

# 理性看待出口的低于预期

## ——5月中国贸易数据点评

### 投资要点:

#### ▶ 出口增速转负，进口降幅收窄

5月我国进出口总值5011.9亿美元，同比下降6.2%。其中，出口2835亿美元，同比下降7.5%（前值8.5%），低于市场预期的0.1%；进口2176.9亿美元，同比下降4.5%（前值-7.9%）好于市场预期的-7.5%。

我们认为5月出口低于预期主要有两个原因：一是去年基数较高，去年5月受解封影响我国出口增速大幅上升至16.4%，考虑基数效应后的两年平均复合增速为3.76%（前值5.98%）；二是，前期积累订单逐步完成释放，出口增速自然会有所回落。

应理性看待出口数据与市场预期的偏离。今年以来，我国出口结构发生了较大变化，传统的预测框架有失灵迹象，如何建立新的框架是目前市场面临的难点，所以也无需因偏离预期幅度较大而过于悲观。

#### ▶ 出口：一带一路延续高增，汽车表现依旧亮眼

从主要出口国家和地区来看，我国对“一带一路”沿线国家出口保持较快增长，尤其对俄罗斯和非洲出口增长强劲。1) 5月对俄罗斯和非洲出口继续保持较高增速，分别同比增长114.3%、12.9%，拉动总出口增长1.61、0.59个百分点。2) 5月对东盟以及美国出口增速出现了一定的下滑，同比增速分别是-15.9%（前值4.5%）、-18.2%（前值-6.5%），东盟出口增速的下滑应该与去年的高基数（去年25.9%）以及其主要经济体经济疲软有关；美国同比增速的下滑则是基数原因（去年16.3%）以及其他因素影响。

从主要出口商品来看，汽车表现依旧亮眼。5月汽车出口仍然是最大亮点，出口同比增速123.5%，拉动出口1.63个百分点。不过集成电路、手机出口同比增速降幅有所扩大，同比分别为-25.8%和-25.0%，或与全球半导体需求偏弱有关，韩国5月半导体出口同比增速为-35.5%，表现也较弱。

#### ▶ 进口：东盟、欧盟降幅收窄，原材料进口有所增加

(1) 从主要进口国家和地区来看，相较前值，5月从主要进口国家进口同比降幅均出现收窄。其中，从东盟、欧盟进口同比增速分别为-4.25%与-1.74%，较上月分别收窄2和0.85个百分点，另外对俄罗斯、南非等国进口依然保持较高增速，5月同比分别达到10.1%和24.4%。

(2) 从主要进口商品来看，原材料进口有所增加。5月铜矿砂、煤及褐煤等原材料的进口有所增加。其中，铜矿砂进口同比增速升至4.9%，前值为-1.1%；煤及褐煤增速依旧维持高位，增加至35.7%。

#### ▶ 后续出口或仍有颠簸，但全年谨慎乐观

6、7两月的去年同期增速依然较高，分别为17.02%和18.13%，受高基数影响，这两月出口同比增速仍有负增可能，不过8月之后高基数效应消退，叠加我们对美谈判的推进，3-4季度出口环境或好于上半年，所以对于全年出口我们依然维持原有判断，实现0-3%的正增长概率较高。

### 风险提示

国际关系出现超预期变化将对贸易带来较难预测的扰动。

### 评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

## 正文目录

1. 出口增速转负，进口降幅收窄 .....	3
2. 出口：一带一路延续高增，汽车表现依旧亮眼 .....	3
3. 进口：东盟、欧盟降幅收窄，原材料进口有所增加 .....	5
4. 后续出口或仍有颠簸，但全年谨慎乐观 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 5月出口同比增速由正转负 (%) .....	3
图 2 5月进口同比增速降幅收窄 (%) .....	3
图 3 5月对主要国家出口增速 .....	4
图 4 5月主要商品出口增速 .....	5
图 5 5月对主要国家进口增速 .....	6
图 6 5月主要商品进口增速 .....	7

## 1. 出口增速转负，进口降幅收窄

2023年6月7日，海关总署公布数据显示，以美元计，5月我国进出口总值5011.9亿美元，同比下降6.2%。其中，出口2835亿美元，同比下降7.5%（前值8.5%），低于市场预期的0.1%；进口2176.9亿美元，同比下降4.5%（前值-7.9%）好于市场预期的-7.5%。

我们认为5月出口低于预期主要有两个原因：一是去年基数较高，去年5月受解封影响我国出口增速大幅上升至16.4%，考虑基数效应后的两年平均复合增速为3.76%（前值5.98%）；二是，前期积累订单逐步完成释放，出口增速自然会有所回落。

应理性看待出口数据与市场预期偏离。今年以来，我国出口结构发生了较大变化，传统的预测框架有失灵迹象，如何建立新的框架是目前市场面临的难点，所以也无需因偏离预期幅度较大而过于悲观。

图1 5月出口同比增速由正转负（%）



资料来源：WIND、华西证券研究所

图2 5月进口同比增速降幅收窄（%）



资料来源：WIND、华西证券研究所

## 2. 出口：一带一路延续高增，汽车表现依旧亮眼

(1) 从主要出口国家和地区来看，我国对“一带一路”沿线国家出口保持较快增长，尤其对俄罗斯和非洲出口增长强劲。海关统计显示，今年前5个月，我国对“一带一路”沿线国家出口保持较快增长，出口3.44万亿元，同比增长21.6%。其中，5月对俄罗斯和非洲出口继续保持较高增速，分别同比增长114.3%、12.9%，拉动总出口增长1.61、0.59个百分点。

5月对东盟出口增速出现了明显回落，同比增速由4月的4.49%回落至-15.92%，可从两个方面进行解释：其一，去年基础相对较高，去年5月同比增速为25.9%；其二，东盟主要经济体有所放缓，进口需求有所减少。以越南为例，5月越南制造业PMI录得45.3%，较上月回落0.6个百分点。

此外，我国对美出口增速也出现一定幅度的下降，5月对美国出口增速-18.24%，较前值回落近11个百分点，我们认为对美出口的大幅下滑则是基数原因（去年16.3%）以及其他因素影响。

(2) 从主要出口商品来看，汽车表现依旧亮眼。汽车出口仍然是最大亮点，出口同比增速 123.5%，拉动出口 1.63 个百分点。不过集成电路、手机出口同比增速降幅有所扩大，同比分别为-25.8%和-25.0%，或与全球半导体需求偏弱有关，韩国 5 月半导体出口同比增速为-35.5%，表现也较弱。另外钢材、服装等商品同比增速也出现了一定幅度的同比负增。

图 3 5 月对主要国家/地区出口增速

对主要国家/地区出口增速

单位 (%)	2023-05	2023-04	2023-03	2023-05	2023-04	2023-03
美国	-18.2	-6.5	-7.7	-3.1	-1.1	-1.3
东盟	-15.9	4.5	35.4	-2.6	0.7	5.4
其中：越南	-23.3	-6.0	38.2	-1.1	0.3	1.5
泰国	-12.0	11.9	26.1	-0.3	0.3	0.6
马来西亚	-14.5	14.3	33.0	-0.4	0.4	0.9
印尼	-9.7	-5.0	25.8	-0.2	-0.1	0.5
菲律宾	-27.2	-7.4	31.4	-0.5	-0.2	0.5
新加坡	-2.9	34.1	67.6	-0.1	0.6	1.2
欧盟	-7.0	3.9	3.4	-1.1	0.6	0.5
其中：德国	-8.3	2.5	-1.4	-0.3	0.1	0.0
法国	-12.0	6.5	-3.2	-0.2	0.1	0.0
荷兰	-6.2	-5.6	-5.6	-0.2	-0.2	-0.2
意大利	-10.2	-11.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0
英国	3.7	10.8	7.3	0.1	0.2	0.2
加拿大	-18.1	-14.5	-9.1	-0.3	-0.2	-0.1
日本	-13.3	11.5	-4.8	-0.6	0.5	-0.3
澳大利亚	-5.8	10.2	23.7	-0.1	0.2	0.5
新西兰	-19.4	7.1	-14.3	0.0	0.0	0.0
印度	-4.1	6.1	15.3	-0.1	0.2	0.5
韩国	-20.3	0.9	11.3	-1.0	0.0	0.5
俄罗斯	114.3	153.1	136.4	1.6	2.1	1.9
非洲	12.9	49.9	46.5	0.6	2.1	1.9
其中：南非	5.7	45.8	11.5	0.0	0.3	0.1
拉丁美洲	-1.1	10.5	18.8	-0.1	0.7	1.2
其中：巴西	-15.3	10.6	16.0	-0.3	0.2	0.3
中国香港	-14.9	-3.0	20.0	-1.2	-0.3	1.6
中国台湾	-33.6	-14.4	-27.6	-0.9	-0.4	-0.8

资料来源：WIND，华西证券研究所

图4 5月主要商品出口增速

单位 (%)	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
	同比增速				拉动点数			
自动数据处理设备及其零部件	-10.9	-17.0	-26.0	-28.4	-0.6	-1.1	-2.1	-2.3
集成电路	-25.8	-7.3	-3.0	-10.6	-1.1	-0.3	-0.1	-0.5
手机	-25.0	-12.7	-31.9	-11.6	-0.9	-0.5	-1.4	-0.5
液晶平板显示模组	2.1	-9.1	-9.8	-15.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
家用电器	0.7	2.2	11.9	-16.4	0.0	0.1	0.3	-0.5
汽车包括底盘	123.5	195.7	123.8	68.7	1.6	2.0	1.5	1.3
汽车零部件	13.4	30.0	25.3	7.8	0.3	0.7	0.6	0.2
船舶	23.5	79.2	82.3	-13.1	0.1	0.4	0.4	-0.1
通用机械设备	7.5	20.5	13.1	-2.6	0.1	0.3	0.2	0.0
音视频设备及其零件	-10.9	-1.5	22.0	-4.5	-0.1	0.0	0.2	0.0
医疗仪器及器械	-3.2	7.4	12.8	-4.9	0.0	0.0	0.1	0.0
钢材	-28.0	22.2	51.8	37.1	-1.0	0.6	1.3	0.9
未锻轧铝及铝材	-42.1	-35.4	-26.6	-18.0	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1
成品油	18.4	-19.8	27.7	116.6	0.2	-0.3	0.3	1.2
稀土	-32.3	-24.7	-23.3	-6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
服装及衣着附件	-12.5	14.0	31.9	-21.8	-0.6	0.6	1.2	-1.0
鞋靴	-9.8	13.3	32.3	-26.7	-0.2	0.2	0.4	-0.4
纺织纱线、织物及制品	-14.3	3.9	9.1	-14.6	-0.7	0.2	0.4	-0.5
箱包及类似容器	1.2	36.8	90.1	-8.7	0.0	0.4	0.6	-0.1
玩具	-23.0	-0.5	30.9	-14.9	-0.3	0.0	0.3	-0.1
塑料制品	-11.1	7.6	26.6	-7.1	-0.3	0.2	0.8	-0.2
家具及其零件	-14.8	0.0	13.7	-25.2	-0.3	0.0	0.3	-0.5
灯具照明装置及其零件	-3.4	7.2	38.0	-34.9	0.0	0.1	0.4	-0.4
陶瓷产品	-22.1	14.5	43.0	-17.1	-0.2	0.1	0.3	-0.1
肥料	3.7	-18.2	1.6	36.4	0.0	-0.1	0.0	0.1
机电产品*	-2.1	10.4	12.3	-3.2	-1.2	5.9	7.2	-1.9
高新技术产品*	-13.9	-5.9	-10.4	-13.8	-3.5	-1.6	-3.1	-4.3
农产品*	-7.4	3.2	17.4	29.9	-0.2	0.1	0.5	0.7
劳动密集型产品*	-12.7	8.6	25.0	-17.4	-2.4	1.5	4.0	-2.8

资料来源：WIND，华西证券研究所

### 3. 进口：东盟、欧盟降幅收窄，原材料进口有所增加

(1) 从主要进口国家和地区来看，相较前值，5月从主要进口国家进口同比降幅均出现收窄。其中，从东盟、欧盟进口同比增速分别为-4.25%与-1.74%，较上月分别收窄2、0.85个百分点，从具体国家来看，越南、法国、荷兰、意大利进口增速均出现明显回升。例外对俄罗斯、南非等国进口依然保持较高增速，5月同比分别达到10.1%和24.4%。

(2) 从主要进口商品来看，原材料进口有所增加。5月铜矿砂、煤及褐煤等原材料的进口有所增加。其中，铜矿砂进口同比增速升至4.9%，前值为-1.1%；煤及褐煤增速依旧维持高位，增加至35.7%。另外粮食、成品油以及飞机等产品依旧保持了较高的增速。

图 5 5 月对主要国家/地区进口增速

向主要国家/地区进口增速

单位 (%)	2023-05	2023-04	2023-03	2023-05	2023-04	2023-03
美国	-9.9	-3.1	5.6	-0.7	-0.2	0.4
东盟	-4.2	-6.3	-2.2	-0.6	-0.9	-0.3
其中：越南	11.2	-11.4	-8.6	0.3	-0.3	-0.3
泰国	-11.2	8.2	-8.6	-0.3	0.2	-0.2
马来西亚	-3.5	-12.2	-1.9	-0.1	-0.5	-0.1
印尼	-11.0	-3.3	23.9	-0.3	-0.1	0.6
菲律宾	-21.4	-20.4	-19.4	-0.2	-0.2	-0.2
新加坡	3.0	2.2	-27.4	0.0	0.0	-0.4
欧盟	-0.9	-0.1	3.4	-0.1	0.0	0.4
其中：德国	-3.8	-5.9	-2.1	-0.2	-0.2	-0.1
法国	25.0	18.4	15.0	0.3	0.2	0.2
荷兰	14.0	-6.0	13.0	0.1	0.0	0.1
意大利	15.0	9.6	0.8	0.1	0.1	0.0
英国	-13.3	-31.4	-14.1	-0.1	-0.3	-0.1
加拿大	55.9	36.2	71.8	0.6	0.4	0.7
日本	-13.7	-15.8	-12.3	-0.9	-1.1	-0.9
澳大利亚	5.4	22.3	22.7	0.3	1.1	1.1
新西兰	-16.2	2.7	0.7	-0.1	0.0	0.0
印度	3.2	33.2	12.1	0.0	0.2	0.1
韩国	-22.8	-26.0	-27.0	-1.7	-1.9	-2.2
俄罗斯	10.1	8.1	40.5	0.5	0.3	1.4
非洲	-8.8	-17.2	-8.9	-0.4	-0.8	-0.4
其中：南非	24.4	12.5	38.8	0.2	0.1	0.4
拉丁美洲	6.8	-12.9	1.8	0.6	-1.1	0.1
其中：巴西	12.8	-26.0	9.8	0.6	-1.2	0.3
中国香港	228.1	360.2	95.0	0.4	0.7	0.3
中国台湾	-23.1	-26.7	-23.9	-2.0	-2.5	-2.3

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 5 月主要商品进口增速

主要商品进口增速						
单位 (%)	2023-05	2023-04	2023-03	2023-05	2023-04	2023-03
	同比增速			拉动点数		
汽车零配件	-18.1	-26.7	-20.7	-0.2	-0.3	-0.2
汽车和汽车底盘	-27.6	-40.9	-14.9	-0.6	-1.1	-0.3
机床	24.1	-13.0	-7.8	0.1	0.0	0.0
空载重量超过2吨的飞机	215.9	240.3	152.8	0.3	0.5	0.3
医疗仪器及器械	-3.3	6.2	2.9	0.0	0.0	0.0
集成电路	-18.8	-22.2	-20.0	-2.7	-3.5	-3.3
二极管及类似半导体器件	-21.0	-16.6	-6.6	-0.2	-0.2	-0.1
自动数据处理设备及其零部件	-18.7	-12.0	-24.7	-0.4	-0.2	-0.6
原油	-14.0	-28.5	0.7	-2.2	-4.4	0.1
成品油	48.3	98.1	47.8	0.4	0.6	0.3
煤及褐煤	35.7	34.8	127.6	0.5	0.6	1.3
铁矿砂及其精矿	-12.5	-5.8	9.0	-0.7	-0.3	0.4
铜矿砂及其精矿	4.9	-1.1	-16.1	0.1	0.0	-0.4
钢材	-18.2	-31.2	-26.5	-0.1	-0.2	-0.2
未锻造的铜及铜材	-17.3	-24.6	-29.4	-0.4	-0.5	-0.7
初级形状的塑料	-23.8	-26.7	-27.6	-0.5	-0.6	-0.7
粮食	6.4	-11.5	8.4	0.2	-0.4	0.2
肉类包括杂碎	-13.1	-8.0	-0.8	-0.1	-0.1	0.0
鲜、干水果及坚果	-1.9	67.0	-0.3	0.0	0.4	0.0
大豆	14.5	-12.9	14.1	0.4	-0.3	0.2
食用植物油	37.7	128.5	112.1	0.1	0.3	0.2
天然及合成橡胶(包括胶乳)	2.6	0.6	-13.8	0.0	0.0	-0.1
原木及锯材	-12.2	-10.3	-6.3	-0.1	-0.1	0.0
纸浆	24.4	23.4	46.3	0.2	0.2	0.3
纺织纱线、织物及制品	-16.5	-16.0	-12.7	-0.1	-0.1	-0.1
医药材及药品	4.6	61.4	45.8	0.1	0.8	0.7
机电产品*	-14.3	-16.3	-15.9	-5.3	-6.4	-6.5
高新技术产品*	-14.3	-12.7	-13.8	-3.9	-3.5	-4.1
农产品*	2.6	5.7	16.3	0.3	0.5	1.2

资料来源：WIND，华西证券研究所

#### 4. 后续出口或仍有颠簸，但全年谨慎乐观

6、7 两月的去年同期增速依然较高，分别为 17.02%和 18.13%，受高基数影响，这两月出口同比增速仍有负增可能，不过 8 月之后高基数效应消退，叠加我们对美谈判的推进，3-4 季度出口环境或好于上半年，所以对于全年出口我们依然维持原有判断，实现 0-3%的正增长概率较高。

#### 5. 风险提示

国际关系出现超预期变化将对贸易带来较难预测的扰动。

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。