

出口温和上行，内需有待巩固

主要结论：

5月9日海关总署公布4月份进出口数据：4月份我国出口商品2925亿美元，增速为1.5%。进口2201亿美元，增速8.4%，增速回升转正。贸易顺差724亿美元。

4月份出口增速回正上行，得益于全球制造业景气度延续回暖、海外需求部门进入补库阶段、亚洲半导体产业链加速提振和出口商品单价下降带来的商品竞争力提升。一是全球制造业景气度延续回暖，制造业PMI连续4个月站上荣枯线，我国PMI新出口订单指数为50.6%，远好于历年均值，外需韧性突出仍在延续。二是当前美国已经全面进入补库阶段。三是亚洲供应链在持续好转，全球半导体需求正在恢复，这将对东亚半导体产业链出口带来持续支撑。四是出口商品单价下降带来商品竞争力提升。

对东盟出口正向拉动大，美欧出口降幅明显收窄。（1）对东盟出口增速回升转正，出口同比升至8.2%，拉动出口增速1.29个百分点，较3月提升2.46个百分点。其中对印尼出口增速16.9%，对越南出口增速升至16.6%，对新加坡出口增速16%，三者拉动出口增速1.3个百分点；（2）对美国出口降幅大幅收窄，出口同比收窄至-2.8%（前值-15.9%），对欧出口降幅亦有所收窄，当前欧洲制造业持续萎靡，经济景气度维持低位，对欧出口增速短期内将维持低位波动态势；（3）对印度出口降幅收窄至-6.2%，对俄罗斯出口增速连续两个月转负至-13.6%，对日本出口降幅扩至-10.9%，对韩国出口同比收窄至-6.1%。

机电产品出口转正，劳动密集型产品降幅收窄。（1）机电和高新技术产品出口同比转正上行，劳动密集型产品出口降幅收窄；（2）机电产品中，汽车出口增速连续两个月维持在28%以上，进一步体现了我国汽车产业的出口竞争力，手机和集成电路增速也在加速上行，当前全球半导体电子消费处于上行周期，后续我国集成电路、手机等产品出口亦有望跟随迎来改善上行；（3）劳动密集型产品中，除家具（3.5%）增速转正外，其它所有品类商品出口降幅均有所改善。

二季度出口有望持续好转。后续随着全球高利率政策转向、美国补库力度进一步加强，全球半导体销售周期上行，将整体上促进全球贸易的复苏回升，中国出口增速也会跟随全球贸易复苏迎来进一步改善。

进口依赖内需稳定复苏。国内地产链复苏滞后，施工、竣工仍在放缓，基建实物工作量推进仍慢，经济修复动能依然偏弱。当前PPI的数据也印证了这一点，中下游的产能过剩和下游需求不足阻碍了上游价格向下游传导，上游价格的上涨和下游的价格走低会压缩中游产商的盈利，这反过来不利于国内工业生产的修复改善，从而拖累进口增速上行。往前看，国内需求的稳定复苏仍有待政策的进一步发力。

分析师

许冬石

☎：010-83574134

✉：xudongshi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

风险提示：

- 1.国内经济增速超预期下行风险
- 2.新质生产力相关政策出台不及预期

一、出口增速回升转正，进口好转有待巩固

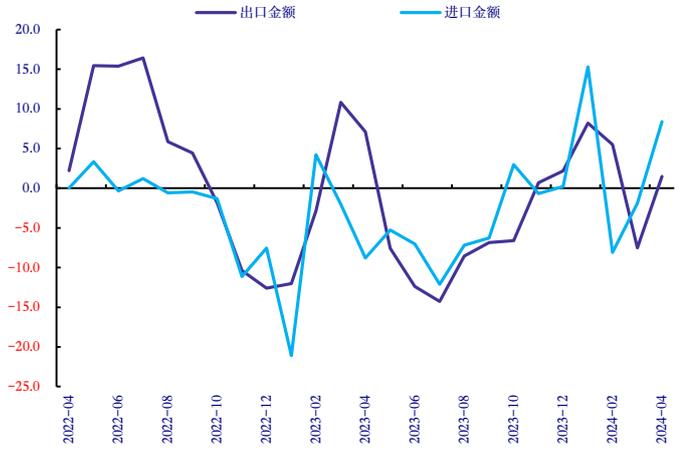
4 月份我国出口商品 2925 亿美元，增速为 1.5%（前值-7.5%），高于 wind 一致预期 -0.5% 增速。进口 2201 亿美元，增速 8.4%（前值-1.9%），增速回升转正。贸易顺差 724 亿美元。

4 月份出口增速回正上行，得益于全球制造业景气度延续回暖、海外需求部门进入补库阶段、亚洲半导体产业链加速提振和出口商品单价下降带来的商品竞争力提升。一是全球制造业景气度延续回暖，制造业 PMI 连续 4 个月站上荣枯线至 50.3%，新兴经济体中，印度、巴西、俄罗斯、墨西哥等制造业 PMI 持续扩张，德国、日本等国 PMI 有所改善，4 月我国 PMI 中的新出口订单指数为 50.6%，过去五年均值 44.5%，外需韧性突出仍在延续。二是 2 月美国库存总额同比增速 1.03%，已连续 3 个月回升，美国销售总额同比增速 0.96%，从美国库存和销售同比数据来看，当前美国已经全面进入补库阶段。三是从产业链国家出口来看，4 月继续保持增长态势，韩国 4 月份出口增速 13.8%，环比提升 10.7%，越南 4 月份出口同比增速 12.4%（前值 15%），反映亚洲供应链在持续好转。4 月份韩国前 20 日半导体出口同比增速达 43%（前值 46.5%），计算机外围设备同比增速达 61%（前值 33%），通信设备出口同比增速持平。根据美国半导体行业协会（SIA）公布的数据显示，2 月全球半导体销售额同比增长 16.3%，增幅创出自 2022 年 5 月以来、1 年零 9 个月的新高。供应链的库存调整告一段落，半导体需求正在恢复，这将对东亚半导体产业链生产出口带来持续支撑。四是出口商品单价下降带来商品竞争力提升，根据海关总署贸易统计快讯计算单价的 17 个品类中，2023 年单价下降的品类有 13 类，今年前三个月，除中成药、集成电路、船舶和显示器外，其余商品出口单价同比延续下降。

我们判断 4 月份出口增速表现好于预期。3 月以来，美国集装箱航运市场延续强劲势头。Descartes 月度报告显示，3 月美国港口集装箱进口量较 2 月增长了 0.4%，较 2023 年 3 月增长了 15% 以上。此外，欧洲鹿特丹港和安特卫普-布鲁日港相继公布 2024 年一季度运营数据显示，这两大欧洲港口的集装箱吞吐量都恢复了增长，展现了世界贸易复苏的初步迹象。后续随着全球高利率政策转向、美国补库力度进一步加强，全球半导体销售周期上行，出口将会迎来进一步回暖上行。

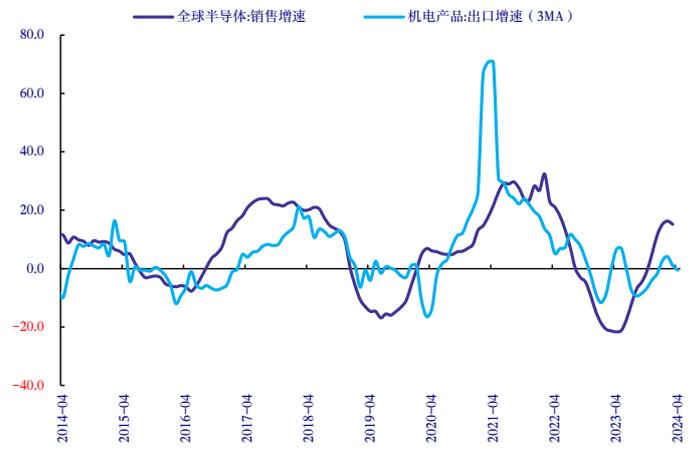
4 月份进口增速为 8.4%，过去五年均值为 0.7%，过去十年均值为 0.5%，进口增速高于历史同期部分受益于石油和铁矿石价格上涨，此外高基数消退也一定程度上带动了同比增速的改善。从经济高频数据看，国内地产链复苏滞后，施工、竣工仍在放缓，基建实物工作量推进仍慢，国内需求仍呈疲软复苏的态势。4 月份进口正增长主要受数量支撑，部分商品价格仍是拖累项。进口数量方面，煤及褐煤（53%）、汽车（33.3%）、铜矿砂（18.1%）、粮食（9.3%）、铁矿砂（7.2%）和集成电路（6%）均对进口形成主要支撑。进口均价方面，铁矿石进口均价增长 7%，其余重点商品进口均价同比粮食（-22.9%）、煤（-22.6%）、大豆（-18%）、汽车（-9%）和塑料（-5.4%）等对进口金额带来拖累。短期来看，今年前 4 个月地方政府债券发行规模低于去年同期，随着后续专项债发行使用进度进一步加快，内需带动下进口有望延续上行。

图1: 进出口增速同比 (%)



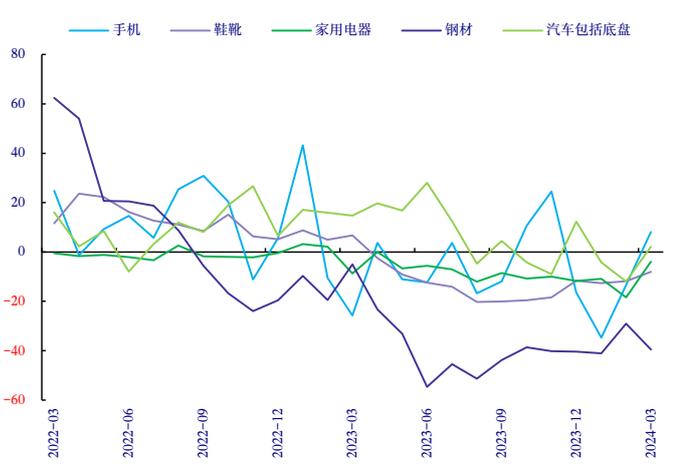
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 全球半导体销售周期上行 (%)



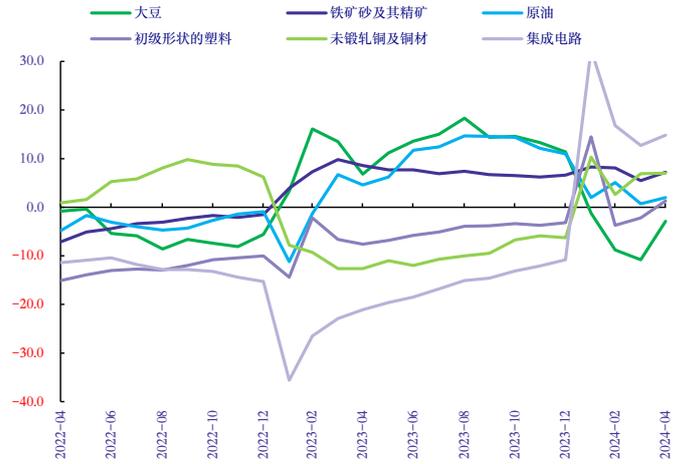
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 主要出口商品单价同比变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 主要进口产品数量累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、对东盟出口正向拉动大，美欧出口降幅明显收窄

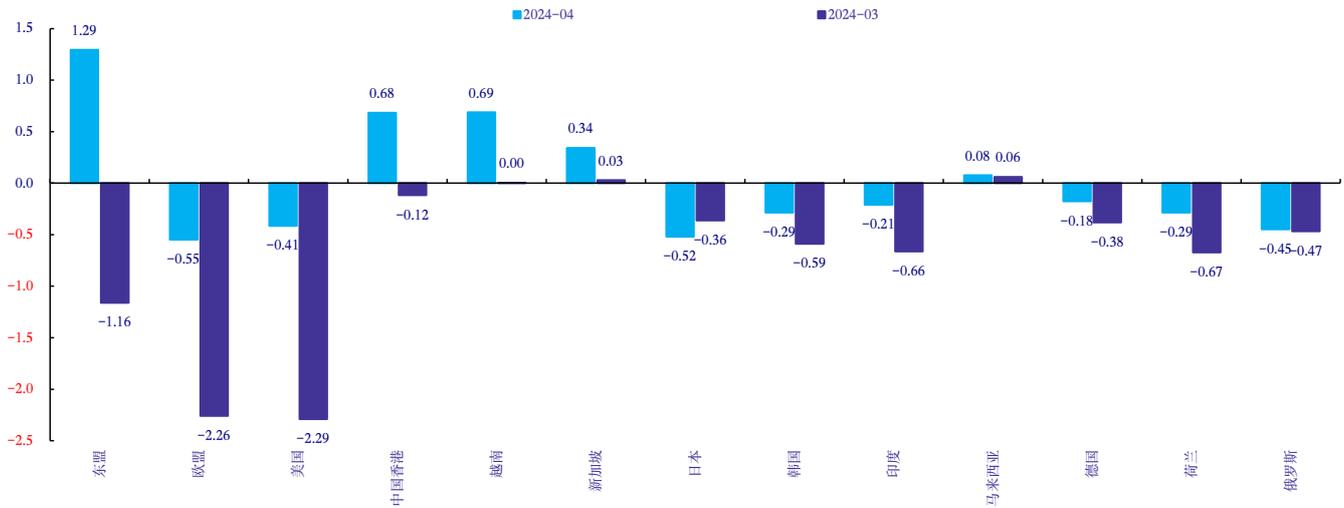
对美国出口降幅大幅收窄，4月对美出口同比收窄至-2.8%（前值-15.9%），拉低出口增速0.41个百分点，较上月回升1.88个百分点，对出口的拖累极大缓和。对欧出口降幅亦有所收窄，同比-3.6%（前值-14.9%），拉低出口增速0.55个百分点，较上月回升1.71个百分点，当前欧洲制造业持续萎靡，经济景气度维持低位，对欧出口增速短期内将维持低位波动态势。

对东盟出口增速回升转正，4月对其出口同比升至8.2%（前值-6.3%），拉动出口增速1.29个百分点，较3月提升2.46个百分点。其中对印尼出口增速16.9%（前值-25.4%），对越南出口增速升至16.6%（前值0.1%），对新加坡出口增速16%（前值1%），三者拉

动出口增速 1.3 个百分点，较 3 月拉升 1.8 个百分点，越南 4 月出口增速上行至 12.4%，一定程度上提升了我国对其出口增速。

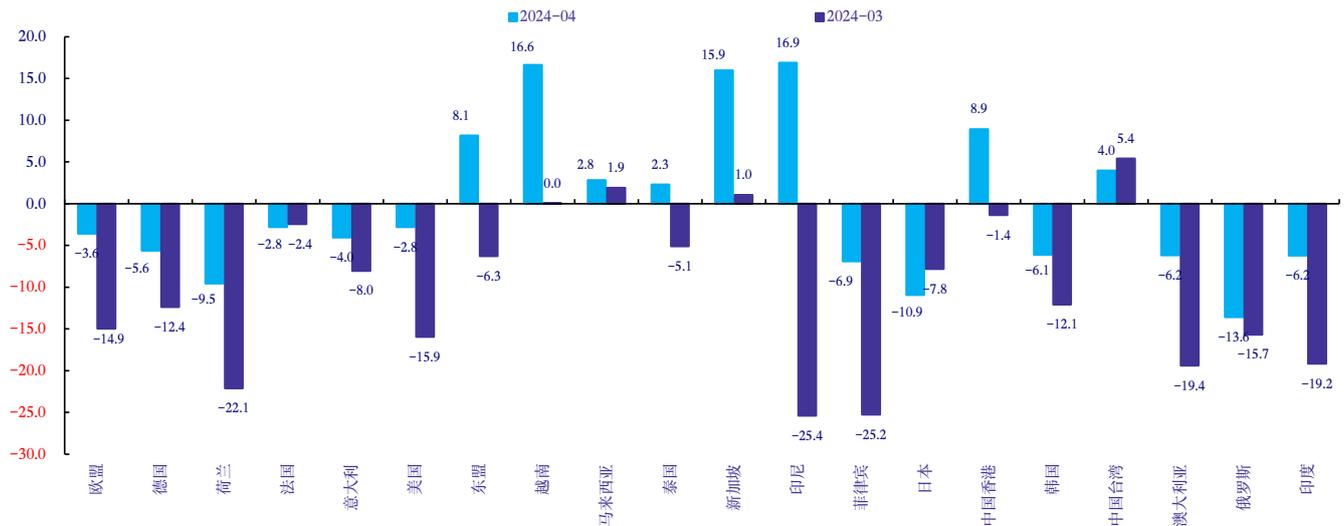
4 月，对印度出口降幅收窄至-6.2%（前值-19.2%），拖累出口增速 0.21%（前值-0.66%）；对俄罗斯出口在保持了 20 个月的高增长后，同比增速连续两个月转负至-13.6%（前值-15.7%），拖累出口 0.45%（前值-0.47%）；对日本出口降幅扩至-10.9%（前值-7.8%），对韩国出口同比收窄至-6.1%（前值-12.1%）。

图5：对主要经济体出口同比拉动率变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：对主要经济体出口同比增速变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

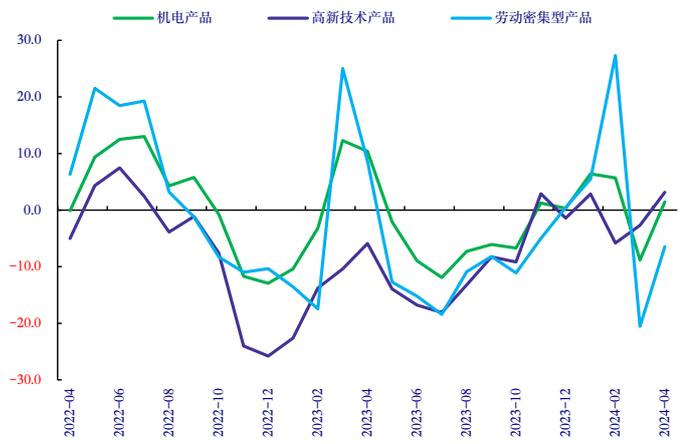
三、机电产品出口转正，劳动密集产品降幅收窄

4月机电和高新技术产品出口同比转正上行,机电产品出口增速1.46%(前值-8.84%),高新技术产品出口增速3.14%(前值-2.67%),劳动密集型产品出口降幅收窄至-6.45%(前值-20.6%)。

机电产品出口同比增长1.46%(前值-8.84%),其中汽车包括底盘增速28.8%(前值+28.4%),集成电路(+17.8%)、家用电器(+10.9%),增速回升15个百分点,手机(+7.3%)保持较高增长态势。汽车出口增速连续两个月维持在28%以上,进一步体现了我国汽车产业的出口竞争力,手机和集成电路增速也在加速上行,当前全球半导体电子消费处于上行周期,后续我国集成电路、手机等产品出口亦有望跟随迎来改善上行。本月通用机械设备出口增速-1.1%(前值-13.2%),汽车零配件-2.5%(前值-6.8%),降幅均收窄。

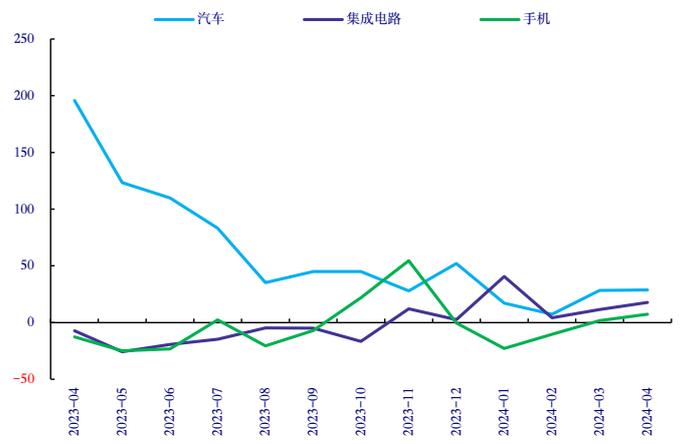
劳动密集型产品中,除家具(3.5%)增速转正外,其它所有品类商品出口降幅均有所改善,其中塑料-2.4%(前值-15.9%)、箱包-13.5%(前值-27.7%)、纺织-4.3%(前值-19.5%)、服装-9.1%(前值-22.6%)、鞋靴-18.3%(前值-30.96%)和玩具-11.1%(前值-24.7%)。

图7: 三大类型产品出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 汽车、手机、集成电路出口加速上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、二季度出口有望持续好转，进口依赖内需稳定复苏

4月份出口增速表现好于预期,出口金额保持着去年以来的出口韧性。近期OECD、IMF和WTO三大国际贸易机构均预计,摆脱2023年高通胀、利率飙升和需求疲软的不利影响后,2024年全球贸易规模有望加速增长。据OECD预计,2024年全球货物和服务贸易增长将达到2.3%,2025年将进一步扩大到3.3%。相比之下,去年增速仅为1%。IMF在最新的《世界经济展望》报告中也预测,今年货物贸易将增长2.6%,去年则下降1.2%,包含货物和服务的全球贸易量将增长3%。后续随着全球高利率政策转向、美国补库力度进一步加强,全球半导体销售周期上行,出口将会迎来进一步回暖上行。

4月份进口增速为8.4%,进口增速高于历史同期部分受益于石油和铁矿石价格上涨

以及高基数消退带动。从经济高频数据看，国内地产链复苏滞后，施工、竣工仍在放缓，基建实物工作量推进仍慢，经济修复动能依然偏弱。当前 PPI 的数据也印证了这一点，中下游的产能过剩和下游需求不足阻碍了上游价格向下游传导，上游价格的上涨和下游的价格走低会压缩中游产商的盈利，这反过来不利于国内工业生产的修复改善，从而拖累进口增速上行。往前看，国内需求的稳定复苏仍有待政策的进一步发力。

图表目录

图 1: 进出口增速同比 (%)	3
图 2: 全球半导体销售周期上行 (%)	3
图 3: 主要出口商品单价同比变化 (%)	3
图 4: 主要进口产品数量累计同比增速 (%)	3
图 5: 对主要经济体出口同比拉动率变化 (%)	4
图 6: 对主要经济体出口同比增速变化 (%)	4
图 7: 三大类型产品出口同比增速 (%)	5
图 8: 汽车、手机、集成电路出口加速上行 (%)	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn