

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口回落的最大推手不是欧美

2023年6月8日

- **出口增速回落的最大推手不是欧美。**5月出口增速快速回落,看似是欧美弱外需拖累出口的有力印证,但我们认为5月出口回落的最大推手并非欧美。分区域来看,各个重点出口国家的同比增速均有所回落,或有基数走高的原因。但需要注意的是,5月出口增速走弱的主要拖累并不是欧美市场,出口回落主要源于非欧美、非东盟的其他海外市场拖累。在出口回落16个百分点中,三大出口地拖累6.5个百分点,而其他海外市场拖累9.4个百分点。其他海外市场中,对日、韩和非洲市场出口下滑加大了5月的出口波动。出口结构上看,5月机电产品和劳动密集型产品出口都对整体出口有拖累,汽车及相关零部件继续高增,但集成电路和手机拖累机电产品的出口,而劳动密集型产品出口普遍表现较差。
- **进口弱增速反映的是国内结构性复苏。**5月进口金额同比增速仍维持在负增长区间,这是今年以来连续第3个月进口增速处于负区间。我们认为年初以来进口的弱表现和这轮弱复苏的特征相对应,是本轮弱复苏多个周期共振下的表现。国内房地产周期长期向下,当前房地产市场的下行压力未解除,导致铁矿石等进口的增速表现较弱。而且当前国内经济向上修复的动力主要源自服务业增长带来的结构性修复,也就是说当前国内经济的恢复主要是服务业,工业复苏弱于服务业的复苏。我们认为,服务业复苏对国内进口的带动作用小于工业,因此进口表现延续弱势。当前国内处于去库阶段,企业对原材料的采购减弱,进口表现延续弱势。5月进口PMI指数仍在收缩区间,再加上主要原材料的购进价格比4月下降。总体来看,5月进口金额缺乏支撑,仍处在负增长区间。
- **出口的Q3增速可能暂时下移。**一直以来,市场对出口的担忧一直聚焦于欧、美市场回落上,但实际上三大国别以外的海外市场对出口的重要性正在提升,出口的结构已经发生变化。在出口结构发生变化的情况下,仅将视线聚焦于欧美市场,或会忽略其他海外市场的影响,需要给予非欧美、非东盟市场更多关注。首先,市场一直担心欧美需求回落,但我们认为今年美国经济衰退的概率可能不大。其次,我们和周边国家的合作一直在推进。在去年5-8月,对三大国别和其他海外市场的出口额都明显上升,三季度出口增速仍有负增速风险,但我们认为后续我国与周围贸易伙伴合作仍在进一步深化,或将抵减部分发达经济体需求放缓的负面影响。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,全球经济景气度不及预期等。

目录

一、出口增速回落的最大推手不是欧美	3
二、进口弱增速反映的是国内结构性复苏	5
三、出口的 Q3 增速可能暂时下移	7
风险因素	8

表目录

表 1: 5 月出口重点商品金额同比增速对比	5
表 2: 5 月进口重点商品金额同比增速对比	7

图目录

图 1: 5 月出口同比增速为-7.5%	3
图 2: 5 月出口的拖累更多来自于非欧美、非东盟市场	4
图 3: 5 月进口同比增速为-4.5%	6

一、出口增速回落的最大推手不是欧美

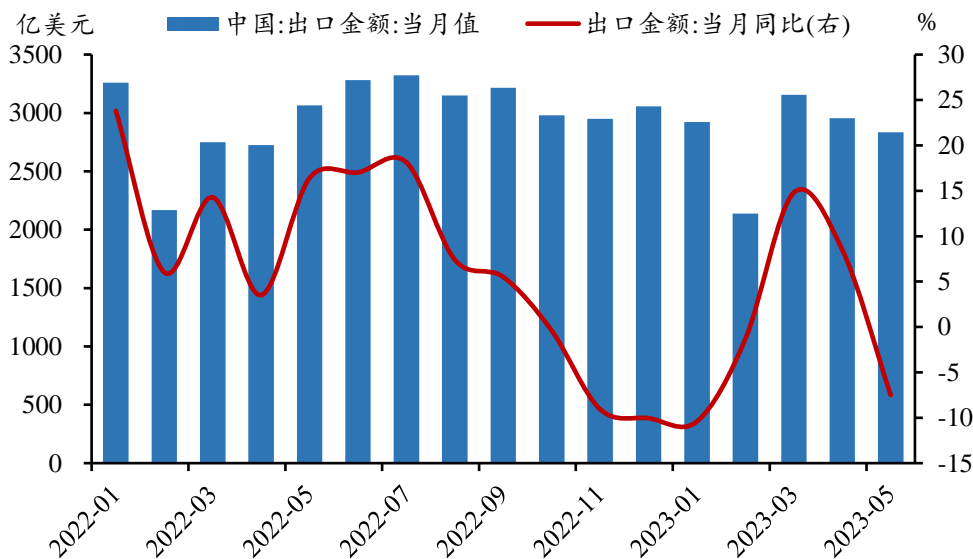
5月出口同比增速（美元计价）为-7.5%，前值为8.5%，下滑16个百分点。

市场认为出口弱的逻辑或是海外主要经济体走弱，尤其是欧美衰退风险影响下我国的出口增速将承压。换句话说，是欧美需求回落主导了我国较差的出口增速。此次出口下滑是否为欧美弱外需拖累出口的印证？5月出口增速快速回落，看似是欧美弱外需拖累出口的有力印证，但我们认为5月出口增速回落的最大推手并非欧美。

1) 5月总出口的大幅回落最主要的不是欧美，亦非东盟。5月出口同比增速为-7.5%，前值为8.5%，回落了16个百分点。5月出口增速回落有基数走高的原因，但基数原因仅是部分，而非全貌。分区域来看，各个重点出口国家的同比增速均有所回落。但我们的观点与市场逻辑不同的是，5月的出口增速走弱的主要拖累并不是欧美市场，因为欧美市场对中国总出口增速仅拖累3.5个百分点，约为出口增速回落幅度的五分之一（见图2）。

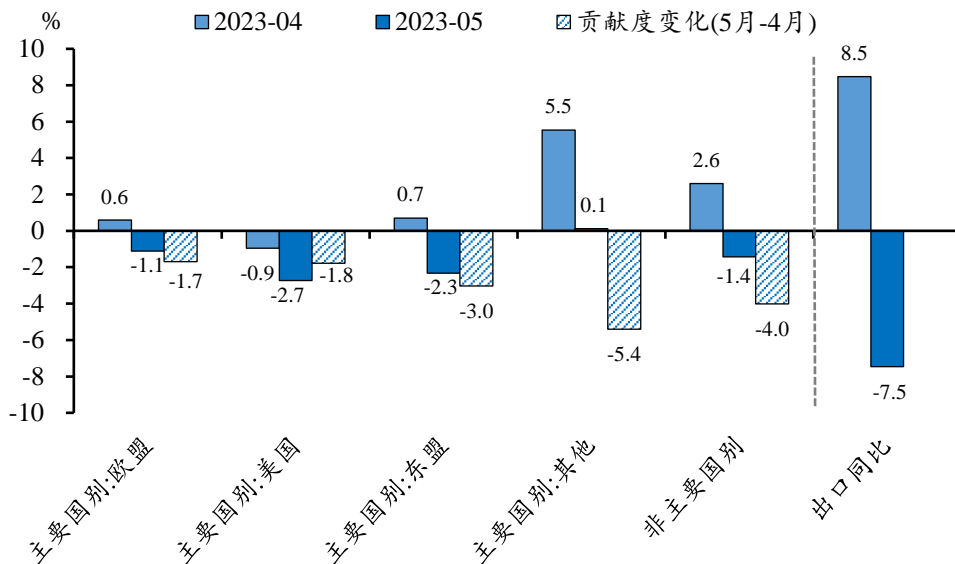
2) 出口回落主要源于非欧美、非东盟的其他海外市场拖累。单看东盟市场，出口至东盟市场的增速回落对我国总出口的拖累也只有3个百分点（见图2）。5月出口增速回落更多源于非欧美、非东盟以外的其他海外市场。三大国别之外的其他海外市场对5月的出口增速拖累了9.4个百分点，接近于5月出口增速回落幅度的六成。

图 1：5月出口同比增速为-7.5%



资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

欧美东盟以外的其他海外市场中，日、韩和非洲市场加大了5月的出口波动。中国对日本和韩国的出口增速回落较多也拖累我国出口增速；其他海外市场中，根据海关已公布数据，拉丁美洲和非洲增速也有下降，其中，拉丁美洲的同比增速回落主要是基数影响，而中国对非洲市场的出口额则下滑，再加上2022年同期出口基数的影响，所以中国对整体非洲市场的出口增速回落较多。

图 2：5 月出口的拖累更多来自于非欧美、非东盟市场


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: ① “主要国别:其他”项中含俄罗斯; ②图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

出口结构上看, 5月机电产品和劳动密集型产品出口都对整体出口有拖累, 其中机电产品拖累整体出口同比增速 7.6 个百分点, 劳动密集型产品出口拖累整体出口同比增速 4.0 个百分点。

1) 汽车及相关零部件继续高增, 但集成电路和手机拖累机电产品的出口。5月机电产品由4月同比增速 11% 下滑至 -2.11%。其中, 5月汽车出口同比增速为 123.47%, 比4月出口增速略有下滑, 但仍处于较高增速水平, 汽车零配件同比增速为 13.42%, 所以汽车(含底盘)以及汽车零配件对整体机电出口起着支撑作用。但集成电路和手机同比增速下滑较多, 其5月增速分别为 -25.81% 和 -25.02%, 拖累机电产品的出口。

2) 劳动密集型产品的出口普遍表现较差。七大劳动密集型产品的5月出口同比增速均有回落, 其中, 除箱包及类似容器这一商品分项维持微弱正增长外, 玩具、鞋靴、服装等商品同比增速均回落至负区间, 整个劳动密集型产品的出口表现普遍转差。

表 1：5 月出口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-5)	上月同比 (2023-4)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-2.11	11.00	-13.11	57.92
高新技术产品	-13.92	-5.80	-8.12	23.12
服装及衣着附件	-12.51	14.30	-26.81	4.69
纺织纱线织物及其制品	-14.30	4.10	-18.40	4.24
鞋靴	-9.84	14.10	-23.94	1.62
家具及其零件	-14.81	0.60	-15.41	1.90
塑料制品	-11.08	8.60	-19.68	3.02
玩具	-22.99	1.40	-24.39	1.13
箱包及类似容器	1.18	38.60	-37.42	1.18
钢材	-27.97	22.90	-50.87	2.72
农产品	-7.38	3.40	-10.78	2.87
成品油	18.40	-22.60	41.00	1.27
未锻轧铝及铝材	-42.12	-35.40	-6.72	0.58
陶瓷产品	-22.11	16.30	-38.41	0.78
肥料	3.65	-18.20	21.85	0.30
稀土	-32.34	-23.70	-8.64	0.03
中药材及中式成药	-21.83	10.59	-32.42	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

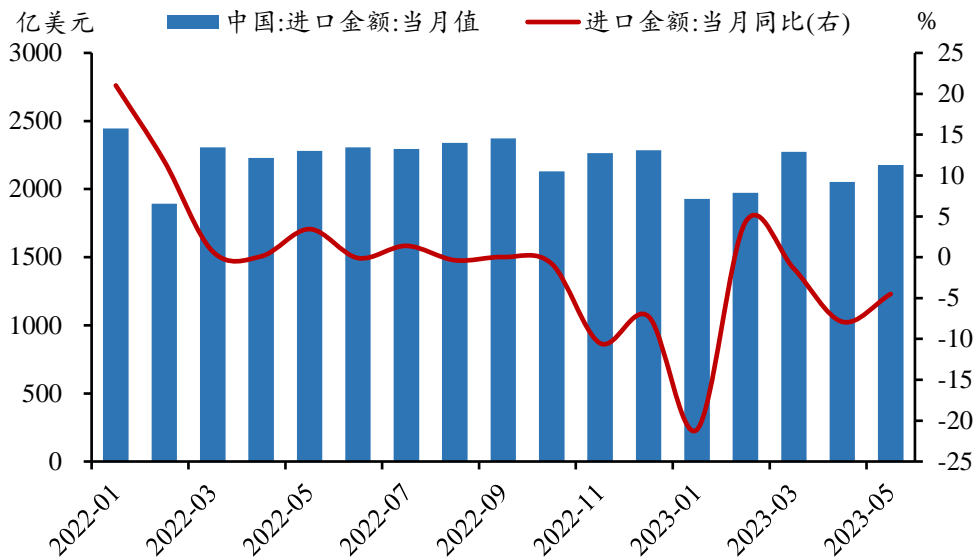
注: 蓝色为正, 红色为负

二、进口弱增速反映的是国内结构性复苏

5 月进口金额（美元计价）同比增速为-4.5%，仍维持在负增长区间，这是今年以来连续第 3 个月进口增速处于负区间。我们认为年初以来进口的弱表现和这轮弱复苏的特征相对应，是本轮弱复苏多个周期共振下的表现。

当前进口弱势表现与国内经济弱复苏的特征相对应，是多周期共振下的表现。国内房地产周期长期向下，当前房地产市场的下行压力未解除，导致铁矿石等进口的增速表现较弱。而且当前国内经济向上修复的动力主要源自服务业增长带来的结构性修复，也就是说当前国内经济的恢复主要是服务业，工业复苏弱于服务业的复苏。我们认为，服务业复苏对国内进口的带动作用小于工业，因此进口表现延续弱势。

当前国内处于去库阶段，企业对原材料的采购减弱，进口表现延续弱势。5 月进口 PMI 指数仍在收缩区间，显示 5 月企业对主要原材料的进口数量比上月减少，再加上主要原材料的购进价格比 4 月下降。总体来看，5 月进口金额缺乏支撑，仍处在负增长区间。

图 3：5 月进口同比增速为-4.5%


资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

进口商品结构上，进口降幅的边际改善主要源自原油和机电产品。5月进口增速边际改善了3.4个百分点，而原油和机电产品对5月进口同比增速的边际改善分别贡献了2.17和0.56个百分点。具体来看，5月原油进口同比增速-13.98%，尽管仍处于负增长区间，但与4月相比，降幅出现明显收窄；5月机电产品进口同比增速-14.31%，与4月相比，同比降幅也收窄了1.69个百分点。

国内弱复苏格局下，多数进口商品延续4月同比增速的回落趋势，而煤及褐煤的进口同比增速略有上升。成品油和肥料进口同比涨幅回落。5月成品油进口同比增速48.29%，4月同比增速96.7%，相比4月降低了48.41个百分点；肥料5月进口同比18.22%，相比4月同比增速37.2%下降了18.98个百分点。高新技术产品、原油、原材料类产品（如原木、铁矿砂、铜矿砂、钢材）、纺织类产品以及化妆品和塑料产品均延续4月的同比增速下降趋势，拖累5月整体进口表现。但是，5月煤及褐煤和纸浆进口同比增速分别为35.67%和24.42%，均高于4月。

表 2：5 月进口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-5)	上月同比 (2023-4)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-14.31	-16.00	1.69	33.11
高新技术产品	-14.35	-12.40	-1.95	24.15
原油	-13.98	-29.60	15.62	13.92
成品油	48.29	96.70	-48.41	1.21
天然气	3.66	12.40	-8.74	2.50
煤及褐煤	35.67	33.20	2.47	2.12
农产品	2.62	5.60	-2.98	10.51
纸浆	24.42	23.40	1.02	1.01
原木及锯材	-12.20	-10.28	-1.92	0.63
铁矿砂及其精矿	-12.52	-8.60	-3.92	5.17
铜矿砂及其精矿	4.92	3.50	1.42	2.69
未锻轧铜及铜材	-17.26	-23.70	6.44	1.80
钢材	-18.16	-31.20	13.04	0.50
医药材及药品	4.59	47.60	-43.01	2.15
美容化妆品及洗护用品	-19.56	-22.70	3.14	0.73
初级形状的塑料	-23.83	-26.70	2.87	1.72
纺织纱线、织物及制品	-16.51	-16.00	-0.51	0.46
天然及合成橡胶(包括胶乳)	2.56	0.60	1.96	0.42
肥料	18.22	37.20	-18.98	0.22

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

三、出口的 Q3 增速可能暂时下移

一直以来, 市场对出口的担忧一直聚焦于欧、美市场回落上, 但实际上三大国别以外的海外市场对出口的重要性正在提升, 出口的结构已经发生变化。所以仅将视线聚焦于欧美市场, 或会忽略其他海外市场的影响。

首先, 市场一直担心欧美需求回落, 但美国衰退一直迟迟未兑现, 现在美国一季度 GDP 同比增速为 1.7%, 从第二季度的周度经济指数来看, 美国第二季度的 GDP 同比并未出现明显下滑, 我们认为, 今年美国经济衰退的概率可能不大。

其次, 回顾 3 月以来的出口表现, 三大国别以外的海外市场对出口的重要性正在提升。回顾 3 月以来出口波动的主要贡献国家和地区, 3 月出口增速的上涨幅度中, 拉丁美洲等非主要国别贡献较多; 4 月出口增速减少幅度中, 东盟拖累 9 成, 而不论是 3 月还是 4 月的增速边际变化中, 欧美市场都起着边际正向贡献; 5 月出口回落最多的也不是欧美市场, 而是三大国别以外的海外市场。

综合来看, 在出口结构发生变化的情况下, 需要给予非欧美、非东盟市场更多关注, 去年 5-8 月, 对三大国别和其他海外市场的出口额都明显上升, 三季度出口增速仍有负增速风险, 但我们认为后续我国与周围贸易伙伴合作仍在进一步深化, 或将抵减部分发达经济体需求放缓的负面影响。

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com

华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。