



2022-04-13

宏观研究报告

不要低估出口的韧性

——3月进出口数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

出口韧性很强。3月份出口再次超预期增长。在疫情冲击较为严重的背景下，14.7%是不错的数字。市场从去年下半年就开始担忧的出口断崖式下滑始终没有发生。分国家和地区来看，3月大陆对香港地区的出口同比下滑21.87%。2、3月份香港疫情的大规模爆发严重影响了其转口贸易。由于转口贸易受阻，一些原本经过香港的出口订单将发货地改为了内地港湾，所以中国内地对其它各国家和地区的直接出口则出现明显上升。从商品结构来看，3月份出口反映出以下现象：第一，劳动密集型产品出口依然保持强劲。反映出外需中居民表观消费未见衰退。第二，海外生产端相关的商品出口表现较好。反映出海外生产端在加速恢复，带来生产相关的设备或资源需求。第三，地产后周期相关商品出口相对较弱。反映出海外房地产市场持续降温。随着海外加息周期的开启，地产链相关需求未来面临较大下行压力。第四，疫情冲击了部分商品的生产和物流，从而对出口产生影响。比如供应链较长的半导体行业，全国四个产业聚集区中的长三角、珠三角都受到了疫情较为严重的冲击。第五，价格因素对出口的拉动作用愈发明显。虽然国内通胀水平较低，但出口商品价格已经被海外的高通胀拉动。

进口受内需拖累。3月进口大幅低于预期，在价格高企的情况下进口额仍然同比转负。3月进口数据具有以下特征：第一，对美欧日进口下降更多，对东盟进口保持正增长。总的来看中国进口向东盟及周边地区的倾斜度越来越高。第二，各类商品进口量全面下降，反映出内需非常弱。第三，汽车包括底盘进口量同比增长2.9%，自去年以来持续上升，也是主要进口商品中极少数保持正增长的。反映出目前国内汽车需求可能相对较好。

出口不悲观，进口不乐观，衰退式顺差仍将持续一段时间。3月贸易顺差473.8亿美元，较2月扩大，明显高于往年同期水平。目前市场较为担忧未来出口的下滑，但我们认为出口的韧性将维持较长时间：首先，目前看来全球贸易需求仍然较为旺盛，未见衰退迹象。以日本、韩国这两个典型的出口国为例，到目前为止其出口增速仍然保持高位，反映出全球总需求较强。所以中国出口的强劲并非只有挤占其它国家的份额效应，全球贸易总额的增长是拉动中国出口的重要因素。其次，海外高通胀的重要原因是供给不足，各国在缓解通胀的过程中进口不会明

显减少，对应的中国出口也不会很快下滑。市场较为担心全球经济下行的“滞胀”局面会冲击外需，但我们认为影响未必大。以美国 70 年代“滞胀”时期为例，可以看出其进口总额并没有受到“滞胀”的影响而下降，反而是历史上进口增速最高的时期。即使实际需求可能有所下降，但在价格的影响下名义进口额仍然很高。所以我们认为今年在类似的情况下中国出口也将保持较强的韧性。而目前来看**内需尚未触底，疫情对经济的冲击较强，进口在短时间内很难出现反弹**。所以我们认为当前的衰退式顺差仍将持续较长时间。

风险提示：疫情对供需两端的冲击加大。

目录

1. 数据	5
2. 疫情冲击之下出口韧性仍强	5
3. 内需疲软拖累进口	7
4. 衰退式顺差还会持续一段时间	8

图表目录

图表 1: 中国出口表现依然较好	5
图表 2: 香港转口贸易受疫情冲击很大	5
图表 3: 对美欧日及东盟出口增速提升	5
图表 4: 主要商品 3 月份出口额同比	6
图表 5: 出口商品平均价格同比涨幅很大	7
图表 6: 3 月进口大幅低于预期	7
图表 7: 各类商品进口量全面下滑	8
图表 8: 韩日出口增速仍保持高位	9
图表 9: 美国滞胀时期进口增速很高	9

1. 数据

中国3月出口同比（按美元计）增长14.7%，预期增长13%，前值6.2%。

中国3月进口同比（按美元计）下降0.1%，预期增长8.4%，前值10.4%

2. 疫情冲击之下出口韧性仍强

3月份出口再次超预期增长。在疫情冲击较为严重的背景下，14.7%是不错的数字。反映出中国出口有很强的韧性，市场从去年下半年就开始担忧的出口断崖式下滑始终没有发生。

图表1：中国出口表现依然较好



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

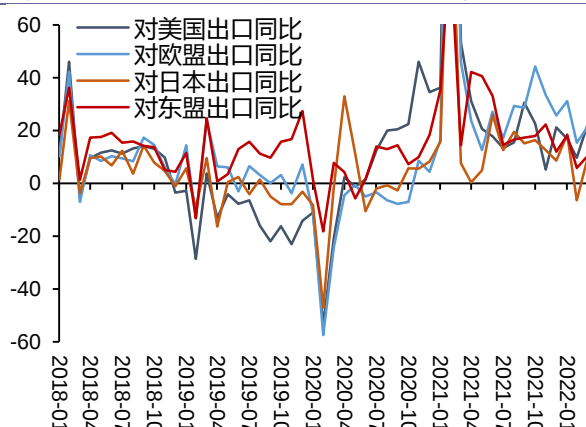
分国家和地区来看，3月大陆对香港地区的出口同比下滑21.87%。2、3月份香港疫情的大规模爆发严重影响了其转口贸易。由于转口贸易受阻，一些原本经过香港的出口订单将发货地改为了内地港湾，所以中国内地对其它各国家和地区的出口则出现明显上升。3月中国对美出口同比增长22.38%，对欧盟出口同比上升21.43%，对日本出口同比上升9.71%，对东盟出口同比上升10.38%，均较2月份增幅有较大提升。

图表2：香港转口贸易受疫情冲击很大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表3：对美欧日及东盟出口增速提升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

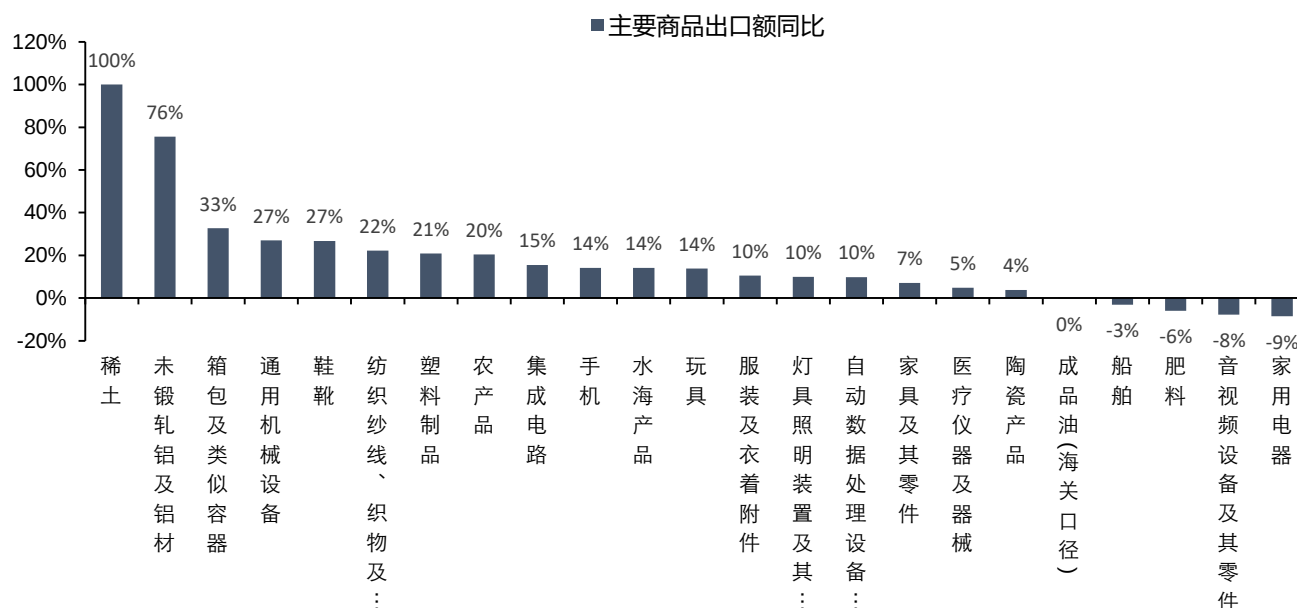
从商品结构来看，3月份出口反映出以下现象：

第一，劳动密集型产品出口依然保持强劲。纺织纱线、织物及制品，箱包及类似容器，塑料制品，鞋靴等商品出口额同比均在20%以上，且较2月增速提升。玩具、衣着的出口额同比也增长10%以上。反映出外需中居民表现消费未见衰退。

第二，海外生产端相关的商品出口表现较好。通用器械设备出口额同比增长27.5%，未锻轧铝及铝材出口额同比增长75.6%，稀土出口额同比增长100%，且均为近几个月以来增速的高点。这反映出海外生产端在加速恢复，带来生产相关的设备或资源需求。

第三，地产后周期相关商品出口相对较弱。家具、灯具出口额同比分别为7.1%和9.9%，较去年大幅下降，家用电器出口额同比下降8.5%。反映出海外房地产市场持续降温。随着海外加息周期的开启，地产链相关需求未来面临较大下行压力。

图表4：主要商品3月份出口额同比

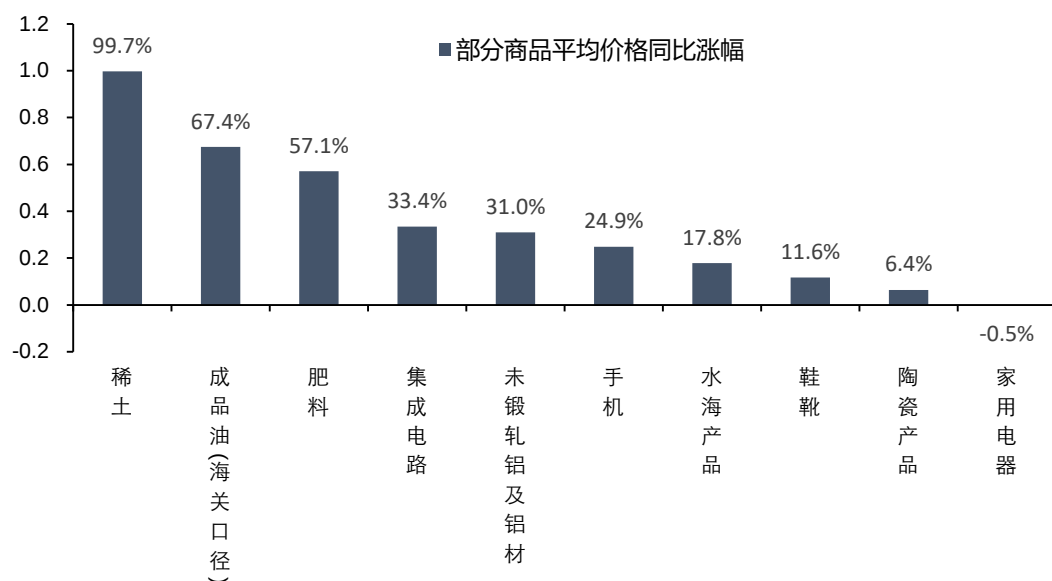


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第四，疫情冲击了部分商品的生产和物流，从而对出口产生影响。比如供应链较长的半导体行业，全国四个产业聚集区中的长三角、珠三角都受到了疫情较为严重的冲击，集成电路出口增速从之前的高位下滑至15.6%。

第五，价格因素对出口的拉动作用愈发明显。海关公布了部分商品的数量和价格，用其粗略计算平均价格，可以看大多数商品的出口均价较去年同比都有非常明显的上涨。虽然国内通胀水平较低，但出口商品价格已经被海外的高通胀拉动。

图表 5：出口商品平均价格同比涨幅很大

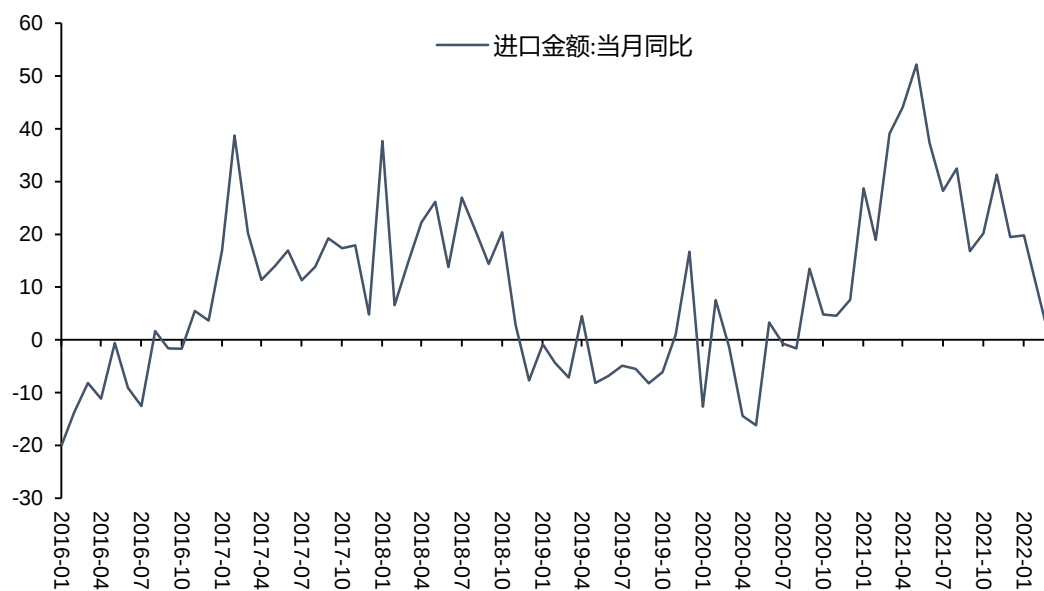


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 内需疲软拖累进口

3 月进口大幅低于预期，在价格高企的情况下进口额仍然同比转负。且从结构上看，对各地区、各类商品的进口需求全面转弱，反映出当前内需十分疲软。

图表 6：3 月进口大幅低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

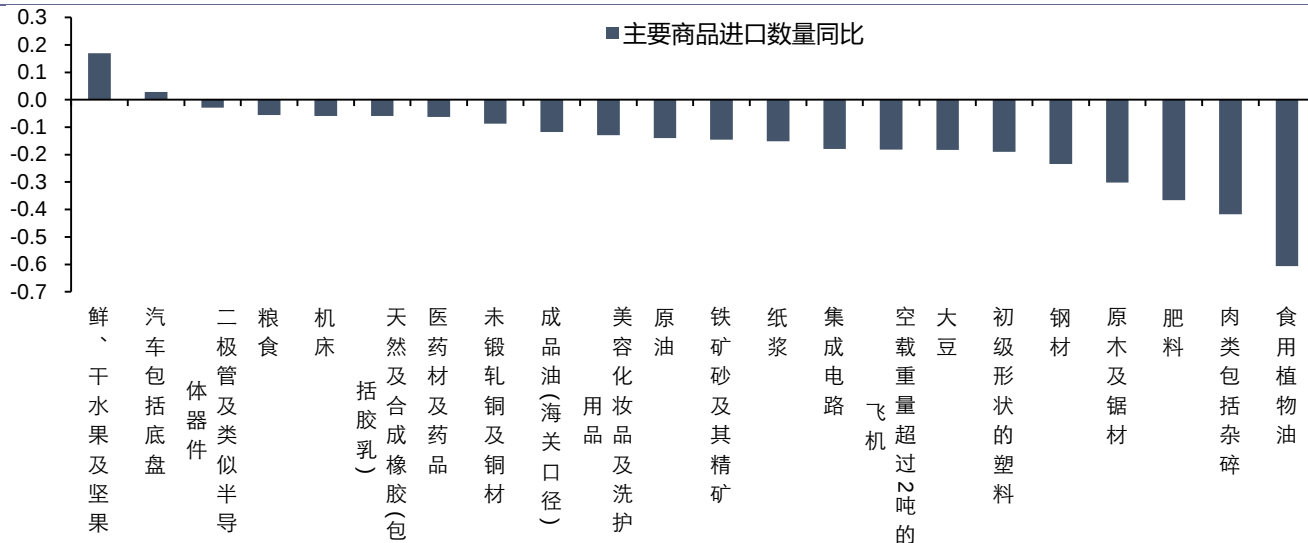
3 月进口数据具有以下特征：

第一，对美欧日进口下降更多，对东盟进口保持正增长。主要贸易伙伴中，3月中国对美国进口同比下降12%，对欧盟进口同比下降11.6%，对日本进口下降9.8%。均较2月大幅下降。对东盟进口同比增长2.7%，相比之下增速降幅较小。虽然香港疫情对出口影响很大，但对香港地区的进口只下降1.15%。总的来看中国进口向东盟及周边地区的倾斜度越来越高。

第二，各类商品进口量全面下降，反映出内需非常弱。工业原材料方面，3月中国的原油进口数量同比减少了14%，铁矿砂进口量同比下降14.5%。农产品方面，大豆、粮食和肉类分别同比下降18.2%、5.6%和41.8%。集成电路、二极管等半导体器件分别同比下降17.9%和2.9%，美容化妆品及洗护用品、药材等消费品分别同比下降13%和6.3%。总的来说，无论是原材料，还是加工生产、消费方面的商品进口全面走弱。其中可能有疫情的脉冲式影响，但毫无疑问内需疲软是主要因素。

第三，汽车包括底盘进口量同比增长2.9%，自去年以来持续上升，也是主要进口商品中极少数保持正增长的。反映出目前国内汽车需求可能相对较好。

图表 7：各类商品进口量全面下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40346

