

宏观点评 20230607

出口这根“最后的稻草”折了吗？

2023年06月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 5月-7.5%的出口增速给经济亮了“红灯”，但是让我们离政策的“绿灯”越来越远。2023年出口有着重要经济作用和政策含义。4月政治局会议明确指出当前经济最大的问题是“内生动力不足”，而今年经济的关键点就在于内生增长真正企稳回升前，出口能否体现出足够的韧性。因此，出口也会是今年影响政策态度的重要因素，如果出口出现超预期下滑，政策出手经济的可能性会大大上升。对于5月偏弱的出口，我们觉得主要可以从两个层面去寻找机会：一是总量上的政策信号；二是结构上的行业机会。

■ PMI <50 + 出口同比增速 < -5% ≈ 政策窗口期到来。如图1，从历史经验上看，一旦PMI连续跌破50，且出口同比增速降至-5%以下，政策往往会出手应对，货币政策和地产政策都可能出现松动。例如2022年第四季度，PMI和出口双双走弱，疫情政策优化、“金融支持地产16条”和央行降准接踵而来。

■ 高基数不是问题，逆季节性下跌可能更加值得注意。5月出口同比增速超预期大幅下滑，去年同期的高基数是重要因素——2022年5月全国稳定经济大盘会议后，各省市将保供给、稳外贸作为重要任务。不过，2022年第四季度出口同样面临高基数的挑战，但是这并未成为政策犹豫的理由。可能更重要的是出口的逆季节性走弱，如图2所示，一般而言，第二季度出口金额会逐步增长，但2023年4、5月单月出口金额却逐步下行，类似的情况在2022年第四季度出现过。

■ 总量之外，出口整体偏弱的背景更能检验哪些结构性的机会更加具有韧性，具体来看：

■ 国别方面，“一带一路”国家相较更稳定，俄罗斯和中东等地区的空间更大。尽管5月出口降温，但是如图3所示，这并未扭转我国出口中一带一路国家份额上升、美欧日份额下降的趋势。尤其值得关注的是整体出口同比增速录得-7.5%的情况之下，中国对俄的出口增速却取得了114.3%的好成绩。

“一带一路”基本盘也存在分化，相较而言俄罗斯和中东的弹性更大。我们从“一带一路”国家的角度（主要挑选东盟、俄罗斯和中东三个地区），引入“进口占比”和“进口增速”的维度：一方面，产品进口中“中国占比”相较“欧美日韩占比”偏低，可能一定程度上反映出未来上涨的潜力；另一方面，近年来产品进口增速的加快则意味着相对竞争力有所加强。

从这两个维度看，如果以进口中中国占比和欧美日韩占比之差为横轴，以对中国进口增速之差为纵轴，则处于第二象限（占比有差距而且在加速）的产品和行业是更有空间的。参考图5至7，从整体来看，俄罗斯和中东的相对空间比东盟更大（但是从绝对规模上看东盟还是最大的）；

■ 商品方面，汽车出口持续亮眼，但电子、半导体的拖累有些超预期。汽车出口金额较4月降温但仍翻倍增长，新能源车在西欧、东盟与俄罗斯市场的开拓前景持续乐观。但机电产品出口金额同比转负，集成电路、手机以及高新技术产品同比跌幅扩大；纺服、玩具等劳动密集型产品同样转负，外部环境恶化+外需萎缩对出口的冲击力有些超预期。

我们继续使用上述“占比-增速”的框架，从大类商品类别上看，除去农产品和成品油，基础有机化学品是三个地区（东盟、俄罗斯和中东）共有的进口“洼地”，其次是占我国出口权重最大的机电产品，不过截至2021年中东地区进口我国机电的整体增速偏慢，随着2023年我国和中东关系愈发密切，对该地区的机电出口有望加速；除此之外，参考东盟的情形，我国对俄罗斯和中东的陶瓷、塑料制品出口仍有不小的空间。

机电产品中，关注汽车及零部件，机械设备等。细分机电产品中，三个地区（即东盟、俄罗斯和中东）对中国进口占比较低的汽车、汽车零配

相关研究

《两大PMI各走各路，谁会先回头？》

2023-06-05

《5月非农：是美联储换挡的证据吗？》

2023-06-03

件、通用基础设施、机械基础件增速也有明显上升，此外值得注意的是我国造船业在全球的竞争力也不断上升（2022年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量均为世界第一）。凭借全球汽车新能源和智能化转型、新能源车渗透率提高的东风，汽车及其零部件的出口尤其值得期待，这一点在5月出口数据中已有体现。

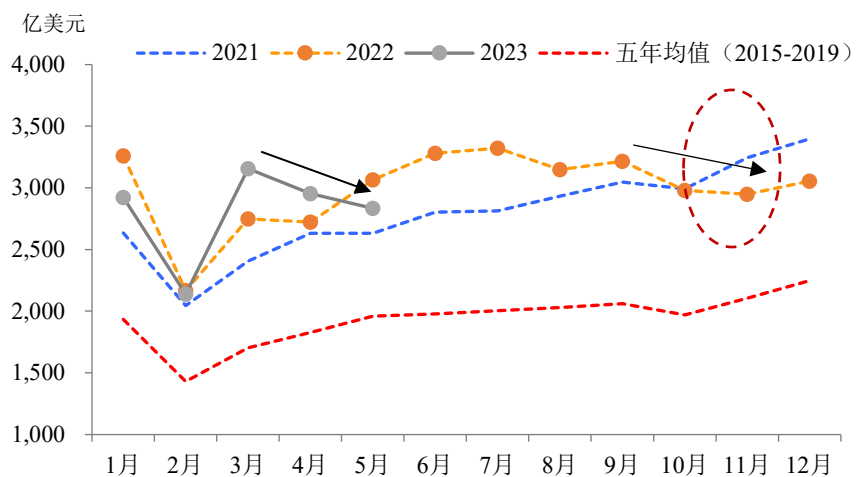
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

图1: PMI 和出口双双走弱下, 政策会如何变动?

连续第二个月制造业PMI 低于50的时点	PMI连续低于50 持续的时间	出口同比萎缩超过5%	货币政策操作	地产放松政策
2023年5月	2个月	2023年5月	?	?
2022年11月	3个月	2022年11月、12月	2022年11月降准	2022年11月-12月“央行十六条” & 房企融资“三只箭”
2022年8月	2个月	\	2022年8月降息(MLF&LPR)	2022年9月放宽商贷利率下限
2022年4月	3个月	2022年3月	2022年4月降准+5月降息(LPR)	2022年4月政治局、央行接连表态支持“因城施策”
2021年10月	2个月	\	2021年12月降准+降息 (MLF&LPR)	\
\	\	2020年3月	2020年4月降准+降息 (MLF&LPR)	2020年4月中小城市取消落户限制, 大城市放宽落户限制
2019年6月	6个月	\	前一月降准+三个月后降息 (MLF&LPR)	\
2019年1月	3个月	\	2019年1月降准	2019年1月放宽人才落户
\	\	2016年9月、10月、12月	\	\
2015年9月	7个月	2015年7-8月、10-11月	2015年8月降准+10月降息	2016年2月下调首付比
2015年2月	2个月	2015年3-4月	2015年2月降准+3月降息	2015年3月下调首付比
2012年9月	2个月	\	\	\
2008年11月	5个月	2009年3-10月	2008年11月降准+降息	2008年12月降低房产相关税收

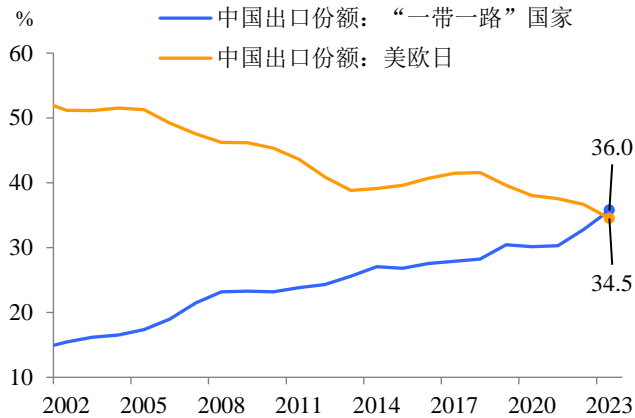
数据来源: 中国政府网, Wind, 东吴证券研究所

图2: 当月出口金额的季节性图表: 5月的出口萎缩是逆季节性的



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

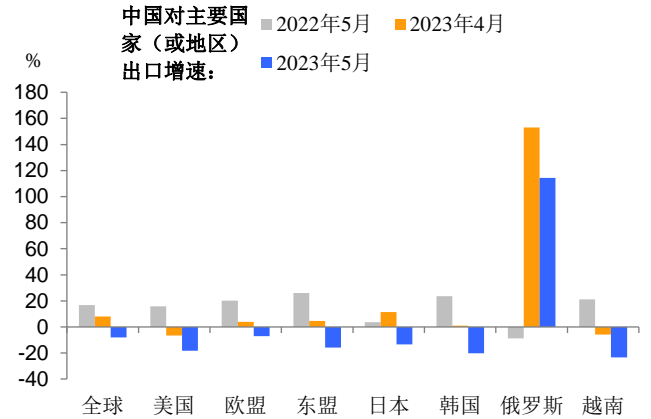
图3: “一带一路”国家的重要性日趋提升



注: 2023 年为 1-5 月数据

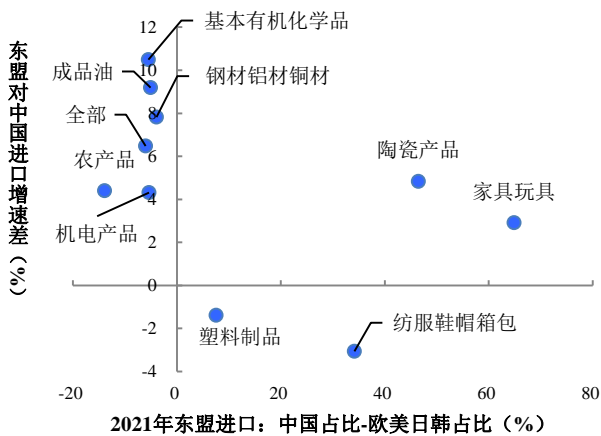
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 5月中国对主要国家和地区的出口表现



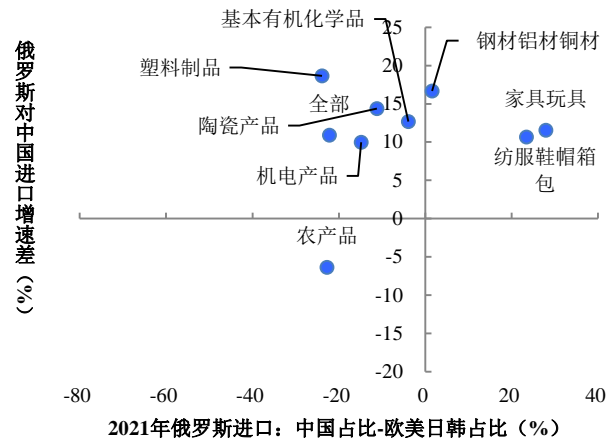
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 东盟进口中国商品的增速-占比划分



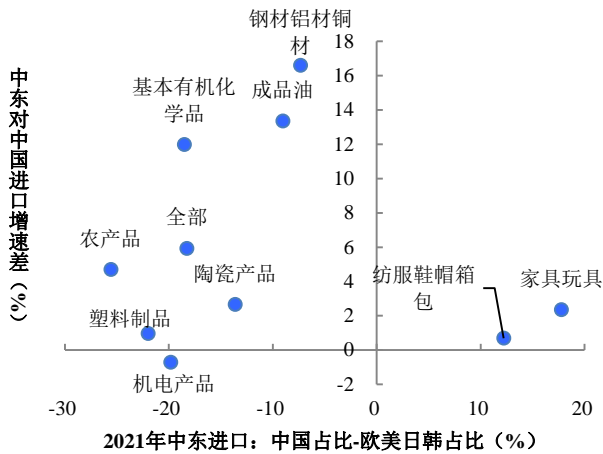
数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图6: 俄罗斯进口中国商品的增速-占比划分



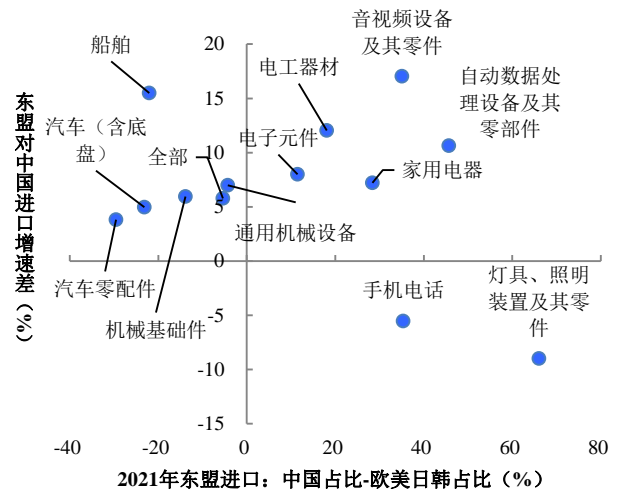
数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图7: 中东进口中国商品的增速-占比划分



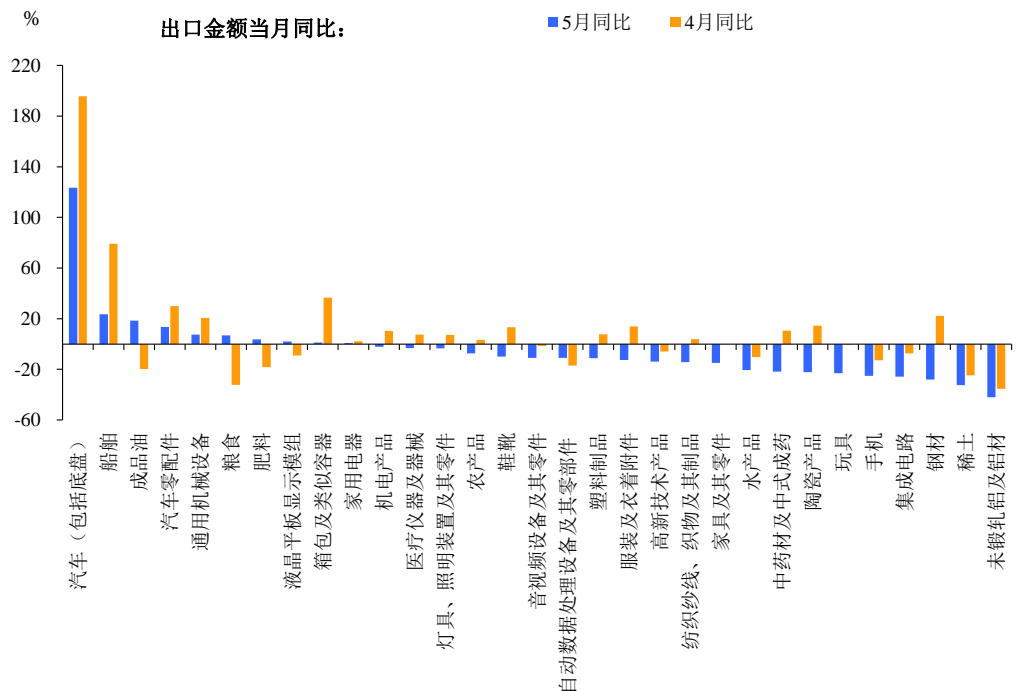
数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图8: 东盟进口中国机电产品的增速-占比划分



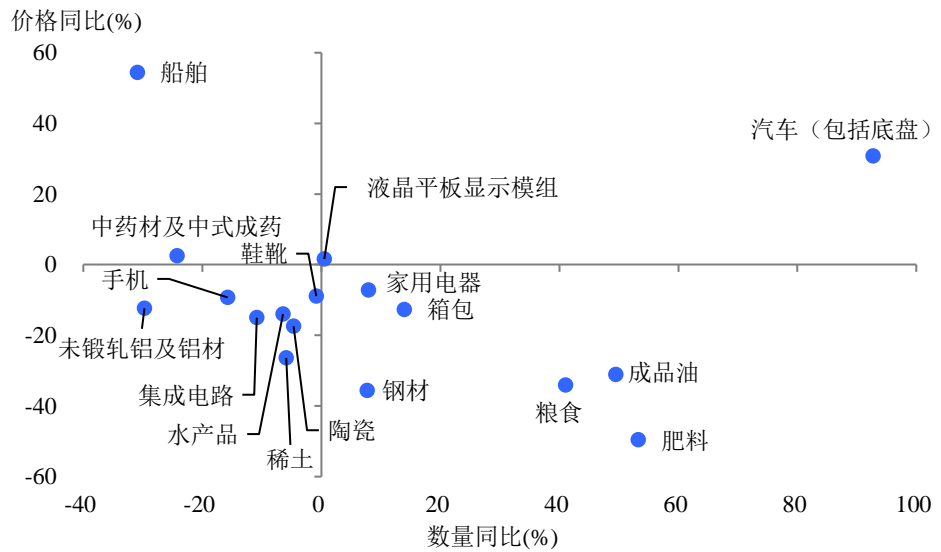
数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图9: 5月出口重点商品分项金额同比: 汽车“独木难支”



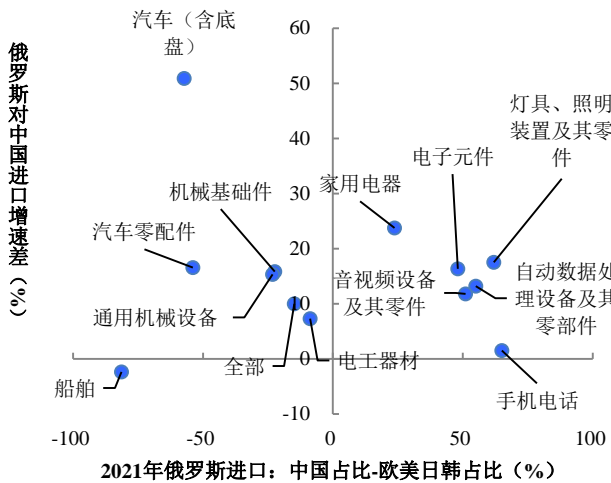
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 5月出口重点商品分项量价同比散点图



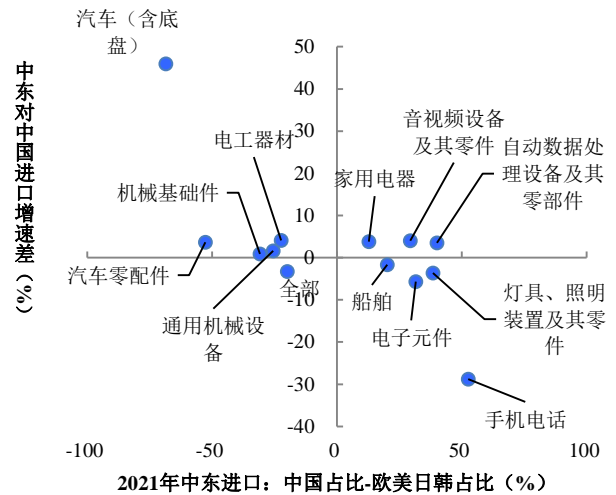
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 俄罗斯进口中国机电产品的增速-占比划分



数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为2018-2021年平均增速减去2013-2017年平均增速。

图12: 中东进口中国机电产品的增速-占比划分



数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为2018-2021年平均增速减去2013-2017年平均增速。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

