家用电器	2.24%	11.90%	0.06%	0.31%
音视频设备及其零件	-1.48%	22.01%	-0.02%	0.23%
集成电路	-7.33%	-2.96%	-0.32%	-0.12%
汽车包括底盘	195.74%	123.80%	2.02%	2.88%
汽车零配件	30.00%	25.31%	0.66%	0.64%
船舶	79.15%	82.27%	0.36%	0.61%
液晶平板显示模组	-9.08%	-9.83%	-0.08%	-0.07%
医疗仪器及器械	7.36%	12.76%	0.04%	0.07%
灯具照明装置及其零件	7.23%	38.00%	0.10%	0.45%
高新技术产品	-5.90%	-10.39%	-0.57%	-2.45%

资料来源：Wind, 首创证券

图 9：中国：出口金额：汽车包括底盘：四年平均增速



资料来源：Wind, 首创证券

3 出口展望

出口国的出口增速对全球经济较为依赖，图 10 显示中韩台越平均出口增速与全球制造业 PMI 高度相关。

全球制造业 PMI 有一定见底回升的迹象，全球经济或开始回暖，考虑到当前水平仍然较低，以及全球制造业 PMI 的回升速度不会很快，预计全年出口国的出口增速可能仍然处于较低水平，降幅或逐渐收窄至 0 附近，全年平均增速-2%左右。不排除中国的超预期因素可能会有一定的持续性，如一带一路贸易额的持续提升，考虑到这个因素，我们预计中国全年出口增速有望收正。

图 10：出口国出口同比增速与全球制造业 PMI 高度正相关（%）



资料来源：Wind, 首创证券

风险提示：地缘政治风险超预期，政策落地不及预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现