

2024 年 3 月外贸数据点评

出口增速放缓之辨

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项:

以美元计价, 3 月中国出口同比为-7.5%, 进口同比为-1.9%。

平安观点:

- 中国出口温和回升势头不改。**春节的日历时间对 1-2 月和 3 月的出口增速波动影响较大, 造成每年前三个月的出口增速往往呈现剧烈波动。在春节落在 2 月的年份, 往往呈现 1-2 月出口提速、3 月出口回落的组合(如 2013、2015、2018、2021 年), 今年 3 月出口增速回落完全符合该种情况, 且在回落幅度上并不大。1-3 月中国美元计价的出口同比增长 1.5%, 延续了温和回升的势头。不管从 3 月 PMI 出口订单指数重返扩张区间, 还是从高频港口货物和集装箱吞吐量的情况看, 都反映出一季度出口增长势头有所改善。**当前中国出口增长的外需基础较好。**今年一季度海外发达区域制造业 PMI 显著回升, 尤以美国为代表, 其制造业从去年的衰退走向复苏。而新兴和发展中区域制造业 PMI 进一步上扬, 主要受到巴西、印度等国制造业加速扩张带动。在中国出口市场份额保持基本稳定的情况下, 近年来中国出口增长与全球制造业 PMI 的变化基本是亦步亦趋的, 2024 年海外制造业复苏有望带动中国出口延续温和回升。
- 需注意基数下修对出口分项分析的影响。**海关总署对去年一季度出口数据的调整修正较多, 但这些分项的调整在 wind 等数据库中并没有相应体现, 如果不对其进行处理则会出现分项与整体不能对齐的问题, 影响分析的正确性。去年一季度美元计价出口的累计下修幅度达到 263 亿美元, 影响一季度出口增速 3.2 个百分点。我们比较了主要国别和主要商品的基数调整情况。分国别来看, 去年一季度对澳大利亚、东盟、非洲、中国香港、美国等地的出口数据下修幅度较大, 而对台湾、日本、俄罗斯、欧盟的下修幅度较小; 分商品来看, 去年一季度对劳动密集型产品及钢材的出口数据下修幅度较大, 机电产品次之, 而高新技术产品、汽车、大宗商品类的下修幅度较小。
- 按照海关总署修正后的数据, 一季度中国出口和进口呈现以下结构特征: 出口的国别范围更加多元,**一季度中国对中国香港、拉丁美洲、东盟、其它中亚和西亚地区出口增长明显加快, 对欧盟、美国出口虽仍负增, 但负面拖累有明显减弱, 而对俄罗斯、非洲、澳大利亚和韩国出口相比去年出现不同程度减速, 尤以对俄罗斯出口增速回落最为明显。**出口结构总体向好,**一季度中国出口集成电路、船舶、汽车、家具、家电、塑料制品、通用机械、自动数据处理设备的增速贡献最大; 而出口手机、钢材、成品油和肥料的增速比去年进一步放缓, 对一季度出口增速拖累最大。**进口延续温和修复,**一季度中国进口集成电路、铁矿石、自动数据处理设备、成本油对进口总额增速拉动最大, 而进口农产品、药材、汽车、煤炭对进口总额增速的拖累最为明显。此外, 煤炭、纸浆、天然气、肥料进口的数量增速较高, 皆因价格因素拖累金额表现。
- 风险提示:**稳增长政策落地效果不及预期, 地缘政治冲突升级, 海外经济衰退程度超预期等。

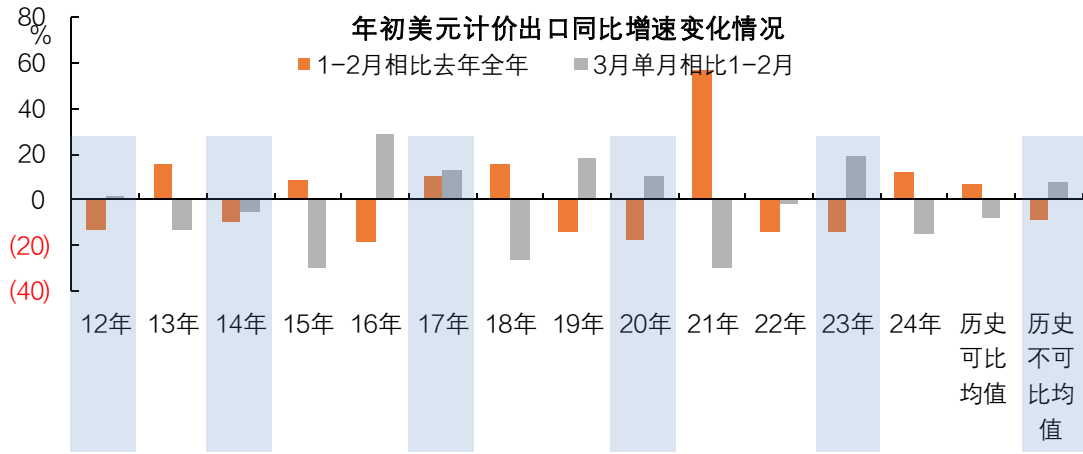
4月12日海关总署公布2024年3月统计快讯，以美元计价，3月中国出口同比为-7.5%，进口同比为-1.9%，相比1-2月值出现明显回落。对此我们解读如下：

1、中国出口温和回升势头不改

由于春节对有效工作日的占用时间较长（过完正月十五需要11个工作日），需要在春节前或春节后赶工，因而春节的日历时间对1-2月和3月的出口增速波动影响较大，这就造成每年前三个月的出口增速往往呈现剧烈波动。

比较2012年以来每年1-2月美元计价出口（累计同比）相比去年全年增速的变化，以及3月出口（当月同比）相比1-2月（累计同比）增速的变化，可见：1、在春节落在1月的年份，往往呈现1-2月出口降速、3月出口回升的组合；2、在春节落在2月的年份，则往往呈现1-2月出口提速、3月出口回落的组合（如2013、2015、2018、2021年）；3、如果次年春节仍落在2月，且比上年日期提前，则基数影响下也会出现1-2月出口同比降速、3月出口回升的组合（如2016、2019、2022年）。2024年3月出口增速回落完全符合第二种情况，且在回落幅度上并不大。

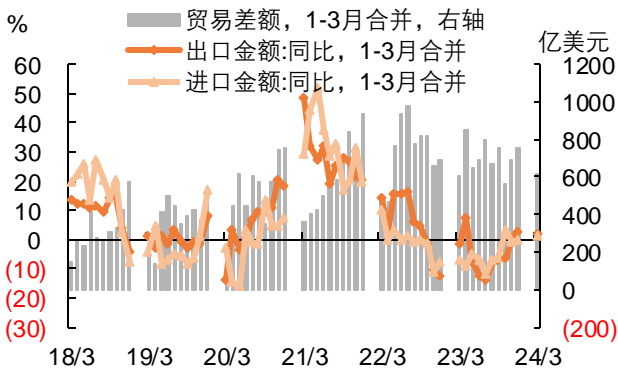
图表1 前三个月中国出口增速波动有迹可循



资料来源:Wind, 平安证券研究所; 注:历史可比年份为春节落在2月的年份,历史不可比年份为春节落在1月的年份

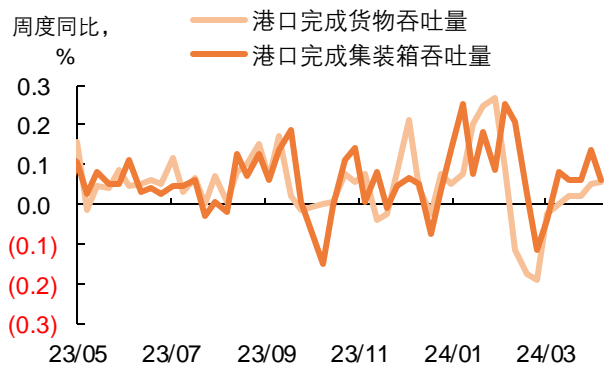
将一季度作为整体来分析出口增速变化能够比较有效地剥离扰动，1-3月中国美元计价的出口同比增长1.5%，延续了温和回升的势头。不管从3月PMI出口订单指数重返扩张区间，还是从高频港口货物和集装箱吞吐量的情况看，都反映出一季度出口增长势头有所改善。海关总署在国新办发布会上也指出“中国海关贸易景气调查结果显示，3月份反映出口、进口订单增加的企业比重均较上月明显提升”。

图表2 2024年1-3月中国出口增速展现温和回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

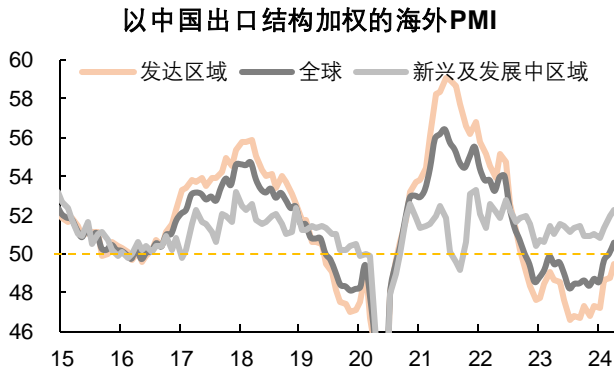
图表3 一季度港口吞吐量同比增速较去年抬升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

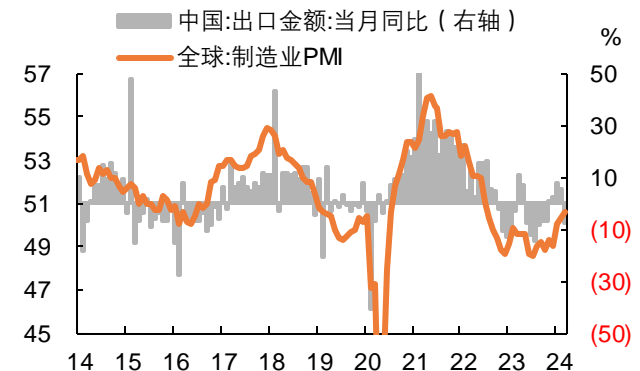
当前中国出口增长的外需基础较好。今年一季度海外发达区域制造业 PMI 显著回升，尤以美国为代表，其制造业从去年的衰退走向复苏。而新兴和发展中区域制造业 PMI 进一步上扬，主要受到巴西、印度等国制造业加速扩张带动。在中国出口市场份额保持基本稳定的情况下，近年来中国出口增长与全球制造业 PMI 的变化基本是亦步亦趋的，2024 年海外制造业复苏有望带动中国出口延续温和回升。

图表4 一季度全球制造业整体重返扩张



资料来源:iFind, 平安证券研究所

图表5 中国出口增速与全球制造业 PMI 相关性较高



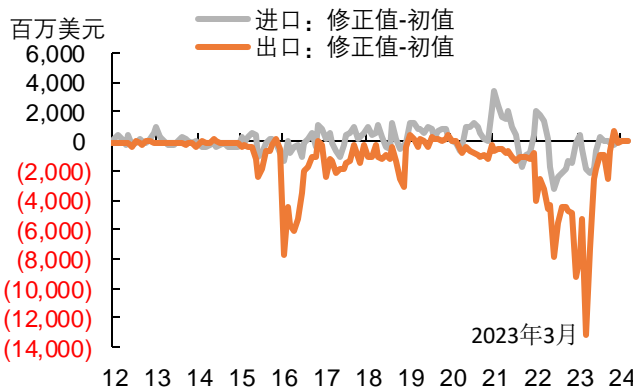
资料来源:Wind, 平安证券研究所

2、需注意基数下修对出口分项分析的影响

在分析出口分项数据时，我们注意到海关总署对去年一季度出口数据的调整修正较多，但这些分项的调整在 wind 等数据库中并没有相应体现（海关总署明确声明“受数据更正影响，此前已公布的数据可能与最新公布数据不一致，以最新公布数据为准”），如果不对其进行处理则会出现分项与整体不能对齐的问题，影响分析的正确性。

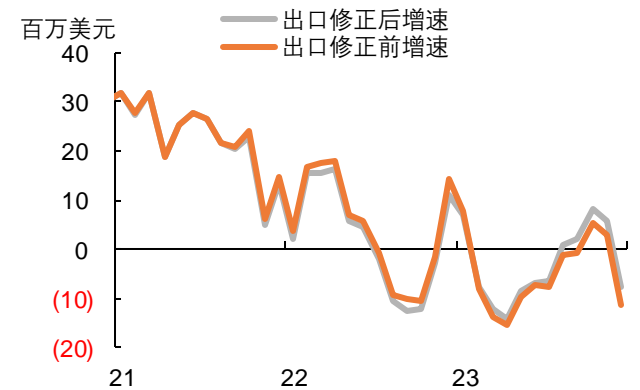
海关总署对去年一季度美元计价出口的累计下修幅度达到 263 亿美元，影响一季度出口增速 3.2 个百分点。我们根据海关总署统计快讯中的《进出口商品主要国别（地区）总值表》和《全国出口重点商品量值表》，比较了主要国别和主要商品的基数调整情况。分国别来看，去年一季度对澳大利亚、东盟、非洲、中国香港、美国等地的出口数据下修幅度较大，而对中国台湾、日本、俄罗斯、欧盟的出口数据下修幅度较小；分商品来看，去年一季度对劳动密集型产品及钢材的出口数据下修幅度较大，机电产品次之，而高新技术产品、汽车、大宗商品类的出口数据下修幅度较小。

图表6 去年一季度出口数据下修幅度较大



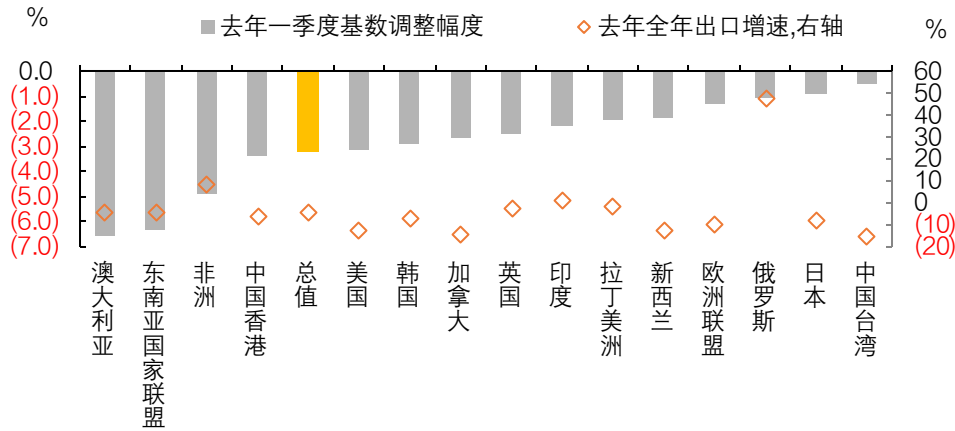
资料来源:CEIC, 平安证券研究所

图表7 基数下修影响一季度出口增速 3.2 个百分点



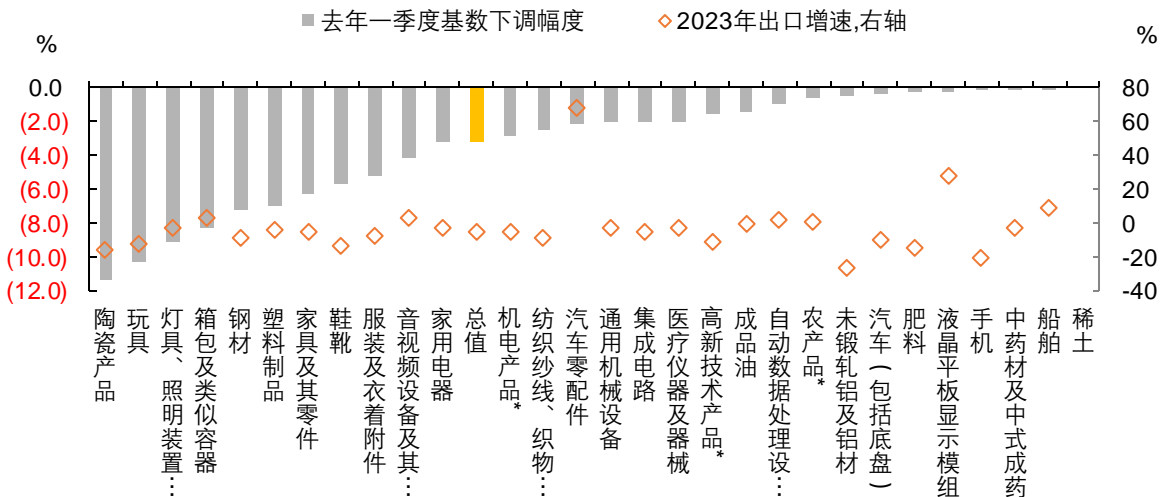
资料来源:CEIC, 平安证券研究所

图表8 中国对主要国家/地区 2023 年一季度出口数据修正情况



资料来源:海关总署, 平安证券研究所

图表9 中国主要出口商品/类别 2023 年一季度数据修正情况



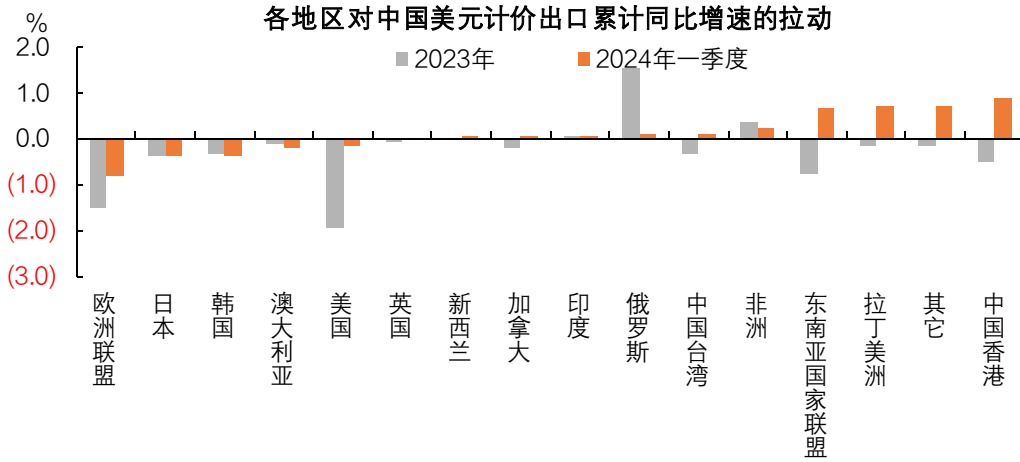
资料来源:海关总署, 平安证券研究所

3、一季度进出口的结构特征鲜明

按照海关总署修正后的数据，一季度中国出口和进口呈现以下结构特征：

分国别来看，一季度中国对中国香港、拉丁美洲、东盟、其它中亚和西亚地区出口增长明显加快，对欧盟、美国出口虽仍负增，但负面拖累有明显减弱，而对俄罗斯、非洲、澳大利亚和韩国出口相比去年出现不同程度减速，尤以对俄罗斯出口增速回落最为明显。中国出口的国别范围更加多元。

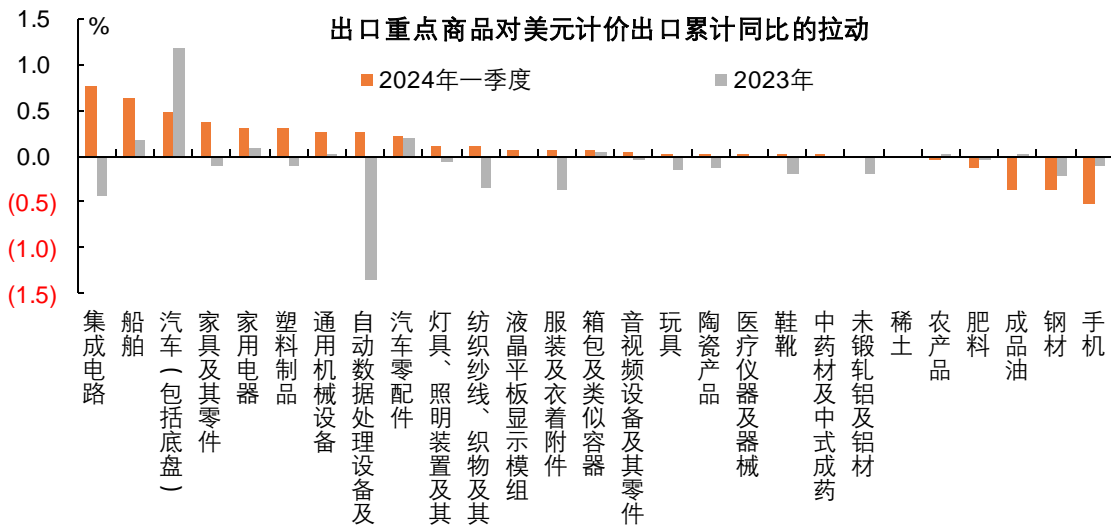
图表10 一季度中国出口的主要国别/地区拉动情况



资料来源: 海关总署, 平安证券研究所

分产品来看, 一季度中国出口集成电路、船舶、汽车、家具、家电、塑料制品、通用机械、自动数据处理设备的增速贡献最大, 不过, 汽车出口增速从去年高位有所回落; 而出口手机、钢材、成品油和肥料的增速比去年进一步放缓, 对一季度出口增速拖累最大。总体而言, 出口结构向好。

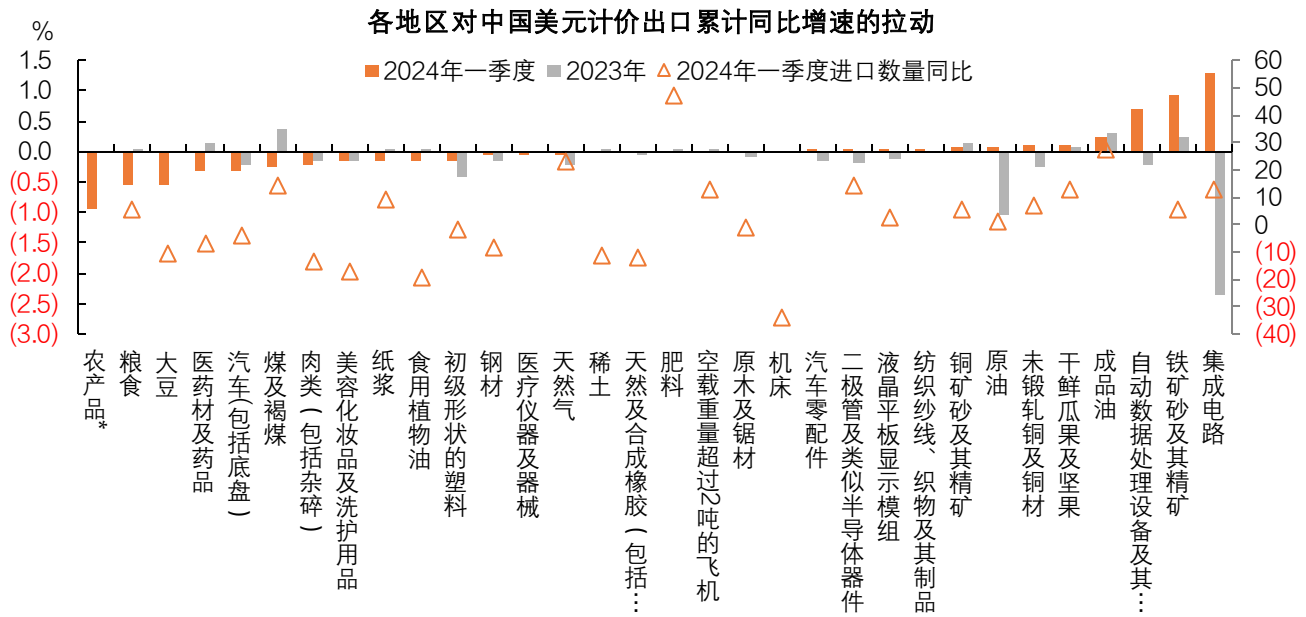
图表11 一季度中国出口主要商品的同比拉动情况



资料来源: 海关总署, 平安证券研究所

进口方面, 一季度中国亿美元计价的进口增长 1.5%, 同样延续了温和修复。从主要商品来看, 一季度中国进口集成电路、铁矿石、自动数据处理设备、成品油对进口总额增速拉动最大, 而进口农产品、药材、汽车、煤炭对进口总额增速的拖累最为明显。结合主要产品进口量的增速来看, 煤炭、纸浆、天然气、肥料进口的数量增速较高, 皆因价格因素拖累金额表现。

图表12 一季度中国进口主要商品的同比拉动情况



资料来源: 海关总署, 平安证券研究所

风险提示: 稳增长政策落地效果不及预期, 地缘政治冲突升级, 海外经济衰退程度超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层