

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口增速明显抬升的两大推力

2024年3月8日

- **出口增速明显抬升有两大推力。**今年1-2月中国出口累计同比增速扭转了去年同期累计同比负增长的局面。从出口实际金额的明显增长来看,我们认为,此次出口数据明显改善背后的动力或是海外制造业景气度回升、“一带一路”新兴市场的扩大。从海外制造业PMI来看,今年1-2月美国制造业进口PMI和越南制造业PMI扭转至扩张区间,欧元区制造业PMI也是近10个月以来的较高水平。不仅如此,根据重点出口商品的量价表现,我们认为,出口数量依旧是此次出口增速回升的主导力量。
- **进口增长背后有进口价格因素的提振。**从绝对金额来看,无论是出口、还是进口,增速的明显改善主因均不是基数变动。我们认为,今年1-2月进口累计同比增长背后,要看到国内工业生产需求仍在恢复,也要看到进口增长背后也有进口价格因素的提振。从进口细分商品来看,这次进口的增长既有机电产品、也有能源资源品和工业原料等大宗商品。工业原料方面,铁矿砂和铜矿砂相关产品进口金额累计同比增速均有改善,但价格改善幅度较大是工业原料进口金额增速明显改善的主要因素。
- **即使出口增速再回落,出口表现也不会太差。**目前海外降息尚未启动,主要是全球制造业触底和美国补库在影响出口。根据新订单与自由库存之差的领先表现,我们认为,后续美国补库空间仍能利好我国出口。其次,摩根大通全球制造业PMI已在今年前两月进入扩张区间,我们认为全球制造业触底回升仍有望成为今年的趋势。不仅如此,美国再次对俄罗斯增加制裁,俄罗斯商品进口转向我国的需求仍在。即使出口增速有回落,但受全球制造业触底回升的影响,我们认为全年出口增速表现不会太差。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,全球经济景气度不及预期等。

目录

一、出口增速明显抬升有两大推力	3
二、进口增长背后有进口价格因素的提振	5
三、附录	7
风险因素	8

表目录

附表 1: 2024 年 1-2 月中国出口重点商品金额同比增速表	7
附表 2: 2024 年 1-2 月中国进口重点商品金额同比增速表	8

图目录

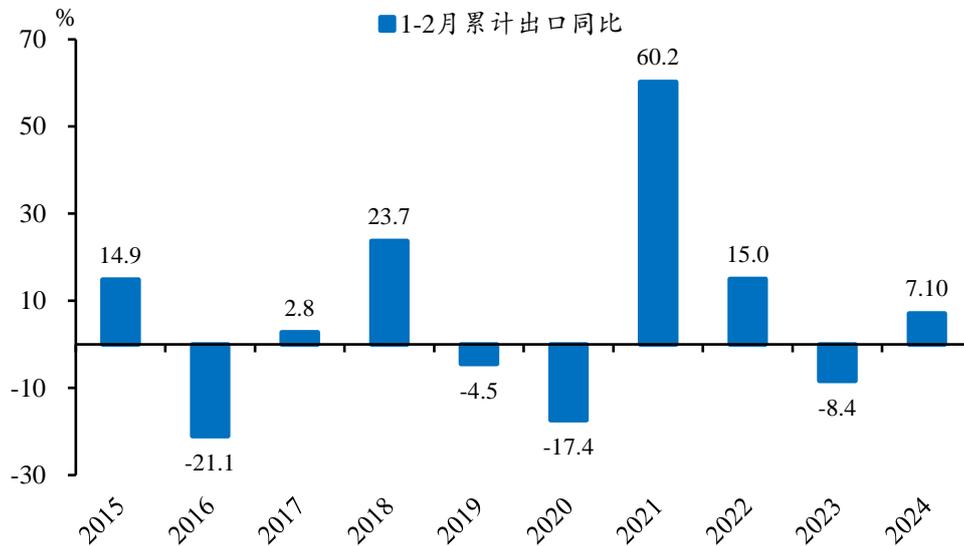
图 1: 今年 1-2 月出口累计同比增速转正	3
图 2: 今年 1-2 月出口金额绝对值仅次于 2022 年	3
图 3: 出口累计增速回升, 欧美和新兴市场国家均有贡献	4
图 4: 去年三季度以来, 出口数量具备回升趋势	4
图 5: 今年 1-2 月进口累计同比维持正增	5
图 6: 过去半年, 进口价格拖累逐步改善	6
图 7: 美国 PMI 的 12 月移动平均走势有触底回升迹象	7

一、出口增速明显抬升有两大推力

今年 1-2 月中国出口累计同比增速录得 7.1%，扭转了去年同期累计同比负增长的局面。今年开年出口数据的表现较强，1-2 月累计出口金额达 5280 亿美元，仅次于 2022 年同期的 5381 亿美元。

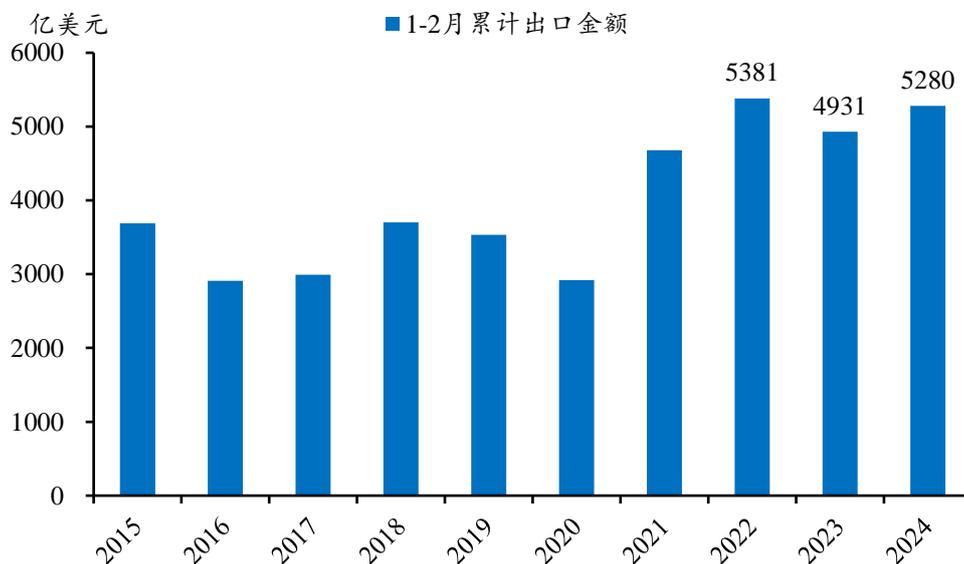
从出口实际金额的明显增长来看，我们认为，此次出口数据明显改善并非单纯的基数因素带来的提振，背后的动力或是海外制造业景气度回升、“一带一路”新兴市场的扩大。

图 1：今年 1-2 月出口累计同比增速转正



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：今年 1-2 月出口金额绝对值仅次于 2022 年



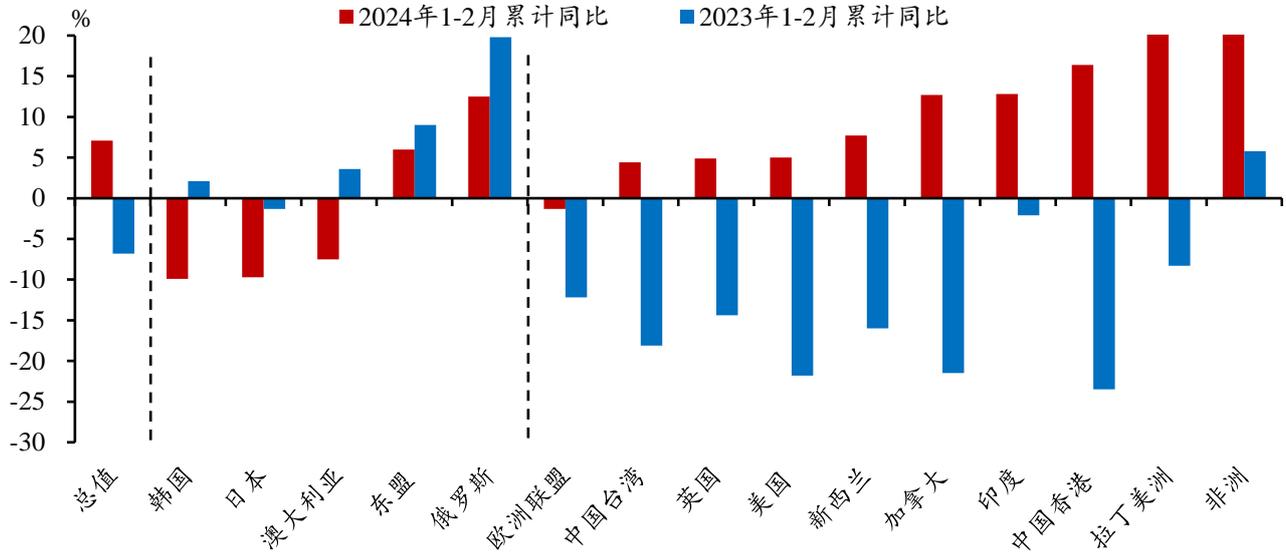
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

我们认为，此次出口明显改善背后的动力或是海外制造业景气度回升。分国家来看，欧美和新兴市场国家均对此次出口累计增速上升有贡献。从海外制造业 PMI 来看，今年 1-2 月美国制造业进口 PMI 和越南制造业 PMI 扭转至扩张区间，这是自 2022 年 9 月以来美国进口 PMI 再次进入扩张区间。不仅如此，尽管欧元区制造业景气度尚未恢复至扩张区间，但 1、2 月欧元区制造业 PMI 也是近 10 个月以来的较高水平。

不仅如此，对新兴市场的出口累计同比增速也处于较高水平，海关总署指出，今年1-2月我国对共建“一带一路”国家合计出口1.75万亿元，增长13.5%。

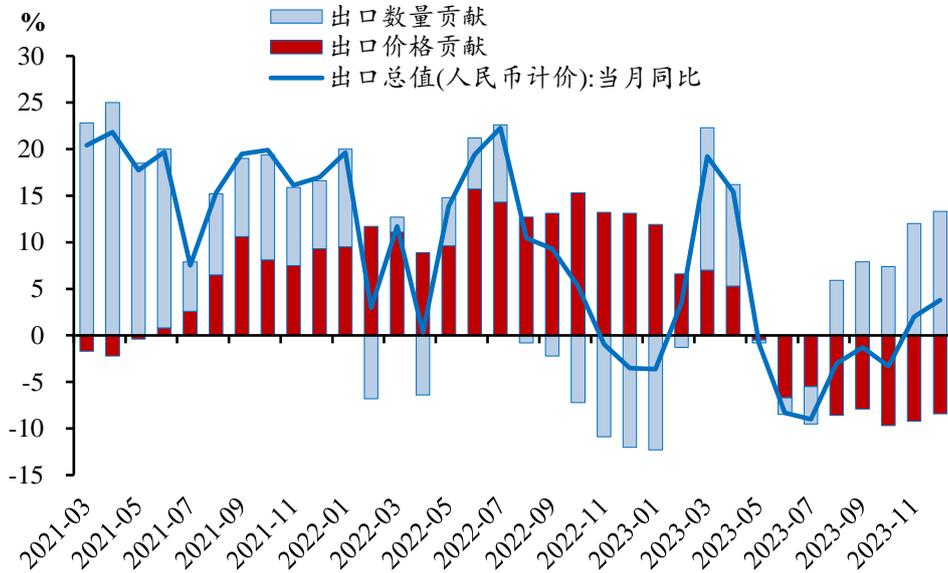
出口数量或是此次出口增速回升的主导力量。此次出口增速中，七大劳动密集型产品与机电产品均有明显改善。劳动密集型产品中，家具及其零件的出口增速改善最明显（附表1）。不仅如此，机电产品出口累计同比增速改善幅度也超15pct（附表1）。从量价视角来看，去年三季度以来，出口数量具备回升趋势，而出口价格却一直处在负增长。根据重点出口商品的量价表现，我们认为，出口数量依旧是此次出口增速回升的主导力量。

图 3：出口累计增速回升，欧美和新兴市场国家均有贡献



资料来源：海关总署，信达证券研发中心

图 4：去年三季度以来，出口数量具备回升趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

二、进口增长背后有进口价格因素的提振

今年1-2月中国进口金额(按美元计)同比增速录得3.5%，从进口绝对金额来看，1-2月进口金额4029亿美元，同样仅次2022年同期的进口金额水平(4326亿美元)。

可见，无论是出口、还是进口，增速的明显改善主因均不是基数变动。我们认为，今年1-2月进口累计同比增长背后，**要看到国内工业生产需求仍在恢复，也要看到进口增长背后也有进口价格因素的提振。**

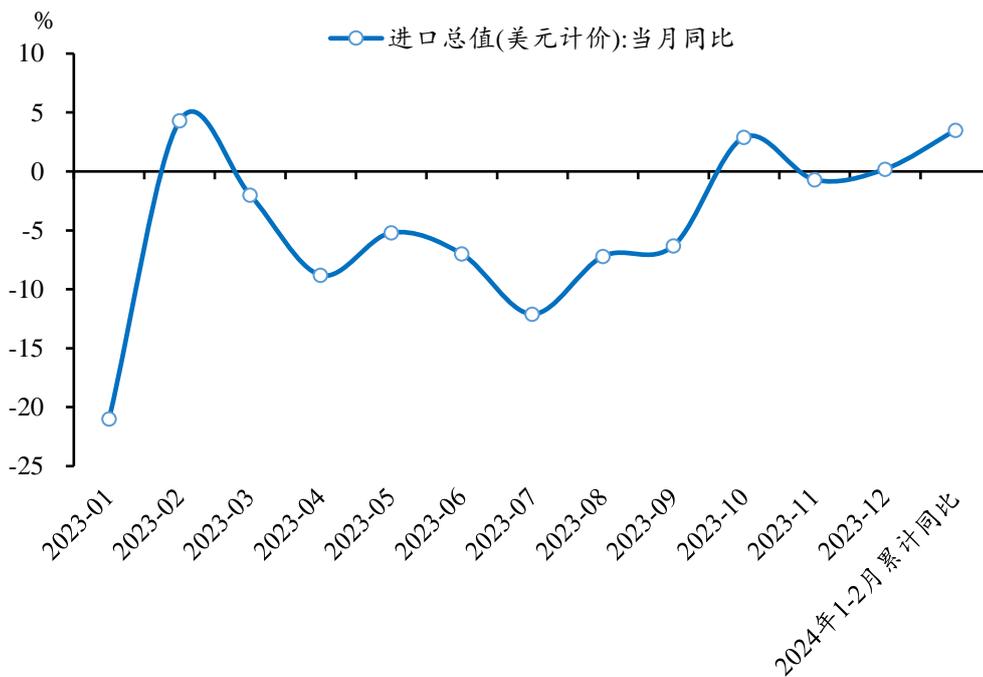
从进口细分商品来看，这次进口的增长既有机电产品、也有能源资源品和工业原料等大宗商品(附表2)。

1) 机电产品方面，机床、医疗仪器及器械的进口价格改善较多，而二极管及类似半导体器件、集成电路则是进口数量改善较多。

2) 能源资源品方面，除煤炭进口数量明显回落之外，原油、天然气等能源资源品整体进口金额改善均是进口数量主导。

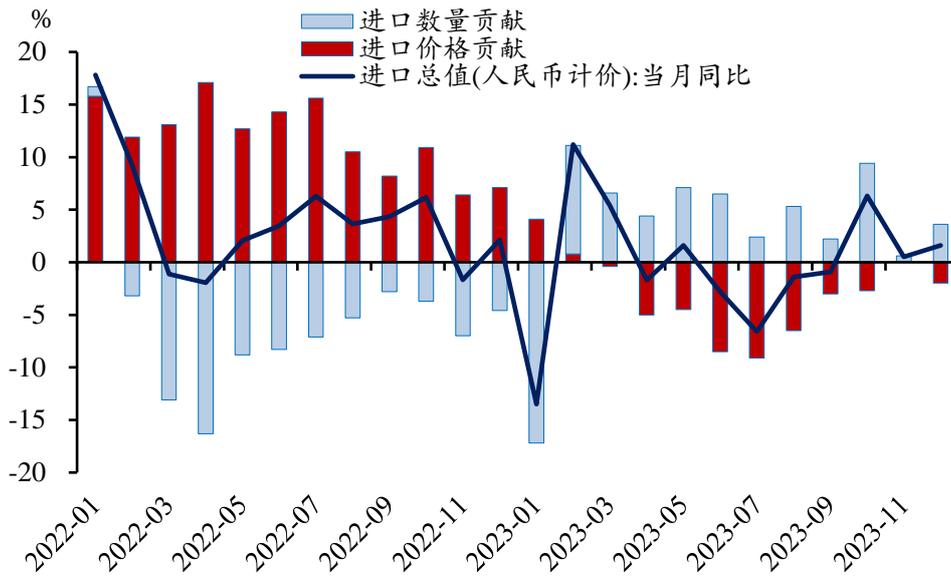
3) 工业原料方面，铁矿砂和铜矿砂相关产品进口金额的累计同比增速均有改善，铁矿砂相关产品出口增速从去年同期的-5.4%改善至今年1-2月的22.8%，铜矿砂相关产品出口增速从去年同期的-5.3%改善至-2.7%。但从量价拆分来看，价格改善幅度较大是工业原料进口金额增速明显改善的主要因素。

图 5：今年1-2月进口累计同比维持正增



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：过去半年，进口价格拖累逐步改善



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

今年利好出口的几个关键因素是美国补库、全球制造业触底和海外降息（见已外发报告《中国出口形势的扭转与机遇——2024 年出口展望》）。

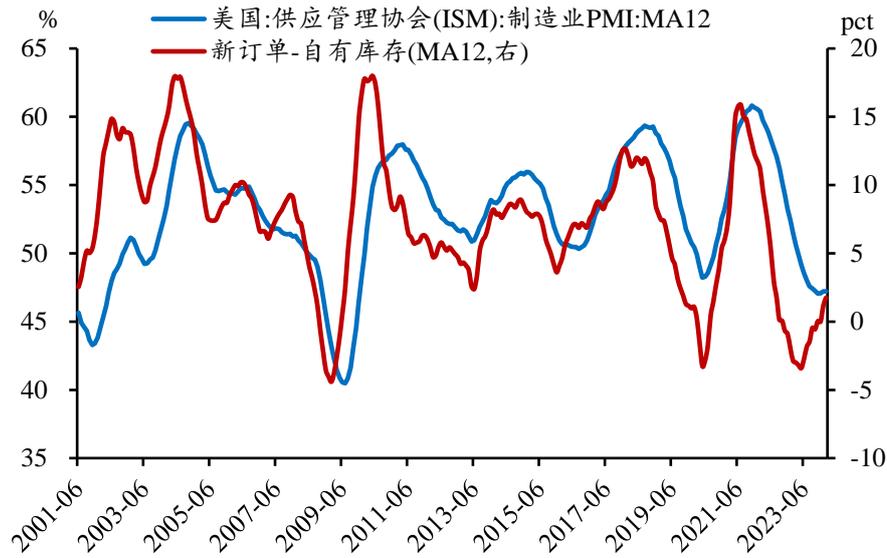
目前海外降息尚未启动，现在主要是全球制造业触底和美国补库的影响在起作用。

首先，根据新订单与自由库存之差的领先表现，指向美国 PMI 的 12 月移动平均走势也将触底回升。目前，美国制造业 PMI（12MA）已经有触底迹象，我们认为，后续美国库存触底后补库的空间仍能利好我国出口。

其次，摩根大通全球制造业 PMI 已在今年前两月进入扩张区间，我们认为全球制造业触底回升仍有望成为今年的趋势。

不仅如此，在国际制裁加剧背景下，俄罗斯将从欧洲等地的商品进口转向我国，中俄贸易明显增长。而今年 2 月 23 日，美国财政部发布新的反俄制裁措施，美国再次对俄罗斯增加制裁，俄罗斯商品进口转向我国的需求仍在。

总体来看，即使出口增速有回落，但受全球制造业触底回升的影响，我们认为全年出口增速表现不会太差。

图 7：美国 PMI 的 12 月移动平均走势有触底回升迹象


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、附录

附表 1：2024 年 1-2 月中国出口重点商品金额同比增速表

	2024年1-2月 累计同比	2023年1-2月 累计同比	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	8.5	-7.2	15.70	58.48
高新技术产品	0.2	-18.7	18.90	25.37
服装及衣着附件	13.1	-14.7	27.80	4.63
纺织纱线织物及其制品	15.5	-22.4	37.90	3.69
鞋靴	14.4	-11.6	26.00	1.57
家具及其零件	36.1	-17.2	53.30	2.26
塑料制品	22.9	-9.7	32.60	3.25
玩具	15.9	-10.1	26.00	1.13
箱包及类似容器	24.1	3.3	20.80	1.13
钢材	-10.0	27.5	-37.50	2.10
农产品	2.7	2.3	0.40	3.10
成品油	-34.3	101.8	-136.10	1.22
未锻轧铝及铝材	0.5	-22.2	22.70	0.53
陶瓷产品	25.4	-14.4	39.80	0.90
肥料	-54.6	29.6	-84.20	0.23
稀土	-44.0	15.6	-59.60	0.02
中药材及中式成药	2.8	-4.9	7.70	0.04

资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

附表 2：2024 年 1-2 月中国进口重点商品金额同比增速表

进口重点商品	2024年1-2月 累计同比	2023年1-2月 累计同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	7.7	-25.8	33.50	38.50
高新技术产品	11.9	-25.8	37.70	28.27
原油	2.8	-5.3	8.10	12.85
成品油	32.5	-6.2	38.70	1.16
天然气	-5.5	-9.2	3.70	3.27
煤及褐煤	-5.1	39.4	-44.50	2.26
农产品	-6.5	11.6	-18.10	9.07
纸浆	-17.4	28.5	-45.90	0.90
原木及锯材	-6.6	-17.0	10.40	0.46
铁矿砂及其精矿	22.8	-5.4	28.20	5.45
铜矿砂及其精矿	-2.7	-5.3	2.60	2.30
未锻轧铜及铜材	0.2	-20.6	20.80	1.73
钢材	-12.9	-33.9	21.00	0.46
医药材及药品	-15.1	24.4	-39.50	1.80
美容化妆品及洗护用品	-19.5	-11.7	-7.80	0.52
初级形状的塑料	-9.2	-19.5	10.30	1.69
纺织纱线、织物及制品	13.3	-33.2	46.50	0.45
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-8.8	-12.5	3.70	0.48
肥料	-4.0	48.5	-52.50	0.21

资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

风险因素

稳增长政策力度不及预期, 全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。