



## 宏观点评

# 无需悲观：剔除基数影响及闰年扰动，出口正增 ——2024年3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

《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》

### 投资要点：

● **核心观点：3月中国出口金额（美元计价）同比-7.5%，进口同比-1.9%，主因基数影响及闰年扰动。**基数效应方面，春节错位+订单回补导致2023年3月出口创新高；闰年工作日扰动下，2024年较去年3月少了两个工作日。我们通过季度比较和两年平均计算得出，2024年1-3月（美元计价）进口同比+1.5%，前值为+0.8%，出口同比+1.5%，前值为-1.2%；通过两年平均计算，2024年3月（美元计价）进口同比-2.0%，与前值持平，出口同比+1.7%，前值为+1.4%。两种方法所得结论均验证出口延续改善态势，进口略有下降或与前值持平，因此无需过度担忧3月出口数据。对于后续进出口，我们认为全球央行货币政策紧缩周期接近尾声，新兴市场提前降息，美国补库前景渐强，高利率对外需掣肘逐步缓解。新旧动能加速转换，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）地缘政治危机下，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。稳增长政策下，三大工程和万亿国债有望加速制造业优胜劣汰，技术密集型的机电和集成电路产品有望在此进程中受益。

● **总览：进出口金额同比回落，基数效应以及闰年扰动是主因。**2024年3月份，中国当月出口（美元计价）2796.8亿美元，出口金额（美元计价）同比-7.5%，低于万得一致预期-2.1%，2024年2月为+5.6%；2024年3月份，中国当月进口（美元计价）2211.3亿美元，进口金额（美元计价）同比-1.9%，低于万得一致预期+0.6%，2024年2月为-8.2%；2024年3月贸易差额为585.5亿美元，前值为397.1亿美元。结合国内经济景气指数来看，3月制造业PMI新出口订单指数（51.3%）较2024年2月（46.3%）有明显回升，处于2018年以来的93%分位数水平，可以看出外需动能在加速修复。本次进出口金额同比下滑主因基数影响以及闰年扰动，不必过度担忧。

#### 1) 因素一：基数效应，春节错位+订单回补导致2023年3月出口创新高：

2023年3月，出口（美元计价）同比+14.8%，较1-2月加快21.6个百分点，为2022年8月以来最高；进口（美元计价）同比-1.4%，降幅收窄8.8个百分点；2023年3月实现贸易顺差881.9亿美元。**2023年3月出口增速创2022年8月以来新高主因春节错位+节后复工复产延迟使得3月订单回补明显。**1) 2024年春节在2月10日，2023年春节在1月22日，存在明显的春节错位。2) 2022年12月PMI生产、供货商配送时间、从业人员分别为44.6、40.1和44.8（前值分别为47.8、46.7和47.4），出口订单积压明显，且积压的订单在节后加速生产交单，由此造成积压订单在3月份大批交单。3) 2023年春节是自疫情爆发以来首个不再倡导就地过年的春节，因此即使2023年春节为1月

22日早于2022年的春节2月1日，但是2023年农民工返城复工复产略晚于2022年。

**2) 因素二：闰年工作日扰动，2024年为闰年，较去年3月少了两个工作日：**

2024年3月共有23个工作日，但2023年3月仅有21个工作日，2024年3月较去年减少了两个工作日，或对出口订单交付产生影响。国家统计局曾经在2009年的工业生产主要指标披露过程中标注：“因2008年是闰年，2月份29天，按可比天数计算，1-2月份工业增加值累计增速为5.2%。”因此可以看出闰年确实对工业生产产生一定影响。此外，极端天气加剧了闰年工作日对出口订单完成度的负反馈影响。根据中央气象台报道，2024年1月31日至2月5日，我国中东部地区遭遇今冬以来最大范围、最长时间的雨雪天气过程，也是2009年以来冬季最强雨雪冰冻天气。

**3) 如何剔除干扰因素辅助判断进出口数据是否低于预期？季度比较和两年平均可供参考。**

对于基数效应，两年平均可以更好削弱其影响，对于闰年扰动，例如工业增加值可以用日均生产来剔除闰年因素。但是考虑到进出口数据简单取日均并不妥当，企业往往是按照订单完成并交付的，因此我们采取季度比较和两年平均两种方法供参考。为尽量使得计算时间区间包含春节以及复工复产，我们选择通过计算进出口季度增速的方法，我们发现2024年1-3月（美元计价）进口同比+1.5%，前值为+0.8%，出口同比+1.5%，前值为-1.2%；通过两年平均计算，2024年3月（美元计价）进口同比-2.0%，与前值持平，出口同比+1.7%，前值为+1.4%。两种方法所得结论均验证出口延续改善态势，进口略有下降或与前值持平。

- **出口：受中间品贸易支撑逻辑，机电、集成电路等产品出口势头良好。**2024年3月人民币计价出口1.99万亿元，同比-3.8%，美元计价出口2796.8亿美元，同比-7.5%。**分商品来看**，机电产品和劳密产品出口势头良好。1-3月，我国机电产品出口3.39万亿元，增长6.8%，占出口总值的59.2%；其中，电脑及其零部件、汽车、船舶分别增长8.6%、21.7%、113.1%。同期，劳动密集型产品出口9757.2亿元，增长9.1%；其中，纺织服装、塑料制品、家具及其零件分别增长5.4%、14%、23.5%。**按量价来看**，价格方面，成品油+1.11%，钢材-1.12%，分别是主要拉动项和主要掣肘项，数量方面，钢材+0.61%，鞋靴-0.99%，分别是主要拉动项和主要掣肘项。钢材是3月出口主要影响变量，3月钢材出口量创下高位主因节后复工钢厂多积极接触出口订单。**分地区来看**，东盟为我国第一大出口伙伴，1-3月我国对东盟、欧盟、美国、韩国的美元计价出口同比分别增长4.1%、-5.7%、-1.3%和-9.3%。3月对中国出口起促进作用的国家或地区主要是中国台湾、马来西亚和越南，分别拉动0.11%、0.06%和0.002%，主要掣肘国家或地区为墨西哥、美国和欧盟，分别拉动-2.38%、-2.30%和-2.27%。**分地区来看出口有两大关注点：**

**1) 向前看，我们提示：全球央行货币政策紧缩周期接近尾声，新兴市场提前降息，美国补库前景渐强，高利率对外需掣肘逐步缓解。**日本央行时隔17年首次加息，瑞士成为2024年首个宣布降息的G10国家，美国3月CPI同比反弹至3.5%，通胀超预期或推迟降息，全球制造业景气指数也同步回升，3月全球PMI为50.6%，连续3个月位于扩张区间，外需有望延续恢复态势，短期来看对我国

出口数据起到强有力的支撑。向前看，我们认为美国当前库存增速和联邦基金目标利率存在较大背离，随着联储降息预期推迟，补库开启再次支撑中国出口。

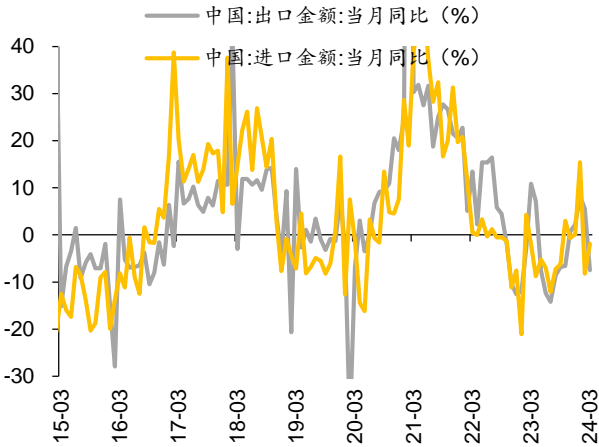
（在美国历史中，库存增速和利率存在较强相关性，当加息利率上行时，库存增速往往随之上行，里士满联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Richmond）在2012年的工作论文中对此解释为：提及提高实际利率会带来较高的生产成本，生产计划随之减少，下降的销售会转化为库存的累积。但是利率对库存的影响也可以通过提高实际利率—库存投资随之转负—减少最优库存持有量来完成，当前库存增速和联邦基金目标利率存在较大背离，第二种路径或主导）。

**2) 新旧动能加速转换，关注中间品贸易支撑。**国务院新闻办公室发布会强调“一季度，我国中间品进出口增长 4.4%。跨境电商进出口增长 9.6%，其中，跨境电商海外仓出口增长 11.8%。新业态、新模式的培育跑出了“加速度。”验证我们在前期报告《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》中提示：**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。**在城镇化、工业化和全球化红利逐步消退的过程中，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地缘政治危机下，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。**2023 年以来全球地缘政治危机频发，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，从而对冲地缘政治危机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。

- **进口：加工贸易支撑进口。**2024 年 3 月人民币计价进口 1.57 万亿元，同比+2%，美元计价进口 2211.3 亿美元，同比-1.9%。**分商品来看**，1-3 月，我国能源、金属矿砂、粮食等大宗商品进口量增加 6.2%。其中，原油、天然气和煤炭等能源产品 2.86 亿吨，增加 8%；铁、铝等金属矿砂 3.74 亿吨，增加 5%；粮食 3841.6 万吨，增加 5.1%。**按量价来看**，价格方面，未锻轧铜及铜材 +1.44%，粮食-0.42%，分别是主要拉动项和主要掣肘项，数量方面，集成电路+0.59%，未锻轧铜及铜材 -1.21%，分别是主要拉动项和主要掣肘项。未锻轧铜及铜材是 3 月进口主要影响变量，根据上海有色网数据，3 月中国累计进口钢材 61.7 万吨，环比增加 17.4%，同比下降 9.53%，钢材进口减少或与多化债大省基建停止开工有关，后续随基建投资改善，钢材需求或将改善。**分地区来看**，1-3 月，我国对东盟、欧盟、美国、韩国的美元计价进口同比分别增长 1.0%、-8.0%、-10.7%和 8.9%。3 月对中国进口起促进作用的国家或地区主要是越南、韩国和荷兰，分别拉动 0.59%、0.52%和 0.23%，主要掣肘国家或地区为美国、欧盟和中国台湾，分别拉动-1.02%、-0.82%和-0.68%。

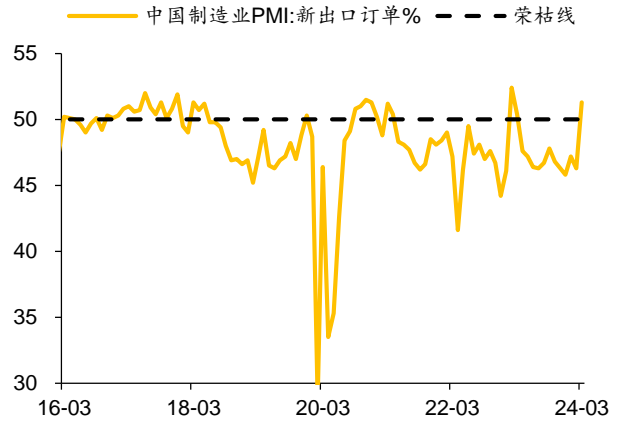
- **贸易顺差：3月贸易顺差处于高位。**2024年3月人民币计价贸易顺差4158.6亿元，同比-20.8%，美元计价贸易顺差585.5亿美元，同比-24.0%。高贸易顺差或因汇率压力，外贸新动能的逐步释放有望缓解贸易顺差压力。
- **风险提示：**美联储货币政策超预期；稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；经济恢复不及预期；三大工程进展不及预期；地缘政治危机超预期。

图 1: 3 月 (美元计价) 出口同比-7.5%, 3 月进口同比-1.9%



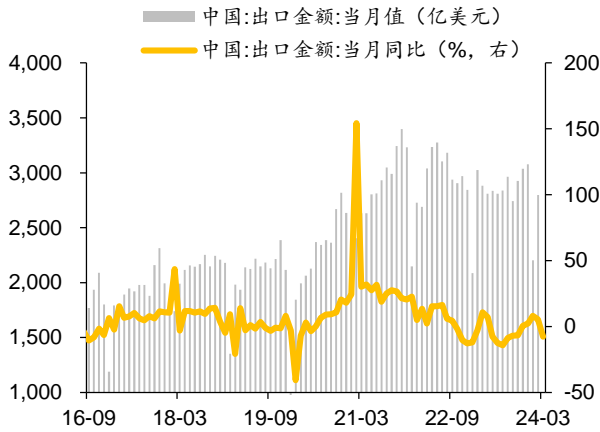
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 3 月中国制造业 PMI 新出口订单为 51.3%, 处于扩张区间



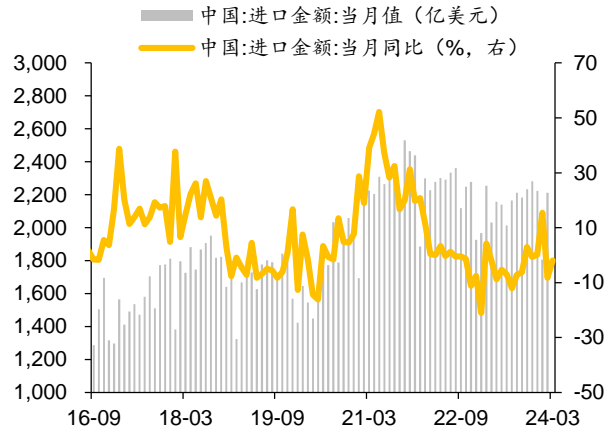
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 美元计价出口 2796.8 亿美元, 同比-7.5%



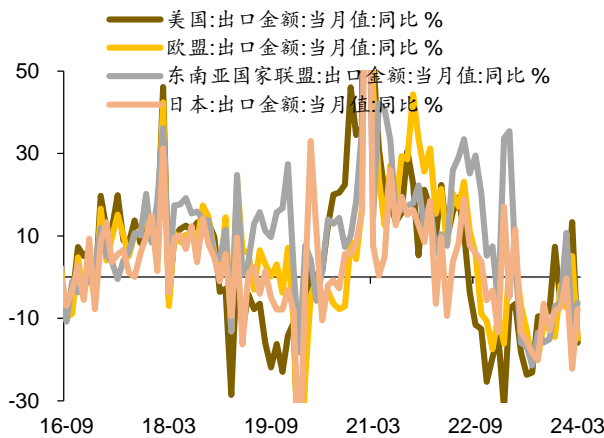
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 3 月美元计价进口 2211.3 亿美元, 同比-1.9%



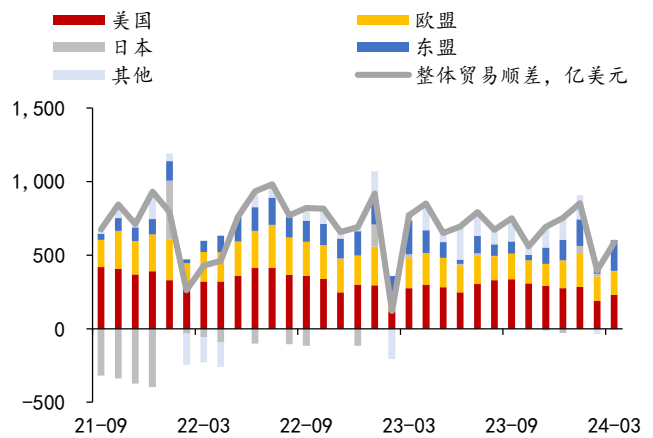
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 东盟是我国第一大出口地区, 占比 19%



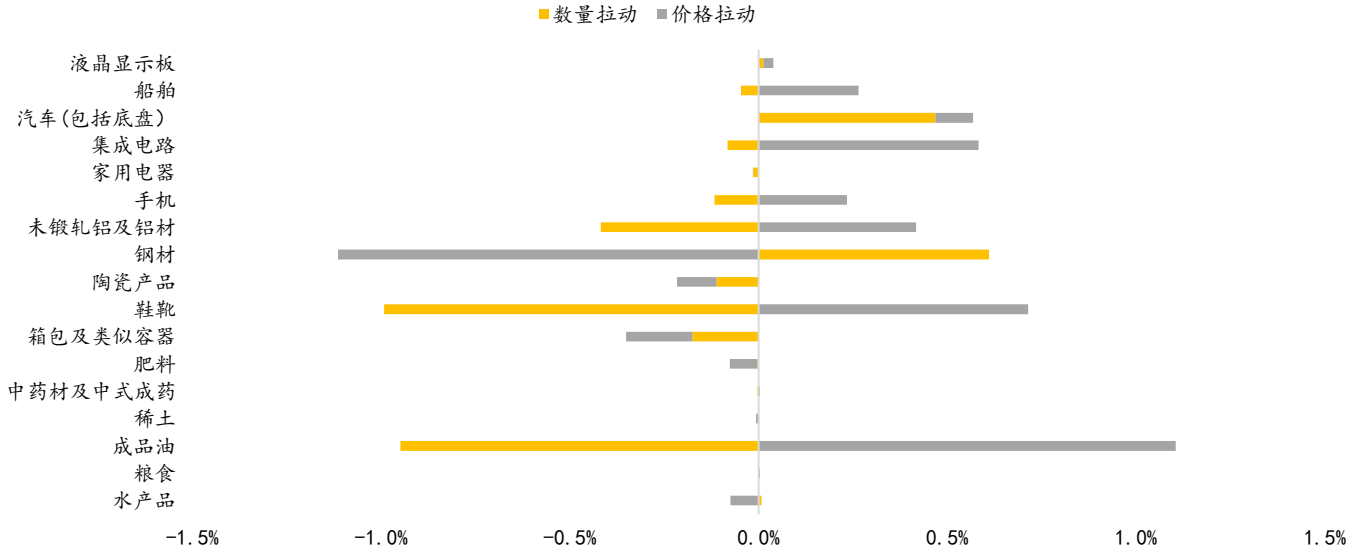
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 我国主要贸易国贸易顺差结构: 东盟贸易顺差最大



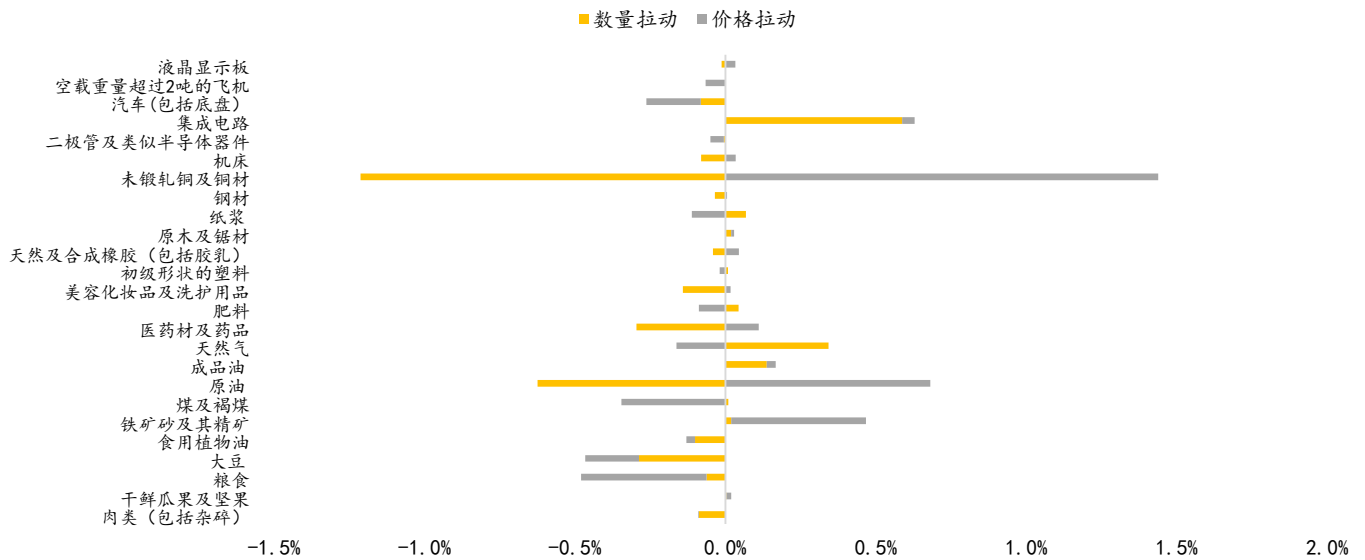
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7：2024 年 3 月主要商品出口量价图



资料来源：海关总署，德邦研究所

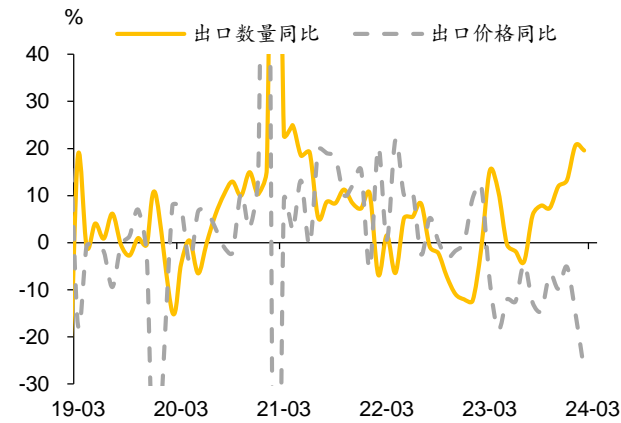
图 8：2024 年 3 月主要商品进口量价图



资料来源：海关总署，德邦研究所

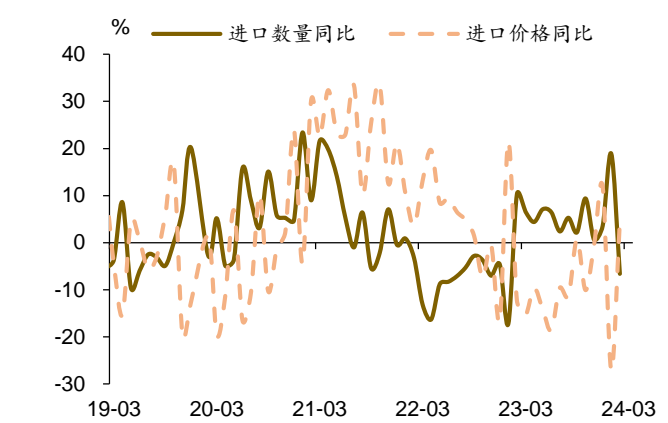


图 9：出口量价同比背离明显



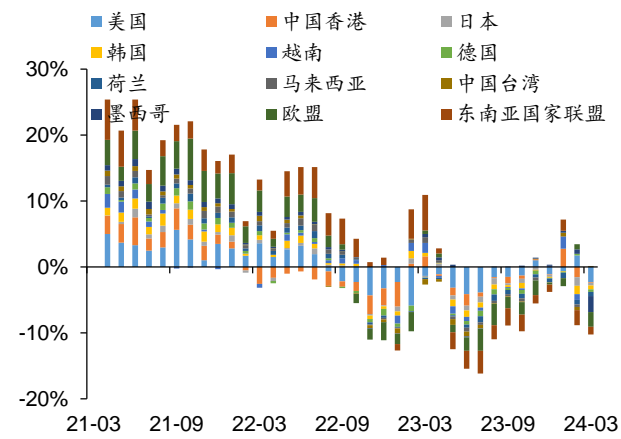
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：进口价格同比具有一定前瞻性



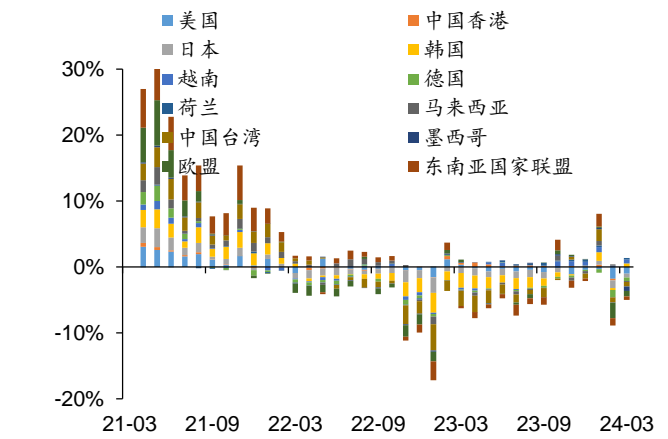
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：出口拉动分国家及地区：3 月美国及墨西哥是主要掣肘



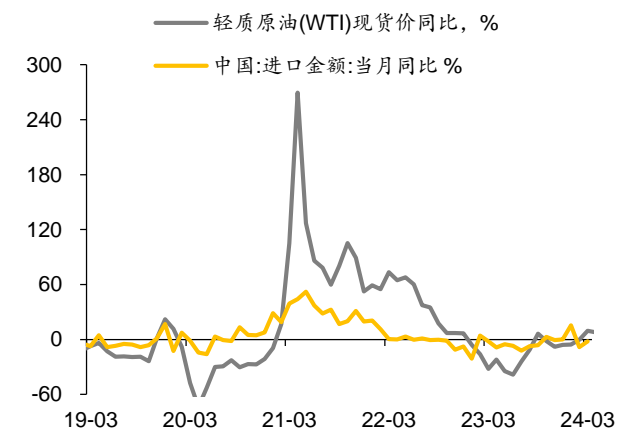
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：进口拉动分国家及地区：3 月美国及欧盟是主要掣肘



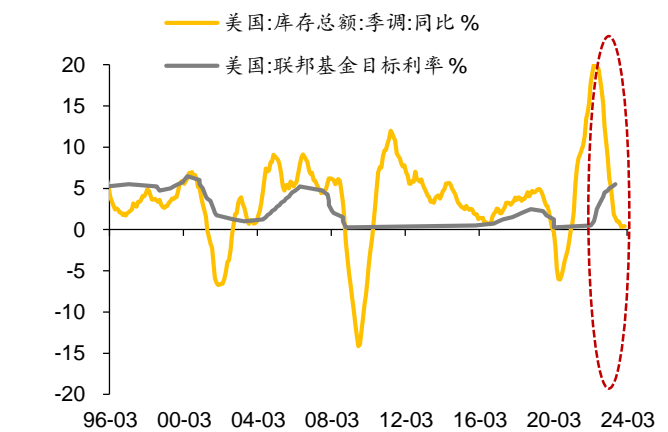
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：油价上行带动进口回升



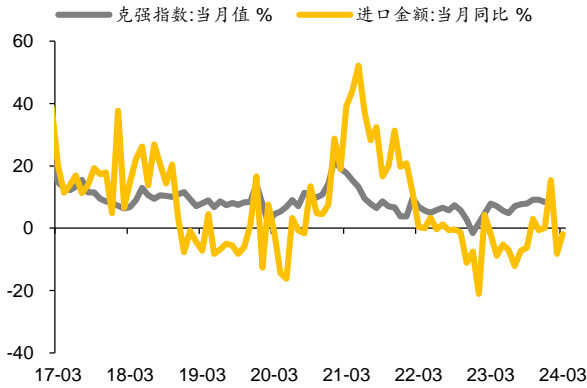
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：库存周期和利率周期出现负相关



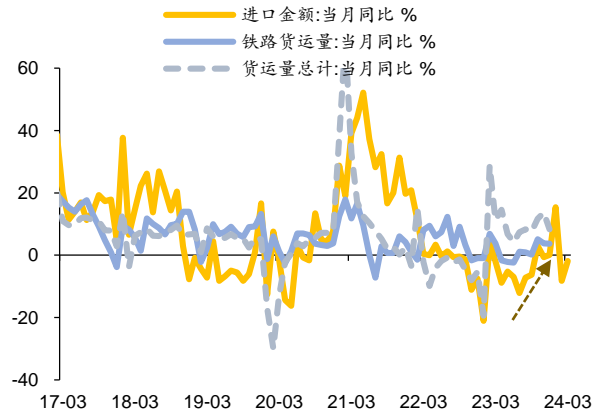
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15: 克强指数表明内需修复放缓



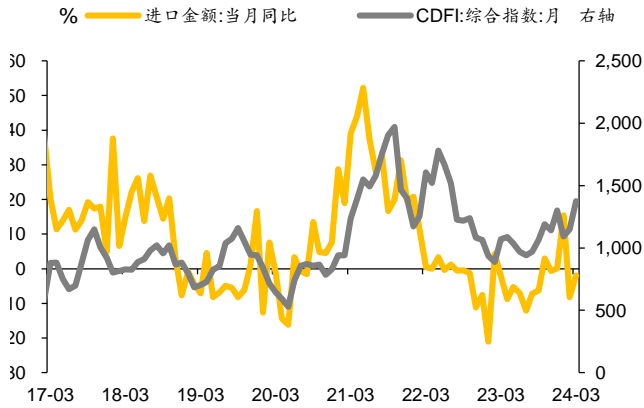
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 货运量指标表明内需缓慢修复



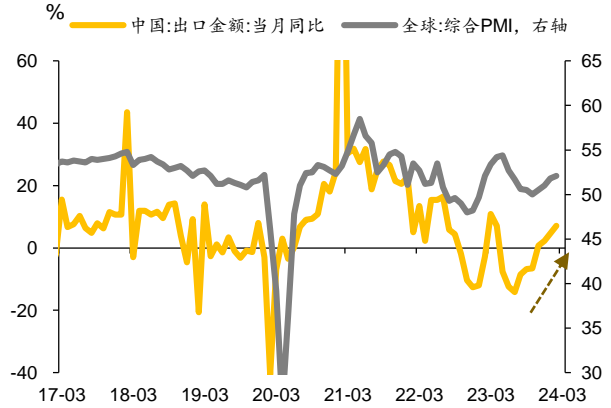
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 2 月 CDFI 综合指数同比+19.8%, 前值为+5.0%



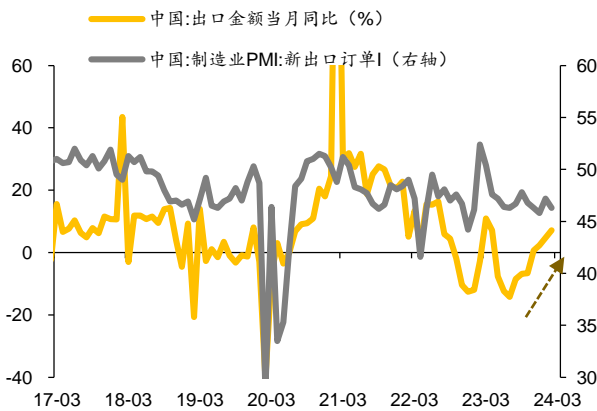
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 出口金额同比超预期与外需增加亦存在关联



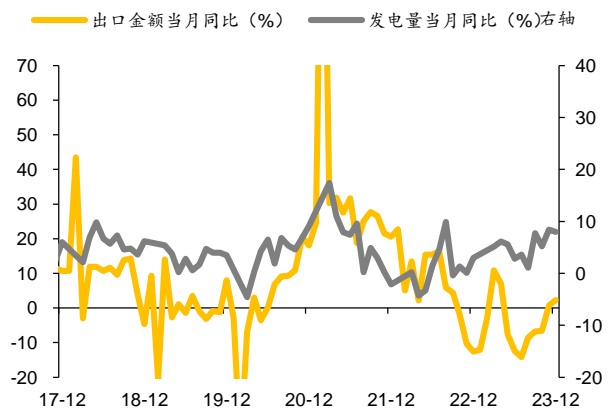
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 3 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 20: 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



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

## 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

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	行业投资评级	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范围包括证券投资咨询业务。