

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

如何抓住夏天的尾巴？

——进出口数据简评（2022.4）

主要内容：

- **4月出口同比3.9%基本符合预期，疫情冲击工业生产拖累约10个百分点，外需尚有3个月左右偏强的时间窗口，如何抓住夏天的尾巴？** 4月出口（美元计价）同比3.9%，较3月大幅下行10.8个百分点，与我们此前预期（5.3%）较为接近，主要拖累源于疫情上海导致的国内工业生产阻滞，而综合海外经济结构和其他主要出口经济体近期趋势研判，外需仍有三个月左右偏强的窗口期。5-7月出口能否重回外需正常拉动路径取决于上海等地疫情结束和供应链物流改善时点。4月进口（美元计价）同比0.0%，与3月基本持平。
- **外需仍处于较强格局之中，4月出口回落主要源自疫情对长三角一带工业生产的阻滞。** 美国等发达国家核心通胀维持高位、东盟韩国等周边国家出口维持高增，均指向外需4月尚处于偏热趋势，并非出口回落主因。从外需方面来看，我国出口直接或间接主要由发达经济体商品消费需求所带动。美国核心CPI同比2-3月上冲至6.4%左右的40年高位，并主要由耐用消费品涨价驱动，充分反映出发达经济体商品消费需求过热、工业生产恢复缓慢的滞胀特征。韩国、越南4月出口分别同比增长12.6%、25.2%，整体仍维持高增态势，也显示外需环境尚未转冷。4月上海静态管理，供应链物流遭遇阻滞，长三角一带处于全国龙头地位的汽车、机械装备制造、芯片电子产品制造等生产端受到显著冲击，加之上海港运转效率受到一定影响，基本抵消了深圳生产和出口迅速恢复的出口拉动幅度，综合估算4月疫情影响直接带来的供给侧暂时性阻滞导致的出口下滑幅度约为当月出口的-15%左右。从出口重点商品结构来看，手机、集成电路、自动数据处理设备、汽车零配件等下滑幅度较深，与工业生产冲击结构较为一致。而长三角生产并不非常集中的家电、家具、钢材、服装、农产品等出口剔除基数扰动4月下滑幅度较小或出现改善。对主要出口目的地增速普遍下行，惟对中国香港出口增速反弹，佐证深圳地区工业生产恢复带动区域性出口修复，凸显4月下行压力来源聚焦在上海等地疫情和工业生产恢复形势方面。
- **大宗上游工业品进口持续增加，加工贸易相关中间品进口与生产同步受挫。** 4月进口增速0.0%，与3月基本持平于偏冷区间，但结构分化明显。国内投资等需求直接拉动的大宗上游工业品进口持续走强，原油（+45pct至77.5%）、铁矿石（+4.5pct至-31.3%）等进口增速不同程度抬升。但与加工贸易直接相关的机电产品进口大幅回落，代表性的自动数据处理设备及其零部件进口增速单月下滑超15个百分点。
- **疫情冲击生产导致的出口偏冷幅度较深，不应掩盖外需仍处强劲区间的大环境，当务之急是尽快实现上海等地的动态清零和供应链物流的加速恢复，我们对6月之后工业生产的显著改善抱有期待，6-7月外需强劲拉动的尾部阶段仍可能见到出口同比大幅反弹至12-16%，预计全年出口、进口分别同比增长10%、6.8%，净出口拉动全年实际GDP增长仍预计达0.7个百分点。** 4月出口增速超10个百分点的回落并不是外需趋势走弱的体现，而是反映出上海等地疫情持续影响工业生产所导致的供给侧暂时性冲击内因影响的幅度较深。我们预计美国核心通胀二季度达到本轮顶部峰值，这意味着7月之前我国出口所面临的外需环境仍是较为强劲的。今年国内消费需求、地产投资对经济增长形成较为明显的拖累，稳增长需要尽力抓住外需拉动走强的尾部时段，我国工业产业链厚度和完整性已经被证明能够提供强大的疫情后恢复韧性，当务之急是尽快实现上海等地社会面清零，供应链物流才可能迅速恢复，带动汽车、机械装备、电子产业链产能迅速归位，为抓住夏天的尾巴赢得关键时点。我们预计5月出口同比在基数走弱背景下小幅被动回升至8.0%，6-7月可期待增长12-16%，8月后随外需趋势扭转而持续回落，小幅下调全年出口同比、进口同比增速预测至10%、6.8%，分别较上月下修1个百分点，维持全年净出口拉动经济增长0.9个百分点预测不变，对年内出口建议不必过于悲观，下半年稳增长的胜负手主要还是在国内经济供需循环方面。

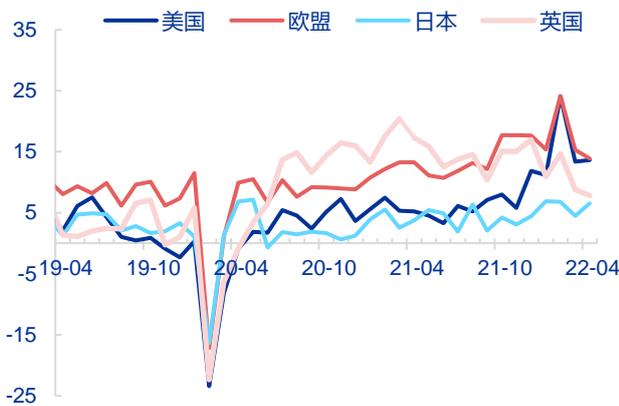


图 1: 进出口同比增速及预测



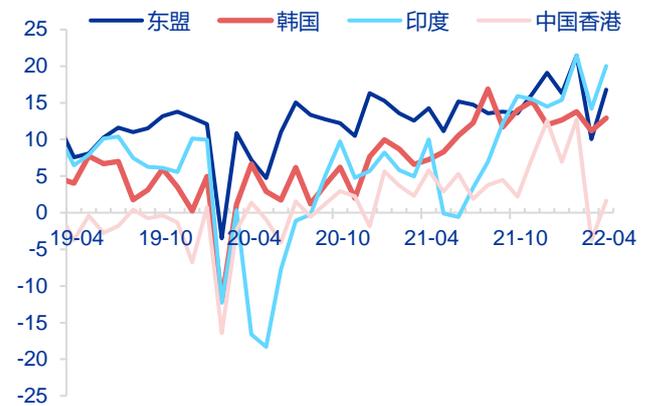
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 2: 对发达经济出口三年平均增速 (春节调整, %)



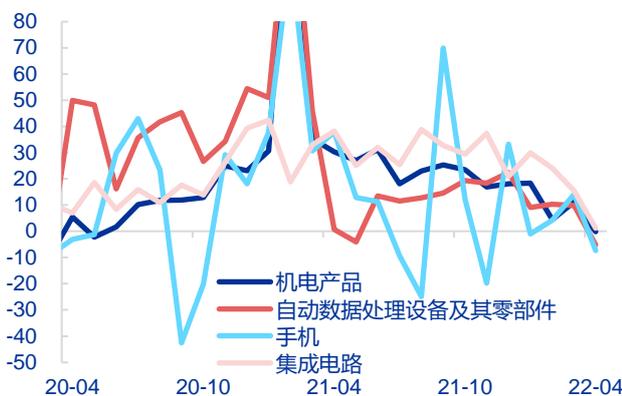
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 3: 对新兴经济出口三年平均增速 (春节调整, %)



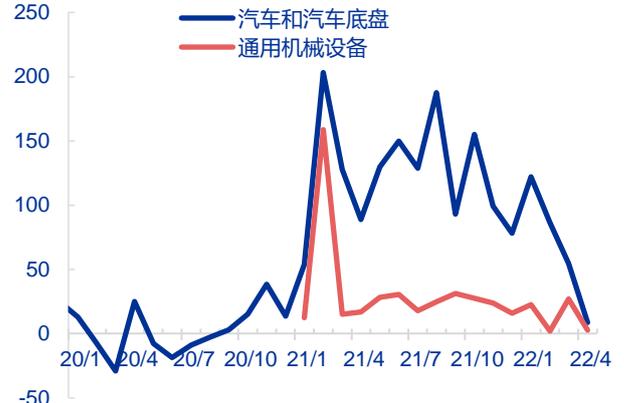
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 4: 手机、集成电路出口增速下行 (%)



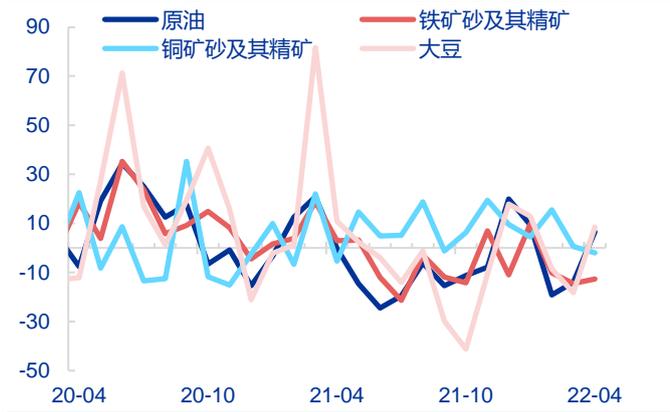
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 5: 汽车和通用机械出口同比大幅下行 (%)



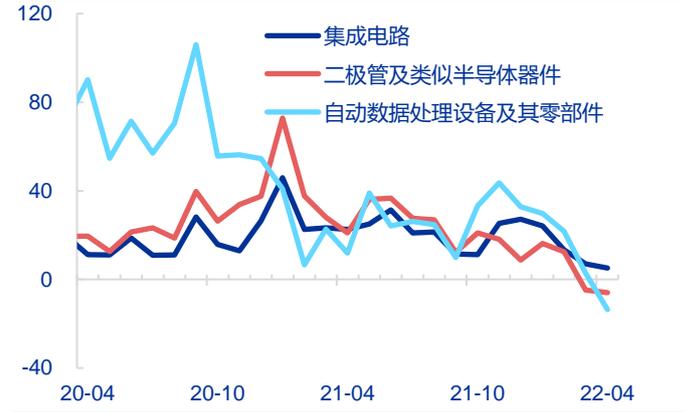
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 6: 进口大宗数量增速有所改善 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 7: 集成电路和半导体进口增速企稳 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。