



## 宏观点评

# 出口超预期，关注中间品贸易强链延链

## 2024年1-2月进出口数据点评

### 证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点：

- 核心观点：1-2月中国出口金额（美元计价）同比+7.1%，进口同比+3.5%，进出口金额同比均超市场预期。**出口超预期受机电、集成电路等中间品贸易支撑逻辑，进口超预期受2023年1-2月低进口基数及大宗商品进口增加影响。在出口重点商品中，集成电路对出口金额的拉动为0.77%，是出口金额的最大拉动项，在进口重点商品中，集成电路、铁矿砂及其精矿、原油是进口金额拉动项的前三名，分别拉动进口金额+1.77%、1.17%和0.60%，这几大重点商品都是中间品，因此我们建议关注外贸背后中间品贸易强链延链的支撑逻辑：（1）新旧动能切换过程中，中间品贸易有望推动我国制造业转型升级，成为外贸动能增长点；（2）地缘政治变动下，中间品贸易有望增强产业链和供应链韧性，对于应对“脱钩断链”具有较强的现实针对性和长远意义；（3）全球科技周期带动机电产品、集成电路等中间品的增长。在稳政策加持下，三大工程和万亿国债等有望加速制造业等行业优胜劣汰，技术密集型的机电和集成电路产品有望在此进程中受益。
- 事件：2024年1-2月份，中国出口金额（美元计价）同比+7.1%，2023年12月为+2.3%；进口金额（美元计价）同比+3.5%，2023年12月为+0.2%；贸易差额为1251.6亿美元，前值为753.4亿美元。**
- 出口：受中间品贸易支撑逻辑，机电、集成电路等产品出口超预期。**2024年1-2月人民币计价出口3.75万亿元，同比+10.3%，美元计价出口5280.1亿美元，同比+7.1%，远高于Wind一致预期。**分地区来看**，东盟为我国第一大出口伙伴，1-2月我国对东盟、欧盟、美国、韩国的人民币计价出口同比分别增长9.2%、1.6%、8.1%和-6.8%，同期，我国对共建“一带一路”国家出口1.75万亿元，增长13.5%；**分商品来看**，机电产品占出口比重近6成，其中自动数据处理设备、集成电路和汽车出口增长。1-2月，我国出口机电产品2.22万亿元，增长11.8%，占出口总值的59.1%。其中，自动数据处理设备及其零部件1954.5亿元，增长7.3%；集成电路1607.1亿元，增长28.6%；汽车1118.9亿元，增长15.8%。同期，出口劳密产品6661.9亿元，增长22.2%，占17.8%。其中，服装及衣着附件1662亿元，增长16.3%；纺织品1543.3亿元，增长18.9%；塑料制品1182.8亿元，增长26.5%。出口农产品1053.7亿元，增长5.9%。整体来看，受中间品贸易支撑逻辑，机电、集成电路等产品出口超预期。
- 出口超预期，关注中间品贸易强链延链长期逻辑。**2024年开年出口超预期走高，通过量价拆分，我们发现：在出口重点商品中，集成电路对出口金额的拉动为0.77%，是出口金额的最大拉动项，在进口重点商品中，集成电路、铁矿砂及其精矿、原油是进口金额拉动项的前三名，分别拉动进口金额+1.77%、1.17%和0.60%，

这几大重点商品都是中间品，因此我们认为 2024 年应重点关注外贸背后中间品贸易强链延链的支撑逻辑：

**(1) 新旧动能切换过程中，中间品贸易有望推动我国制造业转型升级，成为外贸动能增长点。**中国经济正在转向更高质量和更优结构的发展，亟需建立新动能。2023 年 12 月中央经济工作会议强调“加快培育外贸新动能”，提出“拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口”等具体部署。拓展“中间品贸易”被排在部署首位。2023 年，我国进出口中间品 25.53 万亿元，占整体进出口总值的 61.1%。其中，出口中间品 11.24 万亿元，占我国出口总值的 47.3%；进口中间品 14.29 万亿元，占我国进口总值的 79.4%。在城镇化、工业化和全球化红利逐步减弱的过程中，捕捉新旧动能切换中新动能的边际增量极为关键，我国中间品贸易是中央经济工作会议在培育外贸动能中的首要部署，应加以关注，相关商品有望在接下来成为外贸动能增长点。

**(2) 地缘政治变动下，中间品贸易有望增强产业链和供应链韧性，对于应对“脱钩断链”具有很强的现实针对性和长远意义。**一是由于在当前的中美博弈中，美国多处行为表征其“脱钩断链”的打算，其单边制裁、“长臂管辖”和经济胁迫的行为严重破坏了国际经贸规则和秩序，干扰了全球产业链和供应链稳定，着力发展本国的中间品贸易可以减少在多国协作过程中产生的成本，提升贸易品主导地位。二是由于 2023 年以来全球地缘政治变动频发，例如红海航运危机使得全球航运成本上升，扰动外贸市场，从而掣肘全球贸易增长，发展中间品贸易有望通过增强各国经贸合作紧密度，提升在全球产业链供应链中的参与度，在开放中互利共赢，从而对冲地缘政治变动下跨国贸易可能产生的低流动性风险。三是我国与“一带一路”国家中间品贸易增多，通过共建“一带一路”倡议和企业“走出去”战略，延伸中间品贸易链条，更好增强国内国际两个市场资源的联动效应。

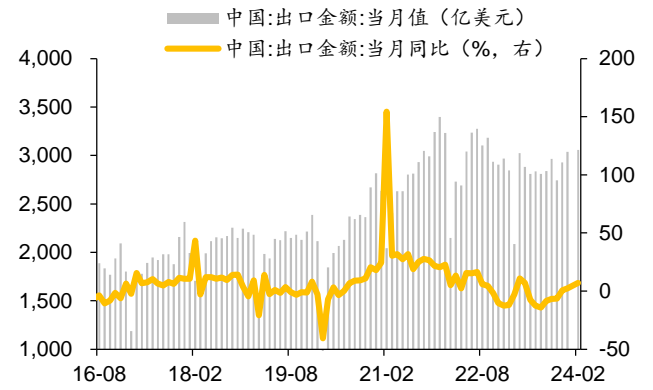
**(3) 全球科技周期带动机电产品、集成电路等中间品的增长。**在中美此轮人工智能科技革命的博弈中，美国在技术研发占据优势地位，底层算力的需求增长也快速推动了科技周期，技术密集型的机电和集成电路产品受益。1-2 月，我国出口机电产品 2.22 万亿元，增长 11.8%，占出口总值的 59.1%。其中，自动数据处理设备及其零部件 1954.5 亿元，增长 7.3%；集成电路 1607.1 亿元，增长 28.6%；汽车 1118.9 亿元，增长 15.8%。此外，2 月 8 日国家发展改革委同工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、市场监管总局、国家能源局等部门印发了《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平》，强调“加快提升产品设备节能标准。”有望加速各行业中能效偏低产品设备的“出清”。在稳增长加持下，三大工程和万亿国债等有望加速制造业等行业优胜劣汰，技术密集型的机电和集成电路产品有望在此进程中受益。

- **进口：受 2023 年 1-2 月低进口基数及大宗商品进口增加影响，2024 年 1-2 月进口表现超预期。**2024 年 1-2 月人民币计价进口 2.86 万亿元，同比+6.7%，美元计价出口 4028.5 亿美元，同比+3.5%，远高于 Wind 一致预期。**分地区来看**，韩国为我国第一大进口伙伴，1-2 月我国对东盟、欧盟、美国、韩国的人民币计价进口同比分别增长 6.6%、-6.8%、-7%和 12.3%，同期，我国对共建“一带一路”国家进口 1.38 万亿元，增长 3.9%；**分商品来看**，主要大宗商品进口量增加。1-2 个月，铁矿砂、原油、煤和天然气进口量分别+8.1%、+5.1%、+22.9%和+23.6%。进口

机电产品 9740.8 亿元，增长 11%。整体来看，受 2023 年 1-2 月低进口基数及大宗商品进口增加影响，2024 年 1-2 月进口表现超预期。

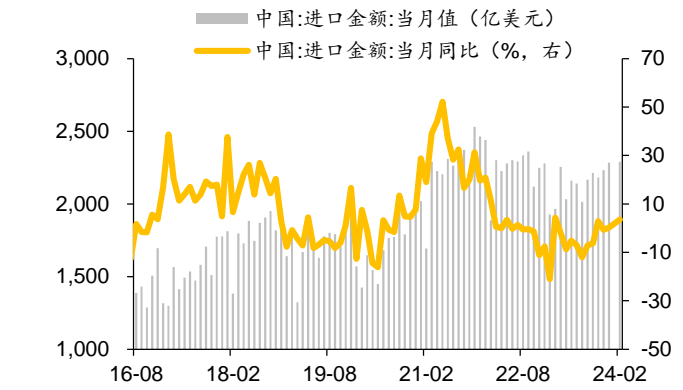
- **贸易顺差：1-2 月贸易顺差处于高位。**2024 年 1-2 月人民币计价贸易顺差 8908.7 亿元，同比+23.6%，美元计价贸易顺差 1251.6 亿美元，同比+20.5%。当前贸易顺差较高除了中间品贸易强联延链支撑外，也因近期人民币汇率处尚未从贬值转入升值区间，客观上支撑贸易顺差，外需对 GDP 的增长起到了正向作用。
- **风险提示：**稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；经济恢复不及预期；三大工程进展不及预期；美联储货币政策超预期；地缘政治变动超预期。

图 1: 1-2 月美元计价出口 5280.1 亿美元, 同比+7.1%



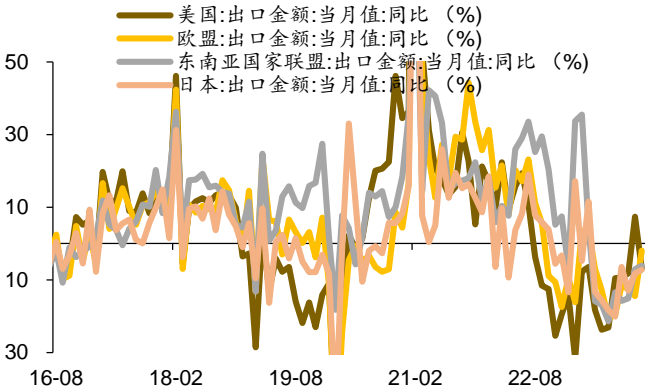
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 1-2 月美元计价进口 4028.5 亿美元, 同比+3.5%



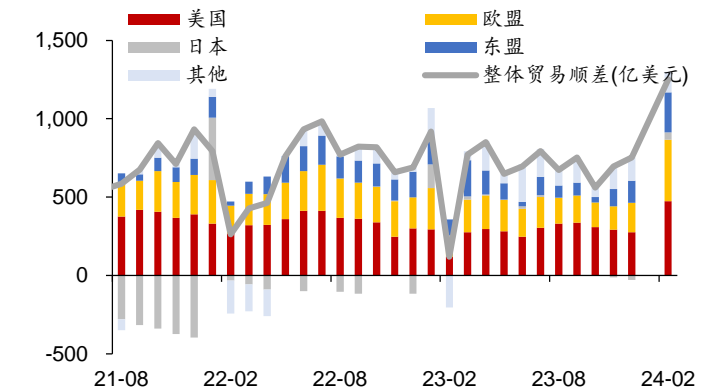
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 在主要出口国中, 东盟是我国第一大出口国



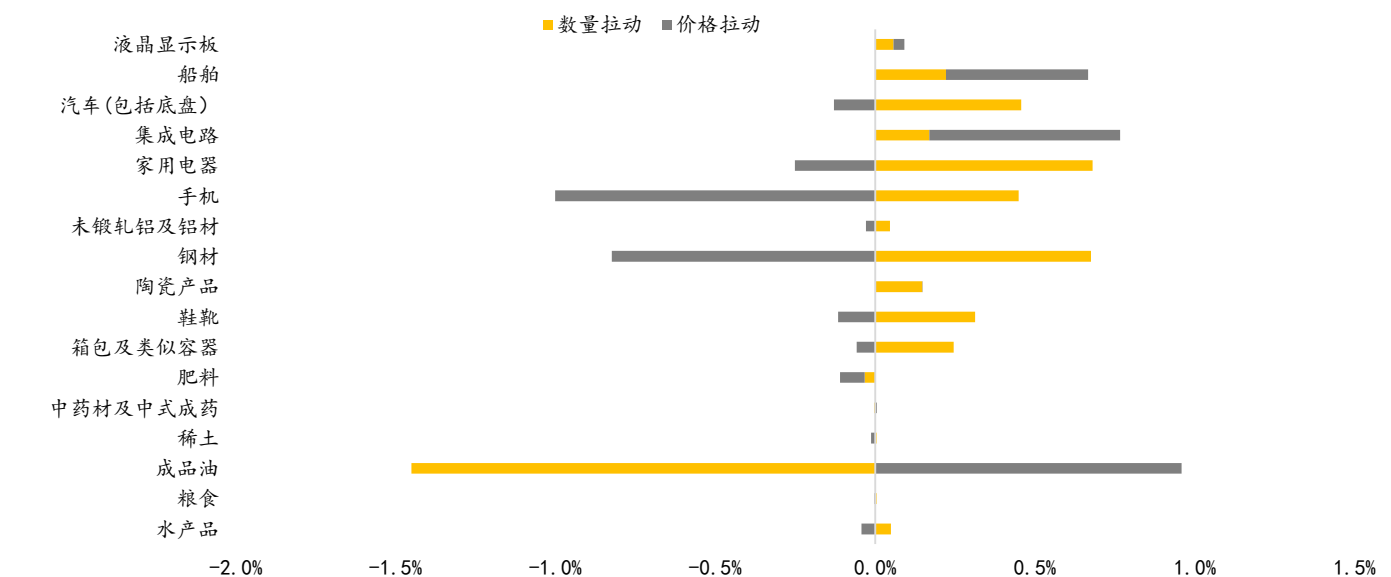
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 我国主要贸易国贸易顺差结构



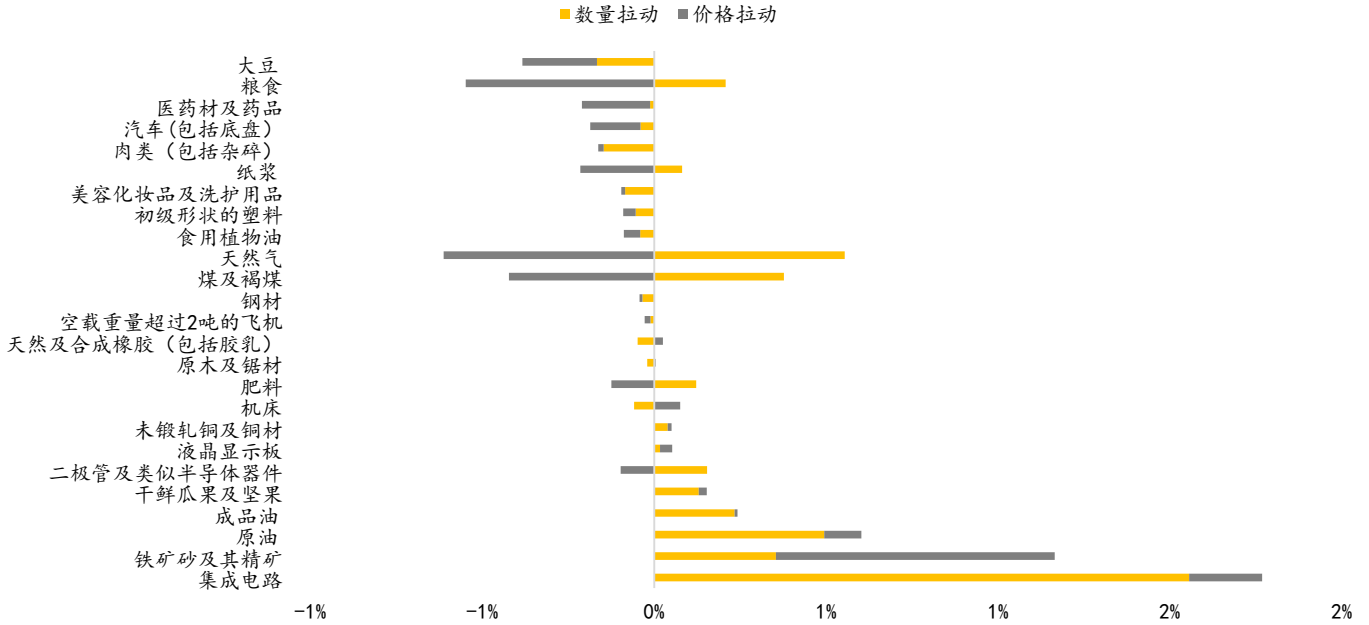
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 2024 年 1-2 月主要商品出口量价因



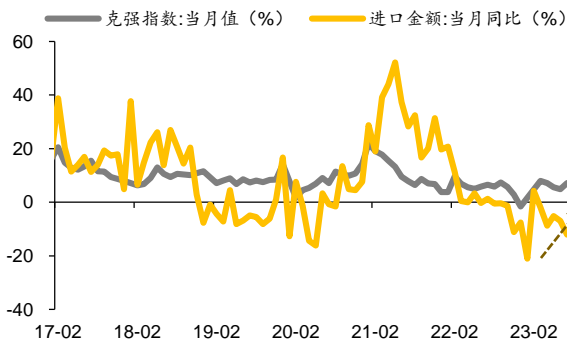
资料来源: 海关总署, 德邦研究所

图 6：2024 年 1-2 月主要商品进口量价图



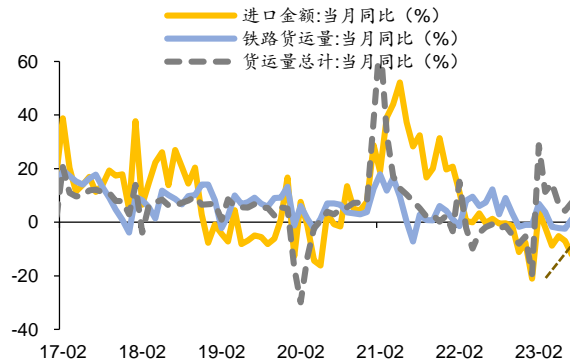
资料来源：海关总署，德邦研究所

图 7：克强指数表明内需逐步修复



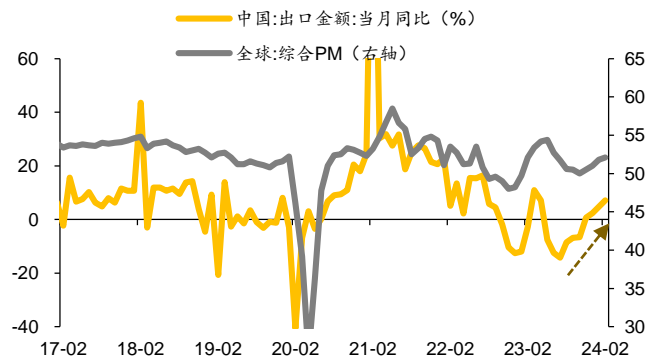
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：货运量指标表明内需逐步修复



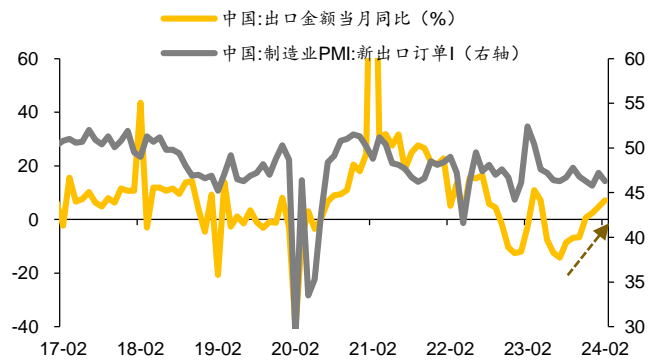
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2 月 CDFI 综合指数同比+5%



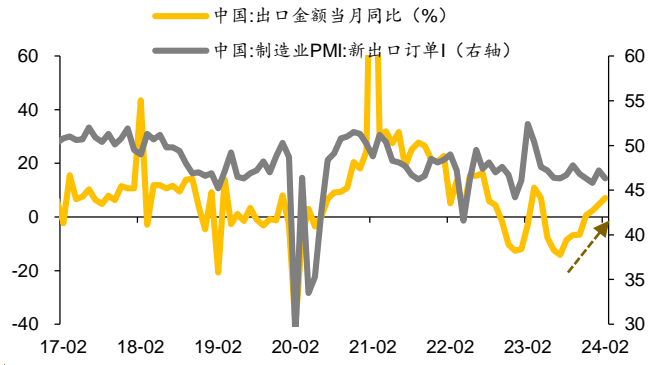
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：出口金额同比超预期与外需增加亦存在关联



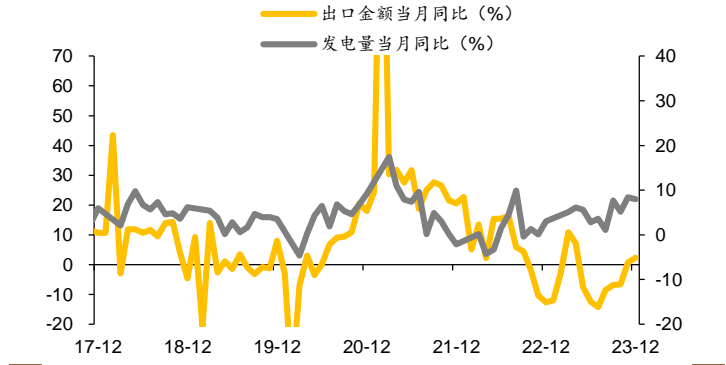
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11: 2 月中国制造业 PMI 新订单仍处于收缩区间



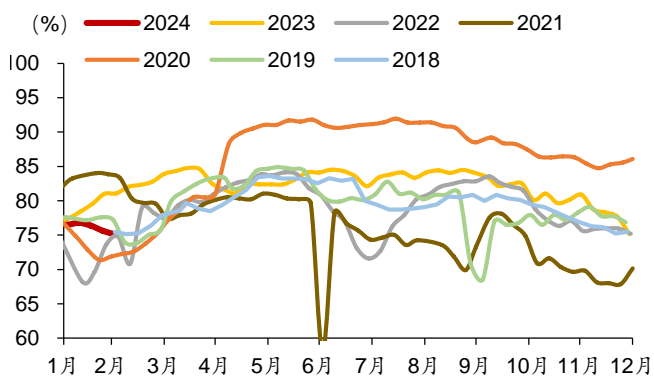
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 12 月发电量同比+7.96%，较前值小幅下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 2 月全国高炉开工率(247 家)处于历史中等水平



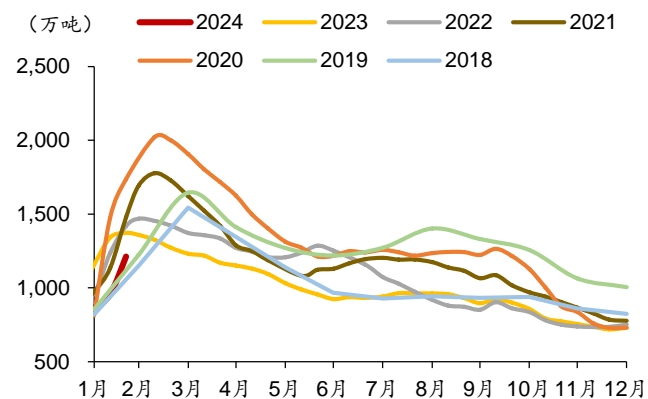
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 石油沥青开工率 2 月小幅回暖



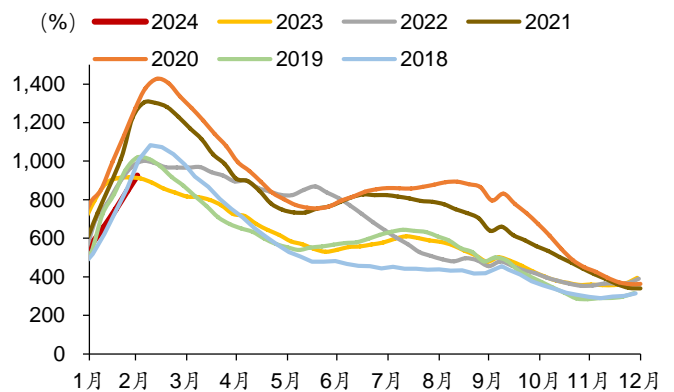
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 1 月钢材库存处于历史较低分位数验证生产加速



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 1 月螺纹钢库存处于历史较低分位数验证生产加速



资料来源: Wind, 德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 类别   | 评级   | 说明                             |
|--|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| <b>行业投资评级</b>  | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。