

2024年03月08日

## 外需实质性改善，斜率及持续性有待进一步观察

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**以美元计，中国1-2月出口同比+7.1%，前值+2.3%；1-2月进口同比+3.5%，前值0.2%；1-2月贸易顺差1251.6亿美元，2023年11-12月为1447.9亿美元。

### ● 出口：排除复工时间错位影响，实际外需仍有改善迹象

**1. 全球经济景气度重返景气区间，实际外需有所改善。**1-2月摩根大通全球制造业PMI分别为50%、50.3%，较前值有所回升，1月为11个月以来首次处于50%荣枯线以上。排除基数影响，中国1-2月出口两年复合增速为-1.5%，前值为-5.6%，排除春节复工复产错位影响，日本、土耳其、印度2024年1月出口同比亦有所改善，显示实际外需有一定程度改善迹象。

**2. 多数经济体需求转暖趋势明显，对美国、发展中经济体出口明显改善。**分国别看，1-2月出口同比改善主要来自美国与发展中地区。发达经济体中对美国1-2月出口同比较前值上升9.5个百分点至2.6%，发展中经济体中东盟、巴西、印度等地区对我国出口贡献均边际改善。外需看，多数发达与发展中经济体转暖趋势明显。

**3. 劳密型产品出口延续改善，汽车链产品出口维持正增长。**分产品看，农产品与原材料拖累1-2月出口同比增速0.4个百分点；劳密型产品拉动1-2月出口同比1.5个百分点，电子产业链产品拉动出口同比0.3个百分点，对出口同比的贡献均边际改善；汽车产业链产品拉动出口增长0.7个百分点，对出口同比拉动作用有所降低，但仍处相对高位。量价拆分来看，出口同比回升主要来自出口数量，从公布的重点产品出口量价数据来看，数量拉动为12月出口金额同比为正的主要原因。边际变化上，1-2月半数产品出口数量同比贡献较前值边际提升，多数产品价格同比贡献较前值边际降低。

### ● 进口：同比回升，内需或延续改善

1-2月进口同比回升，较前值上升3.3个百分点至3.5%。排除基数效应，两年复合同比3.8%，前值-3.7%，反映当前我国内需或有改善。随着三大工程的稳步推进与实物工作量的提升，内需或将温和回升。

### ● 建议对电子产业链、地产后周期与出行消费等出口板块保持关注

**1. 多维度指标指向出口外需实质性回暖，但回升斜率及持续性仍有待进一步观察。**PMI、出口地区与产品结构等多维度指标均指向外需有实质性回暖。往后看，我们预计3月在同期高基数影响下出口同比增速或将较低，再往后，年中欧央行、美联储或将相继进入降息区间，有望提振海外商品需求，且主要经济体或已相继进入主动补库阶段，从而对我国出口带来正向拉动效应，但回升斜率及持续性仍有待进一步观察。我们对后续出口保持谨慎乐观，基准情形下，预计2024年我国出口同比增速前低后高，全年或为低个位数正增长。

**2. 关注电子产业链产品、地产后周期产品与出行消费品出口边际回暖趋势。**韩国出口同比已连续5个月为正，其出口产品以电子产业链产品为主，我国电子产业链产品出口整体亦呈回升趋势。陶瓷、家电、家具、灯具等地产后周期产品或受益于海外房地产温和修复，排除基数效应影响，上述行业10月、11月、12月、1-2月出口两年复合增速分别为-11.6%、-8.7%、-4.7%、0.8%，同比连续回升，此外箱包服装、鞋靴等出行消费品出口两年复合增速同样连续回升，或反映其真实需求已处于上升通道中。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

### 相关研究报告

《“以进促稳”的关键是向改革要动力——宏观经济点评》-2024.3.5

《从网络关系模型理解经济大省如何挑大梁——宏观量化策略之二》-2024.3.4

《节后工业生产端恢复速度或快于需求端——宏观周报》-2024.3.3

## 目 录

1、 出口：排除复工时间错位影响，实际外需仍有改善迹象.....	3
1.1、 全球经济景气度重返景气区间，实际外需或有所改善.....	3
1.2、 多数经济体需求转暖趋势明显，对美国、发展中经济体出口明显改善.....	3
1.3、 劳密型产品出口延续改善，汽车链产品出口维持正增长.....	4
2、 进口：同比回升，内需或延续改善.....	6
3、 多维度指标指向外需实质性回暖，建议对电子产业链、地产后周期与出行消费等出口板块保持关注.....	7
4、 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1： 全球 PMI2024 年 1 月重返荣枯线以上.....	3
图 2： 日本、土耳其、印度 1 月出口有改善迹象但幅度有限.....	3
图 3： 1-2 月我国对美国出口同比明显改善.....	4
图 4： 1-2 月出口同比改善主要来自美国与发展中地区.....	4
图 5： 1-2 月多数经济体需求转暖趋势明显.....	4
图 6： 农产品与原材料产品出口同比降幅收窄、劳密型产品出口同比由负转正，电子链产品出口同比涨幅扩大，汽车产业链产品出口同比涨幅收窄.....	5
图 7： 数量拉动为 1-2 月出口金额同比为正的主因.....	6
图 8： 1-2 月半数产品出口数量同比贡献边际提升.....	6
图 9： 1-2 月多数产品出口价格同比贡献边际降低.....	6
图 10： 半导体、集成电路等高新技术产品与飞机进口同比增速较前值回升幅度较大.....	7

事件:以美元计,中国1-2月出口同比+7.1%,前值+2.3%;1-2月进口同比+3.5%,前值0.2%;1-2月贸易顺差1251.6亿美元,2023年11-12月为1447.9亿美元。

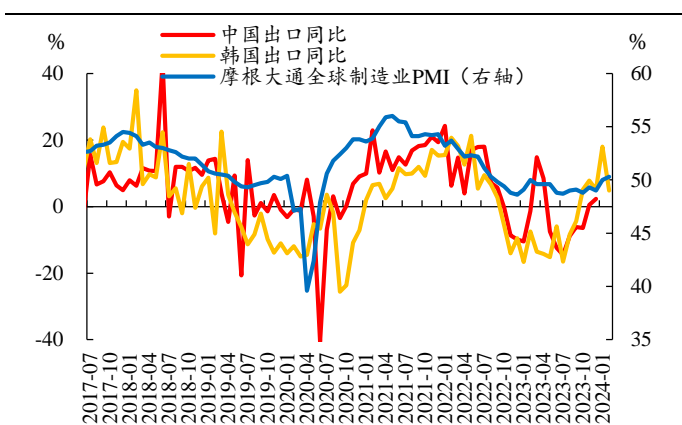
## 1、出口：排除复工时间错位影响，实际外需仍有改善迹象

### 1.1、全球经济景气度重返景气区间，实际外需或有所改善

1-2月摩根大通全球制造业PMI分别为50%、50.3%，较前值有所回升，1月为11个月以来首次处于50%荣枯线以上；韩国出口同比涨幅扩大，1-2月出口同比增速为11.2%，前值为5.0%，两年复合增速为-1.1%，前值为-2.6%，可见同比回升主要受基数效应影响，实际外需边际小幅改善。中国1-2月出口同比涨幅亦有所扩大，1-2月同比增速为7.1%，前值为2.3%，两年复合增速为-1.5%，前值为-5.6%，同样反映实际外需改善。总的来看，排除基数效应影响，1-2月出口数据指向实际外需有一定程度的改善迹象。

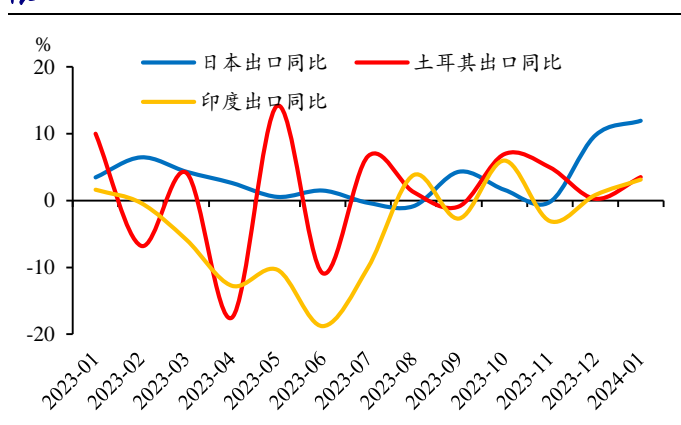
为排除春节复工复产错位影响，我们对春节非传统节日的国家日本、土耳其、印度出口进行观察，其2024年1月出口同比亦有所改善，指向实际外需有改善迹象，但幅度与持续性仍有待观察。

图1：全球 PMI2024 年 1 月重返荣枯线以上



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：中国、韩国出口 2021 年出口同比数据为两年复合增速

图2：日本、土耳其、印度 1 月出口有改善迹象但幅度有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

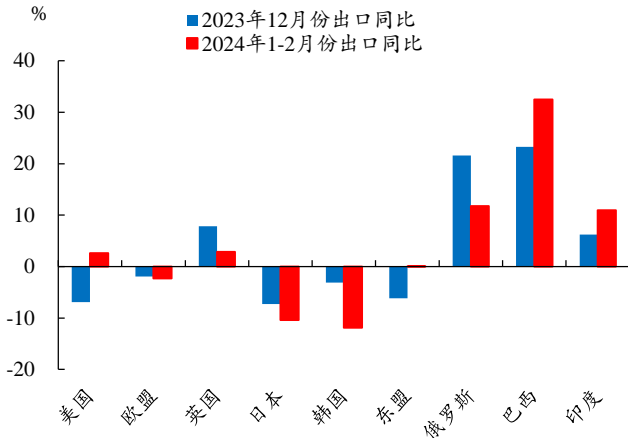
### 1.2、多数经济体需求转暖趋势明显，对美国、发展中经济体出口明显改善

分国别看，1-2月出口同比改善主要来自美国与发展中地区。以1-2月出口各地区同比增速与前值相比较，发达经济体中，对美国的出口同比由负转正，较前值上升9.5个百分点至2.6%；对欧盟出口同比较前值下降0.4个百分点至-2.3%，对日本出口同比较前值下降3.1个百分点至-10.4%；新兴经济体中，对东盟出口同比较前值上升6.2个百分点至0.1%，对巴西出口同比较前值上升9.2个百分点至32.5%。对印度出口同比较前值上升4.8个百分点至11.0%。从出口拉动来看，美国对我国出口贡献边际改善较大，由前值的拖累-1.0个百分点回升至1-2月的拉动0.4个百分点，欧盟、日本等发达经济体对我国出口拖累边际增大；发展中经济体中东盟、巴西、印度等地区对我国出口贡献均边际改善。

从外需看，多数经济体转暖趋势明显。发达经济体中，欧元区1-2月制造业PMI

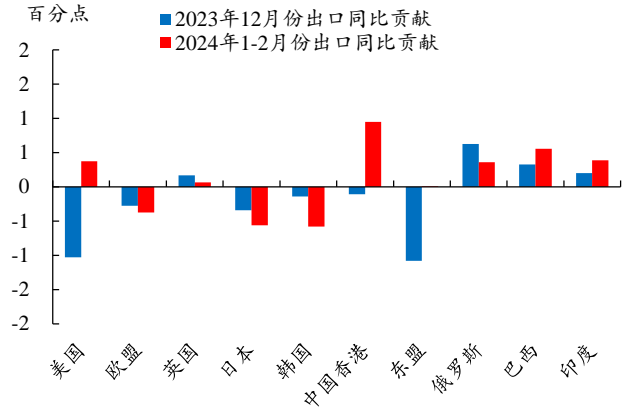
较 2023 年 12 月均有所上升，美国 1-2 月制造业 PMI 较 2023 年 12 月先升后降，但读数仍高于 12 月。新兴经济体中，巴西、印度、韩国 1-2 月制造业 PMI 均高于 2023 年 12 月。

图3：1-2 月我国对美国出口同比明显改善



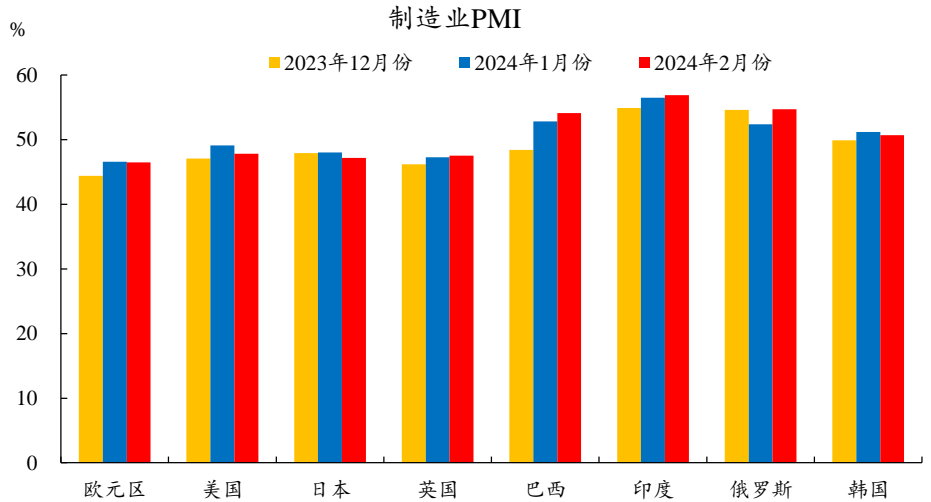
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：1-2 月出口同比改善主要来自美国与发展中地区



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：1-2 月多数经济体需求转暖趋势明显



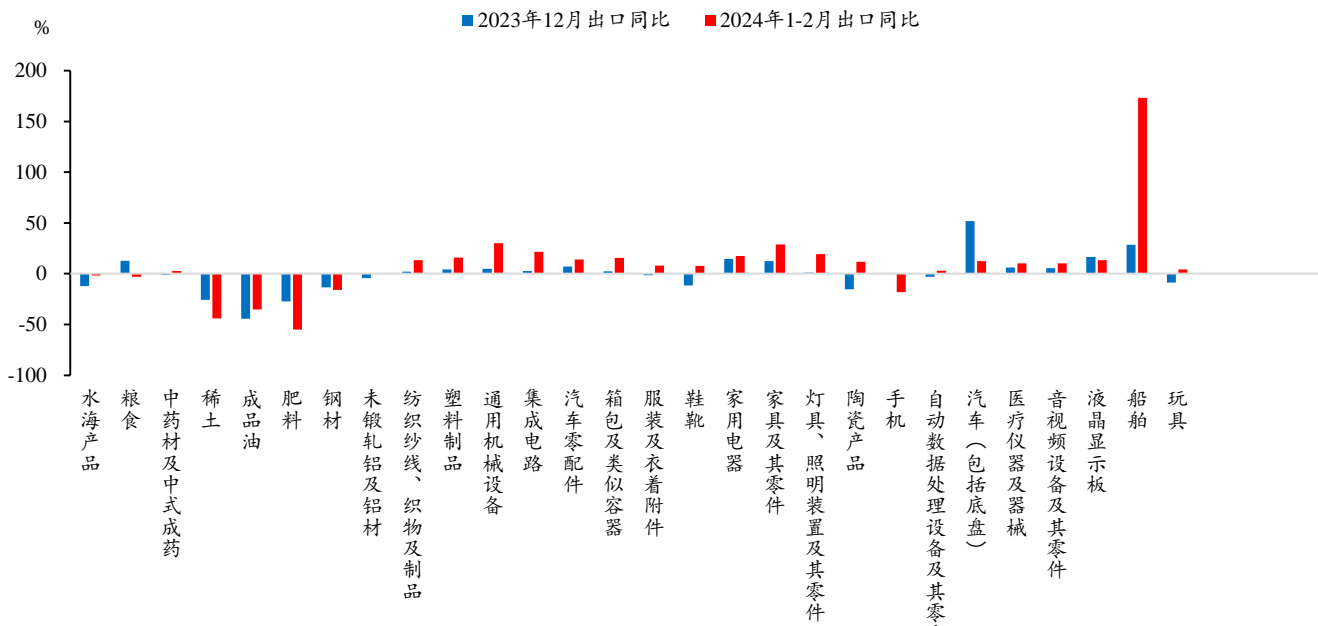
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、劳密型产品出口延续改善，汽车链产品出口维持正增长

分产品看：农产品与原材料产品出口同比降幅收窄、劳密型产品出口同比由负转正，电子链产品出口同比涨幅扩大，汽车产业链产品出口同比涨幅收窄。以当月同比增速计，农产品与原材料类产品出口金额同比增速较前值回升，其中水海产品出口同比较前值上升 10.5 个百分点至-1.8%，成品油出口同比较前值上升 9.1 个百分点至-35.1%，农产品与原材料产品合计拖累出口同比增速 0.4 个百分点，前值为拖累 1.3 个百分点。劳动密集型产品出口金额同比增速较前值回升，其中箱包及类似容器

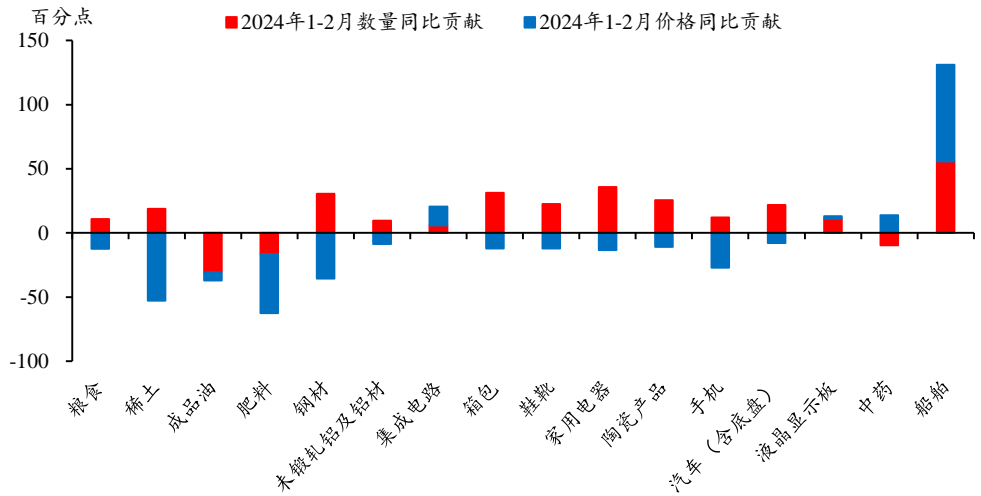
出口同比较前值上升 13 个百分点至 15.5%，服装及衣着附件出口同比较前值上升 9.5 个百分点至 7.9%，劳动密集型产品合计拉动出口同比增长 1.5 个百分点，前值为拖累 0.3 个百分点。电子产业链产品出口同比增速较前值上升，其中自动数据处理设备及其零部件出口同比较前值上升 6.1 个百分点至 3.0%，集成电路出口同比较前值上升 18.8 个百分点至 21.4%。电子产业链产品合计拉动出口同比 0.3 个百分点，前值拉动 0.1 个百分点。汽车产业链产品出口同比涨幅收窄，其中汽车与底盘出口同比增速较前值下降 39.6 个百分点至 12.3%，汽车产业链产品合计拉动出口增长 0.7 个百分点，前值拉动 1.2 个百分点。

图6：农产品与原材料产品出口同比降幅收窄、劳密型产品出口同比由负转正，电子链产品出口同比涨幅扩大，汽车产业链产品出口同比涨幅收窄

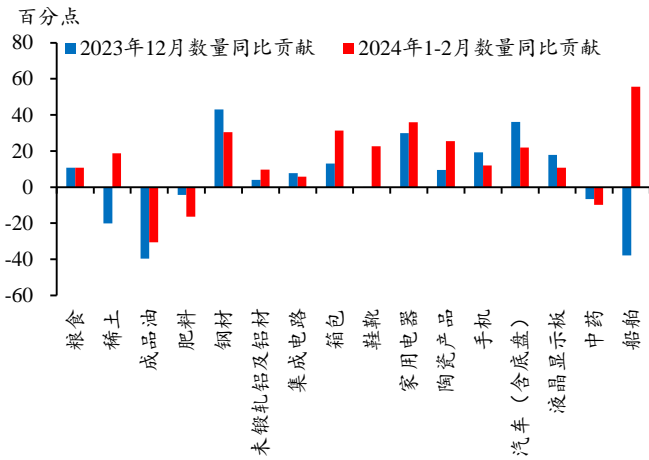


数据来源：Wind、开源证券研究所

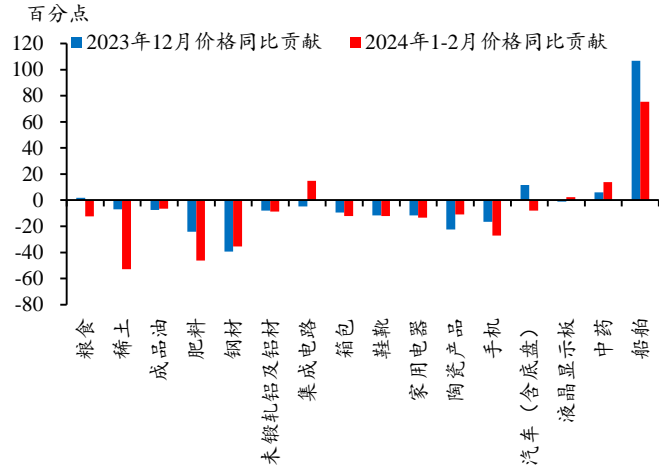
量价拆分来看，出口同比回升主要来自出口数量。将 1-2 月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。出口数量贡献方面，粮食、稀土、钢材、未锻轧铝及铝材、集成电路、箱包、鞋靴、家电、陶瓷、手机、液晶显示板、汽车与底盘、船舶等产品出口数量贡献仍为正，仅有成品油、肥料、中药出口数量贡献为负。价格贡献方面，稀土、成品油、肥料、钢材、铝材等原材料产品价格贡献均为负，此外箱包、鞋靴、家电、陶瓷和手机等产品价格贡献亦为负，仅有集成电路、液晶显示板、中药和船舶出口价格贡献为正。从公布的重点产品出口量价数据来看，数量拉动为 1-2 月出口金额同比为正的主要原因，边际变化上，1-2 月半数产品出口数量同比贡献较前值边际提升，多数产品价格同比贡献较前值边际降低，亦部分印证了外需的改善。

**图7：数量拉动为1-2月出口金额同比为正的主因**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：1-2月半数产品出口数量同比贡献边际提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：1-2月多数产品出口价格同比贡献边际降低**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、进口：同比回升，内需或延续改善

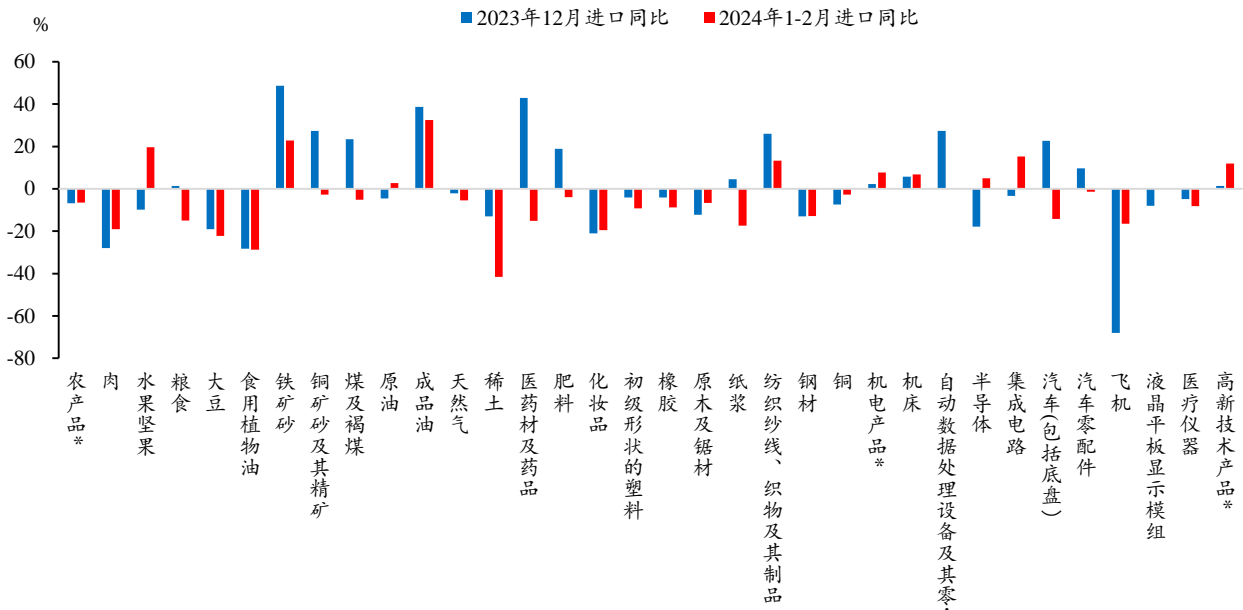
1-2月进口同比回升，较前值上升3.3个百分点至3.5%。排除基数效应，两年复合同比3.8%，前值-3.7%，反映当前我国内需或有改善。

进口产品方面，以当月同比增速计，半导体、集成电路等高新技术产品与飞机进口同比增速较前值回升幅度较大，其中半导体进口金额同比增速较前值上升22.9个百分点至5%；医药材、稀土、铜矿砂、铁矿砂、煤进口同比增速较前值回落幅度较大，其中医药材进口金额同比增速较前值回落58.1个百分点至-15.1%。

后续来看，随着“三大工程”的稳步推进与实物工作量的提升，内需或将继续

温和回升。

图10：半导体、集成电路等高新技术产品与飞机进口同比增速较前值回升幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：“农产品\*”、“机电产品\*”、“高新技术产品\*”包括图中已列明的有关商品。

### 3、多维度指标指向外需实质性回暖，建议对电子产业链、地产后周期与出行消费等出口板块保持关注

(1) 多维度指标指向出口外需实质性回暖，但回升斜率及持续性仍有待进一步观察。从PMI看，发展中与发达国家需求整体呈回升趋势；从出口地区结构看，对美国与发展中地区出口改善明显；从出口产品结构看，原材料、农产品、劳密型产品、电子产业链产品出口均改善；多维度指标指向外需有实质性回暖。往后再看，我们预计3月在同期高基数影响下出口同比增速或将较低，再往后，年中欧央行、美联储或将相继进入降息区间，有望提振海外商品需求，且主要经济体或已相继进入主动补库阶段，从而对我国出口带来正向拉动效应，但回升斜率及持续性仍有待进一步观察。我们对后续出口保持谨慎乐观，基准情形下，预计2024年我国出口同比增速前低后高，全年或为低个位数正增长。

(2) 关注电子产业链产品、地产后周期产品与出行消费品出口边际回暖趋势。韩国出口同比已连续5个月为正，其出口产品以电子产业链产品为主，我国电子产业链产品出口整体亦呈回升趋势。陶瓷、家电、家具、灯具等地产后周期产品或受益于海外房地产温和修复，排除基数效应影响，上述行业10月、11月、12月、1-2月出口两年复合增速分别为-11.6%、-8.8%、-4.7%、0.8%，同比连续回升，此外箱包服装、鞋靴等出行消费品出口两年复合增速同样连续回升，或反映其真实需求已处于上升通道中。

#### 4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。



## 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