

基数和外需波动下，进出口表现偏弱

——2024年1-3月贸易数据点评

摘要

- **出口表现更弱，与基数和外需波动有关。**按美元计，2024年1-3月份我国货物贸易进出口总额同比增长1.5%，其中出口同比增长1.5%；进口同比增长1.5%，出口、进口增速都有所回落。单月来看，3月货物贸易进出口总额同比下降5.1%，降幅有所扩大，其中进、出口增速走势分化，出口同比由上月上涨转为下降7.5%，进口同比降幅收窄至-1.9%。去年4月的基数效应较3月份有所减弱，但依然偏高，从整体海外形势看，欧美经济仍具有韧性，在补库周期驱动下，制造业景气度有所企稳，出口增速或有望回升，但高利率下外需的修复路径或不稳。
- **我国对东盟、欧盟、美国出口增速走低。**1-3月，我国对东盟、欧盟、美国和韩国的出口增速均走低，但对日本出口增速有所回升，自东盟、美国和日本的进口增速下滑，而自欧盟、韩国进口增速回升。其他贸易伙伴方面，我国与一带一路贸易关系较稳定，与拉丁美洲和非洲的进出口增速下滑较多，主要受到高基数的影响。
- **劳动密集型商品出口增速回落较多，部分中上游商品增速回升。**从主要出口商品看，1-3月，大多主要商品出口金额均有所回落，劳动密集型商品增速下降较多，而部分机电产品和中上游产品出口增速回升。从出口数量看，大部分主要商品出口数量增速较1-2月份回落，但肥料、成品油、汽车包括底盘出口数量增速走高；从出口金额看，劳动密集型商品出口金额增速较1-2月下滑较多，而部分机电产品和部分中上游商品出口金额同比增速升高。1-3月，我国机电产品出口金额同比升高3.3%，增速较1-2月回落5.2个百分点，高新技术产品出口金额同比由前值上涨0.2%转为下降0.2%。单月来看，3月出口增速低于市场预期，劳动密集型产品增速普遍下降，大部分中上游产品出口增速回升，机电产品中增速走势分化较大。
- **主要农产品进口走弱，上中游商品进口分化。**1-3月，主要农产品进口量价走弱，主要受基数和价格影响，其中粮食和大豆基数明显变低，食用植物油基数明显回升，3月受到节假日效应影响，餐饮消费逐渐增加，对食用植物油需求拉升。从主要上游商品看，1-3月，煤及褐煤进口同比量升价减，原油、成品油、未锻轧铜及铜材、铜矿砂及其精矿、铁矿砂及其精矿进口量价齐升，天然气进口量减价升，稀土、原木及锯材、天然及合成橡胶(包括胶乳)进口量价同减。单月来看，由于国际大宗商品价格近期有所回升，3月，原油、煤及褐煤进口同比量升价减、天然及合成橡胶(包括胶乳)进口同比量价同减，成品油、未锻轧铜及铜材、铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿进口量价同升。1-3月机电产品和高新技术产品进口金额同比分别上涨6%和9.7%，增速分别较1-2月收敛。后续在我国扩内需政策下进口有望得到支撑。
- **风险提示：**国内复苏不及预期，海外经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

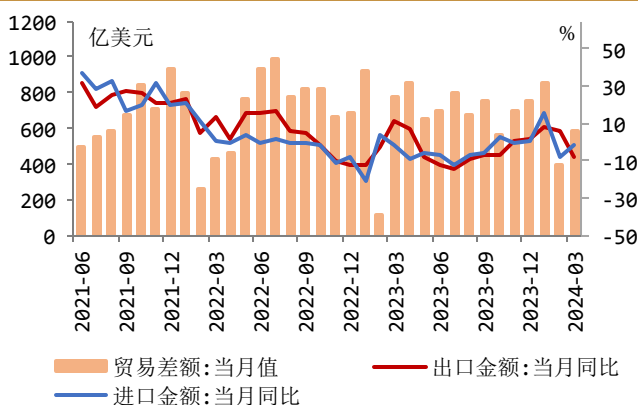
1. 设备更新落实多领域，全球大宗商品起舞 (2024-04-12)
2. 从居民的视角，借鉴日本消费变迁经验 (2024-04-12)
3. 通胀水平暂时回落，但不必过度担忧——3月通胀数据点评 (2024-04-11)
4. 国内利好消息不断，海外经济表现分化 (2024-04-07)
5. 景气超预期回升，政策效应有望逐步显现——3月PMI数据点评 (2024-04-01)
6. “低空经济”迎机遇，海外数据波动 (2024-03-29)
7. 三大部委重磅发声，海外央行分化操作 (2024-03-22)
8. 数据开门红，制造业表现亮眼 (2024-03-19)
9. 居民数据更弱，企业表现较稳健——2月社融数据点评 (2024-03-16)
10. 重磅文件助力设备更新，美国2月通胀超预期 (2024-03-15)

1 出口表现更弱，与基数和外需波动有关

出口表现低于预期，出口增速低于进口增速。按美元计，2024年1-3月份我国货物贸易进出口总额14313.4亿美元，同比增长1.5%，增速较1-2月回落4个百分点，一部分受到去年同期基数较高影响，另一部分与海外需求波动、贸易保护主义等有关。其中，由于海外需求波动，2024年1-3月出口总值8075亿美元，同比增长1.5%，较1-2月回落5.6个百分点，出口中劳动密集型产品增速下滑较多。进口方面，1-3月进口总值6238.4亿美元，同比增长1.5%，增速较1-2月回落2个百分点。1-3月出口相对进口更强，贸易顺差有所扩大，顺差额为1836.6亿美元，2023年同期顺差为1809.07亿美元。此外，从贸易方式看，1-3月份，一般贸易进出口增速持平于整体，一般贸易出口增速较整体快2.1个百分点，但进口增速较整体慢2.7个百分点，1-3月，出料加工贸易、租赁贸易依然同比增长较快。单月来看，按美元计，3月我国货物贸易进出口总额为5008.1亿美元，同比下降5.1%，降幅较2月份扩大4个百分点，其中出口金额为2796.8亿美元，同比由上涨5.6%转为下降7.5%，进口金额为2211.3亿美元，同比降幅收敛6.3个百分点至-1.9%，贸易顺差扩大至585.5亿美元，但低于去年同期顺差770.56亿美元。单月进、出口表现分化，一方面是受到基数表现不同的影响，出口基数升高而进口基数下降，另一方面或因为外需波动相对内需更大。从整体海外形势看，欧美经济仍具有韧性，在补库周期驱动下，制造业景气度有所企稳，或对后续我国对外贸易形成一定支撑，但由于美债利率上行，后续出口表现或不稳。欧元区2024年3月的Markit制造业PMI终值为46.1%，虽高于预期，但低于2月份的46.5%，创下三个月新低，而美国3月ISM制造业PMI上升2.5个百分点至50.3%，日本3月制造业PMI初值为48.2%，比2月份回升了1个百分点。

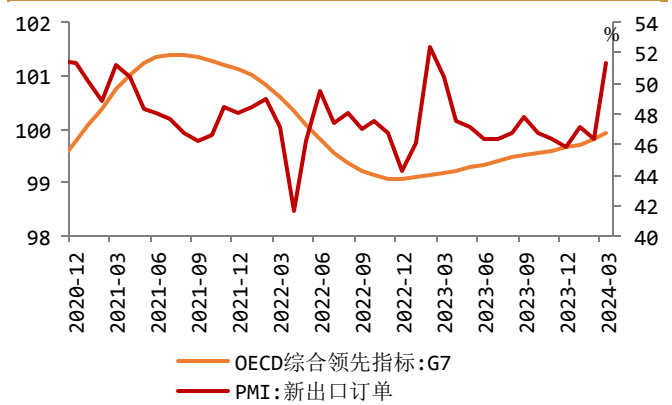
后续出口基数仍在高位，海外需求或逐步企稳，出口增速有望回升。4月9日，首个内外贸一体化企业专项融资额度落地，工商银行将提供8000亿元人民币为满足条件的企业提供贸易融资、信用贷款等融资支持。此外，国家外汇局发布2023年中国国际收支报告，提出加大外汇便利化政策和服务供给，扩大优质企业贸易外汇收支便利化政策覆盖面，以支持科技创新和中小微企业为重点提升跨境贸易投资便利化水平等。去年4月，基数效应较3月份有所减弱，但依然偏高，加之近期前瞻数据显示外需或有所企稳，出口增速或有望回升，但高利率下外需的修复路径或不稳。

图 1：3 月出口同比增速回落



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：3 月 PMI 新出口订单升至荣枯线上

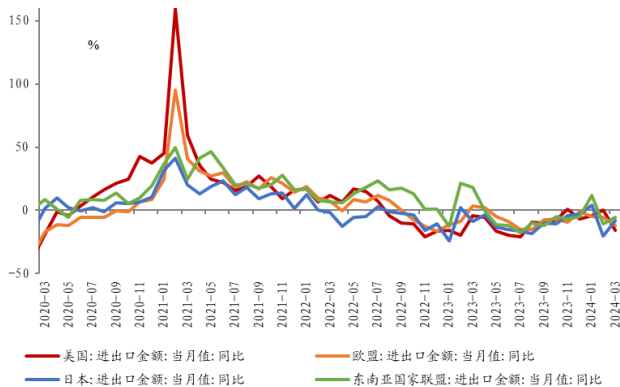


数据来源: wind、西南证券整理

2 我国对东盟、欧盟、美国出口增速走低

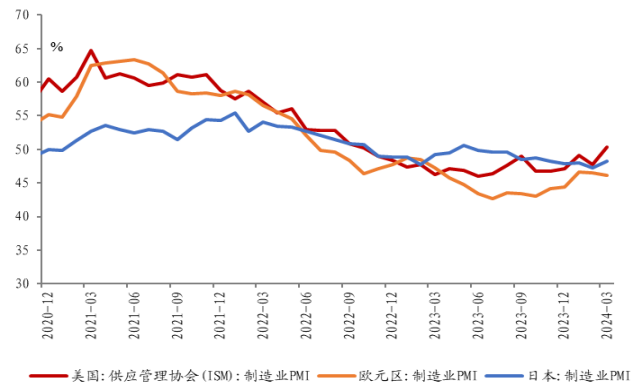
2024年1-3月，我国对东盟、欧盟、美国和韩国的出口增速均走低，但对日本出口增速有所回升，自东盟、美国和日本的进口增速下滑，而自欧盟、韩国进口增速回升。2024年1-3月，东盟为我国第一大贸易伙伴，我国与东盟贸易总值为2245.96亿美元，较2023年同期回升2.8%，增速较1-2月回落2个百分点，占我国外贸总值的15.69%，占比较前值略回升0.68个百分点，占比较稳定。其中，对东盟出口1355.71亿美元，同比上升4%，增速较1-2月回落1.9个百分点；自东盟进口890.25亿美元，同比增长1%，较1-2月增速回落2.3个百分点。欧盟为我国第二大贸易伙伴，1-3月我国与欧盟贸易总值为1795.32亿美元，下降6.5%，降幅较1-2月扩大2.4个百分点。其中，对欧盟出口1172.43亿美元，下降5.7%，降幅较前值扩大4.4个百分点；自欧盟进口622.89亿美元，下降8%，降幅较1-2月收窄1.4个百分点。美国为我国第三大贸易伙伴，1-3月，我国与美国出口金额同比由1-2月上漲5%转为下降1.3%；进口同比下降10.7%，降幅较前值扩大1个百分点。韩国继续超越日本，为我国第四大贸易伙伴，我国与韩国出口和进口金额同比分别下降9.3%和增长8.9%，与日本进出口贸易同比回落7.5%，增速持平前值，其中出口和进口增速仍均为负值，分别为-8.7%和-6.1%，出口降幅收窄而进口降幅扩大。其他贸易伙伴方面，我国与一带一路贸易关系较稳定。1-3月，我国对RCEP伙伴国家进出口额占进出口总额的30.3%，较1-2月回升0.92个百分点，从RCEP伙伴国家出、进口分别占出、进口总额的27.89%和33.41%，较前值占比回升1.4和0.24个百分点；我国与拉丁美洲进出口总额同比增长8.3%，增速较前值回落5.6个百分点，出口增速为9.3%，出口增速下降11.3个百分点，进口增速为7.4%，增速下降0.7个百分点；与非洲出口增加4.4%，增速下降16.6个百分点，主要因高基数效应。

图3：我国与主要贸易伙伴进出口情况（以美元计）



数据来源: wind、西南证券整理

图4：美欧日制造业景气度走势分化



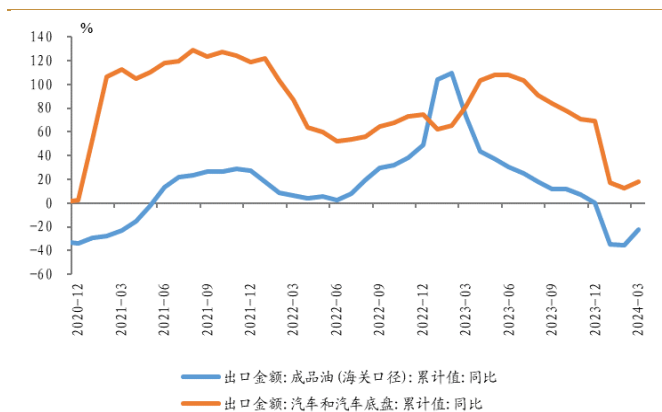
数据来源: wind、西南证券整理

3 劳动密集型商品出口增速回落较多，部分中上游商品增速回升

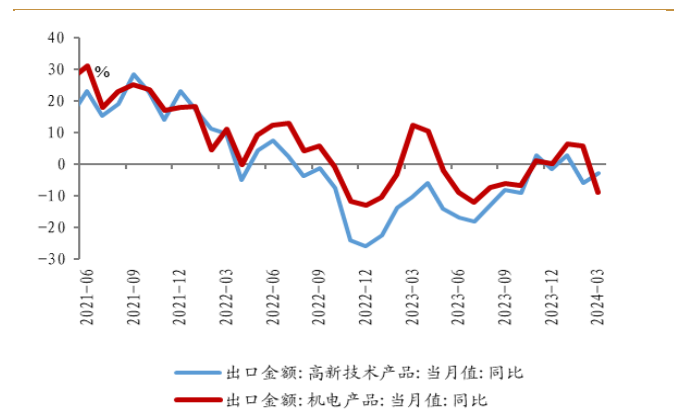
从主要出口商品看，大多主要商品出口金额均有所回落，劳动密集型商品增速下降较多，而部分机电产品和中上游产品出口增速回升。2024年1-3月，从出口数量看，受到基数和欧美需求波动影响，大部分主要商品出口数量增速较1-2月份回落，但肥料、成品油、汽车包括底盘出口数量增速较1-2月走高。其中，船舶、钢材、汽车包括底盘、家用电器同比增速较高，均在20%以上，成品油、肥料和中药同比降幅较大；边际变化上，船舶、箱包及类

似容器、鞋靴、陶瓷产品和家用电器等出口数量同比增速下滑较多，分别较 1-2 月下 滑 28.3、21.1、17.6、16.9、14.9 个百分点至 31.6%、15%、9.5%、11.8% 和 23.7%，而成品油、肥料和汽车包括底盘出口数量同比增速分别回升 12.3、5.1、1.8 个百分点至 -18.3%、-11% 和 23.9%。从出口金额看，劳动密集型商品出口金额增速较 1-2 月下 滑较多，而部分机电产品和部分中上游商品出口金额同比增速升高。受到基数以及海外需求波动较大影响，以美元计，1-3 月我国机电产品出口金额同比升高 3.3%，增速较 1-2 月回落 5.2 个百分点，占出口总额的 59.2%，占比较 1-2 月回升 0.08 个百分点。其中，机电产品中部分子类同比增速回升，自动数据处理设备及其零部件、手机、汽车包括底盘同比增速分别上升 0.9、5.2 和 5.6 个百分点至 4.8%、-13% 和 18.2%；部分上游商品出口金额增速也有回升，如稀土、肥料和成品油出口增速分别回升 4.8、2.5 和 13.5 个百分点至 -39.2%、-52.1% 和 -20.8%；劳动密集型产品出口金额增速下滑较多，陶瓷产品、箱包及类似容器、家具及其零件、鞋靴出口金额增速分别下降 21.6、18.5、16.5 和 14.1 个百分点至 3.8%、5.6%、19.6% 和 0.3%；1-3 月高新技术产品出口金额同比由前值上涨 0.2% 转为下降 0.2%，占出口总额的 24.5%，占比也有所上升。

单月来看，3 月出口增速低于市场预期，劳动密集型产品增速普遍下降，大部分中上游产品出口增速回升，机电产品中增速走势分化较大。机电产品出口金额同比转为下降，高新技术产品出口金额同比降幅收敛。具体来看，劳动密集型产品方面，陶瓷产品、鞋靴、箱包及类似容器、玩具、服装及衣着附件同比增速均由上月上涨转为下降，且降幅都在 20% 以上。主要劳动密集型产品出口金额单月同比增速下降，与基数走高、外需波动有关；从主要中上游产品看，3 月成品油、粮食等出口金额增速上行较多，分别回升 46.9、28.8 个百分点至 11.6%、1.3%。3 月，机电产品出口金额同比由上涨 5.7% 转为下降 8.8%，高技术产品出口降幅收窄 3.15 个百分点至 2.7%，其中，手机、集成电路、自动数据处理设备及其零件、汽车包括底盘出口金额增速都有回升，尤其汽车包括底盘出口在高基数背景下依然回升 21.09 个百分点至 28.36%，船舶出口增速则大幅回落 114.84 个百分点至 33.98%，主要受到基数的影响。我国 3 月新出口订单指数为 51.3%，较前值回落 5 个百分点，连续 11 个月收缩后再度回到荣枯线上，此外韩国进出口数据显示，韩国 3 月份出口同比增长 3.1%，虽较上月回落 1.7 个百分点，但仍实现连续六个月增长。后续出口基数依然较高，或对出口增速有一定压制，外需短期内或保持一定韧性，预计出口增速将有所反弹，但随着美债利率上行，外需后续波动或较大。

图 5：成品油、汽车出口金额同比增速回升


数据来源: wind、西南证券整理

图 6：机电产品出口金额同比增速回落，高新技术产品出口金额增速回升


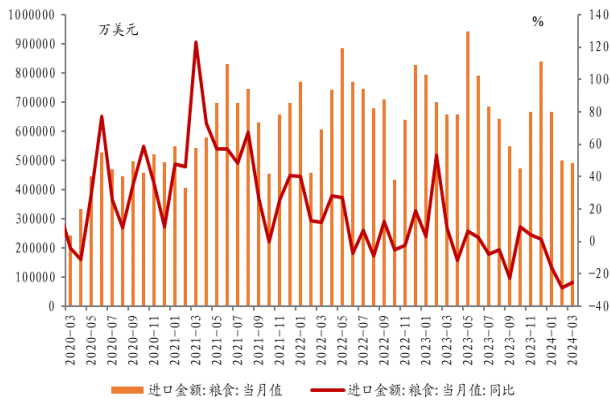
数据来源: wind、西南证券整理

4 主要农产品进口走弱，上中游商品进口分化

主要农产品进口量价走弱，主要受基数和价格影响。以美元计，2024年1-3月，我国粮食进口量同比增加了5.1%，较1-2月同比涨幅收窄2.6个百分点，而大豆和食用植物油进口数量分别同比下降10.8%和19.2%，降幅分别较前值继续扩大2.0和6.8个百分点，延续降幅扩大的趋势，基数原因主导。粮食进口金额同比下降17.3%，降幅较前值扩大2.4个百分点，大豆和食用植物油进口金额同比下降24.8%和33.3%，增速也呈现出继续下降的态势。联合国粮农组织（FAO）最新数据显示，谷物、糖和肉类的价格已从2022年创纪录的高点回落。FAO的粮食商品价格指数在3月小幅上升至118.3，逆转连续七个月下滑趋势，但该数据仍比去年3月下跌9.9点。2024年以来国际粮食价格走低，农产品进口粮价增速走弱。单月来看，3月粮食、大豆进口量同比分别下降2.92%、19.11%，降幅较前值收窄2.94、8.16个百分点，基数回落为主要原因；粮食、大豆和食用植物油进口金额同比分别下降25.16%、33.71%和40.88%个百分点，同比降幅较2月缩窄3.66、5.79和0.1个百分点，变动幅度较小，但粮食和大豆基数明显变低，食用植物油基数明显回升，3月受到节假日效应影响，餐饮消费逐渐增加，对食用植物油需求拉升。

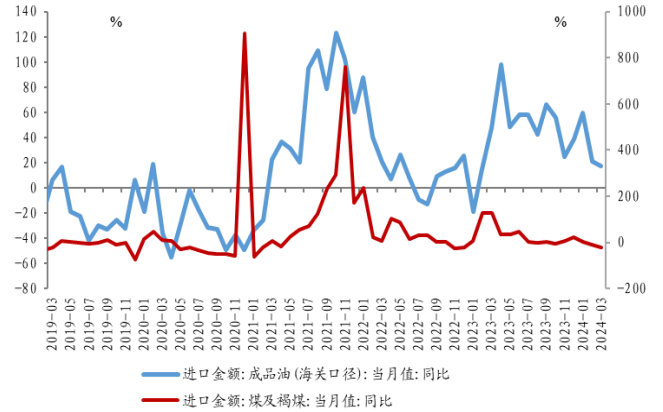
因基数波动较大，不同种类上游和中游商品进口量价同比分化。从主要上游商品看，1-3月，煤及褐煤进口同比量升价减，原油、成品油、未锻轧铜及铜材、铜矿砂及其精矿、铁矿砂及其精矿进口量价齐升，天然气进口量减价升，稀土、原木及锯材、天然及合成橡胶(包括胶乳)进口量价同减。单月来看，由于国际大宗商品价格近期有所回升，3月，原油、煤及褐煤进口同比量升价减、天然及合成橡胶(包括胶乳)进口同比量价同减，成品油、未锻轧铜及铜材、铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿进口量价同升。3月，原油进口金额同比由上涨7.96%转为下降3.45%，但基数在走弱，进口数量同比也由上涨8.35%转为下降6.23%，4月10日，海关总署全球贸易监测分析中心和上海石油天然气交易中心联合发布的中国原油综合进口到岸价格指数显示，4月1日-7日，中国原油综合进口到岸价格指数为139.33点，周环比上涨0.01%，同比上涨8.66%，最近一周，受中东地缘政治紧张局势影响和以及全球原油供应收紧的提振，国际油价持续攀升，达到5个月高点，并构成四连涨的态势。4月原油进口或将受到影响；铜矿砂及其精矿进口金额同比由下降2.13%转为上涨13.63%，基数回落原因较大；煤及褐煤同比下降22.19%，降幅扩大12.47个百分点。1-3月机电产品和高新技术产品进口金额同比分别上涨6%和9.7%，增速分别较1-2月收敛1.7和2.2个百分点。其中，机床、自动数据处理设备及其零部件、二极管及类似半导体器件、集成电路、汽车(包括底盘)、液晶平板显示模组、液晶平板显示模组、医疗仪器及器械的进口金额同比均不同程度下降。从3月单月看，高新技术产品和机电产品进口金额同比都由落转涨，增速分别扩大8.72和10.09个百分点至4.37%和1.57%，机床、汽车(包括底盘)、空载重量超过2吨的飞机进口金额增速仍处于负值区间。3月，进口PMI指数为50.4%，较前值回升4个百分点，春节假期因素消退之后，进出口景气度有所回升，出口回升更多。短期来看，海外需求有恢复的迹象，出口有望逐步得到改善，但是由于高利率的滞后影响，恢复势头或不稳，我国扩内需政策下进口也有望得到支撑。

图 7：我国粮食进口金额同比涨幅回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：煤及褐煤进口金额同比增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
