

2024年05月10日

商品以价换量带动出口延续温和回升

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国4月出口同比+1.5%，前值-7.5%；4月进口同比+8.4%，前值-1.9%；4月贸易顺差723.5亿美元，前值为585.5亿美元。

● 出口改善主因消费品以价换量，生产资料需求尚不牢固

1. 出口同比由负转正，实质性外需温和修复。一方面，2024年4月我国出口同比+1.5%，2024年4月出口三年复合同比+3.6%，略低于3月的+5.2%，2024年4月出口环比+4.6%，高于过去5年+1.8%的均值。另一方面，4月摩根大通全球制造业PMI指数仍处于荣枯线以上，韩国、越南出口等外部领先指标同样印证需求改善趋势延续，但幅度相对有限。

2. 东盟支撑我国出口同比为正，边际改善地区主要为欧美发达地区。从绝对贡献来看，我国2024年4月同比为正主要为东盟支撑，东盟拉动我国出口同比2.35个百分点。从边际变化上看，因2023年3月与2022年4月均存在基数扰动，因此为排除基数效应影响，直接观察我国实质性外需改善来源，我们以2024年4月各地区对我国出口相较于2021年4月三年增速的贡献作为衡量标准：相较于2024年3月，2024年4月出口边际改善的地区主要为欧美发达地区，美国、欧盟对我国2024年4月出口三年同比的贡献分别为-0.09、1.23个百分点，相较于2024年3月提升0.72、0.20个百分点。

3. 汽车、消费电子产品出口边际回升。从边际变化上看，同样为排除基数效应，以2024年4月各类产品对我国出口相较于2021年4月三年复合同比增速为衡量标准。地产后周期产品、消费电子产品出口增速边际提升，2024年4月三年出口复合同比+0.4%、-5.0%，较前值分别提升了0.02、1.02个百分点，汽车出口增长维持相对稳定，2024年3-4月三年出口复合同比保持在60%以上。

4. 量价拆分来看，出口改善主要来源于部分消费品以价换量。出口价格贡献方面，多数重点产品2024年4月出口价格并未明显改善，粮食、稀土、箱包鞋靴、家用电器、液晶显示板等产品甚至出现价格同比贡献的明显下滑。出口数量贡献方面，为排除基数效应影响观察边际变化，采用三年复合同比贡献，鞋靴等出行消费品、集成电路与液晶显示板等消费电子产品以及汽车、家用电器出口数量贡献边际改善。量价拆分结果或表明：当前出口处于恢复前期，消费品以价换量带动出口在边际上温和回升，生产资料需求尚不牢固。

● 进口：同比回升，内需延续改善

4月进口同比延续回升，较前值上升10.3个百分点至8.4%。排除基数效应，三年复合同比-0.4%，前值-1.2%，反映当前我国内需延续改善。后续来看，随着海外大宗商品价格的进一步提升与国内需求的温和修复，进口价格与数量同比有望继续上升，进口或将延续改善趋势。

● 出口或将温和修复

2024年4月美国非农就业、ISM制造业PMI等数据回踩，制造业补库等经济活动出现反复，或反映高利率环境下，外需回升动能相对有限。聚焦到我国出口端，我们认为出口企稳回升方向大概率确定，但弹性与空间或存在限制，基准情形下，预计后续我国出口同比增速将温和修复，全年或为低个位数正增长。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《新质生产力有望驱动新一轮TFP上行—宏观经济专题》-2024.5.6

《控通胀重回美联储首要目标—五一全球宏观要闻》-2024.5.5

《预期或将改善—4月政治局会议学习》-2024.5.1

目 录

1、 出口改善主因消费品以价换量，生产资料需求尚不牢固.....	3
1.1、 出口同比由负转正，实质性外需温和修复.....	3
1.2、 东盟支撑我国出口同比为正，边际改善地区主要为欧美发达地区.....	3
1.3、 出口改善主要来源于消费品以价换量，生产资料需求尚不牢固.....	4
2、 进口：同比回升，内需延续改善.....	6
3、 出口或将温和修复.....	7
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 2024 年 4 月外需呈温和修复趋势.....	3
图 2： 外部领先指标指向需求改善趋势延续.....	3
图 3： 从绝对贡献来看，我国 2024 年 4 月同比为正主要为东盟支撑.....	4
图 4： 从边际变化来看，2024 年 4 月我国出口边际改善的地区主要为欧美发达地区.....	4
图 5： PMI 数据显示 4 月需求修复速度有所放缓.....	4
图 6： 从绝对贡献来看，我国 2024 年 4 月同比为正主要由消费电子产品与汽车支撑.....	5
图 7： 从边际变化来看，我国 2024 年 4 月消费电子出口明显边际改善，汽车出口增长维持相对稳定.....	5
图 8： 2024 年 4 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负.....	5
图 9： 整体来看，2024 年 4 月出口价格并未明显改善.....	6
图 10： 排除基数效应，2024 年 4 月出口数量边际改善主要集中在消费电子产品与汽车.....	6
图 11： 2024 年 3 月进口价格维持正增.....	6
图 12： 美国制造业需求企稳回升态势明显，但 2024 年 4 月 PMI 有所回踩.....	7
图 13： 三年复合同比看，多数产品出口维持低位增长.....	7

事件：以美元计，中国 4 月出口同比+1.5%，前值-7.5%；4 月进口同比+8.4%，前值-1.9%；4 月贸易顺差 723.5 亿美元，前值为 585.5 亿美元。

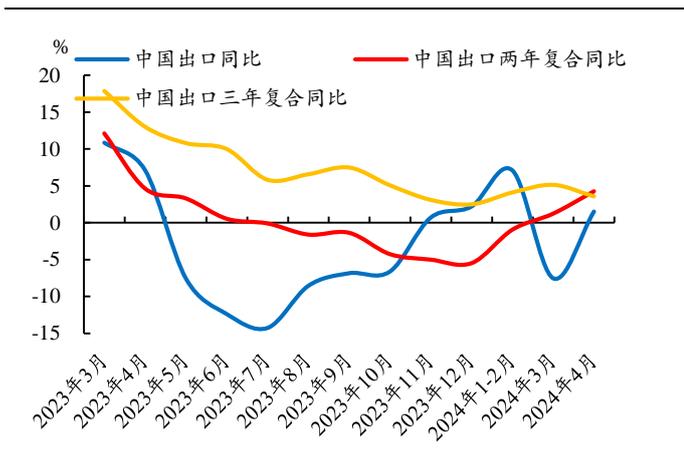
1、出口改善主因消费品以价换量，生产资料需求尚不牢固

1.1、出口同比由负转正，实质性外需温和修复

排除基数效应影响，实质性外需温和修复。2024 年 4 月我国出口同比+1.5%，较前值(-7.5%)回升，由于 2022 年 4 月因疫情存在基数异常影响，因此两年复合同比+4.3%偏高，采用三年复合同比：2024 年 4 月出口三年复合同比+3.6%，略低于 3 月的+5.2%。同时环比来看，2024 年 4 月出口环比+4.6%，高于过去 5 年+1.8%的均值。各指标指向实质性外需修复趋势延续，但幅度相对有限。

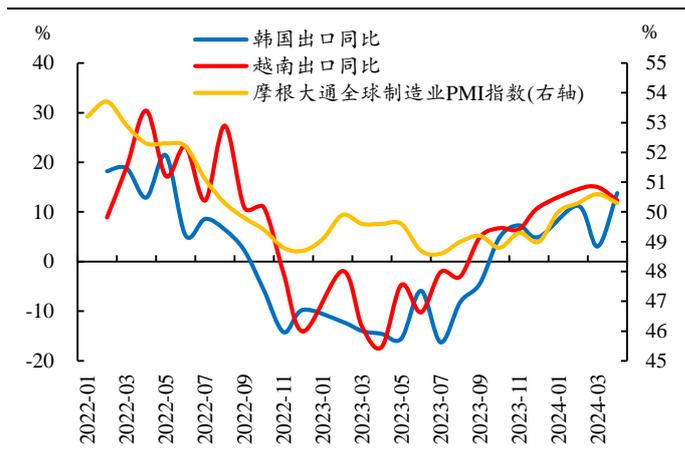
外部领先指标同样指向需求改善趋势延续。4 月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 50.3%，相较于前值有所回落但仍处于荣枯线以上，韩国出口同比大幅回升至 13.8%，越南出口同比略有回落但仍在 10% 以上。外部领先指标与我国出口同比指向较为一致，也即：外需温和和回升趋势延续。

图1：2024 年 4 月外需呈温和修复趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2 月采取合并计算方式

图2：外部领先指标指向需求改善趋势延续

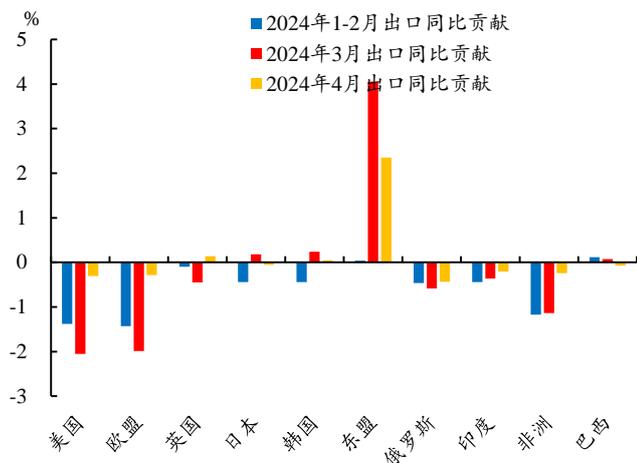


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2 月采取合并计算方式

1.2、东盟支撑我国出口同比为正，边际改善地区主要为欧美发达地区

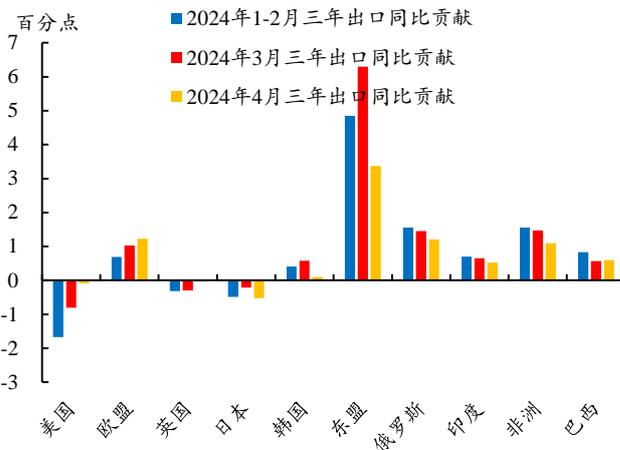
从绝对贡献来看，我国 2024 年 4 月同比为正主要为东盟支撑，东盟拉动我国出口同比增长 2.35 个百分点。从边际变化上看，因 2023 年 3 月与 2022 年 4 月均存在基数扰动，因此为排除基数效应影响，直接观察我国实质性外需改善来源，我们以 2024 年 4 月各地区对我国出口相较于 2021 年 4 月三年增速的贡献作为衡量标准：相较于 2024 年 3 月，2024 年 4 月出口边际改善的地区主要为欧美发达地区，美国、东盟对我国 2024 年 4 月出口三年同比的贡献分别为-0.09、1.23 个百分点，相较于 2024 年 3 月提升 0.72、0.20 个百分点。

图3: 从绝对贡献来看, 我国 2024 年 4 月同比为正主要为东盟支撑



数据来源: Wind、开源证券研究所

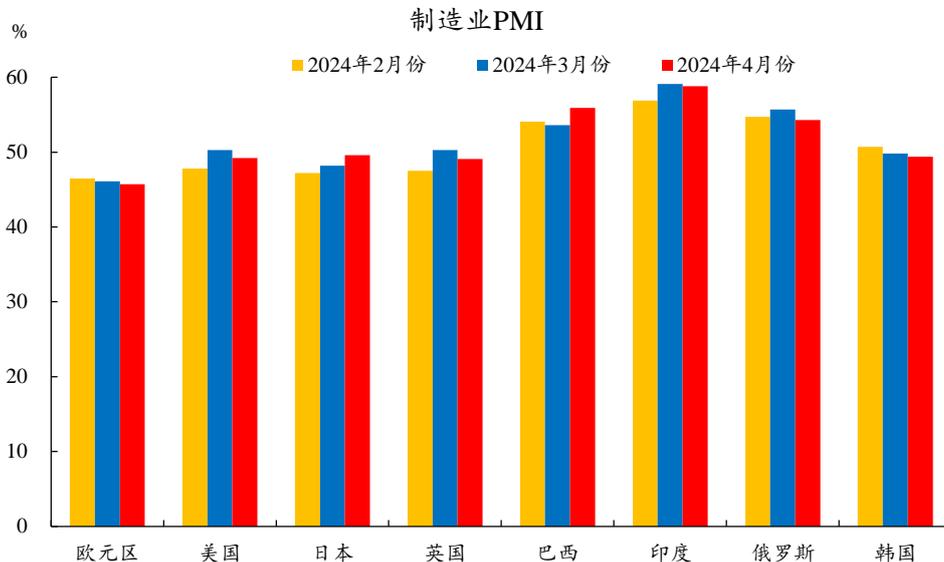
图4: 从边际变化来看, 2024 年 4 月我国出口边际改善的地区主要为欧美发达地区



数据来源: Wind、开源证券研究所

PMI 数据显示 4 月需求修复速度有所放缓。2024 年 4 月全球主要经济体制造业 PMI 相较于前值多数回落, 其中美国制造业 PMI 降至 49.2%, 回落至荣枯线以下, 欧元区、英国、印度、韩国相较于前值均有所回落, 反映外需修复速度或有所放缓。

图5: PMI 数据显示 4 月需求修复速度有所放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

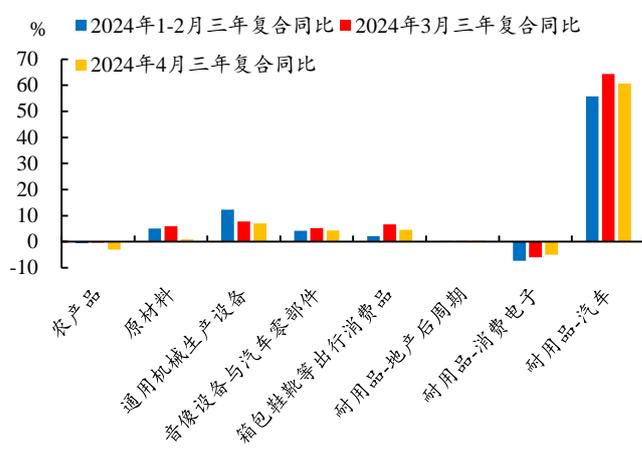
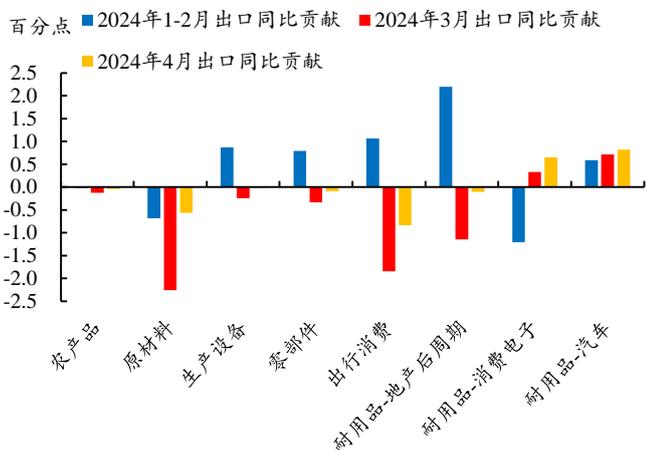
1.3、出口改善主要来源于消费品以价换量, 生产资料需求尚不牢固

从绝对贡献来看, 2024 年 4 月同比增速为正主要由耐用品中的消费电子与汽车支撑, 消费电子产品与汽车分别为出口增速贡献 0.65、0.82 个百分点。从边际变化上看, 同样为排除基数效应, 以 2024 年 4 月各类产品对我国出口相较于 2021 年 4 月三年复合同比增速为衡量标准。地产后周期产品、消费电子产品出口增速边际提

升，两类产品 2024 年 4 月三年出口复合同比分别为+0.4%、-5.0%，较前值分别提升了 0.02、1.02 个百分点，汽车出口增长维持相对稳定，2024 年 3-4 月三年出口复合同比保持在 60% 以上。

图6：从绝对贡献来看，我国 2024 年 4 月同比为正主要由消费电子产品与汽车支撑

图7：从边际变化来看，我国 2024 年 4 月消费电子出口明显边际改善，汽车出口增长维持相对稳定

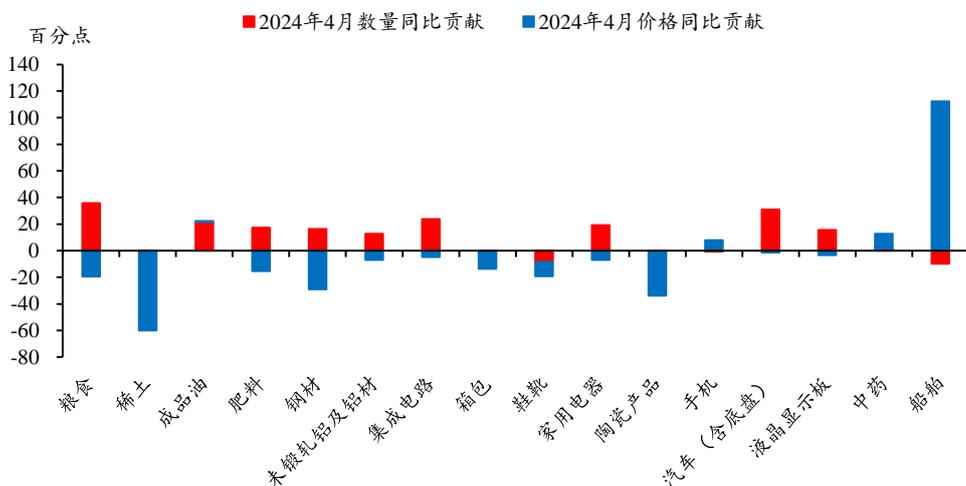


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

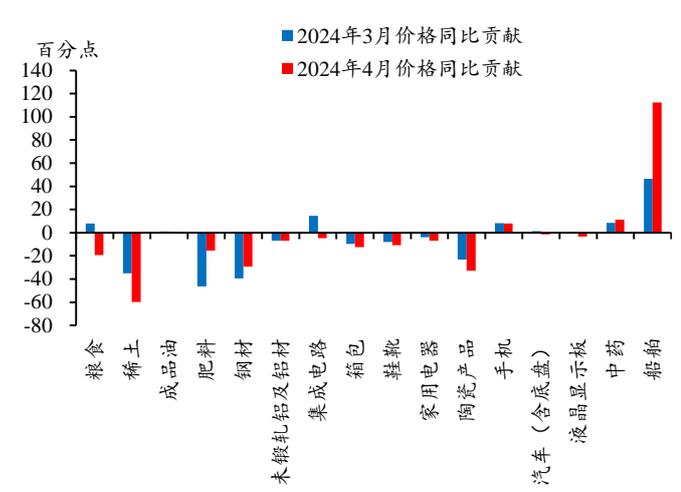
量价拆分来看，出口改善主要来源于部分消费品以价换量。将 4 月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。从总体看，2024 年 4 月出口以价换量趋势延续。出口价格贡献方面，多数重点产品 2024 年 4 月出口价格并未明显改善，粮食、稀土、箱包鞋靴、家用电器、液晶显示板等产品甚至出现价格同比贡献的明显下滑，部分原材料产品价格贡献有所回升。出口数量贡献方面，为排除基数效应影响观察边际变化，采用三年复合同比贡献，鞋靴等出行消费品、集成电路与液晶显示板等消费电子产品以及汽车、家用电器出口数量贡献边际改善。量价拆分结果或表明：当前出口处于恢复前期，消费品以价换量带动出口在边际上温和回升，生产资料需求尚不牢固。

图8：2024 年 4 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负



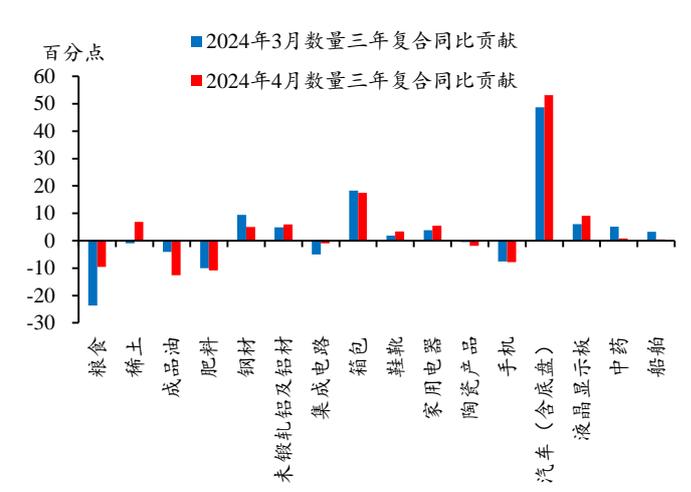
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：整体来看，2024年4月出口价格并未明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：排除基数效应，2024年4月出口数量边际改善主要集中在消费电子产品与汽车



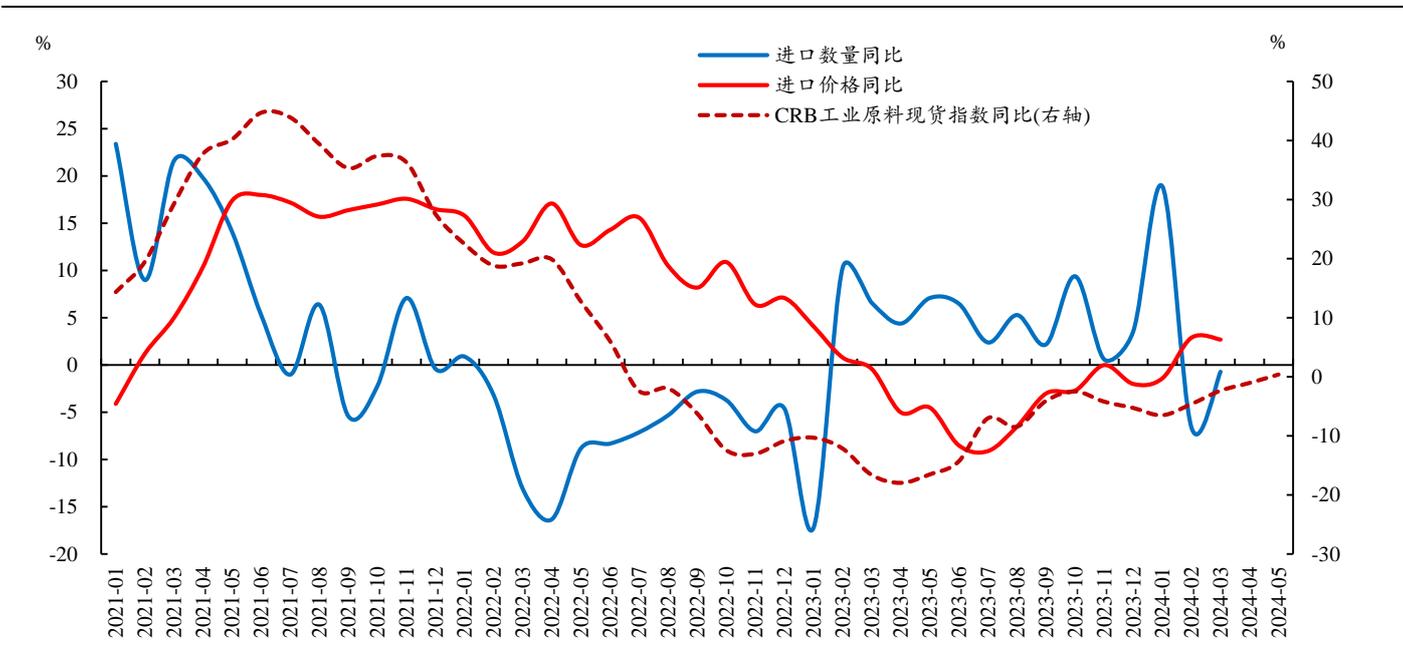
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、进口：同比回升，内需延续改善

4月进口同比延续回升，较前值上升10.3个百分点至8.4%。排除基数效应，三年复合同比-0.4%，前值-1.2%，反映当前我国内需延续改善。

后续来看，随着海外大宗商品价格的进一步提升与国内需求的温和修复，进口价格与数量同比有望继续上升，进口或将延续改善趋势。

图11：2024年3月进口价格维持正增

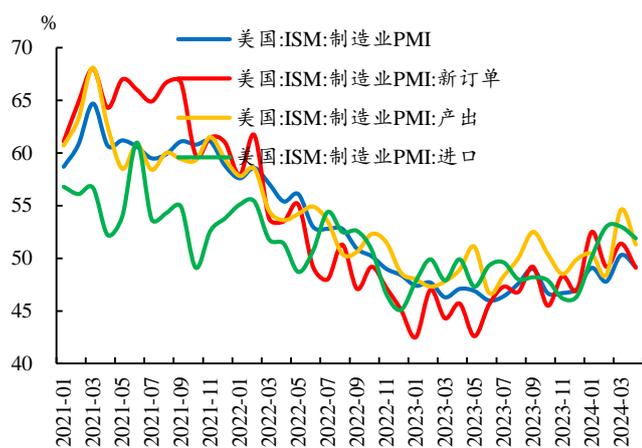


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、出口或将温和修复

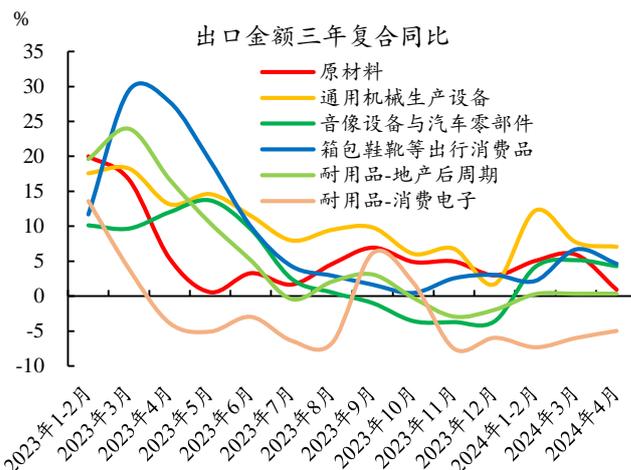
2024年4月美国非农就业、ISM制造业PMI等数据回踩，制造业补库等经济活动出现反复，或反映高利率环境下，外需回升动能相对有限。聚焦到我国出口端，我们认为出口企稳回升方向大概率确定，但弹性与空间或存在限制，基准情形下，预计后续我国出口同比增速将温和修复，全年或为低个位数正增长。

图12：美国制造业需求企稳回升态势明显，但2024年4月PMI有所回踩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：三年复合同比看，多数产品出口维持低位增长



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn