

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

相关研究

- 市场超跌反弹，后续仍存变数
- 疫情仍是关键，关注超跌反弹
- 经济预期转弱，有待政策发力

- 4 月的外贸数据不佳。进口低迷延续，出口增速也开始大幅下探（剔除价格因素），贸易数据反映了国内外经济形势出现了较为明显的变化。
- 外贸羸弱，价格支撑。从三年复合同比来看，4 月出口增速为 12.2%，较前值回升 0.6 个百分点，进口增速为 7.2%，较前值下降 3.9 个百分点。进出口尤其是出口增速不低主要受到价格支撑，剔除价格因素之后，出口不仅出现回落，而且较去年同期差距明显，进口则继续下探。从对主要出口国的增速来看，对美国和欧盟的出口增速继续下滑，对日本出口增速有所回升，或受日元大幅贬值的影响。
- 内忧外扰，内因为主。一方面是外需转弱。观察全球以及主要发达国家和地区的制造业 PMI 走势，比较韩国、越南和中国台湾的出口数据以及拆分中国 4 月份 PMI 新订单数据，均能发现外需趋弱的因素。另一方面则是国内严峻的疫情冲击，4 月全月为疫情高峰，特别是经济重镇上海饱受疫情困扰，供应链出现明显扰动。由于封控政策趋严趋紧，经春节调整的整车货运指数显著弱于去年同期，经平滑处理的八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量增速也开始出现下滑，以及 4 月制造业 PMI 指数大幅下探，均指示本轮疫情对国内经济产生了影响。
- 防止供应链受到持久损害。2020 年疫情爆发之后，我国率先取得了防疫成效，维持了出口的强劲，于是越南与我国出口增速差的中枢明显下了一个台阶，而在进入 2022 年之后，越南与我国的出口增速差开始大幅上行并超出疫情之前的水平。虽然现在断言我国的供应链部分向越南转移可能为时尚早，但如果国内经济形势迟迟不能好转，供应链或将受到持久性损害。
- 往后看，国内疫情及防控的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，地缘政治的影响若隐若现，建议跟踪观望，灵活应对。国债收益率可能在前期间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间。

风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期

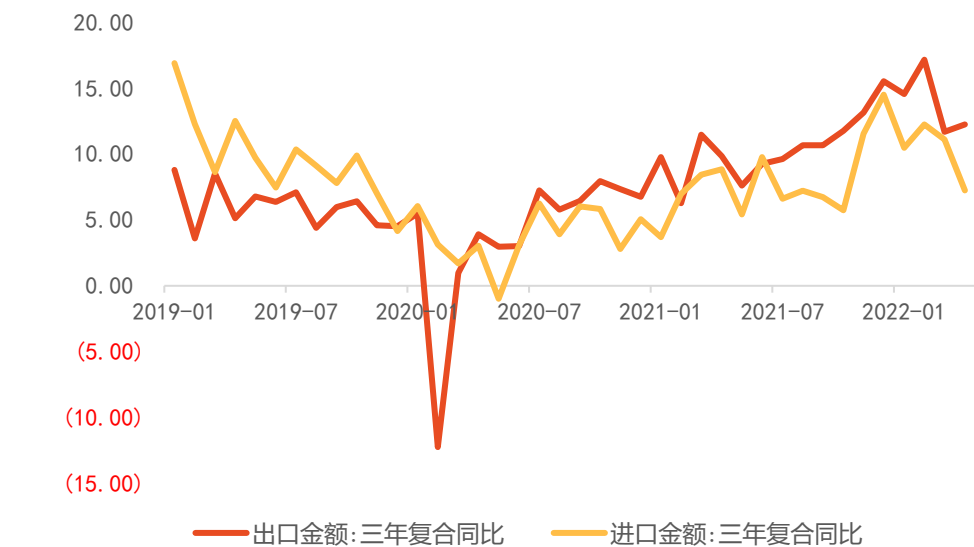
4月不仅内需延续了低迷，表现为进口更加羸弱（剔除价格因素），而且，自2020年疫情爆发以来令人眼前一亮的出口，增速也开始大幅下探（剔除价格因素），贸易数据反映了内外经济形势出现了较为明显的变化。

1 外贸羸弱，价格支撑

从以美元计的同比来看，4月进出口增速好于市场预期，出口增速为3.9%，比市场预期的2.7%高1.2个百分点，较前值下降10.8个百分点；进口与去年持平，增速为0.0%，好于市场预期的-3.0%，较前值上升0.1个百分点。由于进口比出口表现更弱，贸易顺差扩大至511亿美元，较前值增加37亿美元。

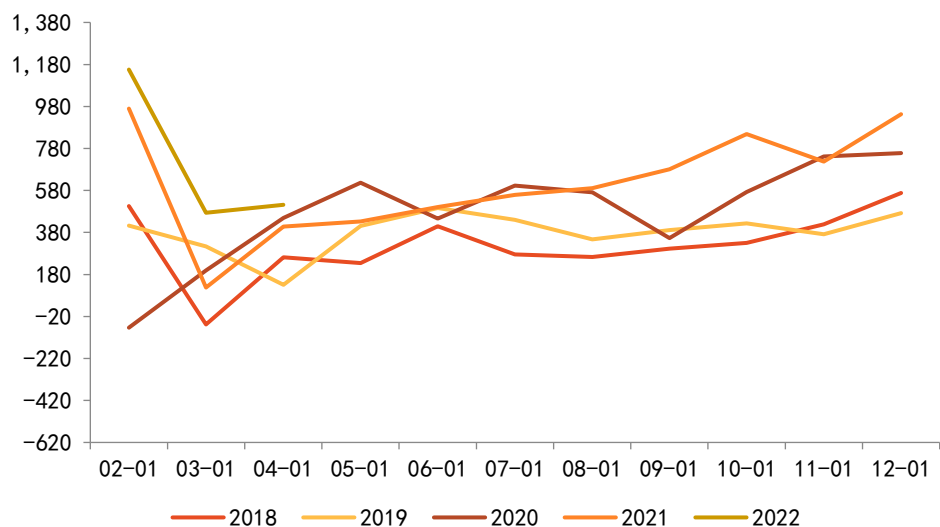
从以美元计三年复合同比来看，4月出口增速为12.2%，较前值回升0.6个百分点，进口增速为7.2%，较前值下降3.9个百分点，进口增速持续下探。

图1：出口三年复合同比（美元计价）



资料来源：Wind, 首创证券

图2：贸易差额:当月值（合并1-2月，亿美元）

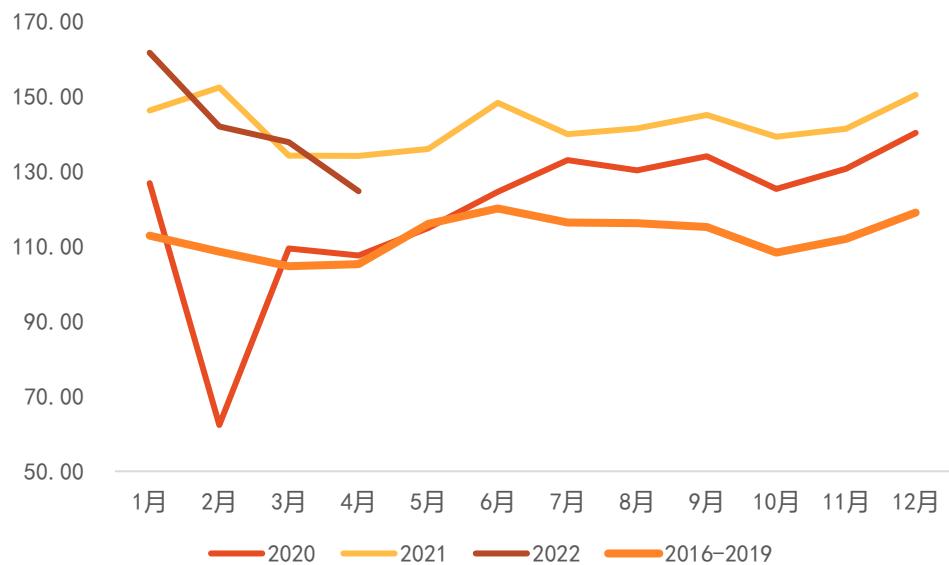


资料来源: Wind, 首创证券

考虑到进出口金额受价格因素影响较大, 我们根据 HS2 进出口价格指数剔除价格因素影响, 并以 2013 年的进出口数值为基期考察进出口的变化。

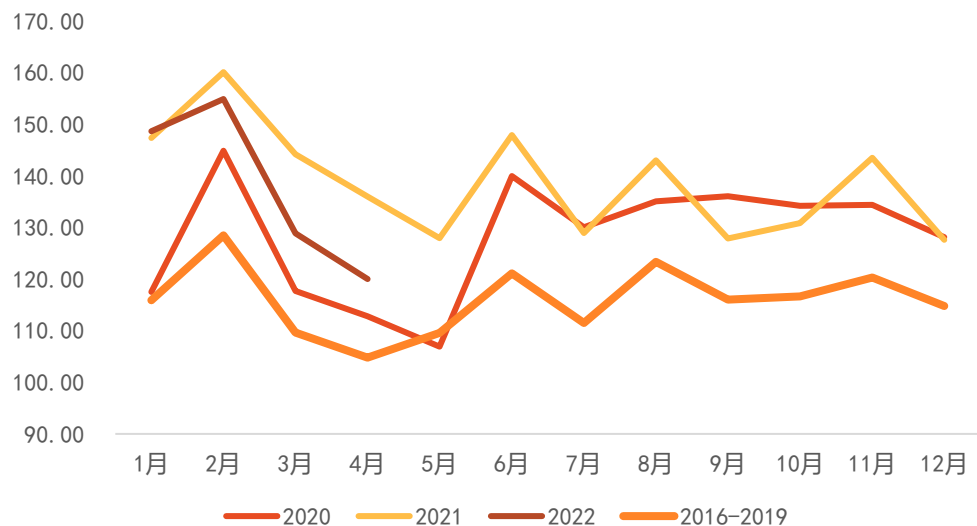
总体来看, 出口在剔除价格因素后较上月有所回落, 且幅度有所加大, 价格因素是支撑出口金额同比没有转负的主要因素, 进口剔除价格因素后延续了下滑的趋势, 4 月疫情蔓延, 不仅继续压制内需, 而且开始影响出口。

图 3: 出口 (剔除价格因素): 取 2013 年基期为 100



资料来源: Wind, 首创证券

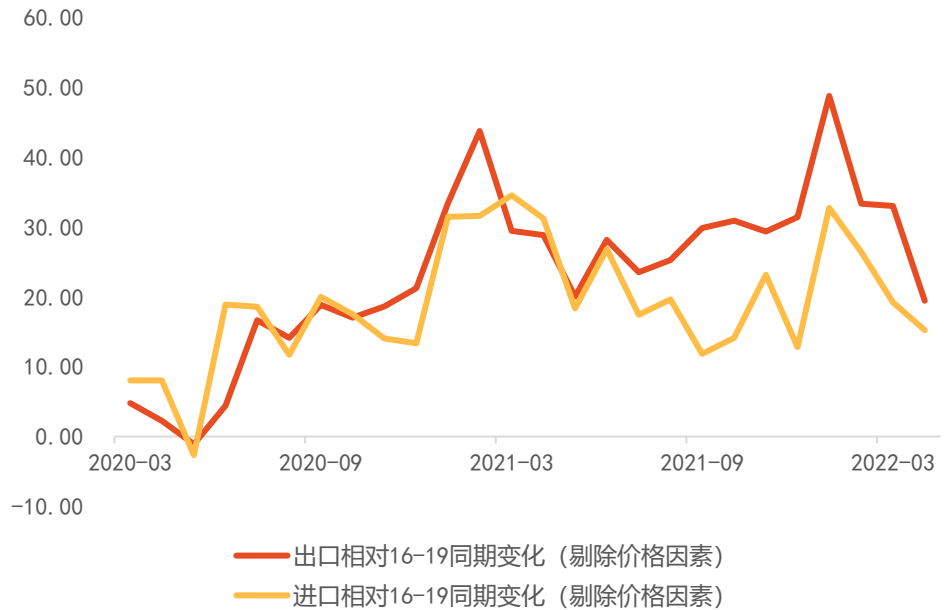
图 4: 进口 (剔除价格因素): 取 2013 年基期为 100



资料来源: Wind, 首创证券

更进一步, 我们以疫情之前的进出口为基准, 剔除价格因素并以 2013 年的进出口数值为基期, 可以发现 4 月份的进出口均出现了明显下行, 其中出口的下行斜率更为陡峭。

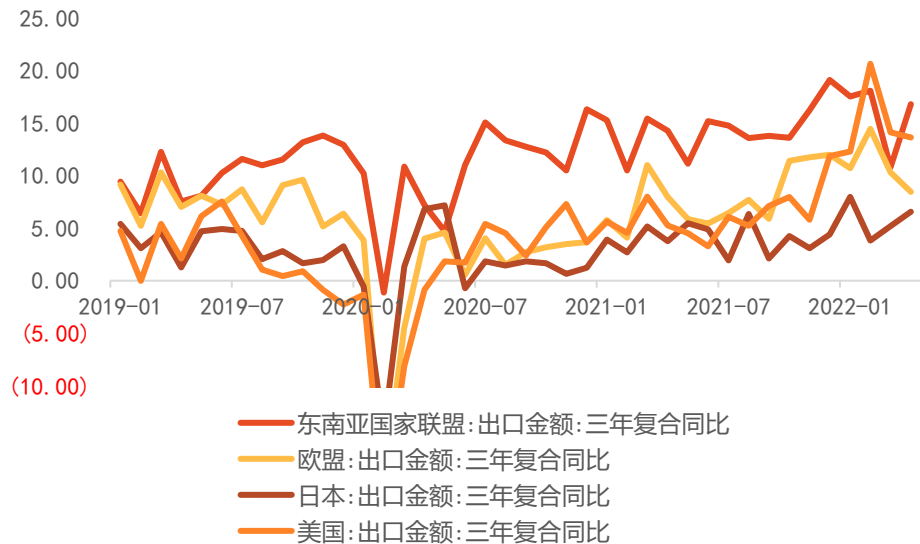
图 5：进出口相对 2016-2019 历史同期变化（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券

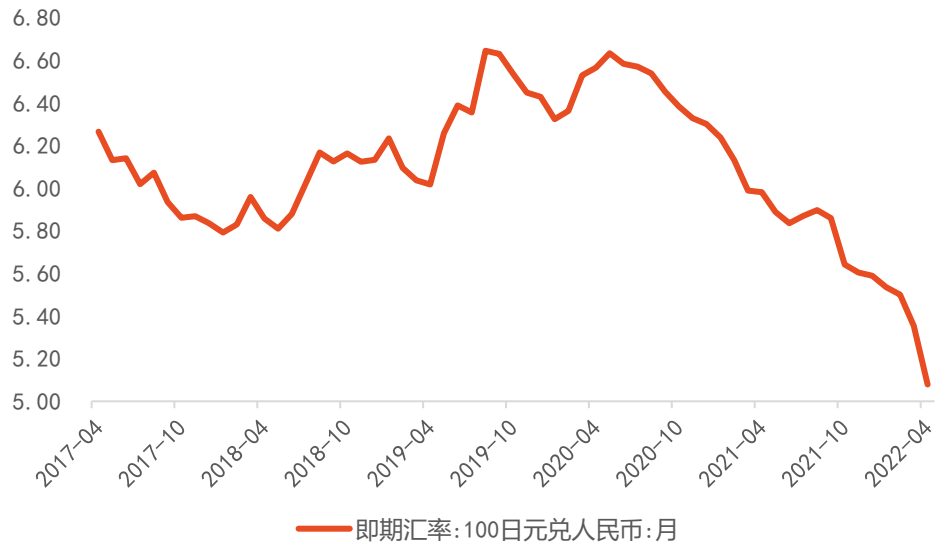
从对主要出口国的增速来看，对美国 and 欧盟的出口增速继续下滑，4 月对美国 and 欧盟出口的三年复合同比增速分别为 13.6% 和 8.5%，较前值分别下滑 0.5 和 1.9 个百分点；对日本出口的三年复合同比增速为 6.6%，或受日元贬值幅度更大的影响，较前值上升 1.4 个百分点；对东盟出口的三年复合同比增速为 16.8%，较前值大幅回升 6.0 个百分点，但距离去年末和今年初的增速仍有差距。从出口分项走势来看，农产品和玩具的增速较前值分别回升 5.3 和 3.5 个百分点，集成电路的增速较前值下降 4.8 个百分点。

图 6：中国对各国出口：三年复合增速



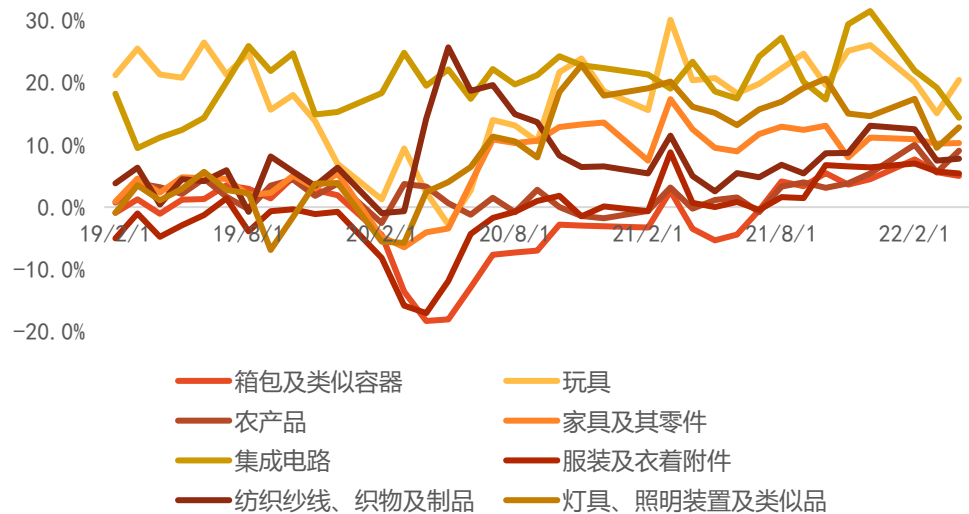
资料来源：Wind, 首创证券

图 7：即期汇率：100 日元兑人民币：月



资料来源：Wind, 首创证券

图 8：出口分项：三年复合增速



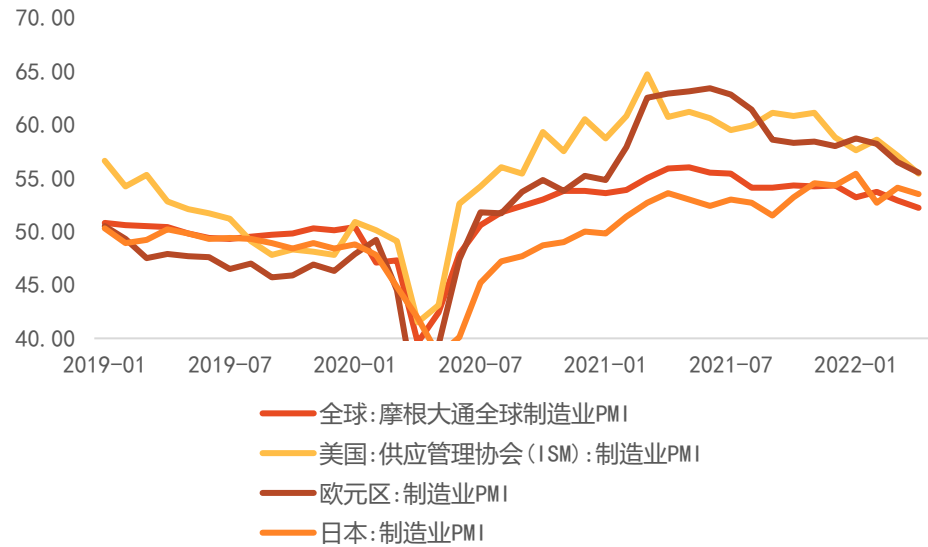
资料来源：Wind, 首创证券

2 内忧外扰，内因为主

4 月中国剔除价格因素之后的进出口均出现了下滑，既有内因，也有外因，其中内因为主。

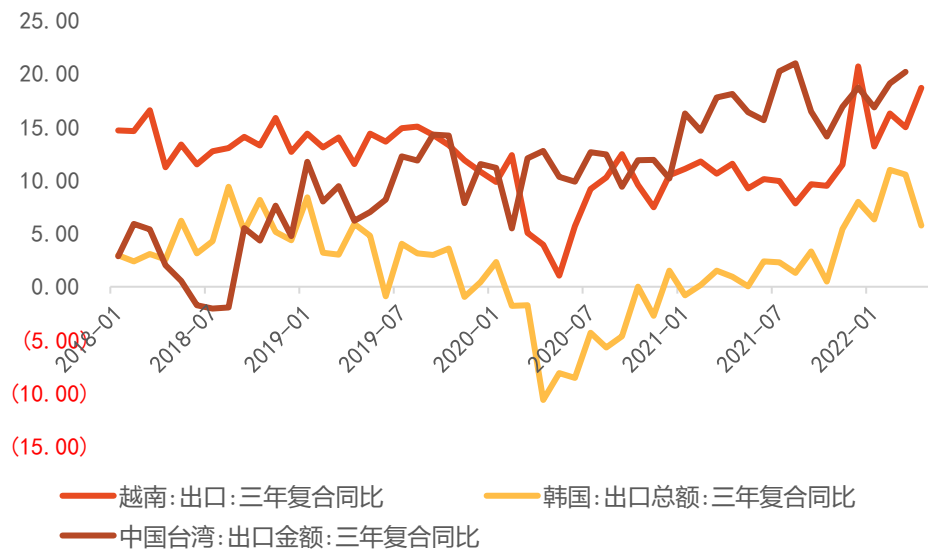
一方面外需转弱。从全球以及主要发达国家和地区的制造业 PMI 可以看出，虽然仍保持在景气扩张区间，但是基本都进入了下行趋势。全球经济形势的变化也在韩国、越南和中国台湾的出口数据中得以体现，越南 4 月出口增速较前值有所回升，但离疫情以来的高点仍有差距，而日本的增速出现了明显的放缓。通过拆分中国 4 月份 PMI 新订单数据，可以发现，新出口订单下滑的幅度与国内订单下滑的幅度大致相当，其中有外需趋弱的因素。

图 9：全球 PMI



资料来源: Wind, 首创证券

图 10：东亚各地区出口金额：三年复合同比



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_41507



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn