



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

《无需悲观：剔除基数影响及闰年扰动，出口正增——2024年3月进出口数据点评》

《出口超预期，关注中间品贸易强链延链——2024年1-2月进出口数据点评》

出口回暖，关注量价指数的结构变化

——2024年4月进出口数据点评

投资要点：

- 核心观点：**4月中国出口金额（美元计价）同比+1.5%，进口同比+8.4%，进出口金额同比均回升，量价结构有所调整。根据出口量价指数，截止2024年5月9日，最新一期出口数量同比为-1.3%（前值为19.6%），出口价格同比为2.8%（前值为-27.1%），数量同比回落但价格回升，结束了2023年12月以来以价换量的局面。分行业来看，鞋靴（消费品）、成品油（化工）、未锻轧铝及铝材（资源品）、船舶和手机（机电）出口贡献中的价涨量跌带动了我国整个出口的量价结构变化。当前与2016年供给侧结构性改革带来的出口价涨量跌存在差异的是，当前消费品、化工品、资源品和机电产品分别对应关税贸易摩擦、地缘政治局势、资源交易限制和科技革命周期支撑，以价换量的高性价比出口格局有望向价涨量跌的高技术附加值出口格局转变，加速经济结构转型升级。对于后续进出口，我们认为全球央行货币政策紧缩周期接近尾声，新兴市场提前降息，美国补库前景渐强，高利率对外需掣肘逐步缓解。新旧动能加速转换，依旧建议关注外贸背后中间品贸易强链延链的支撑逻辑：（1）新旧动能切换过程中，中间品贸易有望推动我国制造业转型升级，成为外贸动能增长点；（2）地缘政治危机下，中间品贸易有望增强产业链和供应链韧性，对于应对“脱钩断链”具有较强的现实针对性和长远意义；（3）全球科技周期带动机电产品、集成电路等中间品的增长。稳增长政策下，三大工程和万亿国债有望加速制造业优胜劣汰，技术密集型的机电和集成电路产品有望在此进程中受益。
- 总览：**进出口金额同比均回升，量价结构有所调整。2024年4月份，中国当月出口（美元计价）2924.5亿美元，出口金额（美元计价）同比+1.5%，高于万得一致预期+0.4%；2024年4月份，中国当月进口（美元计价）2201.0亿美元，进口金额（美元计价）同比+8.4%，高于万得一致预期+3.5%；2024年4月贸易差额为720.0亿美元，前值为585.5亿美元。结合国内经济景气指数来看，4月制造业PMI新出口订单指数（50.6%）较2024年3月（51.3%）有小幅回落，处于2018年以来的86%分位数水平，可以看出外需动能边际放缓，但韧性犹存。本次进出口金额同比回升也验证我们在前期报告《无需悲观：剔除基数影响及闰年扰动，出口正增——2024年3月进出口数据点评》中的提示：“3月进出口金额同比回落，基数效应以及闰年扰动是主因，无需过度担忧。”4月进出口增速回升，结构上出现新的变化，其中最为突出的是在贡献分拆上，价格因素对出口的拉动在增加，而数量贡献在减小。
- 在出口拉动上，价涨量跌：结束了2023年12月以来数量同比回升的局面：**根据出口量价指数，截止2024年5月9日，最新一期出口数量同比为-1.3%（前值为19.6%），出口价格同比为2.8%（前值为-27.1%），数量同比回落但是价格回升，结束了2023年12月以来数量同比回升的局面。分行业来看，价涨方面，2024年

4月，鞋靴、成品油、船舶、未锻轧铝及铝材、手机、汽车、中药和液晶显示板分别0.92%、0.87%、0.60%、0.45%、0.26%、0.05%、0.00%和0.00%是出口价格的主要正向支撑；量跌方面，2024年4月，鞋靴、成品油、未锻轧铝及铝材、船舶、手机、箱包及类似容器和陶瓷产品分别-1.09%、-0.68%、-0.41%、-0.05%、-0.02%、-0.01%和-0.01%是出口数量的主要负向支撑。分行业来看，通过对比发现，量减和价增的行业重合度较高，即主要是鞋靴（消费品）、成品油（化工）、未锻轧铝及铝材（资源品）、船舶和手机（机电）的量减价增带动了我国整个出口的量价结构变化。不同商品出口的量价影响因素略有差异。例如，消费类产品价涨量跌主因关税条款制约下零售鞋类价格上涨，加之海外高通胀，消费者调整购买行为；油类化工品价涨量跌主因地缘政治紧张局势加剧，供应担忧引发；铝类资源品价涨量跌主因供给端持续偏紧，与4月美国和英国宣布针对俄罗斯生产的铝、铜、镍这三种金属实施新的交易限制有关；机电类产品价涨量跌主因AI科技革命背景下，半导体市场复苏、原材料价格上涨、AI芯片需求旺盛，存储芯片价格超预期上涨。当前与2016年供给侧结构性改革带来的出口价涨量跌存在差异的是，当前消费品、化工品、资源品和机电产品分别对应关税贸易摩擦、地缘政治局势、资源交易限制和科技革命周期支撑，以价换量的高性价比出口格局有望向价涨量跌的高技术附加值出口格局转变，加速经济结构转型升级。

- **出口：受中间品贸易支撑逻辑，机电、集成电路等产品出口势头良好。**2024年4月人民币计价出口2.08万亿元，同比+5.1%，美元计价出口2924.5亿美元，同比+1.5%。**分商品来看**，机电产品和劳密产品出口势头良好。1-4月，我国出口机电产品4.62万亿元，增长6.9%，占出口总值的59.2%。其中，自动数据处理设备及其零部件4349.2亿元，增长9.7%；集成电路3552.4亿元，增长23.5%；手机2667.6亿元，下降5.5%；汽车2548.5亿元，增长24.9%。同期，出口劳密产品1.32万亿元，增长6.9%，占17%。其中，服装及衣着附件3236.3亿元，增长3.3%；纺织品3145.9亿元，增长4.6%；塑料制品2460.2亿元，增长11.8%。出口农产品2224.3亿元，增长2.6%。**按量价来看**，价格方面，鞋靴+0.92%，钢材-0.68%，分别是主要拉动项和主要掣肘项，数量方面，集成电路+0.66%，鞋靴-1.09%，分别是主要拉动项和主要掣肘项。**分地区来看**，东盟为我国第一大出口伙伴，1-4月我国对东盟、欧盟、美国、韩国的美元计价出口同比分别增长+10.0%、-1.5%、+2.4%和-4.2%。4月对中国出口起促进作用的国家或地区主要是东盟、越南和中国香港，分别拉动1.31%、0.69%和0.69%，主要掣肘国家或地区为墨西哥、欧盟和日本，分别拉动-2.41%、-0.55%和-0.53%。**分地区来看出口有两大关注点：**

1) 向前看，我们提示：全球央行货币政策紧缩周期接近尾声，新兴市场提前降息，美国补库前景渐强，高利率对外需掣肘逐步缓解。日本央行时隔17年首次加息，瑞士成为2024年首个宣布降息的G10国家，美国3月CPI同比反弹至3.5%，通胀超预期或推迟降息，全球制造业景气指数也同步回升，4月全球PMI为50.3%，连续4个月位于扩张区间，外需有望延续恢复态势，短期来看对我国出口数据起到强有力的支撑。向前看，我们认为美国当前库存增速和联邦基金目标利率存在较大背离，随着联储降息预期推迟，补库开启再次支撑中国出口。（在美国历史中，库存增速和利率存在较强相关性，当加息利率上行时，库存增速往往随之上行，里士满联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Richmond）

在2012年的工作论文中对此解释为：提及提高实际利率会带来较高的生产成本，生产计划随之减少，下降的销售会转化为库存的累积。但是利率对库存的影响也可以通过提高实际利率—库存投资随之转负—减少最优库存持有量来完成，当前库存增速和联邦基金目标利率存在较大背离，第二种路径或主导）。

2) 新旧动能加速转换，关注中间品贸易支撑。 国务院新闻办公室发布会强调“一季度，我国中间品进出口增长 4.4%。跨境电商进出口增长 9.6%，其中，跨境电商海外仓出口增长 11.8%。新业态、新模式的培育跑出了‘加速度’。”验证我们在前期报告《无需悲观：剔除基数影响及闰年扰动，出口正增——2024年3月进出口数据点评》中提示：**①新旧动能切换过程中，中间品贸易有望推动我国制造业转型升级，成为外贸动能增长点。**在城镇化、工业化和全球化红利逐步消退的过程中，捕捉新旧动能切换中新动能的边际增量极为关键，我国中间品贸易是中央经济工作会议在培育外贸动能中的首要部署，应加以关注，相关商品有望在接下来成为外贸动能增长点。**②地缘政治危机下，中间品贸易有望增强产业链和供应链韧性，对于应对“脱钩断链”具有很强的现实针对性和长远意义。**2023年以来全球地缘政治危机频发，例如红海航运危机使得全球航运成本上升，扰动外贸市场，从而掣肘全球贸易增长，发展中间品贸易有望通过增强各国经贸合作紧密度，提升在全球产业链供应链中的参与度，在开放中互利共赢，从而对冲地缘政治危机下国际贸易可能产生的低流动性风险。我国与一带一路国家中间品贸易增多，通过共建“一带一路”倡议和企业“走出去”战略，延伸中间品贸易链条，更好增强国内国际两个市场资源的联动效应。**③全球科技周期带动机电产品、集成电路等中间品的增长。**在中美本轮人工智能科技革命的博弈中，美国在技术研发占据优势地位，底层算力的需求增长也快速推动了科技周期，技术密集型的机电和集成电路产品受益。

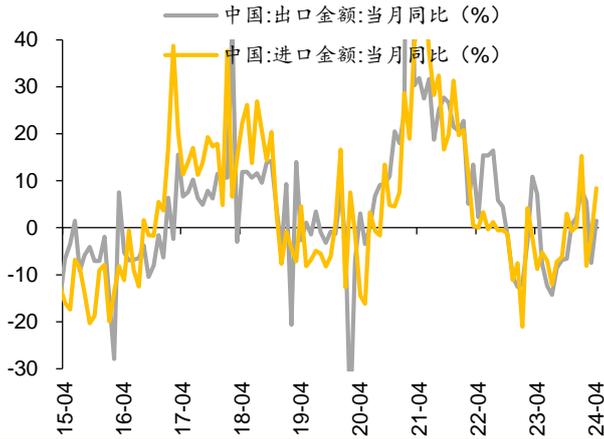
- **进口：加工贸易仍是进口的主要支撑项。**2024年4月人民币计价进口 1.56 万亿元，同比+12.2%，美元计价进口 2201.0 亿美元，同比+8.4%。**分商品来看**，1-4月，我国进口铁矿砂 4.12 亿吨，增加 7.2%；原油 1.82 亿吨，增加 2%；煤 1.61 亿吨，增加 13.1%；天然气 4300 万吨，增加 20.7%；大豆 2714.8 万吨，减少 2.9%；成品油 1773.2 万吨，增加 28.6%。此外，进口初级形状的塑料 963 万吨，增加 1.3%；未锻轧铜及铜材 181.3 万吨，增加 7%。**按量价来看**，价格方面，未锻轧铜及铜材+1.49%，粮食-0.51%，分别是主要拉动项和主要掣肘项，数量方面，集成电路+1.96%，未锻轧铜及铜材-1.32%，分别是主要拉动项和主要掣肘项。未锻轧铜及铜材是4月进口主要影响变量，根据海关总署统计，1-4月份累计进口钢材 240.5 万吨，同比下降 3.7%，钢材进口减少或与多化债大省基建停止开工有关，后续随基建投资改善，钢材需求或将改善。**分地区来看**，1-4月，我国对东盟、欧盟、美国、韩国的美元计价进口同比分别增长 6.1%、-2.3%、-2.5%和 15.2%。4月对中国进口起促进作用的国家或地区主要是韩国、中国台湾和越南，分别拉动 1.11%、1.08%和 0.92%，主要掣肘国家或地区为墨西哥和德国，分别拉动-0.78%和-0.12%。

- **贸易顺差：4月贸易顺差仍处于高位。**2024年4月人民币计价贸易顺差 5134.5 亿元，同比-11.9%，美元计价贸易顺差 723.5 亿美元，同比-14.9%。贸易顺差虽然同比下滑，但是环比改善，而且往年贸易顺差某些月份较高还有很大程度是内需不足型顺差所致，即进口相对出口更弱。当前贸易顺差结构较为健康，一方面可

以有助于国际收支平衡，对经济总量构成支撑，另一方面也有助于稳定人民币汇率水平。

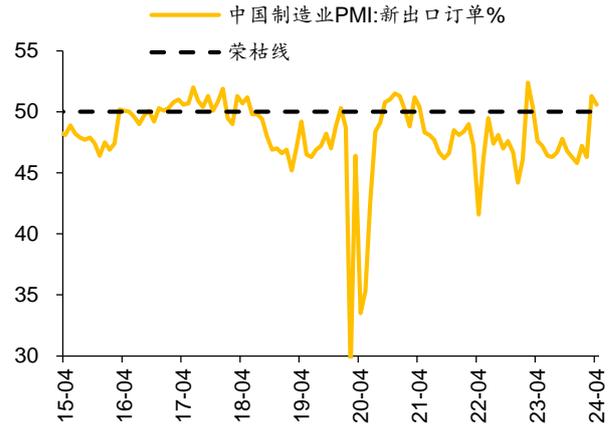
- **风险提示：**美联储货币政策超预期；稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；经济恢复不及预期；三大工程进展不及预期；地缘政治危机超预期。

图 1: 4 月 (美元计价) 出口同比+1.5%, 4 月进口同比+8.4%



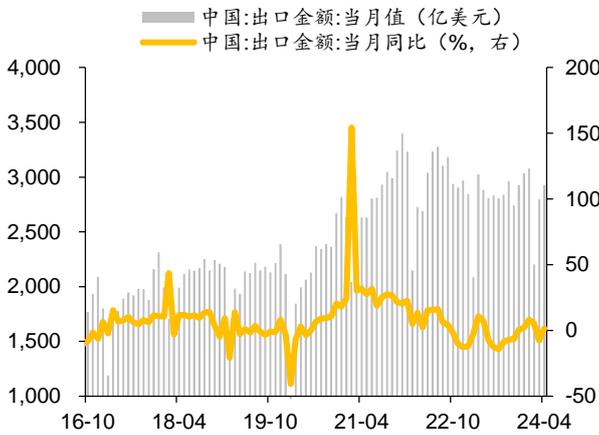
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 4 月中国制造业 PMI 新出口订单为 50.6%, 仍处于扩张区间



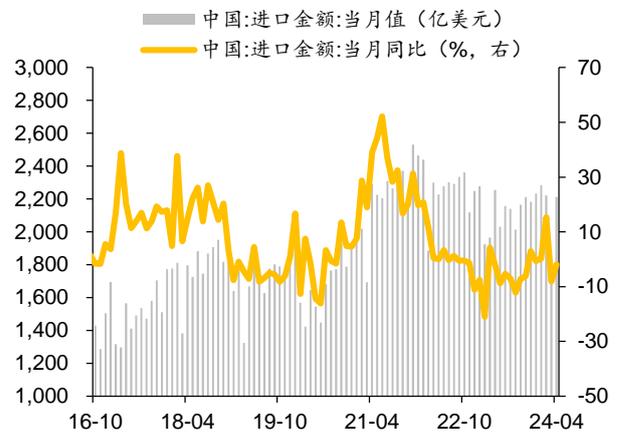
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 4 月美元计价出口 2924.5 亿美元, 同比+1.5%



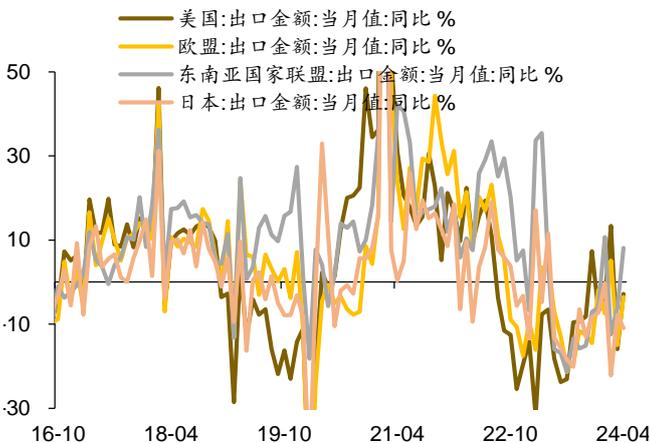
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 4 月美元计价进口 2201.0 亿美元, 同比+8.4%



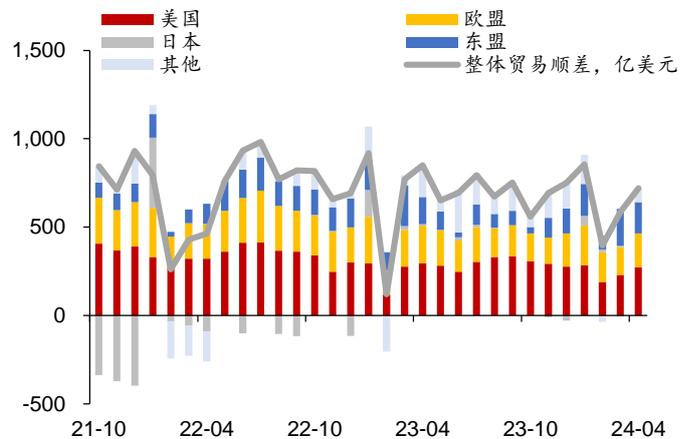
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 东盟是我国第一大出口地区, 占比 19%



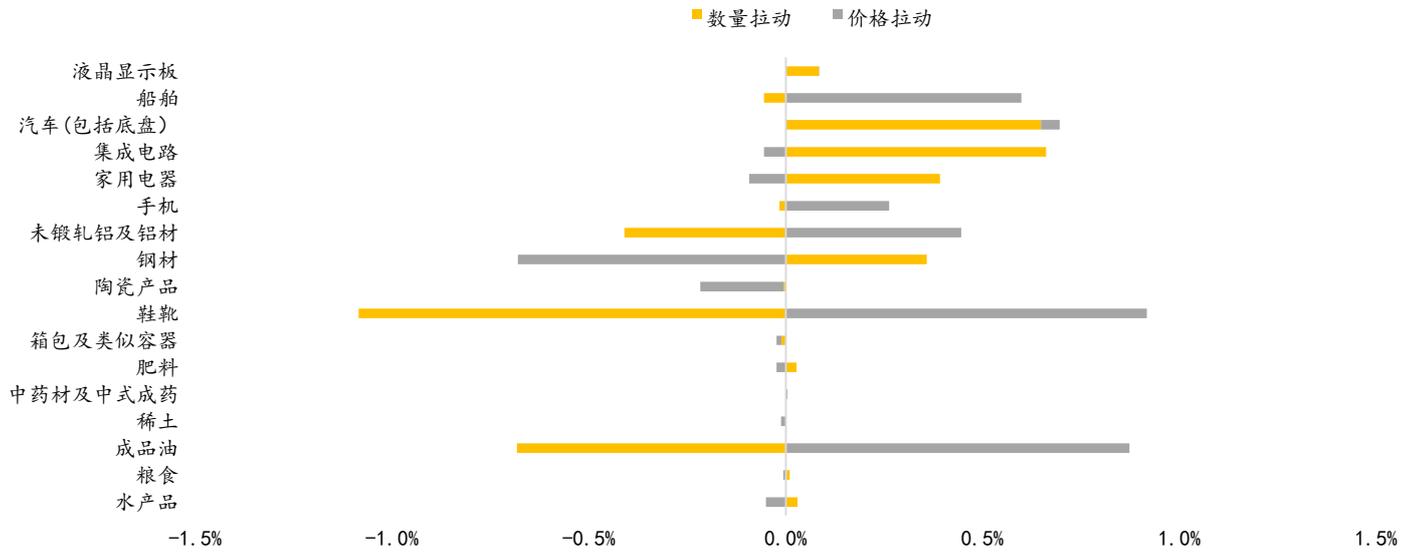
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 我国主要贸易国贸易顺差结构: 东盟贸易顺差最大



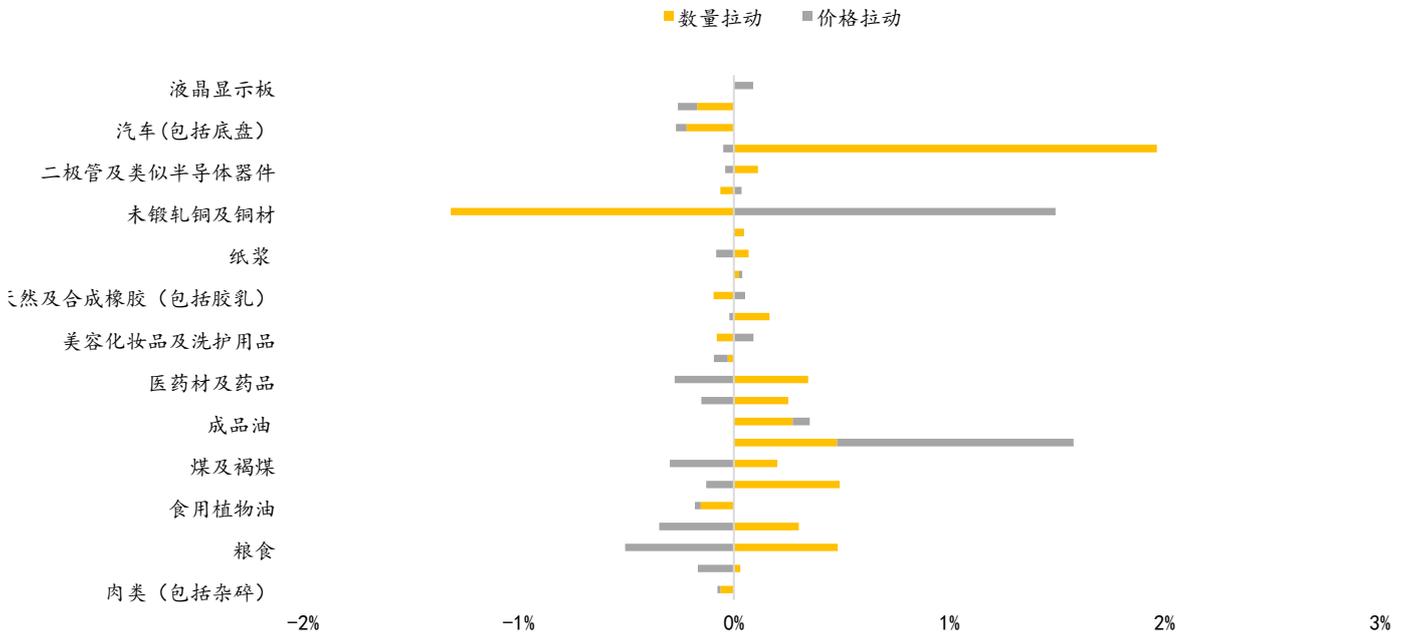
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7：2024 年 4 月主要商品出口量价图



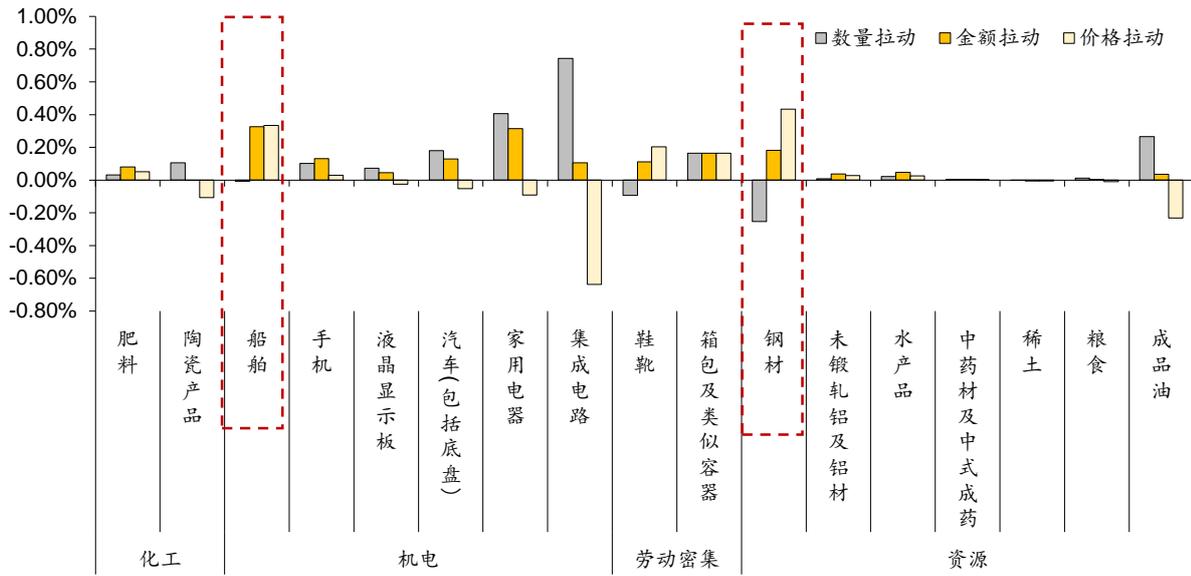
资料来源：海关总署，德邦研究所

图 8：2024 年 4 月主要商品进口量价图



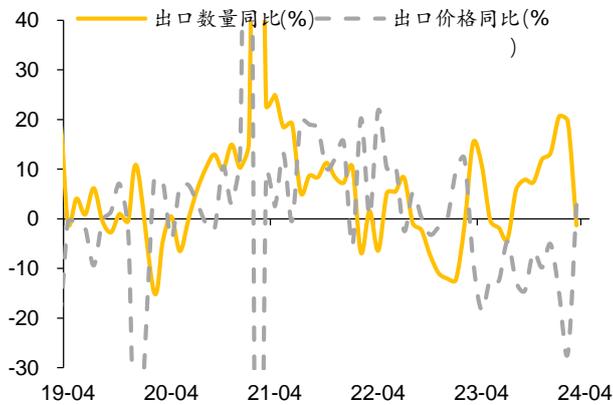
资料来源：海关总署，德邦研究所

图 9：2024 年 4 月较 3 月主要商品进出口拉动因素变化：钢材和船舶是价格拉动的主要支撑，集成电路仍然主要依靠数量拉动



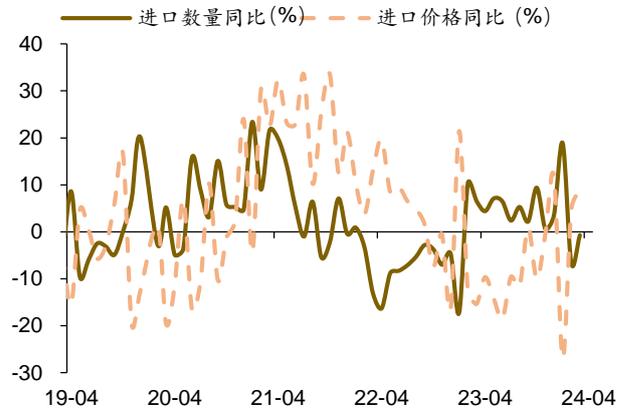
资料来源：海关总署，德邦研究所

图 10：出口量价同比背离收窄



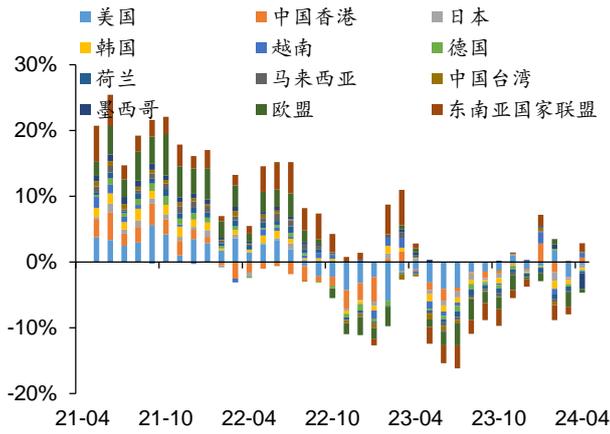
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：进口价格同比具有一定前瞻性



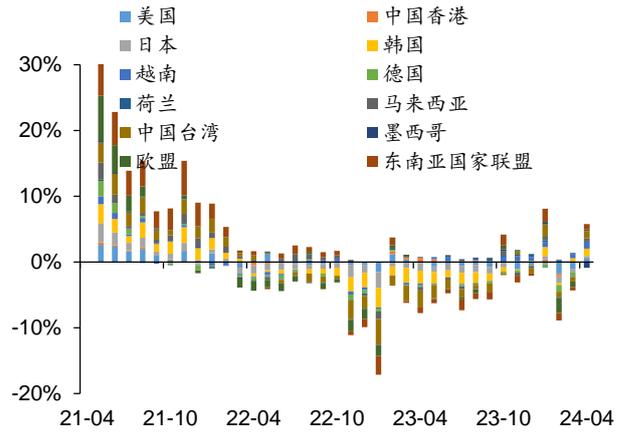
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12: 出口拉动分国家及地区: 4月墨西哥欧盟是主要掣肘



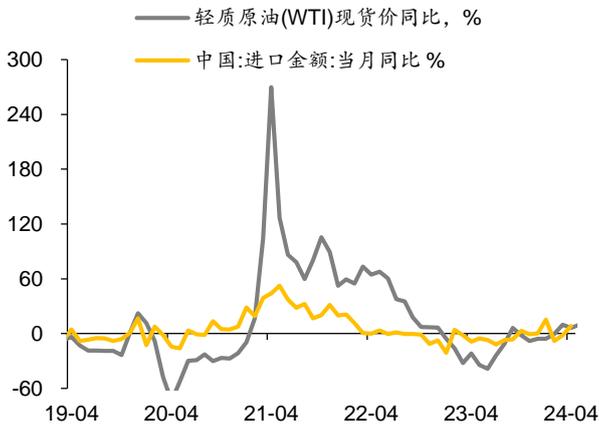
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 进口拉动分国家及地区: 4月墨西哥及德国是主要掣肘



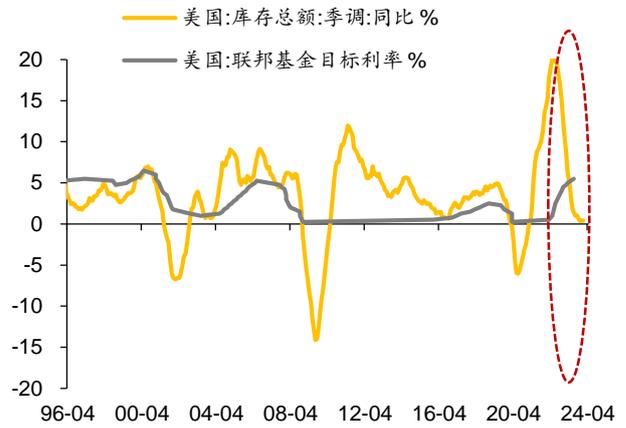
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 油价上行带动进口回升



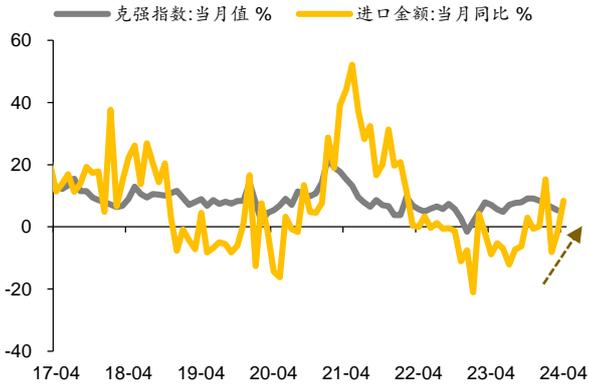
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 库存周期和利率周期出现负相关



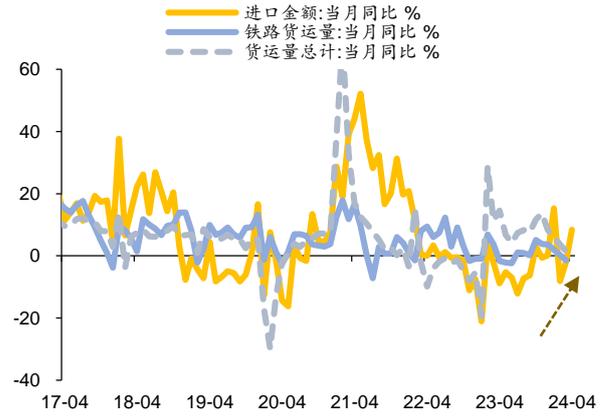
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 克强指数表明内需修复边际放缓



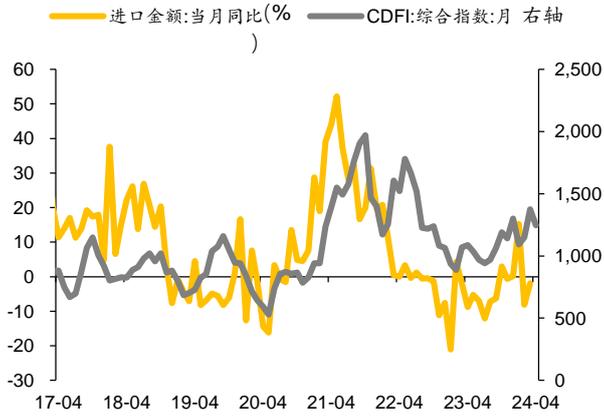
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 货运量指标表明内需缓慢修复



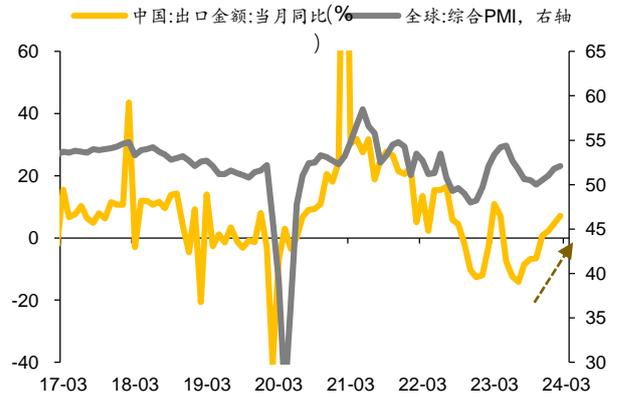
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 4 月 CDFI 综合指数环比+9.5%



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 出口金额同比超预期与外需增加亦存在关联



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。