

实际出口或好于同比读数

——对3月外贸数据的思考与未来展望

专题内容摘要

核心观点：

3月中国以美元计价的出口同比增速为-7.5%（1-2月：7.1%），主要受到去年同期基数较高的影响。季节性调整后，3月出口环比仍有正增长，较1-2月的平均规模环比增长0.8%。外需的改善可能是出口环比回升的主要原因。3月进口规模季调后保持平稳。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；同时，近期多数经济指标的改善，正持续验证我们经济新周期开启的观点，内需的修复也有望带动进口增长。

➤ 3月出口环比仍有正增长

3月中国出口同比增速为-7.5%（美元计价），较1-2月（7.1%）明显回落，主要原因是去年同期积压订单与物资集中出运，导致基数较高。经过季节性调整以后，3月出口环比继续回升，较1-2月平均的出口规模环比增长0.8%。在1-2月出口已经明显增长的情况下，3月出口环比的进一步回升，说明出口仍具有较强的韧性。

➤ 原材料、机电产品出口回升，对转口贸易对象出口普遍改善

季节性调整后，不同产品出口表现明显分化：原材料的出口大幅回升，农产品的出口也有所反弹，机电产品出口保持平稳（三者3月较1-2月平均水平环比增长10.1%、2.7%、0.4%）；但轻工、高新技术产品的出口都有一定的放缓。分出口对象看，我国对转口贸易对象的出口整体继续回升，对发达经济体的出口总体保持平稳，对新兴经济体的出口则在此前的大幅回升后普遍有所回落（三者3月较1-2月平均的环比：+2.8%、-0.6%、-6.6%）。

➤ 3月出口为何环比正增长？

我们认为，外需的改善可能是3月出口环比仍保持正增长的主要原因。3月摩根大通全球制造业PMI为50.6%（1、2月：50.0%、50.3%），较上月进一步回升。3月韩国出口也保持了同比正增长（3月：+3.1%；2月：+4.8%）。

➤ 后续外贸走势展望

出口方面，近期中国出口份额保持平稳，今年我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。因此，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。当然由于去年年初基数较高，4月的出口同比可能还会处于负增长区间。进口方面，近期多数经济指标都出现了明显的改善，这可能验证了我们的看法，中国经济正在开启以资本开支为核心的新周期，而随着内需持续修复，进口有望迎来增长。

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、《小银行或先面对缩表流动性的冲击：——美联储缩表与美国金融体系脆弱性（二）》2024.04.08
- 2、《3月PMI进一步验证经济走向复苏：——对3月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.04.01

正文目录

1. 3月出口环比仍有正增长	3
1.1 出口同比回落，高基数是主要原因	3
1.2 原材料、农产品、机电出口较强	4
1.3 对转口贸易对象的出口表现亮眼	5
2. 3月进口保持平稳	7
2.1 3月进口整体保持平稳	7
2.2 原材料进口回升，产成品进口平稳	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 进口有望随内需修复回升	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: 中国进口同比增速（美元计价）	7
图表 10: 中国进口规模（季调）	7
图表 11: 铁矿石和原油进口金额复合增速	8
图表 12: 高科技和机电产品进口金额复合增速	8
图表 13: 全球制造业 PMI	9
图表 14: 韩国出口同比增速	10
图表 15: 主要国家与地区出口：中国的份额	10
图表 16: 可比年份各月 PMI 指数	11
图表 17: PMI 综合指数变动	11

1. 3月出口环比仍有正增长

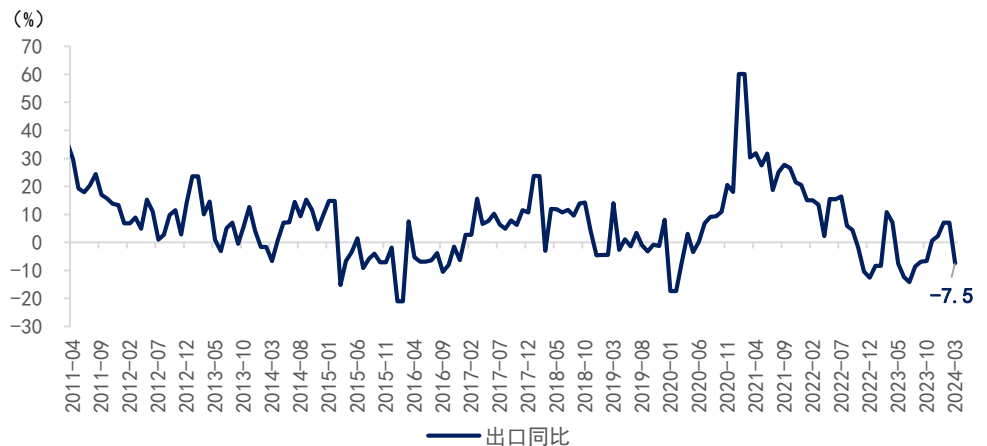
3月出口（以美元计价）季调环比继续回升。其中，原材料、农产品、机电产品的出口整体均有环比回升，对转口贸易对象的出口普遍出现改善。

1.1 出口同比回落，高基数是主要原因

3月中国出口同比增速为-7.5%（美元计价），较1-2月（7.1%）明显回落，主要原因是去年同期积压订单与物资集中出运，导致基数较高。

经过季节性调整以后，3月出口环比继续回升。剔除季节性因素的影响后，3月以美元计价的出口金额，较1-2月平均的出口规模增长0.8%。在1-2月出口已经明显增长的情况下，3月出口环比的进一步回升，说明出口仍具有较强的韧性。

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 原材料、农产品、机电出口较强

季节性调整后，不同类别的产品出口表现明显分化：其中，原材料的出口大幅回升，农产品的出口也有所反弹；机电产品出口保持平稳；但轻工、高新技术产品的出口都有一定的放缓。

具体而言，经过季节性调整后，3月相较于1-2月平均水平：

- 原材料出口大幅回升，环比增长 10.1%（1-2 月平均水平相较 12 月（以下统一简称为“前值”）：-0.9%）。
- 农产品出口也有所反弹，环比增长 2.7%（前值-0.4%）。
- 机电产品出口保持平稳（环比+0.4%，前值+7.1%）。

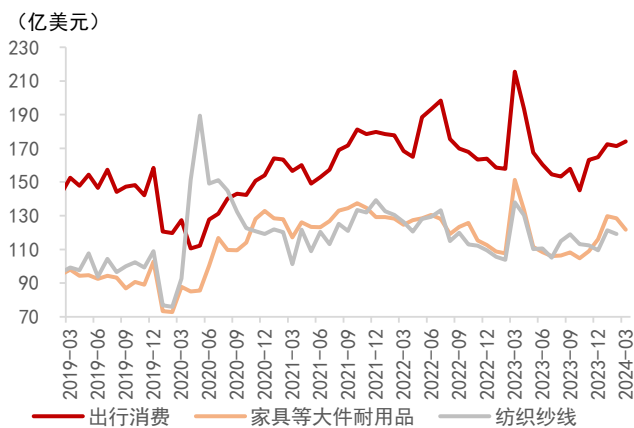
其中，集成电路的出口继续增长，其出口金额环比增长 12.6%（前值+5.6%）；汽车出口也明显反弹，出口金额环比增长 7.7%（前值-3.0%）；但医疗仪器及器械的出口则有所回落，环比下降 1.5%（前值+2.5%）。

- 轻工制造类产品的出口有所回落（环比-3.6%，前值+7.0%）。

其中，家具照明等地产后周期产品、纺织纱线产品的出口，均在此前的大幅回升后明显回落，3月较1-2月平均水平的环比增速分别为-5.6%、-11.6%（前值+11.1%、+9.9%）；鞋服箱包等出行相关产品则继续回升，其环比增速为+1.3%（前值+4.3%）。

- 高新技术产品出口也有所放缓（环比-1.9%，前值-0.4%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）



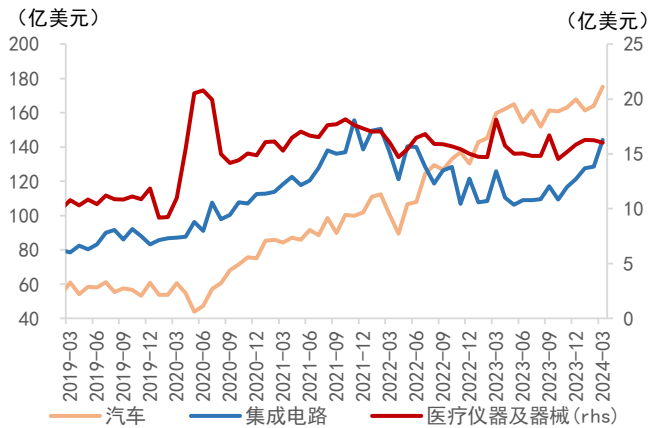
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



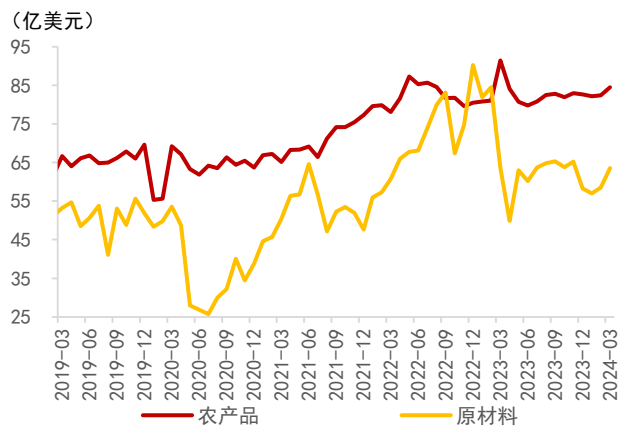
资料来源：Wind，国联证券研究所

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 对转口贸易对象的出口表现亮眼

季节性调整后, 3月我国对不同类型贸易对象的出口表现有所分化, 其中对转口贸易对象的出口整体继续回升, 对发达经济体的出口总体保持平稳, 对新兴经济体的出口则在此前的大幅回升后普遍有所回落。

季节性调整后, 相较1-2月平均水平, 3月对主要贸易对象的出口表现分化:

- 对转口贸易对象的出口整体继续回升 (环比+2.8%, 前值+5.2%)。

其中, 对东盟、中国香港的出口继续大幅回升, 3月较1-2月平均水平分别环比增长2.9%、3.5% (前值+7.7%、+5.3%); 对韩国的出口也有所回升, 环比增长1.0% (前值-3.5%)。

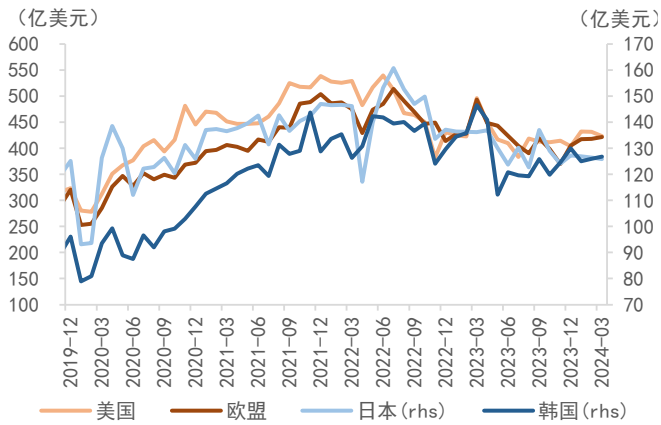
- 对发达经济体的出口总体保持平稳 (环比-0.6%, 前值+4.3%)。

其中, 对欧盟的出口继续增长 (环比+0.9%, 前值+3.1%); 对美国的出口在1-2月的大幅反弹后稍有回落, 环比下降2.0% (前值+7.0%); 对日本出口稍有放缓, 环比下降0.7% (前值-0.5%)。

- 对新兴经济体出口在此前的大幅回升后普遍回落 (环比-6.6%, 前值+5.6%)。

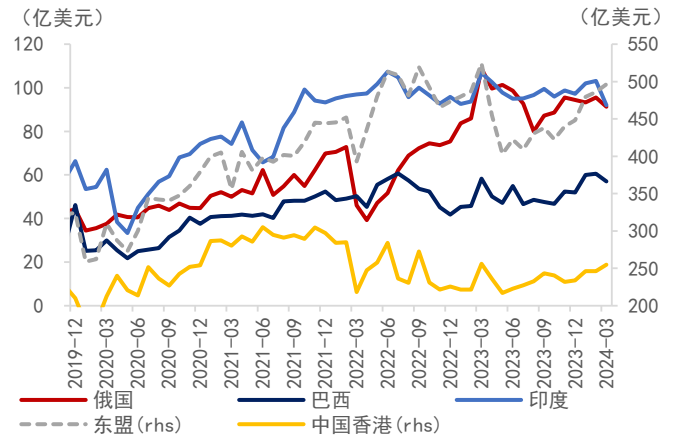
其中, 对印度、巴西、俄罗斯的出口, 在1-2月的大幅回升后均出现明显回落, 3月分别环比下降10.3%、5.5%、3.3% (前值+5.4%、+16.0%、0.0%)。

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

2. 3月进口保持平稳

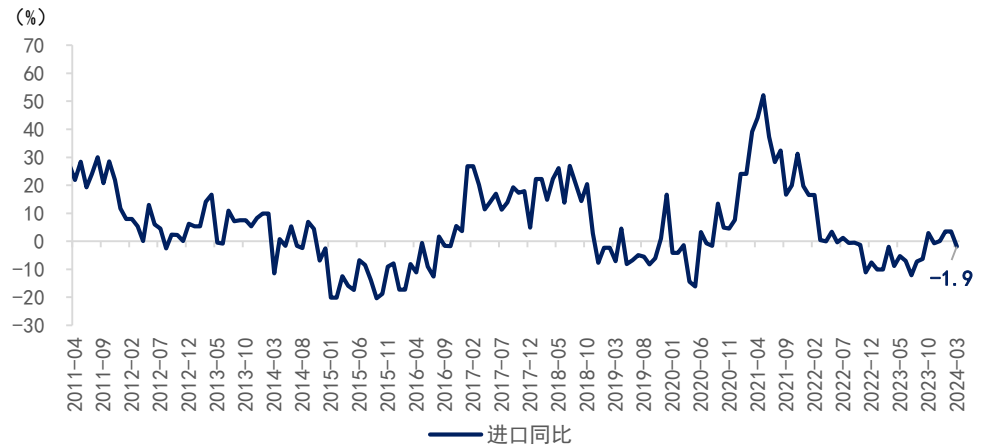
3月进口规模季调之后保持平稳，其中大宗原材料进口的明显反弹是3月进口的亮点，而机电产品与高新技术产品的进口整体保持平稳。

2.1 3月进口整体保持平稳

3月进口同比增速为-1.9%（美元计价，前值3.5%），较上月有所回落，部分原因是受到去年同期基数较高的影响。

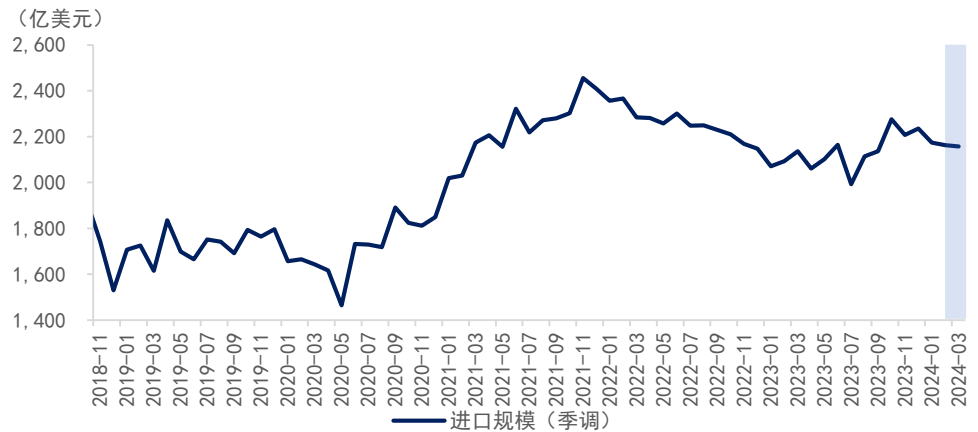
季节性调整后，3月进口规模较2月环比下降0.2%，基本保持了平稳。

图表9：中国进口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国进口规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

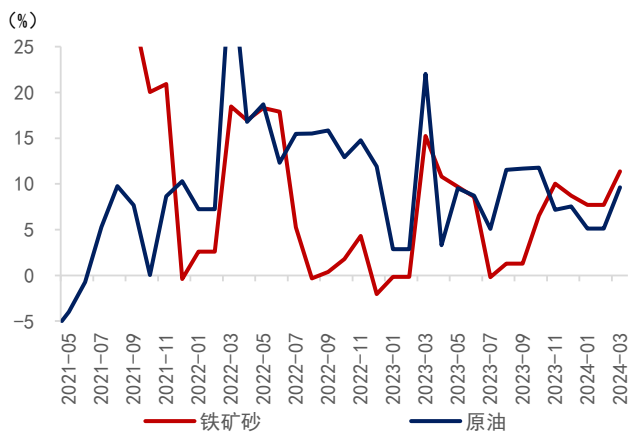
2.2 原材料进口回升，产成品进口平稳

3月主要进口产品中，主要大宗原材料如原油、铁矿石的进口都有明显反弹，机电产品与高新技术产品的进口则保持平稳。

主要大宗原材料进口明显回升。从以2019年为基期的复合同比增速来看，在1-2月的回落后，3月原油和铁矿石的进口都有明显的反弹，其复合同比增速分别为9.6%、11.4%（前值5.1%、7.7%）。

主要产成品进口也保持平稳。3月高新技术产品与机电产品的进口均保持平稳，其以2019年为基期的复合同比增速分别为3.4%、1.8%（前值3.2%、1.4%），与上月基本持平。

图表11：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12：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

3月出口的回升主要受益于外需回暖，进口则在内需修复的支撑下保持平稳。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

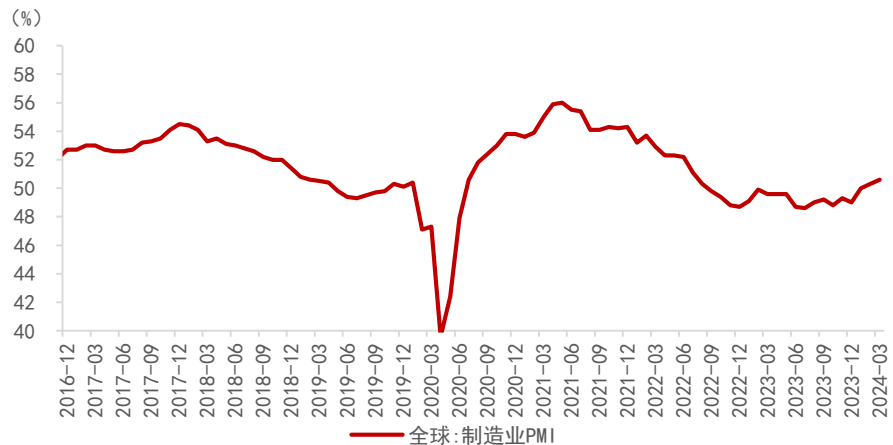
3月中国出口同比增速为-7.5%，较1-2月（7.1%）明显回落，主要原因是去年同期积压订单与物资集中出运，导致基数较高。从以2019为基期的复合同比增速来看，3月出口同比增速较1-2月仅下降1.2个百分点。

经过季节性调整以后的数据也显示，3月出口环比继续回升，较1-2月平均的出口规模环比增长0.8%，在1-2月出口已经明显增长的情况下，这显示出口仍具有较强的韧性。

3月出口为何环比回升？

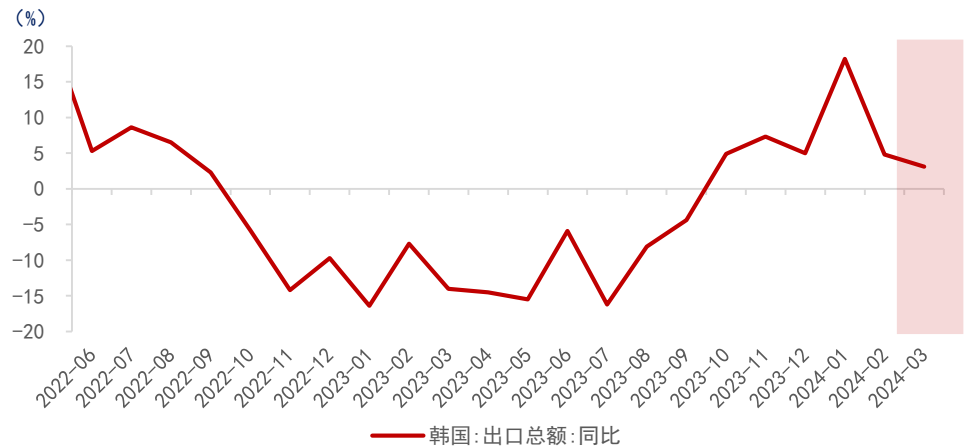
我们认为，外需的改善可能是主要原因。3月摩根大通全球制造业PMI为50.6%（1、2月：50.0%、50.3%），较上月进一步回升。3月韩国出口也保持了同比正增长（3月：3.1%；2月：+4.8%）。

图表13：全球制造业 PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：韩国出口同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

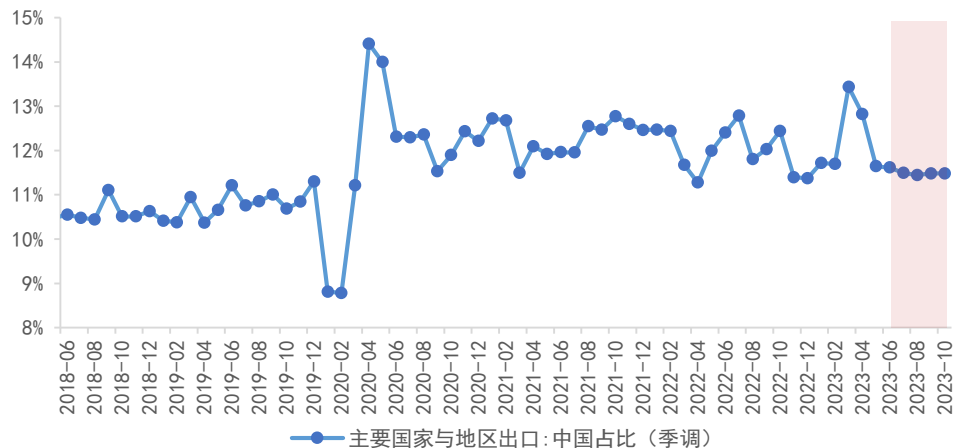
展望后续出口走势，我们认为，2024年我国季节性调整后的出口规模或也有望保持温和的环比正增长。

首先，从出口份额来看，近期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，4月的出口同比增速可能会继续处于负增长区间。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15：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。

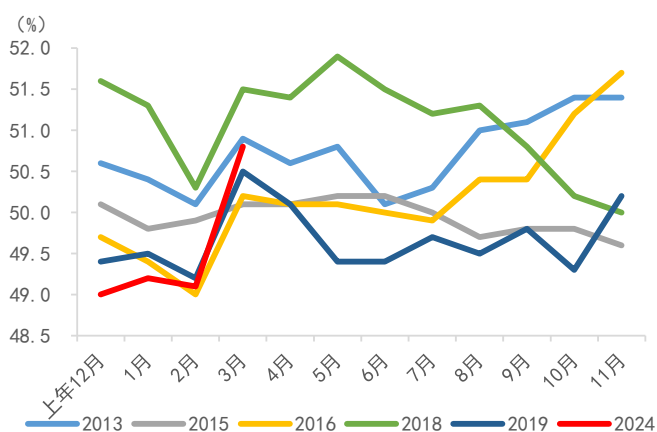
3.2 进口有望随内需修复回升

从季节性调整后的数据来看，3月进口整体保持平稳。

在地产高频数据仍偏弱的情况下，近期多数经济指标都出现了明显的改善，包括1-2月的社零、工业增加值、出口交货值等在季调后分别较12月环比增长1.1%、1.1%、2.4%，这也与一季度PMI表现持续强于季节性的情况相一致。我们认为，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。此外，近期稳增长政策也在持续推出。

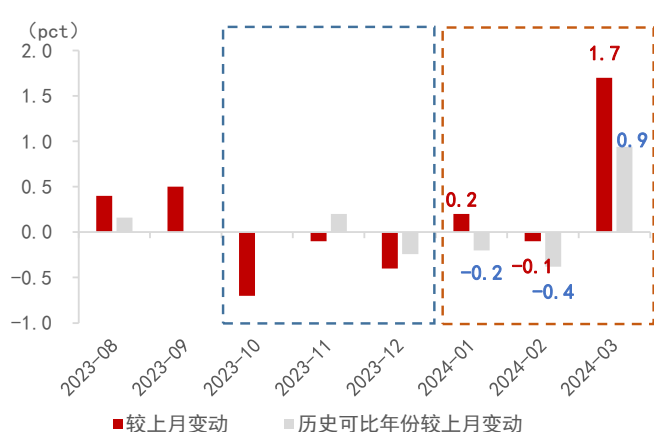
我们预计，今年1季度GDP环比增速有望重新回到1.1%-1.2%的潜在增速上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏。而内需的继续修复，也有望带动进口的季调环比回升。

图表16：可比年份各月PMI指数



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：历史可比年份指2013-2019年间春节和今年一样在2月的年份，即2013、2015、2016、2018、2019

图表17：PMI综合指数变动



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：历史可比年份指2013-2019年间春节和今年一样在2月的年份，即2013、2015、2016、2018、2019

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