

出口仍需枕戈待旦——国际贸易数据点评（2024.3）

事件点评

投资要点

- ◆ **3月出口大幅回落，主因闰年春节向上扰动消退与高基数效应叠加，外部环境日趋复杂严峻，我国出口展望不应盲目乐观，仍需枕戈待旦。** 3月我国出口（美元计价）同比超预期大幅回落 14.6 个百分点至-7.5%，但符合我们预期。主要原因是闰年春节叠加造成的“二月强三月弱”效应，以及去年同期因疫后生产和出口复苏峰值而导致的高基数效应。我们在前月点评报告中已明确指出，我国出口受春节错位效应影响剧烈，节前数日出口集中，而节后约一个月内出口均不同程度走弱；由于 2024 年春节大幅推迟，节后偏弱效应部分延宕至 3 月，叠加闰年因素，“二月强三月弱”特征极为明显。我们使用“华金宏观一闰年+春节出口调整模型”将上述扰动因素剔除后，1-3 月出口同比分别为 1.4%、2.6%、-1.6%，3 月较 2 月下行幅度收窄至 4.2 个百分点，与去年 3 月恰是疫情大幅缓和后工业生产峰值推升的出口集中交付期导致的高基数效应幅度对应。近期美国政府对我国新能源汽车产业链抛出新的片面、错误言论，外部环境日趋复杂严峻，出口仍需枕戈待旦。
- ◆ **出口商品重点类别三条主要逻辑展现边际变化：芯片和消费电子产品出口筑底改善，汽车出口在稍低于去年的增长中枢徘徊，未受不利外部政策影响的中端商品出口随基数走高而降温。** 从重点出口商品类别表现来看，剔除闰年春节效应和基数变化（2023 年 3 月出口是疫情缓和后峰值）：1）集成电路和消费电子出口作为受美国“脱钩断链”政策影响至目前最直接的领域，今年一季度呈现筑底改善趋势，3 月贡献较 2 月普遍回升。但美国近期追加对个人电脑用 AI 芯片的出口限制，该产业链出口仍面临不确定性。2）汽车和汽车零部件出口较 2 月小幅改善，但一季度增速中枢整体低于 2023 年，尽管尚未开始受到实质性的外部贸易限制措施影响，但近期美国政府抛出片面、谬误的我国新能源汽车等产业链“产能过剩”论调，欧盟等地贸易政策环境友好度也迅速下降，后续可能面临更大下行压力。3）陶瓷铝材、家具灯具、通用机械等中端产品出口当前未受到不利外部贸易环境的影响，主要由外需驱动，当前外需总体温和增长，3 月高基数影响下中端产品单月增速暂时性下行，后续预计重回温和增长趋势。
- ◆ **进口同比小幅下跌，原油价格上涨进口暂时减少，资本品进口增速反弹。** 3 月进口（美元计价）同比下跌 1.9%，较 1-2 月累计涨幅下滑约 5.4 个百分点，较 2 月单月跌幅收窄 6.3 个百分点。有鉴于春节前后 1-2 月单月数据波动较大，建议与 1-2 月合计进口贡献结构相对比，3 月因原油价格进一步上涨，大宗能源商品进口短暂转为减少，而考虑到国内工业用途和后续出口对能源的刚性需求，预计后续月份进口仍将反弹；3 月资本品进口有所增加，从产业链先进性安全性提升的要求来看，资本品进口预计将持续活跃。
- ◆ **闰年春节压制和高基数效应共同作用下，3 月出口增速大幅下行，一方面令市场深刻感受到春节移动假日效应扰动幅度之大，不可因 1-2 月短暂数据走强就线性外推对今年出口展望过度乐观；另一方面高基数效应即将消退，对全年出口展望也不必走向过度谨慎的另一个极端。**
- ◆ **当前影响出口的核心逻辑有二：一是海外商品消费需求，2023 年以来已经从恢复性高增进入温和增长的新阶段；二是全球贸易投资的政策环境走向何处，美国政府近期一方面强化对我国半导体电子产业链的不合理限制，另一方面又对我新能源汽车等产业链抛出片面、谬误的“产能过剩”论调，外部环境的严峻性日益加深，展望我国出口仍需枕戈待旦。我们维持全年出口同比零增长的展望不变，24Q2 预计同比增速也在零左右，预计全年净出口拖累实际 GDP 增长约 0.5 个百分点，财政扩张刺激有效投资和消费需求是推动内需结构优化、可持续性增长的政策关键。**
- ◆ **风险提示：**国际贸易环境更加复杂化，导致出口增速低于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

核心 CPI 节后回落，幅度合理么？——CPI、PPI 点评（2024.3） 2024.4.11

“二次通胀”山雨欲来——美国 CPI 点评（2024.3） 2024.4.11

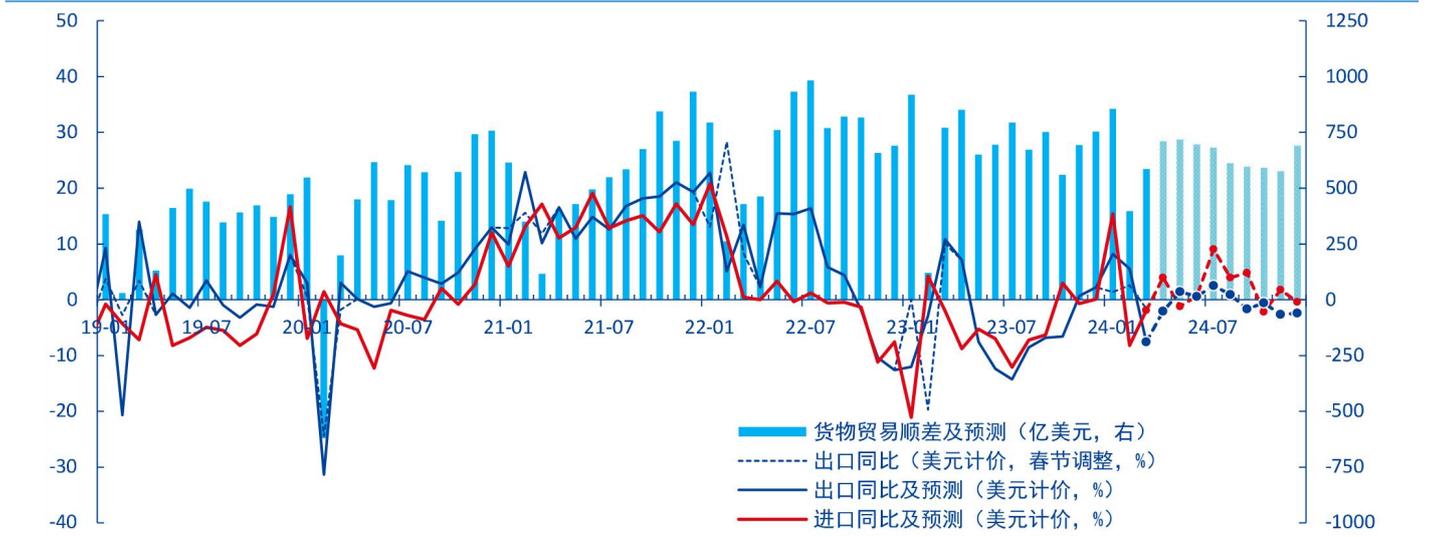
金价创历史新高，市场在交易什么？ 2024.4.10

美国就业再度走强，中美央行边际转鹰——中美货币政策专题报告 暨双循环周报（第 52 期） 2024.4.6

美国 PMI 上冲为何令降息预期推迟？薪资！——美国 PMI 点评（2024.3） 2024.4.2

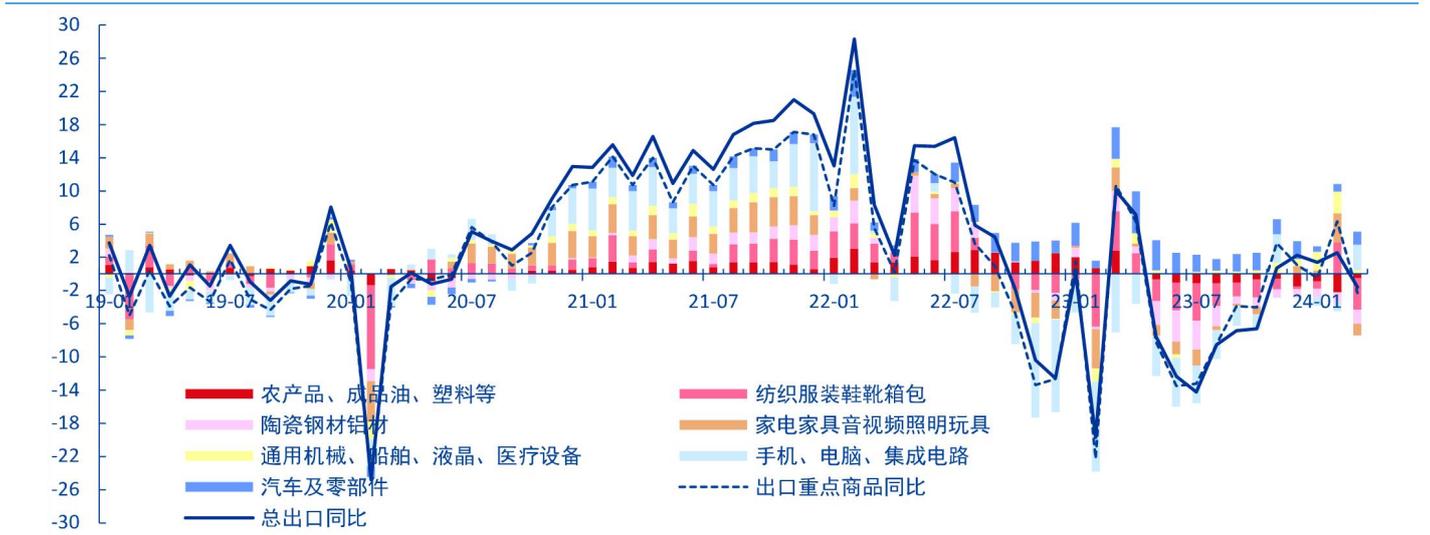


图 1：进出口同比、货物贸易差额及预测



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：出口重点商品同比增速及贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 3：进口重点商品同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn