

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 预计5月出口还会有不错的表现

2024年5月10日

- **出口同比告别负增。**出口负增局面得以扭转主要有以下两大支撑：一是在低基数提振下，4月出口同比增速实现稳增长；二是全球制造业温和补库下，外需逐步恢复。国家层面，东盟贡献度的改善，为中国出口增速明显回升提供了不小的贡献。产品层面，4月出口增速明显反弹，机电可能会被误认为是最大的贡献。根据我们的拆分数据，4月七大劳动密集型产品对出口同比增速反弹的贡献大于机电产品。
- **不要忽视除基数以外的进口增长。**我们认为，4月进口同比回正且增速超预期的主要原因，一是受去年同期基数下沉提振，二是出口改善带动配套进口需求提振，三是原油等大宗商品价格上涨拉动。3月进口反弹确有基数托底，但不要忽视除基数以外的进口增长，这一基数外的进口需求增长或是出口带动的配套进口需求。从进口细分商品来看，多数能源、金属矿砂、粮食等进口增速均有改善，大宗商进口稳步扩大反映出对原材料的需求稳步增长。
- **出口有望开始进入正增长通道。**往后看，我们认为，5月的出口同比增速或还会有不错的表现。去年5月出口环比是2015年以来的最低水平，基数影响仍在持续。去年5月制造业和出口都明显走弱，市场或担心今年进入5月出口再次环比回落，我们认为，若5月出口环比增长不弱于去年同期的表现，出口或还能维持在正增长水平。而当前全球制造业或将进入上行周期，整体环境或不同于去年，5月出口再次回到负增的可能性或不大。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目录

一、出口同比告别负增.....	3
二、不要忽视除基数以外的进口增长.....	5
三、出口有望开始进入正增长通道.....	6
四、附录.....	7
风险因素.....	8

表目录

附表 1: 2024 年 4 月中国出口重点商品金额同比增速表.....	7
附表 2: 2024 年 4 月中国进口重点商品金额同比增速表.....	8

图目录

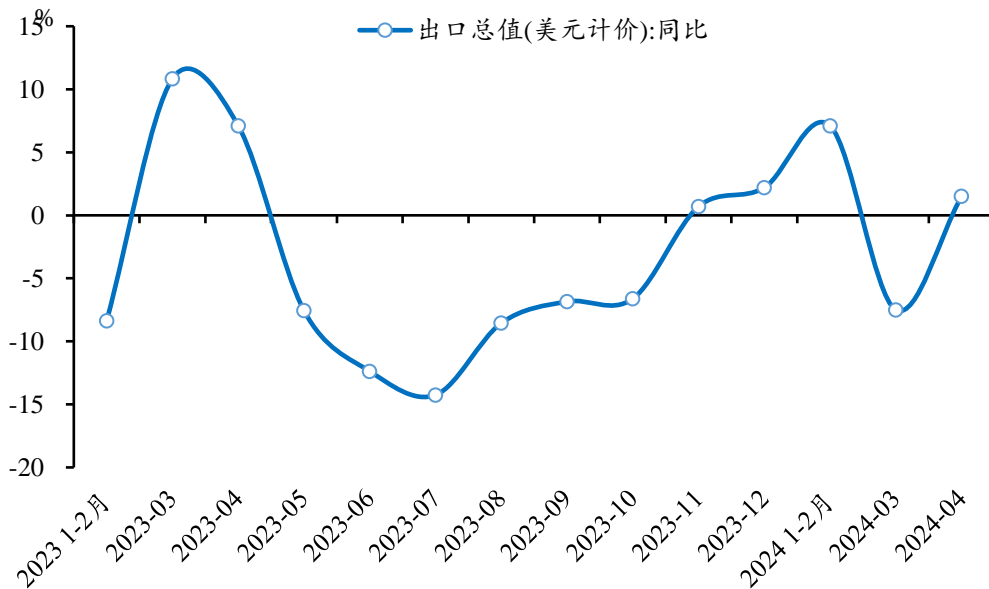
图 1: 4 月出口增速由负转正.....	3
图 2: 去年 3 月出口基数高.....	3
图 3: 制造业温和补库, PMI 连续三个月高于荣枯线.....	4
图 4: 东盟对中国出口贡献度大幅改善.....	4
图 5: 今年 4 月进口同比增速超预期.....	5
图 6: 今年 4 月进口同比增速超预期.....	5
图 7: 多个进口商品价格同比回升.....	6

## 一、出口同比告别负增

今年4月中国出口2.92万亿美元，出口同比增速录得1.5%，扭转了3月出口增速负增（-7.5%）的局面。出口负增局面得以扭转主要有以下两大支撑：

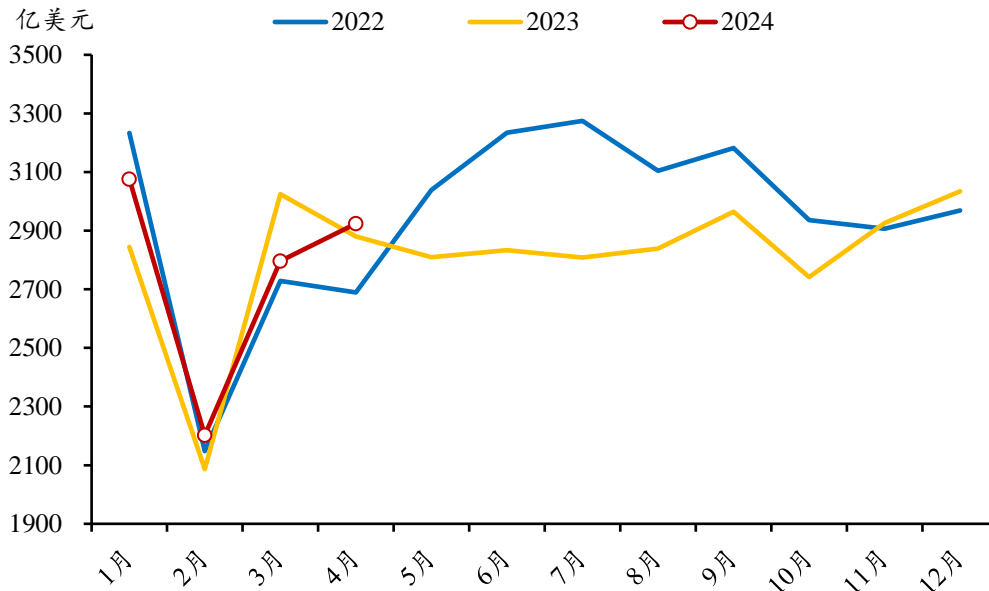
**第一，在低基数提振下，4月出口同比增速实现稳增长。**3月出口同比增速回落，主要是受到去年3月出口积压订单释放垫高的基数影响，这是短期影响。去年4月，总体出口金额较低，在这一低基数提振下出口增速明显提升。

图 1：4月出口增速由负转正



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：去年3月出口基数高

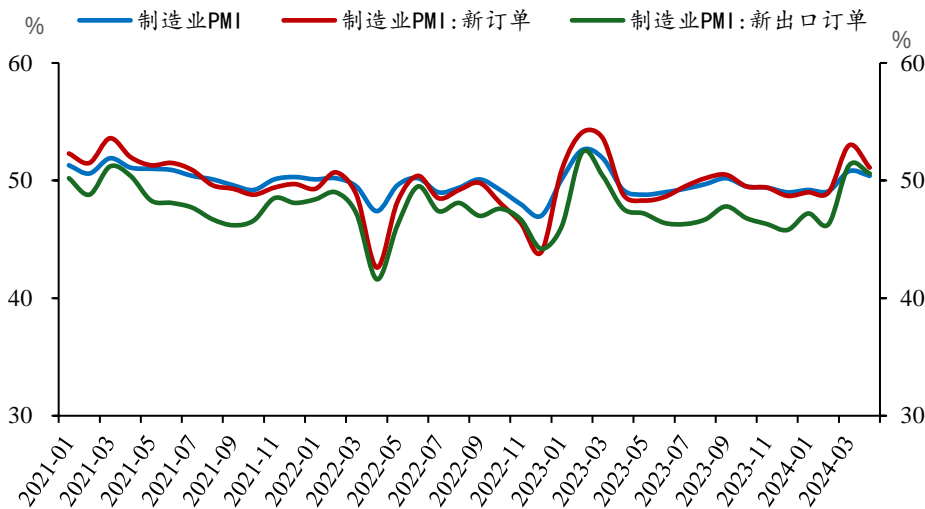


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**第二，全球制造业温和补库下，外需逐步恢复。**1) 制造业景气度层面，全球制造业周期温和补库，PMI 连续三个月高于荣枯线，为4月出口同比增速由负转正提供支撑。尽管中国4月制造业PMI较3月回落至50.4%，但依旧

位于扩张区间，反映制造业继续保持恢复发展态势。2) 订单层面，4月PMI新出口订单指数为50.6%，环比回落0.7个百分点，依旧处于荣枯线之上，出口行业景气度依旧较高。

图 3：制造业温和补库，PMI 连续三个月高于荣枯线



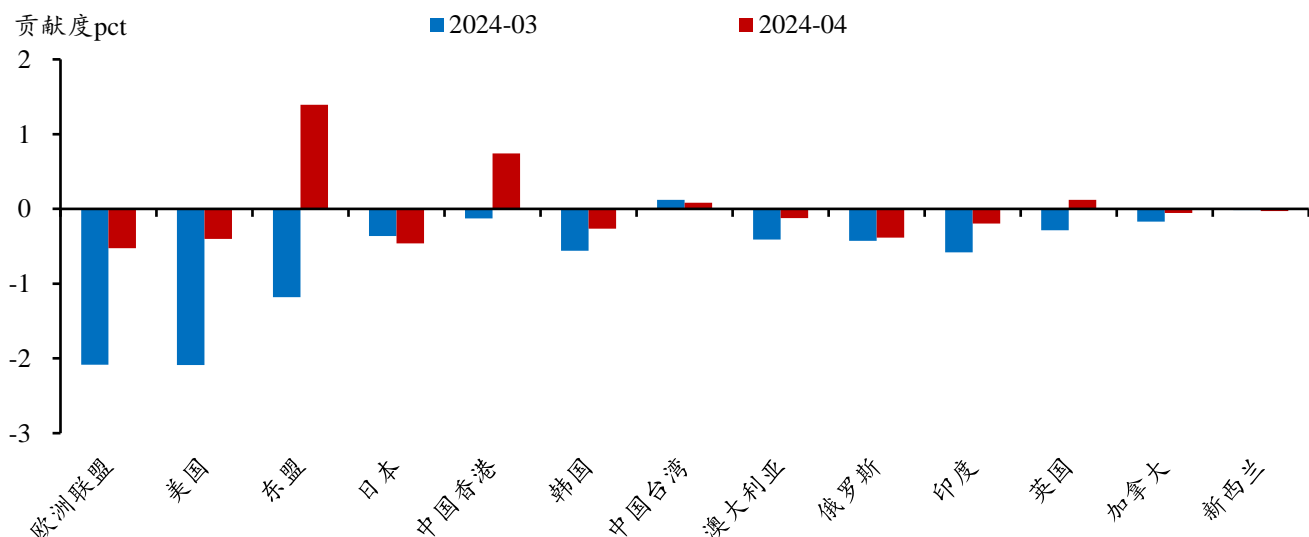
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

国家层面，东盟贡献度的改善，为中国出口增速明显回升提供了不小的贡献。出口同比改善9个百分点，其中，东盟贡献近3个百分点，而美国、欧盟分别贡献1.9和1.7个百分点（图4）。分国家来看，中国出口至美国、欧盟、韩国的同比降幅有所缩窄，出口至日本的同比降幅有所扩大。但可以看到，中国出口至越南、马来西亚、泰国、新加坡和印尼的同比增长均有扩大，中国对于东盟国家出口的明显改善，对出口同比增速由负转正有重要贡献。

产品层面，七大劳动密集型产品贡献要大于机电产品的贡献。4月我国机电产品出口总额达1.73万亿美元，占出口总值的比重高达59.2%，而七大劳动密集型产品占出口总值比重仅16.8%。4月出口增速明显反弹，机电可能会被误认为是最大的贡献。根据我们拆分数据，尽管七大劳动密集型产品比重不及机电产品，但4月七大劳动密集型产品对出口同比增速反弹的贡献大于机电产品。

4月成品油、中药及中式成药材出口同比增速扩大明显，而稀土与陶瓷产品出口同比降幅持续扩大，肥料出口同比降幅有所收窄。

图 4：东盟对中国出口贡献度大幅改善



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、不要忽视除基数以外的进口增长

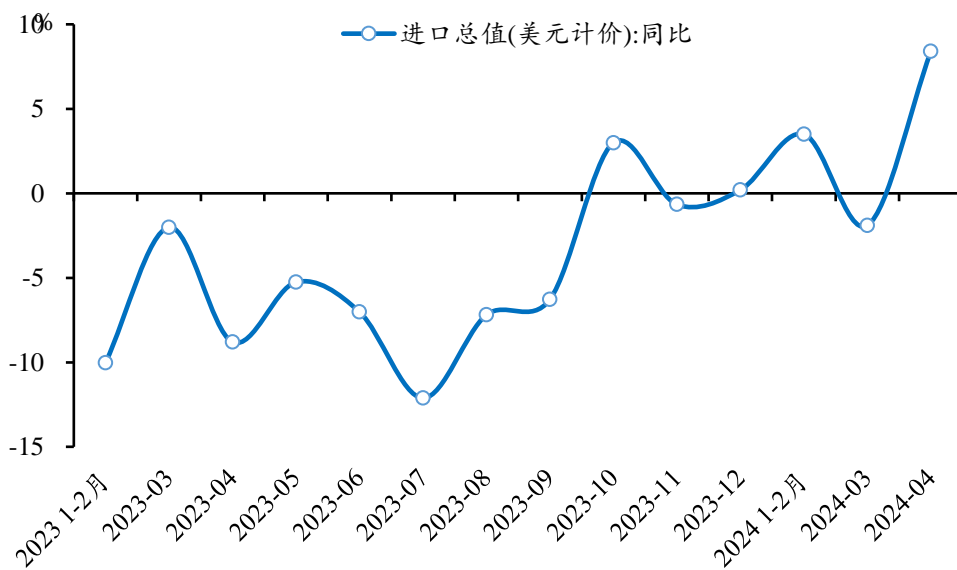
中国4月当月进口2.20万亿美元，同比增长8.4%，和出口一样增速实现由负转正。4月进口同比增速创2019年以来同期的次高水平，仅低于2021年4月增速，明显超过市场预期的4.7%（华尔街见闻口径）。如果以1-2月合计来看，4月的进口同比是2023年以来的最高进口增速（图5）。

我们认为，4月进口同比回正且增速超预期的主要原因，一是受去年同期基数下沉提振，二是出口改善带动配套进口需求提振，三是原油等大宗商品价格上涨拉动。

首先，3月进口反弹确有基数托底。去年4月进口金额明显回落，形成低基数的影响。

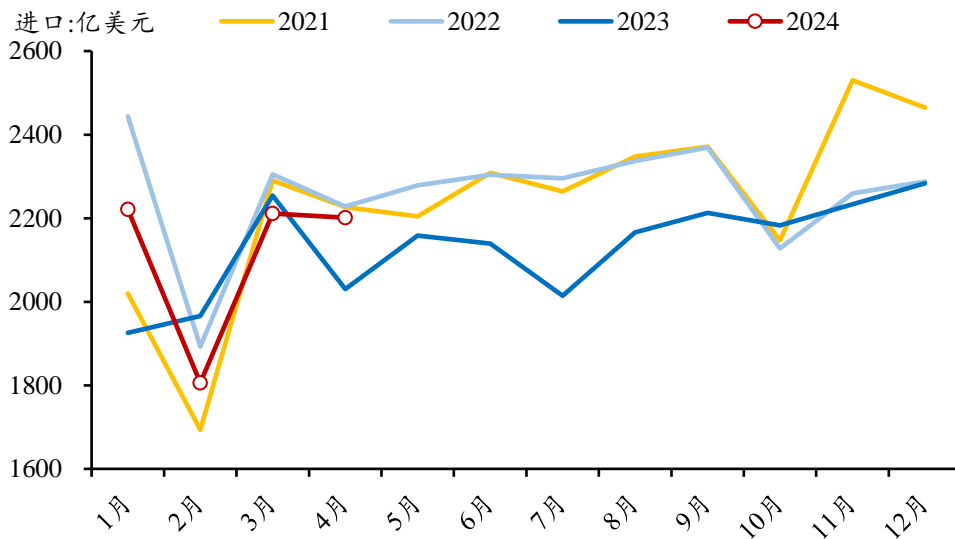
其次，不要忽视除基数以外的进口增长。今年4月进口环比不仅是2016年-2024年同期进口环比降幅最小的一年，也显著低于2015-2019年环比降幅。

图 5：今年4月进口同比增速超预期



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：今年4月进口同比增速超预期

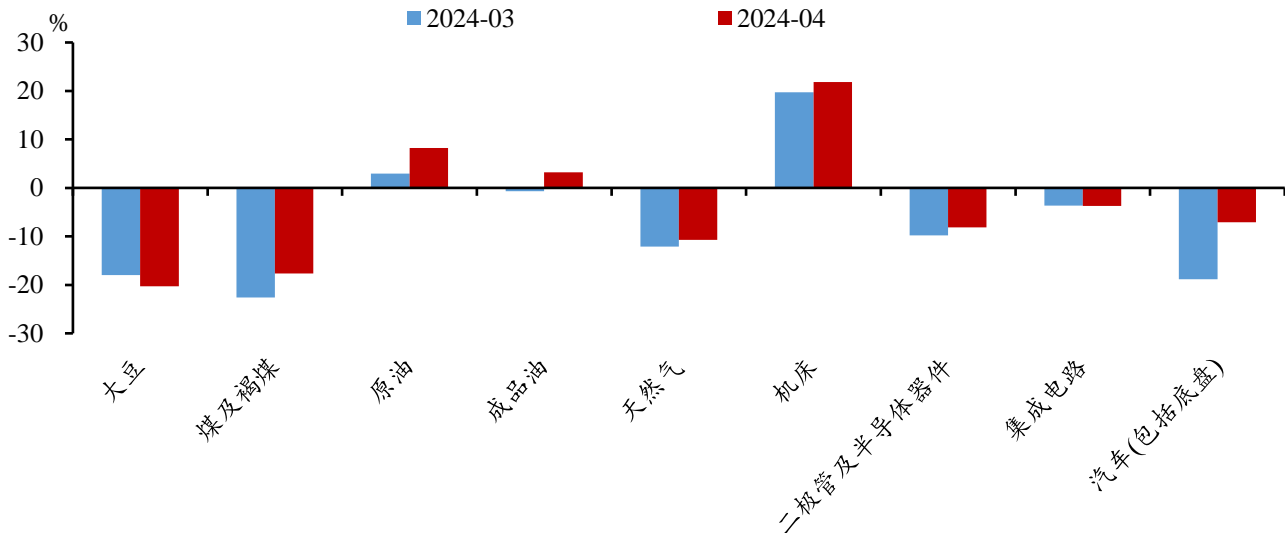


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

这一基数外的进口需求增长或是出口带动的配套进口需求。从进口需求角度看，尽管当前国内房地产行业持续处于调整阶段、消费需求不旺，对进口量增长或仍有一定抑制作用，但我国对外贸易中，加工贸易占比较高，4月出口加速在一定程度上带动进口量增加。

最后，进口的超预期增长或有价格的贡献。在进口重点商品中，除机电和高新技术产品大类外，进口占总金额的占比较大的就是原油，而3月原油进口均价同比3%，4月进口单价同比回升至8.2%（图5）。不仅如此，进口重点商品中也有多个商品进口均价同比出现抬升，因此我们认为，4月进口同比反弹中也有价带来的一部分贡献。

图 7：多个进口商品价格同比回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

前4个月，我国进口8.44万亿美元，累计同比增长3.2%；贸易顺差2.56万亿美元，同比收窄3.9%。

从进口细分商品来看：

- 1) 大宗商进口稳步扩大反映出对原材料的需求稳步增长。多数能源、金属矿砂、粮食等进口增速均有改善。具体来看，成品油进口同比增长33.7%，原油、天然气进口同比增长分别为14.1%与2.8%。同时，铁、铜等金属矿砂进口量同比增速有所收窄，反映出我国工业生产对原材料的需求依旧稳定。
- 2) 机电产品进口增速也有明显改善，机电产品与高新技术产品进口分别同比上涨11.5%与15.1%，进口增幅均有所扩大。
- 3) 4月进口数量同比反弹最大的是大豆和医药材及药品。中国4月大豆进口数量同比增长18%，创历年4月新高，而医药材及药品同比增长21.1%。4月大豆进口数量出现显著增长，但进口价格降幅扩大，但数量影响更大，大豆进口同比降幅从3月的-33.7%大幅收敛至-5.9%。

### 三、出口有望开始进入正增长通道

往后看，我们认为，5月的出口同比增速或还会有不错的表现。

去年5、6月出口金额表现持续走低，去年5月出口环比是2015年以来的最低水平，基数影响仍在持续。不仅如此，2015年-2022年5月的出口环比增速均为正增长。其中，表现最弱的2021年环比亦有0.05%，以此推算

下预计出口同比增速仍能进一步抬升。

此外，去年5月制造业和出口都明显走弱，市场或担心今年进入5月出口再次环比回落，我们认为，若5月出口环比增长不弱于去年同期的表现，出口或还能维持在正增长水平。而当前全球制造业或将进入上行周期，整体环境或不同于去年，5月出口再次回到负增的可能性或不大。

## 四、附录

附表 1：2024 年 4 月中国出口重点商品金额同比增速表

出口重点商品	4月同比	3月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	1.5	-0.8	2.3	59.2
高新技术产品	3.1	-0.8	3.9	24.0
服装及衣着附件	-9.1	-17.6	8.5	4.0
纺织纱线织物及其制品	-4.3	-16.8	12.5	4.2
鞋靴	-18.3	-26.8	8.5	1.2
家具及其零件	3.5	-5.2	8.7	2.1
塑料制品	-2.3	-7.8	5.5	3.2
玩具	-11.1	-15.7	4.6	1.1
箱包及类似容器	-13.5	-19.6	6.1	1.1
钢材	-17.6	-17.3	-0.3	2.5
农产品	-0.1	-7.4	7.3	2.8
成品油	22.4	14.1	8.3	1.2
未锻轧铝及铝材	4.9	-3.5	8.4	0.6
陶瓷产品	-33.5	-28.0	-5.5	0.6
肥料	-0.9	-47.2	46.3	0.2
稀土	-60.0	-31.3	-28.7	0.0
中药材及中式成药	12.8	-3.2	16.1	0.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

**附表 2：2024 年 4 月中国进口重点商品金额同比增速表**

进口重点商品	4月同比	3月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	11.5	3.5	8.0	36.9
高新技术产品	15.1	6.5	8.6	28.1
原油	14.1	-3.6	17.7	12.7
成品油	33.7	15.2	18.5	1.6
天然气	2.8	7.3	-4.5	2.2
煤及褐煤	-8.4	-22.6	14.2	2.1
农产品	-5.8	-16.3	10.5	8.6
纸浆	-5.2	-9.8	4.6	0.9
原木及锯材	4.5	2.8	1.7	0.6
铁矿砂及其精矿	5.7	5.3	0.4	5.2
铜矿砂及其精矿	7.1	15.1	-8.0	2.3
未锻轧铜及铜材	9.8	15.3	-5.5	1.8
钢材	8.6	-11.3	19.9	0.5
中药材及药品	0.9	-12.8	13.7	2.1
美容化妆品及洗护用品	-1.5	-20.4	18.9	0.7
初级形状的塑料	7.7	-4.7	12.4	1.7
纺织纱线、织物及制品	5.1	10.9	-5.8	0.4
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-14.3	-2.9	-11.4	0.4
肥料	-45.4	-25.9	-19.5	0.1

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

## 风险因素

稳增长政策力度不及预期, 全球经济景气度不及预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。