

外需改善带动 1-2 月出口明显增长

——对 1-2 月外贸数据的思考与未来展望

专题内容摘要

核心观点：

1-2 月中国以美元计价的出口同比增长 7.1%（前值 2.3%）。经季节性调整后，1-2 月出口环比增长 6.3%，较 12 月有明显的回升。外需的改善可能是出口环比回升的主要原因，此外，年尾的技术性因素可能也有一定影响。1-2 月进口规模的季调环比增长 1.7%，表明内需可能正在持续修复。展望未来，我们认为，中国季节性调整后的出口规模或能保持温和的环比正增长，进口也有望继续增长。

➤ 1-2 月出口明显反弹

1-2 月中国出口同比增速为 7.1%（美元计价，前值 2.3%），较上月大幅回升，也明显好于市场一致预期（0.3%）。经过季节性调整以后，1-2 月出口环比也出现了显著的上行，1-2 月平均的出口规模较 12 月环比增长 6.3%（前值-0.1%）。

➤ 多数产品出口回升，对主要贸易对象出口普遍改善

季节性调整后，分产品看，除原材料出口继续下滑（环比-2.1%），农产品出口基本保持平稳外（环比-0.4%），其余主要出口大类均有明显改善，包括轻工、机电产品的出口都出现了较大幅度的回升，高新技术产品出口也有进一步改善（环比分别为+7.2%、+7.2%、+2.3%）。分出口对象看，我国对新兴经济体、转口贸易对象与发达经济体的出口都有明显的改善（环比分别为+4.6%、+5.3%、+4.4%），只有对韩国、日本等个别国家出口表现偏弱。

➤ 1-2 月出口为何环比回升？

一方面，外需的改善可能是主要原因，1、2 月摩根大通全球制造业 PMI 分别 50.0%、50.3%，较 12 月（49.0%）明显回升。1-2 月韩国出口同比增速也有大幅回升，同比增长 11.2%（前值 5.0%）。另一方面，出口环比的回升，可能也与一些年尾的技术性因素有关。

➤ 1-2 月进口继续回升，表明内需或持续修复

1-2 月进口同比增速为 3.5%（美元计价，前值 0.2%），较上月进一步回升，好于市场的一致预期（0.1%）。季节性调整后，进口规模环比增长 1.7%（前值 0.8%），反映出内需或正在持续修复。从四年复合同比增速来看，主要进口产品中，高新技术产品的进口出现反弹，机电产品的进口保持平稳，原材料的进口则有所回落。

➤ 后续外贸走势展望

出口方面，近几个月中国出口份额保持平稳，我们认为 2024 年中国出口份额或好于预期，同时，美国经济也有望软着陆，支撑中国外需。因为，我们认为，我国季节性调整后的出口规模或有望保持温和的环比正增长。当然，考虑到 2023 年年初基数较高，3-4 月的出口同比增速可能会处于负增长区间。进口方面，近期超预期的社融、PMI、春节假期消费的数据都显示出，内需或正在修复的正循环之中，我们认为进口也有望继续增长。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

1、《2 月 PMI 继续好于季节性：——对 2 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望》2024.03.04
 2、《特朗普若当选加征关税的可能不宜低估：——海外宏观周专题》2024.02.25

正文目录

1.	1-2月出口明显反弹	3
1.1	1-2月出口环比大幅回升	3
1.2	多数产品出口回升	4
1.3	对各类贸易对象的出口均有明显好转	5
2.	1-2月进口继续回升，表明内需或持续修复	7
2.1	1-2月进口环比上行	7
2.2	产成品进口回升，原材料进口回落	8
3.	后续外贸走势展望	9
3.1	出口有望保持温和的环比正增长	9
3.2	进口或随内需修复进一步回升	11
4.	风险提示	11

图表目录

图表 1:	中国出口同比增速 (美元计价)	3
图表 2:	中国出口金额 (季调)	3
图表 3:	轻工产品出口金额 (季调)	4
图表 4:	高科技和机电产品出口金额 (季调)	4
图表 5:	部分机电产品出口金额 (季调)	5
图表 6:	农产品和原材料的出口金额 (季调)	5
图表 7:	对发达国家与地区的出口 (季调)	6
图表 8:	对主要新兴市场国家与地区的出口 (季调)	6
图表 9:	对发达国家与地区出口的复合同比增速	6
图表 10:	对主要新兴市场国家与地区出口的复合增速	6
图表 11:	中国进口同比增速 (美元计价)	7
图表 12:	中国进口规模 (季调)	7
图表 13:	铁矿石和原油进口金额复合增速	8
图表 14:	高科技和机电产品进口金额复合增速	8
图表 15:	全球制造业 PMI	9
图表 16:	韩国出口同比增速	10
图表 17:	主要国家与地区出口: 中国的份额	11

1. 1-2月出口明显反弹

1-2月出口（以美元计价）季调环比大幅回升，其中，轻工、机电、高新技术产品的出口都有明显的回升，对各类贸易对象的出口也普遍出现改善。

1.1 1-2月出口环比大幅回升

1-2月中国出口同比增速为7.1%（美元计价，前值2.3%），较上月大幅回升，也明显好于市场一致预期（0.3%）。

经过季节性调整以后，1-2月出口环比也出现了显著的上行，1-2月平均的出口规模较12月环比增长6.3%（前值-0.1%）。

图表1：中国出口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 多数产品出口回升

季节性调整后，除原材料出口继续下滑，农产品出口基本保持平稳外，其余主要出口大类均有明显改善，包括轻工、机电产品的出口都出现了较大幅度的回升，高新技术产品出口也有进一步改善。

具体而言，经过季节性调整后：

- 原材料出口继续回落，环比下降 2.1%（前值-10.3%）。
- 农产品出口基本保持平稳，环比下降 0.4%（前值-0.4%）。
- 轻工制造类产品的出口明显回升（环比+7.2%，前值+2.9%）。

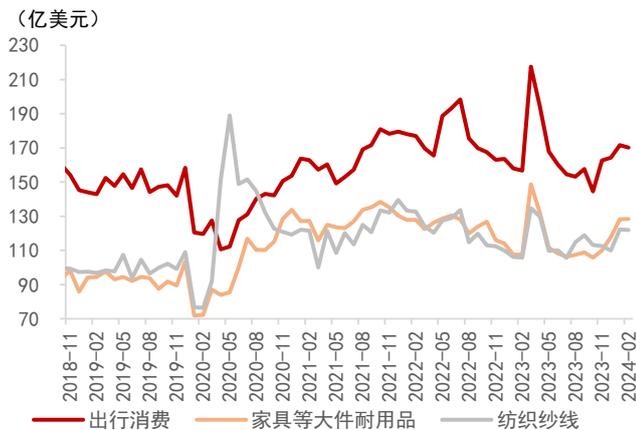
其中，家具照明等地产后周期产品、鞋服箱包等出行相关产品均加速回升，其环比增速分别为+8.9%、+4.0%（前值+7.1%、+1.0%）。此前持续回落的纺织纱线等产品的出口也出现了反弹，环比增长 11%（前值-2.5%）。

- 机电产品出口也大幅回升（环比+7.2%，前值+2.6%）。

其中，医疗仪器、集成电路的出口均继续增长，其出口金额分别环比增长 2.7%、4.9%（前值+4.6%、+3.9%）；但汽车出口有所回落，出口金额环比下降 3.0%（前值+2.7%）。

- 高新技术产品出口也有进一步改善（环比+2.3%，前值+0.8%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）

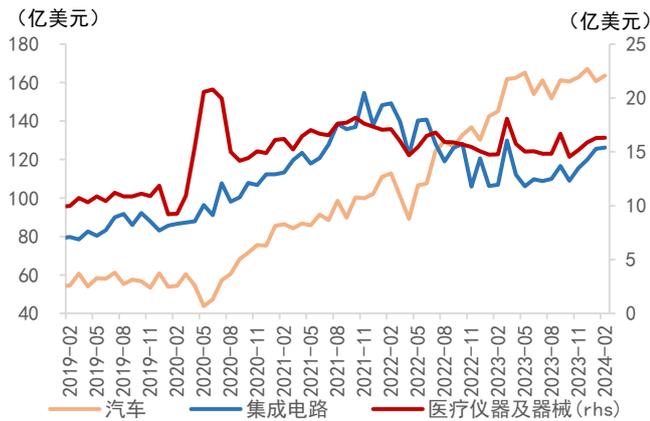


资料来源：Wind，国联证券研究所

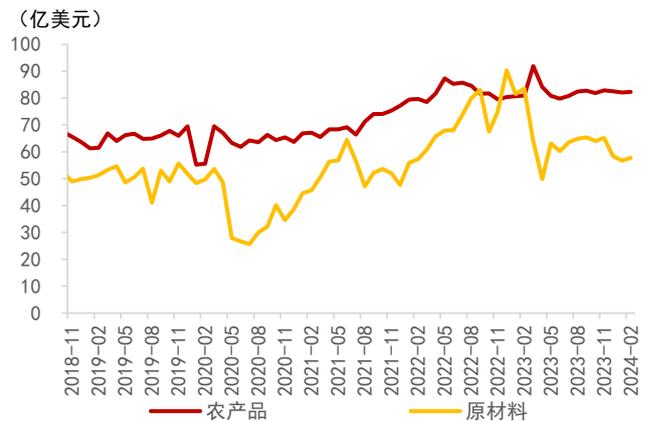
图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：部分机电产品出口金额（季调）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：农产品和原材料的出口金额（季调）


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 对各类贸易对象的出口均有明显好转

季节性调整后，我国对新兴经济体、转口贸易对象与发达经济体的出口都有明显的改善——尽管对韩国、日本等个别国家的出口表现偏弱。

具体而言，季节性调整后，主要贸易对象中：

- 对新兴经济体的出口整体明显反弹（环比+4.6%，前值+0.2%）。

其中，对巴西、印度的出口都有明显回升，分别环比增长 10.0%、5.6%（前值+4.5%、-1.1%）；对俄罗斯的出口略有回升，环比增长 0.3%（前值-0.8%）。

- 对转口贸易对象的出口整体继续回升（环比+5.3%，前值+2.1%）。

其中，对东盟、中国香港的出口大幅回升，1-2月平均较上月环比增长 7.8%、5.1%（前值+1.9%、+0.8%）；但对韩国的出口表现稍弱，环比下降 2.9%（前值+5.4%）。

- 对发达经济体的出口总体也有进一步回升（环比+4.4%，前值+3.0%）。

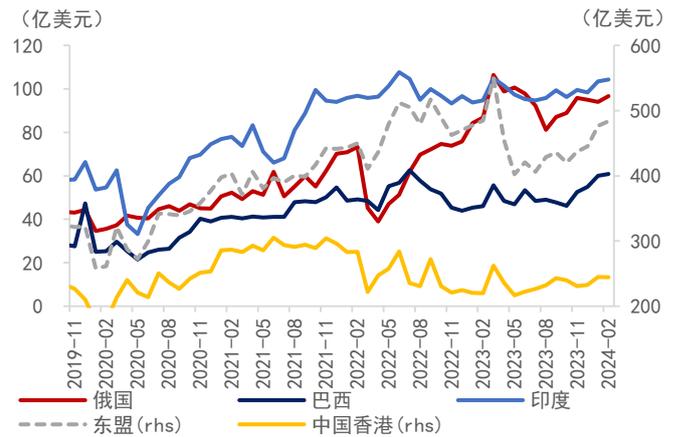
其中，对美国的出口明显反弹，环比增长 7.2%（前值-2.5%），对欧盟的出口也进一步增长（环比 3.1%，前值 9.5%）；但对日本出口稍有回落，环比下降 0.5%（前值+2.5%）。

图表7：对发达国家与地区的出口（季调）



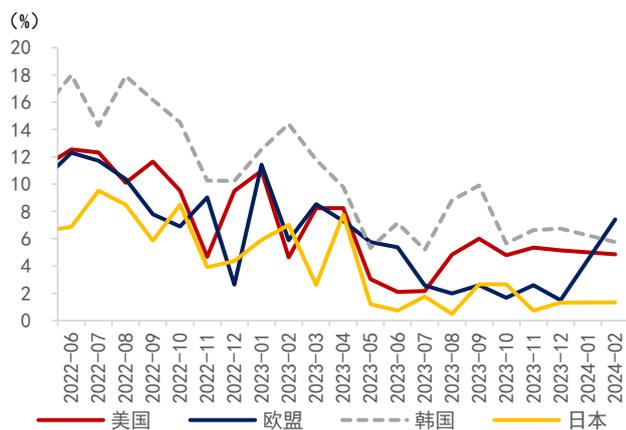
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



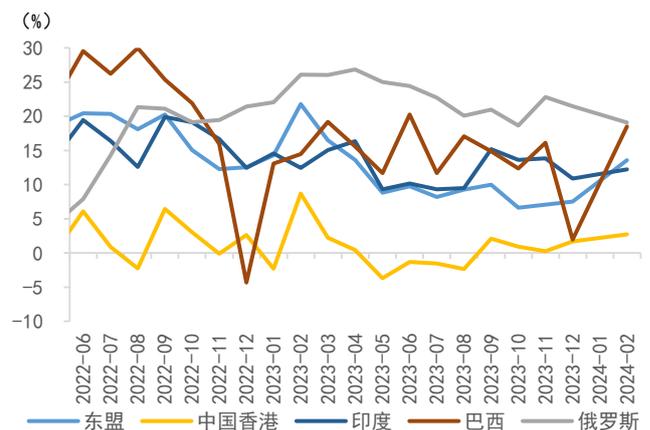
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：对发达国家与地区出口的复合同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：同比均以2019年为基期

图表10：对主要新兴市场国家与地区出口的复合增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：同比均以2019年为基期

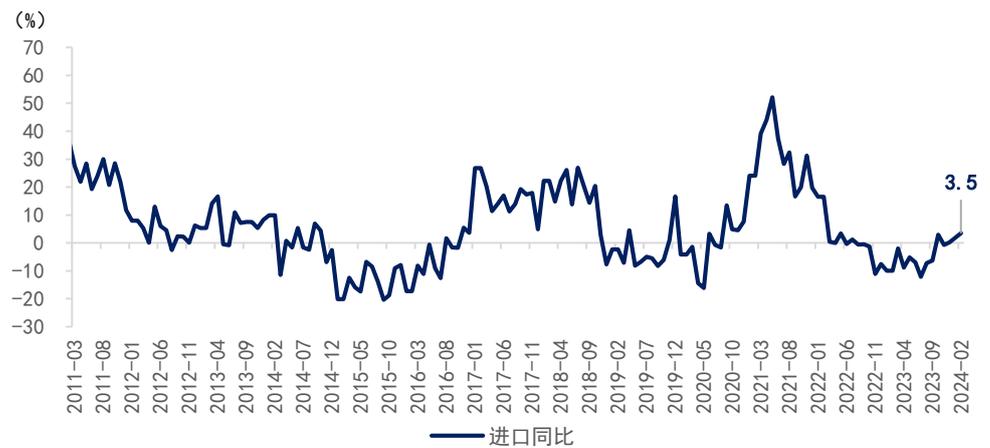
2. 1-2月进口继续回升，表明内需或持续修复

1-2月进口规模季调之后继续回升，高新技术产品的进口对此有较大贡献。

2.1 1-2月进口环比上行

1-2月进口同比增速为3.5%（美元计价，前值0.2%），较上月进一步回升，好于市场的一致预期（0.1%）。

图表11：中国进口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

季节性调整后，进口规模环比增长1.7%（前值0.8%），较上月继续回升。就绝对水平而言，1-2月的进口规模也是近一年多以来，仅次于2023年10月的次高值。

图表12：中国进口规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

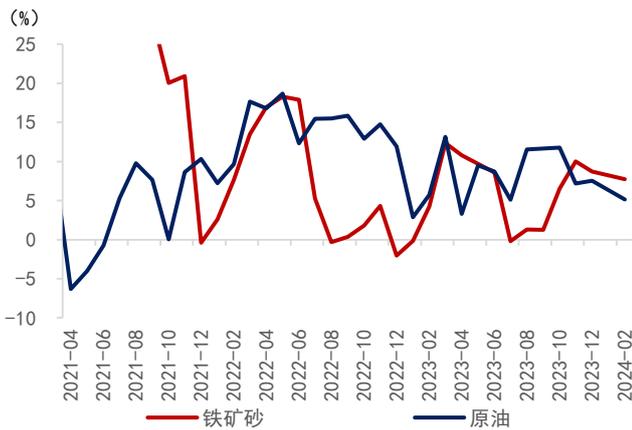
2.2 产成品进口回升，原材料进口回落

1-2月主要进口产品中，高新技术产品的进口出现反弹，机电产品的进口保持平稳，原材料的进口则有所回落。

主要大宗原材料进口有所回落。从以2019年为基期的复合同比增速来看，1-2月原油和铁矿石进口都从此前较高的增速有所回落，其复合同比增速为5.1%、7.7%（前值7.6%、8.7%）。

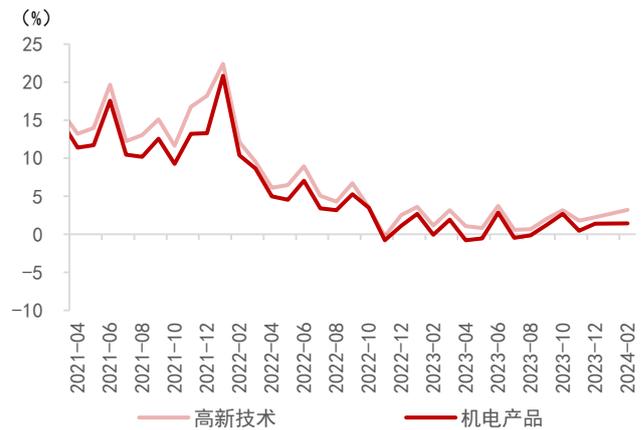
主要产成品进口则明显改善。1-2月高新技术产品的进口增速继续回升，其以2019年为基期的复合同比增速为3.2%（前值2.2%）；而机电产品的进口则保持平稳，其以2019年为基期的复合同比增速为1.4%，与上月持平。

图表13：铁矿石和原油进口金额复合增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：以19年为基期作复合平均增速

图表14：高科技和机电产品进口金额复合增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：以19年为基期作复合平均增速

3. 后续外贸走势展望

1-2 月出口的回升主要受益于外需回暖，此外可能还与年尾的技术性因素有关。进口的继续回升则反映出内需或正在持续修复。展望未来，我们预计中国的出口和进口都有望保持环比温和增长。

3.1 出口有望保持温和的环比正增长

1-2 月出口同比保持正增长 (7.1%，前值 2.3%)，从以 2019 为基期的复合同比增速来看，1-2 月出口同比增速较上月回升 2.2 个百分点。季节性调整后，1-2 月出口环比也有明显回升 (6.3%)，显示出口整体较强。

1-2 月出口为何环比回升？

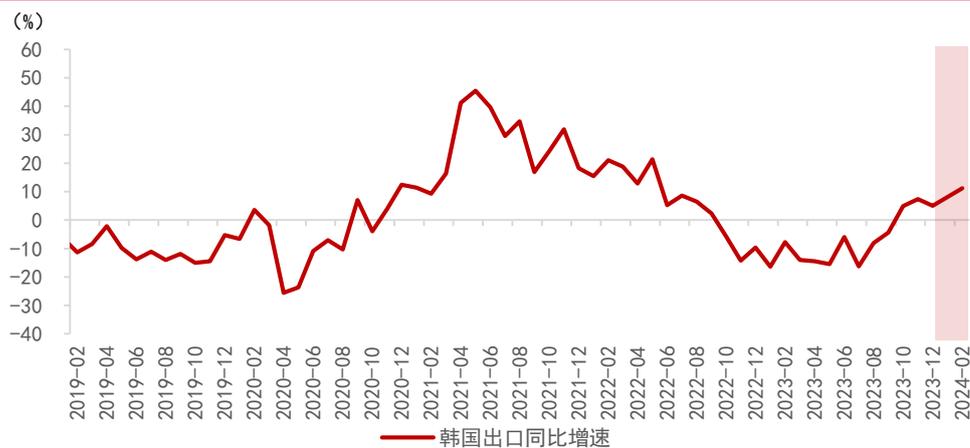
一方面，外需的改善可能是主要原因。1、2 月摩根大通全球制造业 PMI 分别 50.0%、50.3%，较 12 月 (49.0%) 明显回升。1-2 月韩国出口同比增速也有大幅回升，同比增长 11.2% (前值 5.0%)。

一些微观的反馈也显示 1-2 月外贸需求的确较为旺盛。我们观察到，一些港口的集装箱运量有进一步上行，码头空箱的情况也明显好于往年同期。此外，节后外贸工厂普遍面临招工难的问题，也侧面显示出外贸需求较强。

图表 15：全球制造业 PMI



图表16: 韩国出口同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面, 出口环比指标的增长, 可能还与年尾的一些技术性因素有关。我们认为不能排除一些年底出口统计的技术性原因影响, 导致12月出口数据偏低一些, 1-2月出口数据偏高一些。因此我们可以看到出口在不同品类、不同贸易对象间出现了较为普遍的环比回升。上个月出口的低基数, 可能也是1-2月出口的环比上涨幅度比其他统计维度(同比、复合平均增速)的变动更为明显的原因。

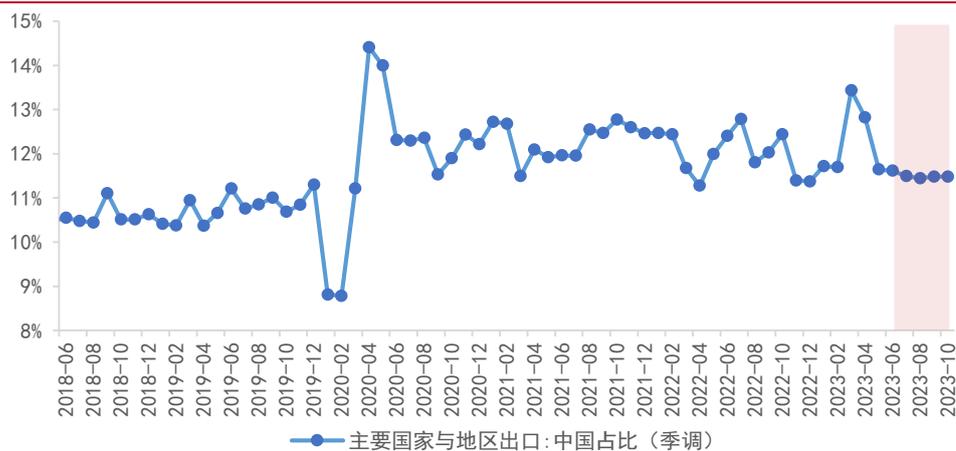
展望后续出口走势, 我们认为, 2024年我国季节性调整后的出口规模或也有望保持温和的环比正增长。

首先, 从出口份额来看, 近几个月中国出口的全球份额整体保持平稳。其中, 中国产品在美国及其盟友的市场份额也维持稳定, 并无“断链脱钩”明显加速的迹象。2024年中国出口份额表现可能好于预期(《中国出口的全球份额有何变化?》)。

其次, 我们预计2024年美国也有望软着陆, 支撑中国外需(《为何我们预测2024年美国或超预期?》)。

当然, 考虑到2023年年初基数较高, 3-4月的出口同比增速可能会处于负增长区间。更长期来看, 在海外经济与政策仍有相当不确定的情况下, 可能还需要密切追踪相关情况并及时对预测进行更新。

图表17：主要国家与地区出口：中国的份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国10月出口受到超长假期扰动，对9、10月数据进行了平滑处理。

3.2 进口或随内需修复进一步回升

从季节性调整后的数据来看，1-2月进口继续环比回升，反映出内需或正在持续修复之中。

近期其他的一些数据也显示出，内需或正在修复的正循环之中，包括1月社融超预期，1-2月PMI表现强于季节性，春节期间消费数据也出现超预期的回升。这一系列超预期的经济数据意味着，企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入增长和消费回升可能正在一定程度上形成正向循环。以资本支出为核心的正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期。此外，近期两会宣布的1万亿元特别国债，也有望进一步提振基建投资，推动经济稳增长。

我们预计，今年1季度或者2季度GDP环比增速有望重新回到1.1%-1.2%的潜在增速上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏。而内需的持续修复，也有望带动进口的季调环比增速进一步回升。

4. 风险提示

海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼