

高基数扰动引致的超预期回落

——3月贸易数据点评

报告日期：2024年4月17日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL: wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

基数短期扰动明显，出口回落超预期

2

加工贸易带动进口降幅收窄

3

基数走弱及全球制造业复苏，出口同比中枢具回升动能

- 中国3月出口（以美元计价，下同）同比下降7.5%，市场预期下降2.9%，1-2月增长7.1%。
- 中国3月进口同比下降1.9%，市场预期增长1.5%，1-2月增长3.5%。
- 中国3月贸易顺差585.5亿美元，市场预期696.3亿美元，1-2月为1251.6亿美元。

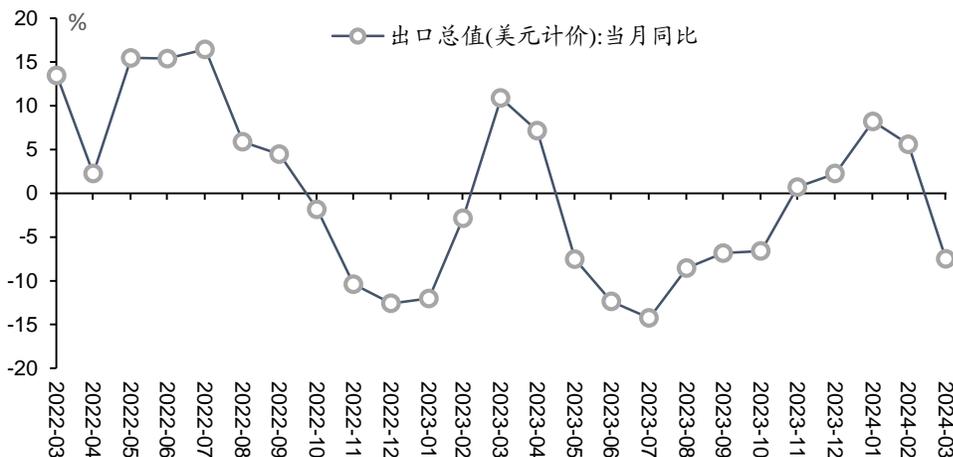
(%)	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
进出口差额 (亿美元)	585.5	397.1	854.6	753.1	693.3	560.0	752.1	672.4	793.6	694.8	651.1	850.4	770.6
出口总值	-7.5	5.6	8.2	2.2	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.4	-7.6	7.1	10.9
进口总值	-1.9	-8.2	15.4	0.1	-0.7	3.0	-6.3	-7.2	-12.1	-7.0	-5.2	-8.8	-2.0
出口商品:													
劳动密集型产品	-23.2	25.4	1.8	-2.4	-6.8	-11.4	-9.2	-12.1	-19.6	-15.9	-12.7	10.5	26.7
地产后链产品	-15.5	32.4	11.5	6.2	0.0	-8.2	-2.6	-3.0	-12.4	-10.2	-8.4	3.2	20.1
机电产品	-8.8	0.3	0.9	-6.7	-6.1	-7.3	-11.9	-9.0	-2.1	10.4	12.3	-12.9	-11.4
汽车(包括底盘)	28.4	52.0	27.9	45.0	45.1	35.2	83.3	109.9	123.5	195.7	123.8	90.7	113.1
高新技术产品	-2.7	-1.4	2.8	-9.2	-8.3	-13.2	-18.1	-16.8	-13.9	-5.9	-10.4	-25.8	-23.9
出口对象:													
东盟	-6.3	-12.5	10.7	-6.1	-7.1	-15.1	-15.8	-13.4	-21.4	-16.9	-15.9	4.5	35.4
欧盟	-14.9	5.1	-7.4	-1.9	-14.5	-12.6	-11.6	-19.6	-20.6	-12.9	-7.0	3.9	3.4
美国	-15.9	13.4	-4.0	-6.9	7.3	-8.2	-9.3	-9.5	-23.1	-23.7	-18.2	-6.5	-7.7
日本	-7.8	-22.2	-0.3	-7.3	-8.3	-13.0	-6.4	-20.1	-18.4	-15.6	-13.3	11.5	-4.8
俄罗斯	-15.7	9.1	14.1	21.6	33.6	17.2	20.6	16.3	51.8	90.9	114.3	153.1	136.4
进口商品:													
农产品	-17.2	-6.9	-10.0	-0.9	-12.0	-7.9	-10.5	4.4	2.6	5.7	16.3	11.5	9.4
机电产品	1.6	2.2	4.2	0.3	-9.9	-9.5	-11.3	-8.8	-14.3	-16.3	-15.9	-19.5	-23.8
高新技术产品	4.4	1.4	8.1	2.0	-10.7	-9.5	-11.7	-10.4	-14.3	-12.7	-13.8	-22.9	-27.2
大豆	金额	-33.7	-19.1	-7.8	2.7	-26.3	0.6	-5.5	4.8	14.5	-12.9	14.1	31.1
	数量	-19.1	-6.9	7.7	24.7	-7.3	30.6	23.4	24.5	24.2	-10.1	7.9	19.0
原油	金额	-3.5	-4.5	-12.8	8.4	0.0	0.5	-20.8	-1.4	-14.0	-28.5	0.7	15.2
	数量	-6.2	0.6	-9.2	13.5	13.7	30.9	17.0	45.3	12.3	-1.4	22.5	4.2
铁矿砂	金额	7.5	48.6	29.1	22.1	4.0	6.3	-14.9	-15.1	-12.5	-5.8	9.0	-5.2
	数量	0.5	11.0	3.9	4.6	1.5	10.6	2.4	7.4	4.0	5.1	14.8	5.6
集成电路	金额	2.0	-3.4	8.5	-10.0	-17.0	-10.3	-16.7	-13.6	-18.8	-22.2	-20.0	-22.0
	数量	5.8	6.0	0.6	2.0	-10.6	-3.1	-5.8	-13.3	-13.8	-15.4	-16.0	-25.5
进口对象:													
东盟	-3.9	-7.8	13.7	-2.3	-6.4	10.2	-7.0	-5.9	-11.2	-4.1	-4.2	-6.3	-2.2
欧盟	-7.3	-20.6	1.4	0.4	1.6	5.8	0.2	-5.7	-3.0	-0.7	-0.9	-0.1	3.4
美国	-14.3	-22.7	-4.4	-6.1	-15.1	-3.7	-12.6	-7.9	-11.2	-4.1	-9.9	-3.1	5.6
日本	-8.5	-17.8	9.7	1.8	-0.3	-8.3	-13.7	-16.9	-14.7	-14.3	-13.7	-15.8	-12.3
韩国	8.4	-5.3	21.6	0.7	-2.3	-8.9	-14.8	-21.9	-23.0	-15.4	-22.8	-26.0	-27.0

数据来源: iFnd, 太平洋证券研究院

01 基数短期扰动明显，出口回落超预期

- 3月出口（以美元计价，下同）同比下降7.5%，相比1-2月下行14.6个百分点，值得注意的是，这一结果是基于2023年同期基数已做修正的情况（去年3月出口同比增速由初始公布的14.8%下调至10.9%），若以调整前的数值计算，本月出口同比会继续下探4个百分点左右。年初2个月外贸数据超预期创下开门红，3月则画风突变、急转直下，回调程度同样在市场预料之外。出口数据如此大幅度的起落是否正常？又是受何因素驱动？
- 在回答上述两个疑问前，我们需要明确今年3月的出口数据存在两点特殊之处。一是基数较高，2023年3月出口表现远超当时市场预期，同比增速近15%（修正前的初值），即使是修正后也在10个百分点以上，环比则超出40%。二是春节偏晚。今年春节假期于2月中上旬开启，相对较迟。鉴于以上两点，本月出口数据的回调也就不难理解：骤然走高的基数会对今年3月出口同比增速形成制约，而偏晚启动的假期也意味着春节对生产开工的扰动在本月仍有余波。
- 结合多维数据来看，本月出口实际可能并没有那么差。一是剔除基数因素影响后，3月份出口两年复合增速为1.3%，1-2月累计则为-0.9%，边际而言其实是有所改善的；二是环比来看，今年3月较2月份出口环比上行幅度虽不是最高，但也并未像单月同比增速处于历史同期偏弱水平，而是属于中等。这也侧面说明了高基数对同比增速的下拉影响较大。

出口同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

2000-2024年3月出口当月值及环比变化

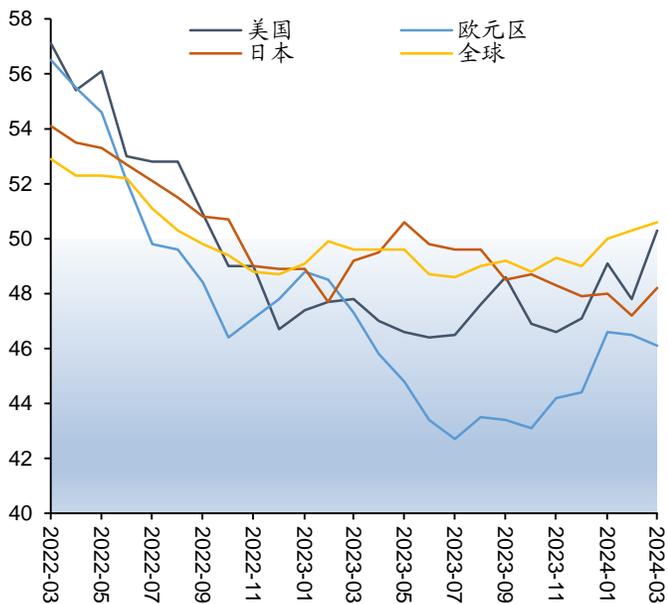


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

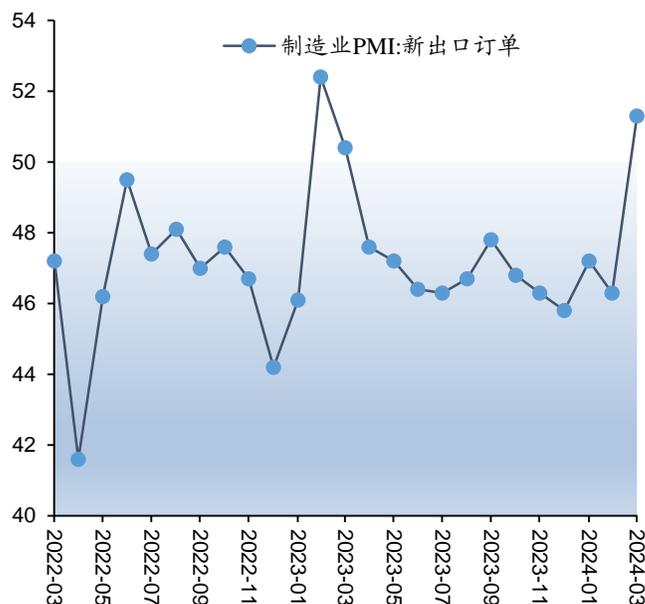
01 基数短期扰动明显，出口回落超预期

➤ 另一方面，部分数据传递出口积极信号，或抬高了市场预期从而加大数据与预期之间的背离。无论是高基数还是假期的延续性影响，这两点都是已知性因素，市场对此也有预计，但本月预期差为何还是较大？可能受到前瞻性指标指引下市场预期相对乐观的影响。在出口数据之前，新出口订单PMI指数、全球制造业PMI指数以及被誉为“全球经济金丝雀”的韩国、越南出口数据均释放出积极的信号，显示外需环境的改善，也提高了市场对本月出口表现的信心。但考虑到上述指标对于国内出口数据的传导并非即时而是存在一定滞后性，不排除在上述指标指引下的市场预期偏高的情况，而这也会加大预期与实际之间的背离。

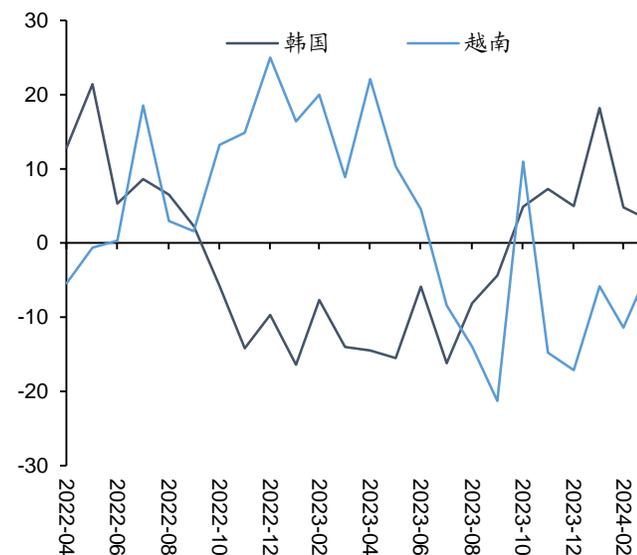
全球及部分经济体制造业PMI



中国制造业新出口订单指数



韩国及越南出口情况



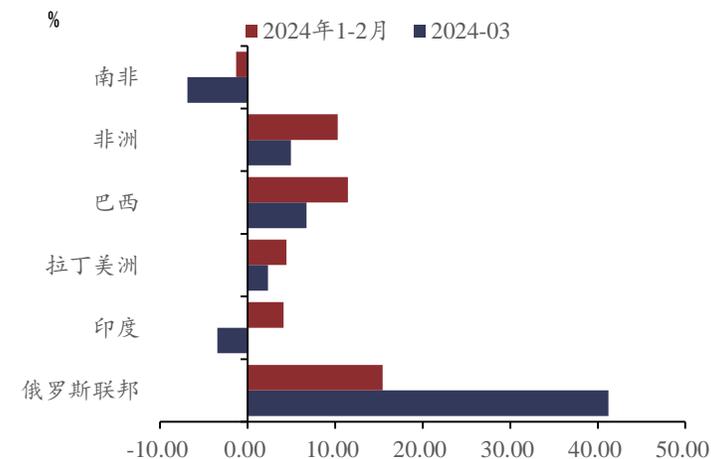
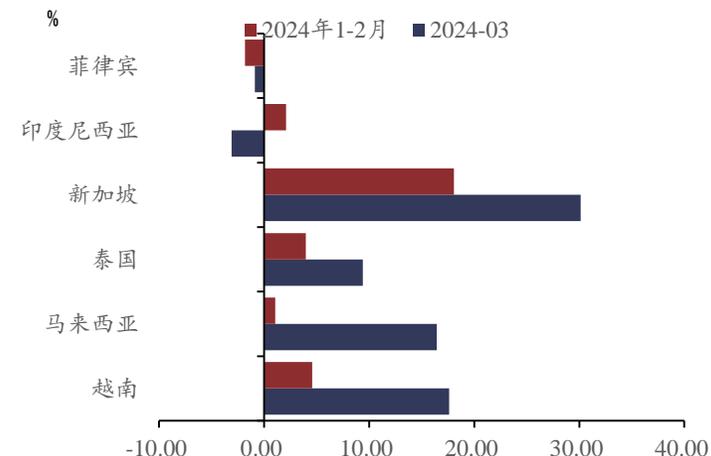
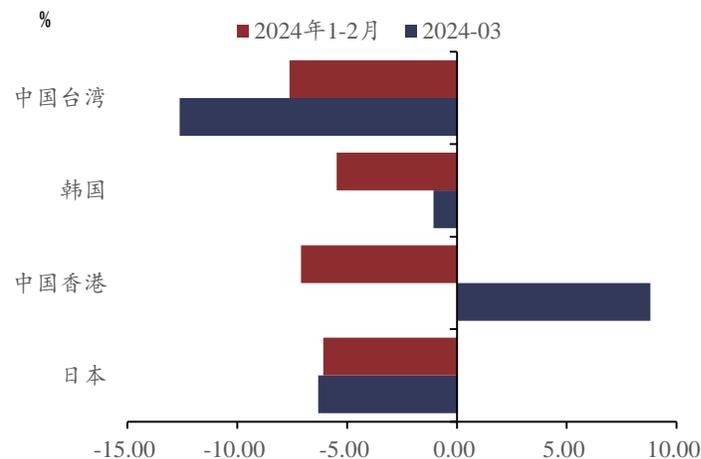
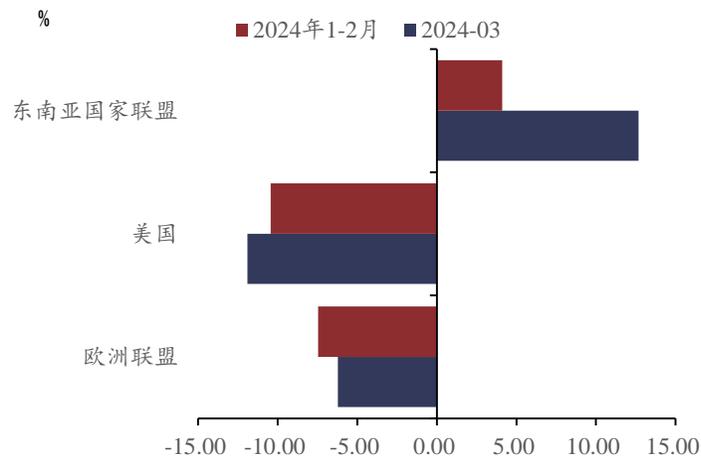
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01

基数短期扰动明显，出口回落超预期

鉴于本月基数对出口数据干扰较大，为更为客观地看待出口变化，我们以两年复合同比展开结构性分析。

➤ 分出口对象来看，新兴经济体支撑依旧居前。东盟、美国及欧盟三大贸易伙伴中，东盟对于出口的积极贡献明显，且相比1-2月边际上也有所加强，此外本月对俄罗斯、拉美及非洲的出口拉动也相对较强。相比而言，对欧美以及日韩等发达国家的出口表现则相对逊色，尤其是对美国的出口，同比降幅进一步扩大。



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

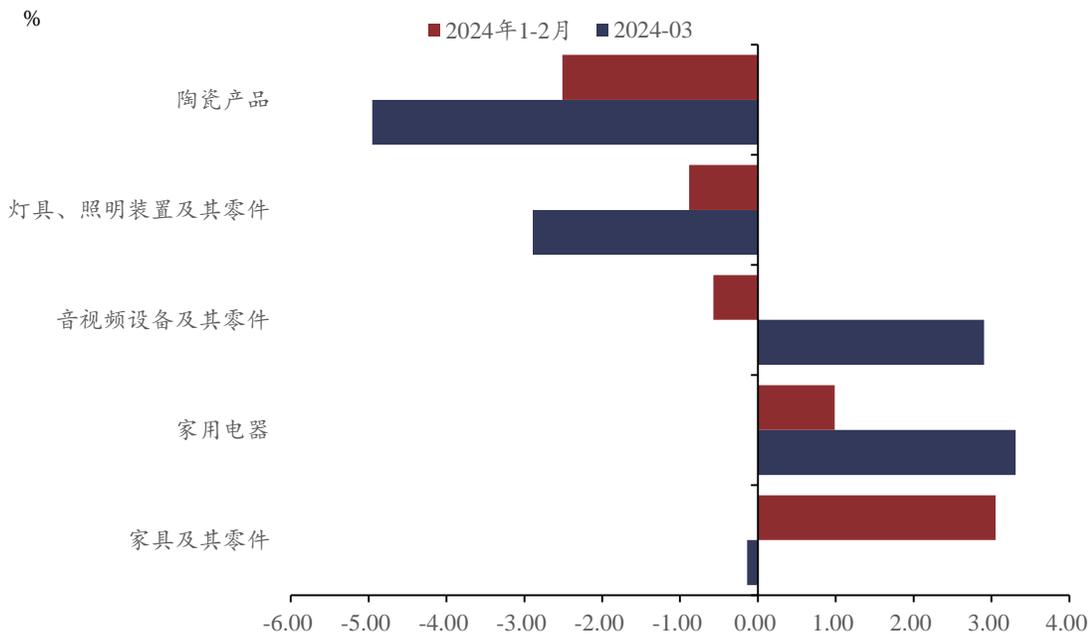
请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

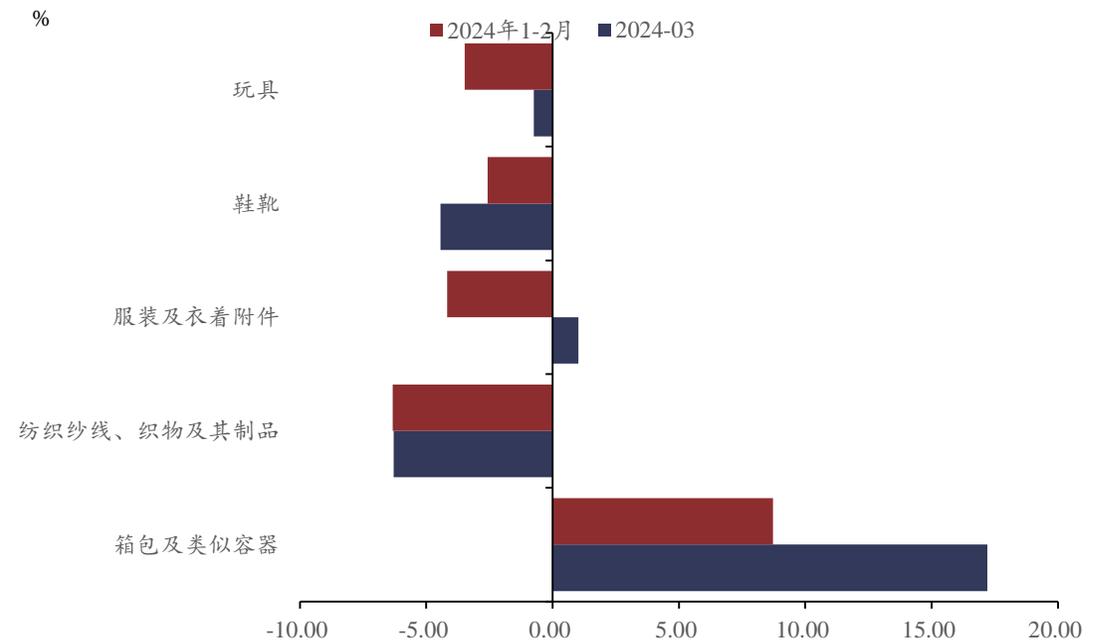
01 基数短期扰动明显，出口回落超预期

▶ 分出口商品来看，3月机电产品出口的优势持续凸显。汽车表现仍然亮眼，两年复合同比增速居前，此外集成电路也对整体机电产品的出口有一定的正向拉动，两年复合同比转为正增。劳动密集型产品方面，在海外去库近尾声的现实背景下，3月海外经济体消费对相关商品出口的支撑韧性仍存，箱包及服装出口增速进一步上行；地产后周期产品方面，3月有所降温，家用电器、音视频设备及其零件出口是主要贡献分项。

地产后周期产品出口同比



劳动密集型产品出口同比

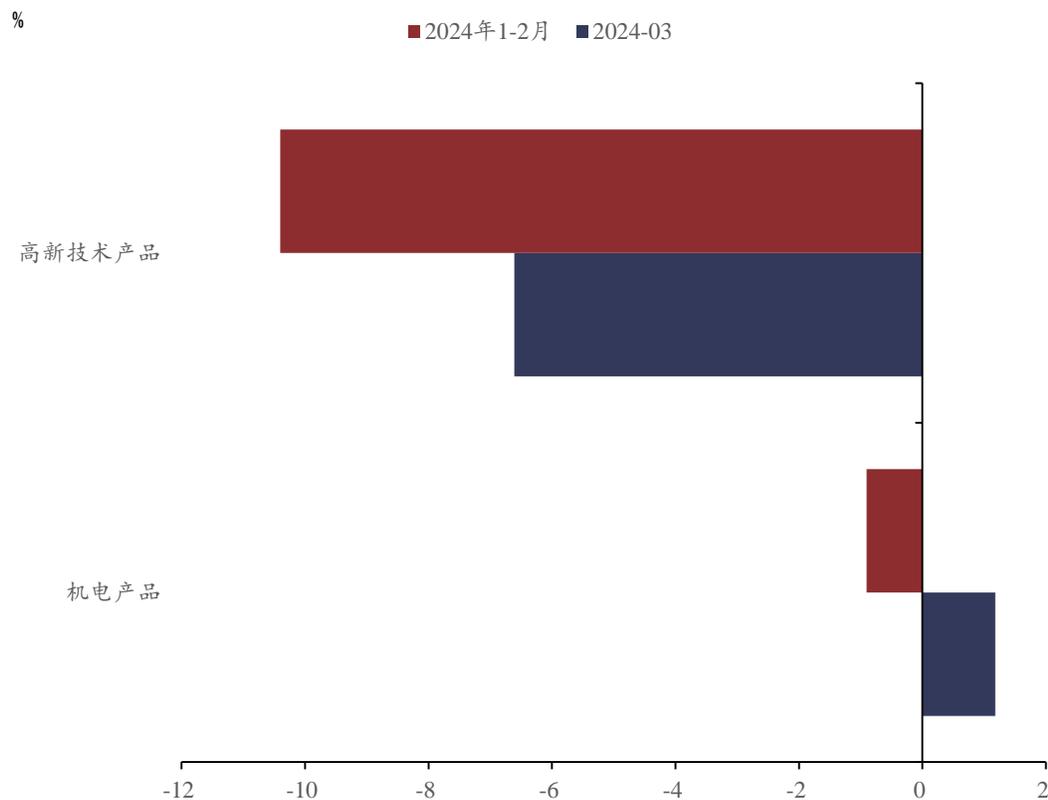


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

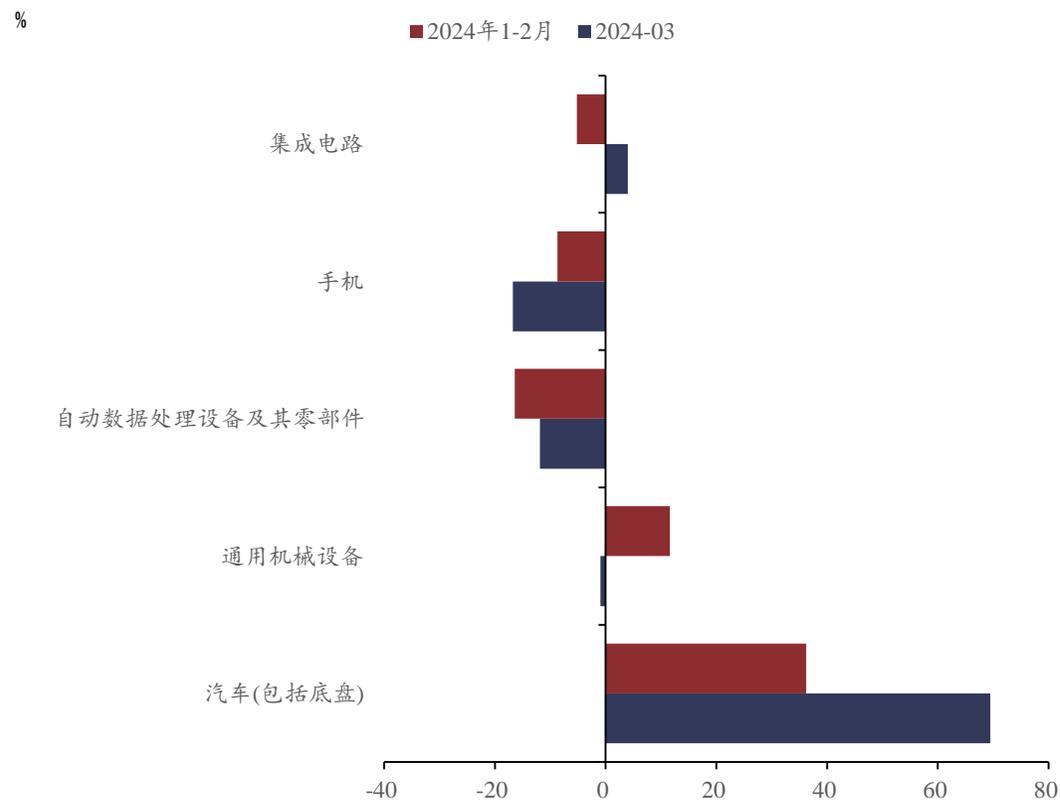
01

基数短期扰动明显，出口回落超预期

机电及高技术产品出口同比



部分机电出口同比

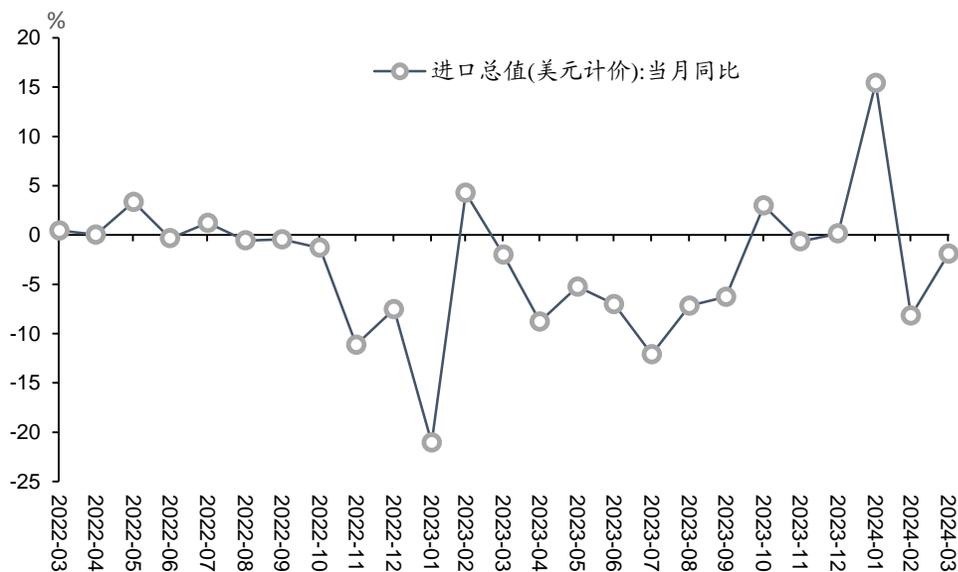


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

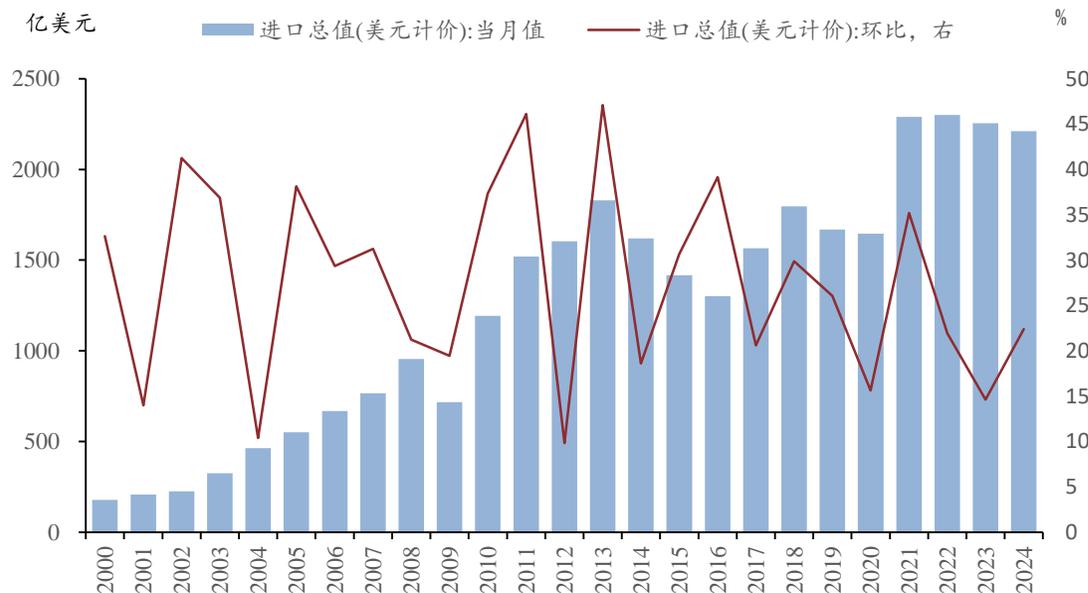
02 加工贸易带动进口降幅收窄

➤ 3月进口同比下降1.9%，较1-2月累计同比回落5.4个百分点，相比2月单月而言，降幅则收窄6.3个百分点，去年3月进口基数走低或是原因之一。主要商品来看，铜、铁等工业原材料以及自动数据处理设备进口贡献排名靠前，反映出随着节后复工复产及加工贸易的支撑下，国内对于相关商品的进口需求有所回升。主要进口商品的量价比较而言，两个方面均有拉动，数量因素的推动相对更强。

进口同比



2000-2024年3月进口当月值及环比变化



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

基数走弱及全球制造业复苏，出口同比中枢具回升动能

- 本月出口数据出现超预期的回调，但对此应理性看待，其中高基数因素的扰动过强，剔除这一影响后，出口的实际调整并未超出正常区间，我们需认识到目前外贸环境的复杂性，也不可仅因3月单月的短期波动就对出口悲观展望。短期而言，高基数及假期影响减弱，出口同比增速具备上行动能；稍长期来看，出口同比增速的中枢也有望回升。如全球制造业景气持续恢复、海外去库近尾声，将催生一定进口需求，再加上贸易结构的持续优化、贸易伙伴的不断拓展，国内出口或可从多方得到回升向好的支撑。

风险提示：

- 全球贸易环境不确定性。
- 新兴经济体需求拉动不及预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。