

出口降速：预期太高还是数据太弱？

2024年04月13日

**分析师：赵宏鹤**

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：张鑫楠

执业证号：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

市场预期过高，实际数据不弱

3月，美元计价出口同比-7.5%，低于wind一致预期的-2.1%，也明显低于1-2月的累计同比+7.1%。

出口增速的明显回落主要与基数变化有关。去年1-2月的出口增速仅-8.4%，而3月增速大幅上升至10.9%，主要原因是社会经济秩序的快速恢复带动积压订单脉冲释放，这也导致今年1-2月面对的基数偏低、3月基数偏高。

实际上3月和1季度的出口环比均强于季节性。3月出口环比27.0%，对比近年春节同样在2月的年份的同期季节性环比为23.3%，强于季节性；同样的，今年1季度出口环比-7.2%，近年季节性为-15.9%，也强于季节性。

因此，年初出口数据不弱，市场预期过高。整个1季度，美元出口同比增长1.5%，改写了过去连续4个季度出口负增长的局面。出口增速有所恢复，主要是海外制造业需求的恢复势头延续，3月全球制造业PMI录得50.6%，连续第三个月环比回升且处于荣枯线上。

辩证的看，3月出口的“既视感偏弱”和“现实感偏强”折射出两方面情况。一方面，预计3月多数经济数据的读数将较1-2月有所回落；另一方面，预计整个1季度的实际GDP增速仍将小幅高于5%，超过全年目标进度。因此，**对于4月下旬政治局会议的期待，预计经济定调是回升向好为主、局部问题仍存，政策定调是继续保持定力、增量空间有限。**

出口数据的结构拆分

从出口地区来看，实现正增长的地区只有中国台湾，同比+5.4%。增速下降较快的地区有非洲/澳大利亚/印度/美国/俄罗斯，读数分别为-24.8%/-19.4%/-19.2%/-15.9%/-15.7%。

从出口份额的视角，增长较快的地区有东盟/中国香港/韩国，相对2月分别变动3.8%/2.4%/0.6%；下降较多的地区有拉丁美洲/欧盟/美国，分别变动-1.8%/-1.6%/-0.9%。

出口商品中，多数品类均下跌。消费品同比-7.0%，而资本品和中间品同比-3.3%。其中，**同比增速靠前的商品多集中在技术密集型产品**，船舶/汽车/成品油/集成电路同比增速分别为34%/28.4%/11.6%/11.5%；**下降的品类多集中在消费品**，肥料/陶瓷/灯具/稀土同比读数分别为-47.3%/-36.9%/-31.7%/-31.4%。

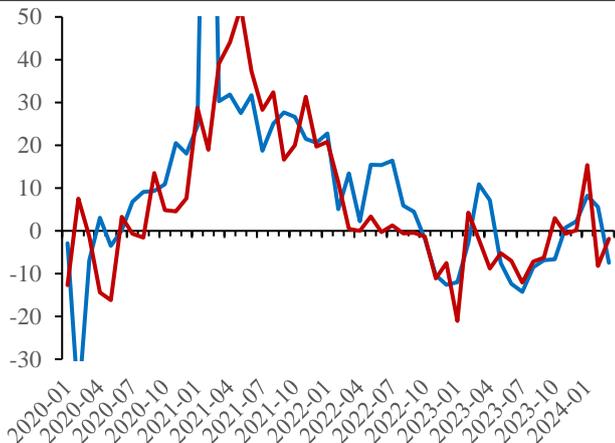
整体来看，一季度出口回正之后，**对消费品行业的拉动最为明显**，比如前期下降较多的箱包、服装、鞋靴、玩具等，均在一季度转为上升。

风险提示：全球制造业回升不及预期；出口单月波动超预期。

相关研究

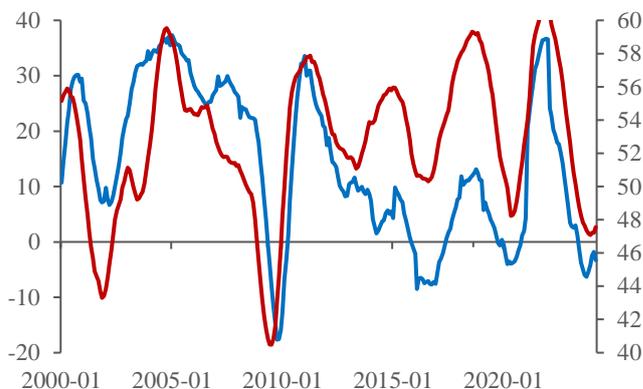
- 国内经济高频周报：4月第1周：旅游数据新高对消费板块的启示-2024/04/09
- 宏观专题研究：M1：今年国内宏观的核心变量-2024/04/06
- 全球大类资产跟踪周报：大宗商品“超级周”-2024/04/06
- 国内经济高频周报：3月第4周：应该如何描述当前的经济状态？-2024/04/02
- 2024年3月PMI数据点评：PMI超季节性回升意味着什么？-2024/03/31

图1: 出口同比 (蓝) vs 进口同比 (红) (%)



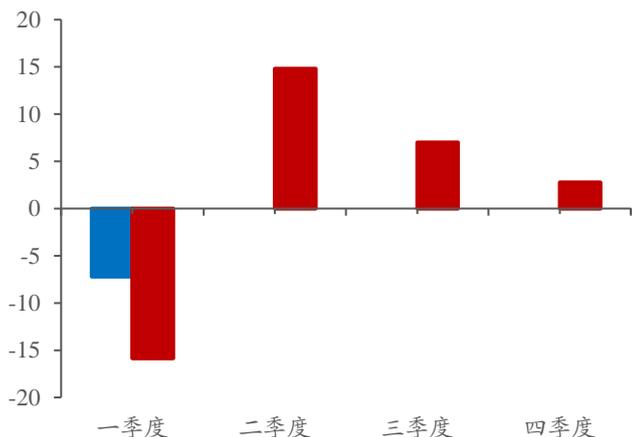
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 出口同比修匀 (蓝) vs 美国 PMI 修匀 (红) (%)



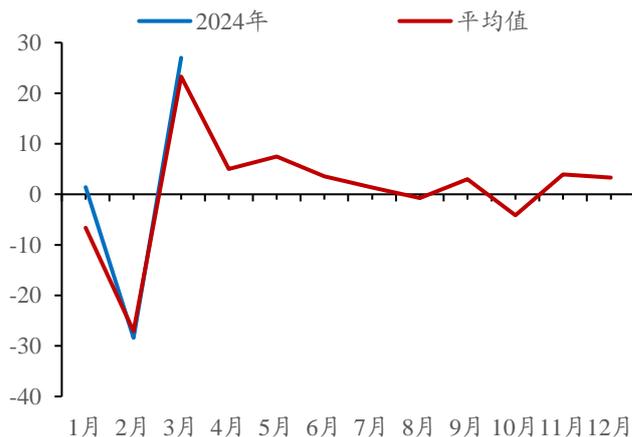
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 今年 Q1 出口环比 (蓝) vs 近年季节性 (红) (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 今年月度出口环比 (蓝) vs 近年季节性 (红) (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026