

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

出口下行的主要拖累仍是欧美市场

2023年8月9日

- **出口下行的主要拖累仍是欧美市场。**继6月后，7月出口增速再次不及市场预期，创下自2020年2月以来的最低同比增速。我们认为，7月出口增速再度下行，既有去年同期基数较高的影响，又有海外需求走弱的影响。但有一点结构变化非常值得关注，这一结构变化就是欧美市场和非欧美市场表现再度出现分化，这表明出口下行的主要拖累仍是欧美市场。1) 欧美市场增速继续下行，尤其是欧盟和东盟。背后的原因或是欧盟国家的制造业表现或已处于较差的景气区间，欧元区制造业需求疲弱下，对欧盟出口增速明显下滑。2) 非欧美市场增速出现企稳迹象。分商品来看，劳动密集型商品出口增速全面回落，而机电类产品增速下滑尤其明显。
- **进口需求仍在触底。**7月进口同比增速已连续5个月维持负增长，进口降幅进一步扩大表明国内经济恢复仍旧缓慢。首先，7月经济景气度侧面反映了经济的缓慢恢复。其次，7月政治局会议也强调了当前经济面临需求不足的问题。从量价拆分上看，自今年2月起，进口价格对进口金额同比起着拖累作用，7月进口数据中，多数大宗商品进口表现显示出进口价格仍对整体进口有拖累。这表明除了国内经济需求恢复较慢外，进口价格仍对进口有拖累。整体上看，对进口同比增速下滑拖累最大的是原油，其次是机电产品。
- **三季度出口仍在磨底。**7月出口增速还在下行初步验证了三季度出口增速仍在磨底的观点，同时也有一些结构变化值得我们关注，即下行的压力仍旧来自欧美市场。第一，欧美地区和非欧美地区的增速分化。7月欧美市场表现继续下行，而非欧美市场表现初步呈现企稳迹象。第二，欧美地区和非欧美地区的份额分化。欧美市场份额逐步下降，而非欧美市场份额逐步上升。展望后续出口走势，三季度我国出口仍面临一定的基数压力和三大目的地需求的制约，短期内出口表现或仍难出现明显缓和。我们认为，待到四季度基数压力褪去，若其他海外市场需求企稳改善，四季度的出口增速仍旧值得期待。
- **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、欧美市场下行，非欧美市场企稳.....	3
二、进口需求仍在触底.....	6
三、三季度出口仍在磨底.....	9
风险因素	9

表目录

表 1: 7 月出口重点商品金额同比增速对比.....	6
表 2: 7 月进口重点商品金额同比增速对比.....	8

图目录

图 1: 7 月出口金额比 6 月略有下降	3
图 2: 三大目的地表现与其他海外市场走势有明显对比	4
图 3: 7 月对欧盟出口增速下滑较多.....	4
图 4: 7 月对美出口贡献小幅回升，而对欧盟出口拖累明显.....	5
图 5: 7 月进口金额有明显下滑.....	7
图 6: 进口 PMI 和进口数量走势一致.....	7
图 7: 自今年 2 月起，价格对进口同比起着拖累作用.....	8
图 8: 三大目的地表现与其他海外市场走势有明显对比	9

一、出口下行的主要拖累仍是欧美市场

继6月后，7月出口增速再次不及市场预期（7月：-14.5%，Wind市场预期：-11.4%），创下自2020年2月以来的最低同比增速，这与我们在此前报告中表明7月出口增速仍不容乐观的观点一致。

我们认为，7月出口增速再度下行，既有去年同期基数较高的影响，又有海外需求走弱的影响。

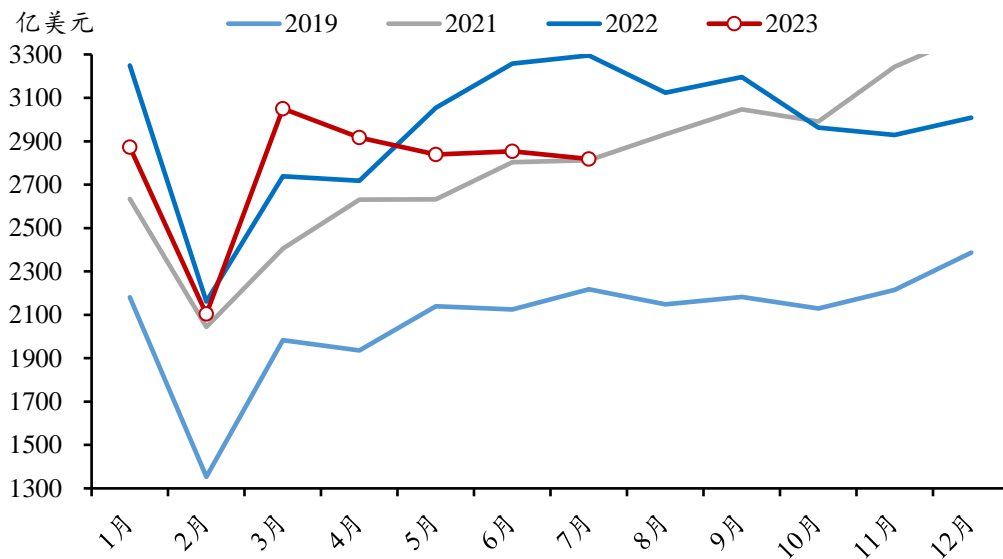
从出口金额来看，7月出口金额环比增速为-1.2%，是近五年内的同期最低增速，出口金额基本上与2021年同期数据相同，表明出口本身的增长动力不强。而2022年7月出口金额是去年年内的最高水平，基数抬高下出口同比依旧承压。

但有一点结构变化非常值得关注，这一结构变化就是欧美市场和非欧美市场表现再度出现分化，这表明出口下行的主要拖累仍是欧美市场。

1) **欧美市场增速继续下行，尤其是欧盟和东盟。**分区域来看，我们将美国、欧盟、东盟划分为欧美市场，可以看到7月欧美市场的出口增速为-21.73%，继续较7月进一步下行。其中，7月对欧盟、东盟出口增速下滑比较明显。我们认为这背后的原因是欧盟国家的制造业表现或已处于较差的景气区间，欧元区制造业需求疲弱，对欧盟出口增速明显下滑。从欧元区PMI来看，7月欧元区PMI已经进一步下行到了42.7%，除了2020年的新冠疫情冲击外，制造业PMI低于43%的表现要追溯到金融危机期间。

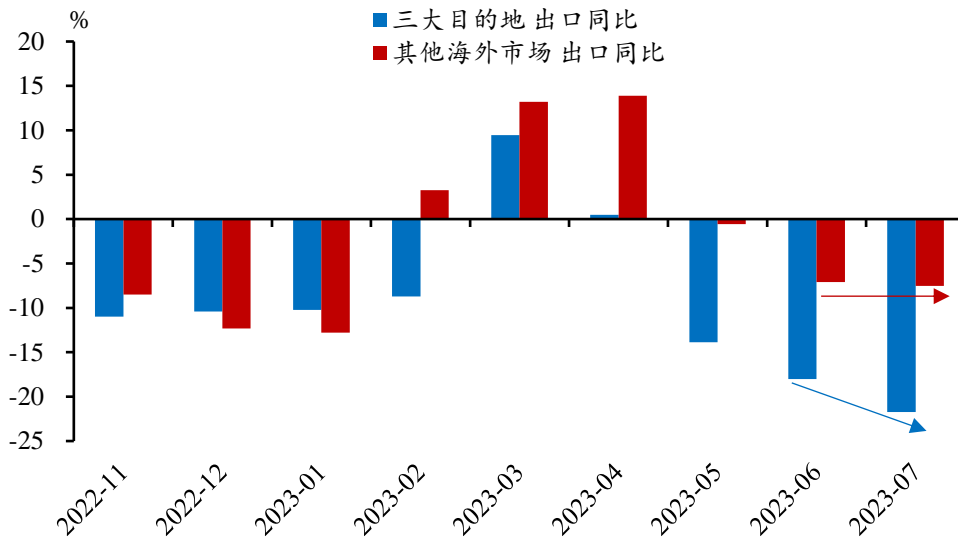
2) **非欧美市场增速出现企稳迹象。**我们将中国出口至美国、欧盟、东盟地区以外的出口划分为非欧美市场，从7月表现来看，非欧美市场增速表现和欧美市场形成明显对比。尽管非欧美市场增速仍在负增长区间，但与6月表现对比来看，非欧美市场初步呈现出企稳的迹象，并未像欧美市场一样再度明显下行。

图 1：7月出口金额比6月略有下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

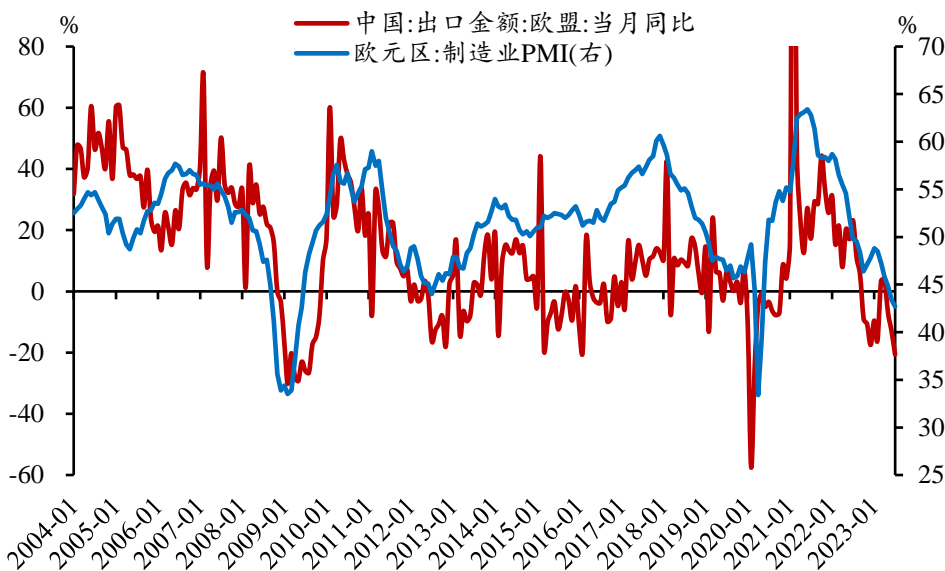
图 2：三大目的地表现与其他海外市场走势有明显对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 三大出口地为欧盟、美国、东盟

图 3：7 月对欧盟出口增速下滑较多



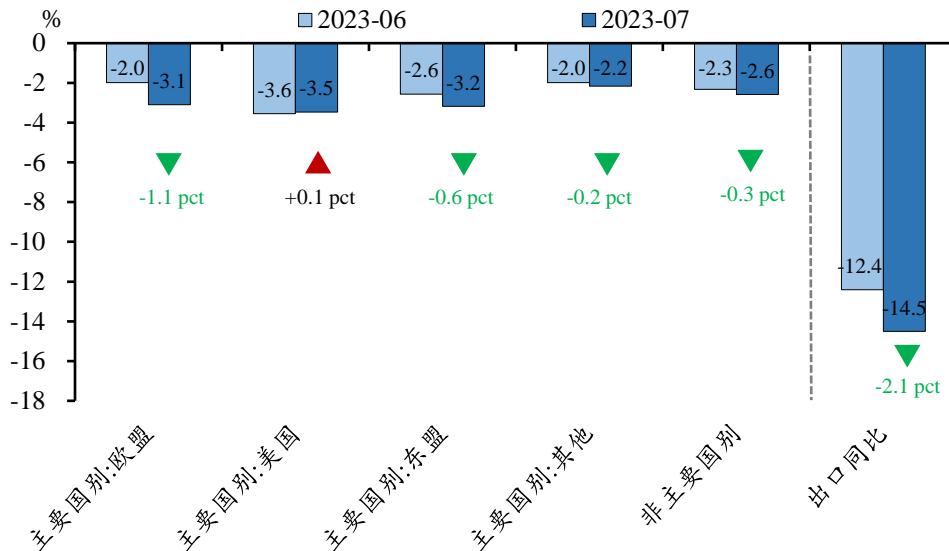
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

如何理解对欧美市场出口中，欧盟和美国增速贡献出现分叉的现象？

表面上，二者增速贡献出现分叉是对美出口增速改善；实际上，是二者去年高基数月份错位导致。

从增速贡献拆分上看，7 月欧盟地区的贡献下行，而美国地区贡献略微改善，看起来对美出口增速有了缓和迹象，但实际上对美出口降幅收窄并不是因为对美出口金额有所改善，实际上对美出口金额仍在下行，这和对欧盟出口金额的走势一致。中国对欧盟、美国的出口金额都在同步下降而出口同比增速贡献出现分叉，或源于二者去年高基数错位带来的影响，欧盟去年同期的基数高点在 7 月，美国去年同期的基数高点在 6 月。

图 4：7 月对美出口贡献小幅回升，而对欧盟出口拖累明显



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

从商品来看，劳动密集型商品全面回落，而机电类产品增速下滑尤其明显。

1) 劳动密集型产品出口增速全面回落。七大劳动密集型产品出口增速全面下滑，其中，由于终端消费品订单减少，纺织品出口持续收缩，当月出口同比下降 17.9%，环比下降 3.6%。

2) 机电产品增速明显下滑，汽车出口增速仍然较高。7 月机电产品和高新技术产品出口对整体出口仍有拖累，其中，机电产品由 6 月同比增速-6.6%继续下滑至-11.91%，已经连续三个月同比负增长，高新技术产品出口增速从 6 月的-16%进一步下降到-18.10%。机电产品增速下滑较多，背后或与通用机械、家电等多个商品出口增速进一步下行有关。汽车出口增速虽有回落，但仍在较高增速区间。

重点商品中，只有钢材、农产品、成品油、中药材及中式成药四项增速有所改善。

表 1：7 月出口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-7)	上月同比 (2023-6)	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	-11.91	-6.60	-5.31	57.88
高新技术产品	-18.10	-16.00	-2.10	23.85
服装及衣着附件	-18.72	-13.90	-4.82	5.66
纺织纱线织物及其制品	-17.89	-13.80	-4.09	3.96
鞋靴	-24.60	-20.30	-4.30	1.60
家具及其零件	-15.19	-12.70	-2.49	1.78
塑料制品	-14.78	-10.30	-4.48	2.97
玩具	-26.67	-24.50	-2.17	1.35
箱包及类似容器	-11.87	-3.00	-8.87	1.09
钢材	-40.88	-41.50	0.62	2.25
农产品	-5.64	-6.10	0.46	2.88
成品油	4.66	-2.20	6.86	1.33
未锻轧铝及铝材	-37.52	-35.30	-2.22	0.58
陶瓷产品	-26.94	-25.00	-1.94	0.77
肥料	-26.60	-6.80	-19.80	0.27
稀土	-41.49	-31.90	-9.59	0.02
中药材及中式成药	6.13	-0.83	6.96	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

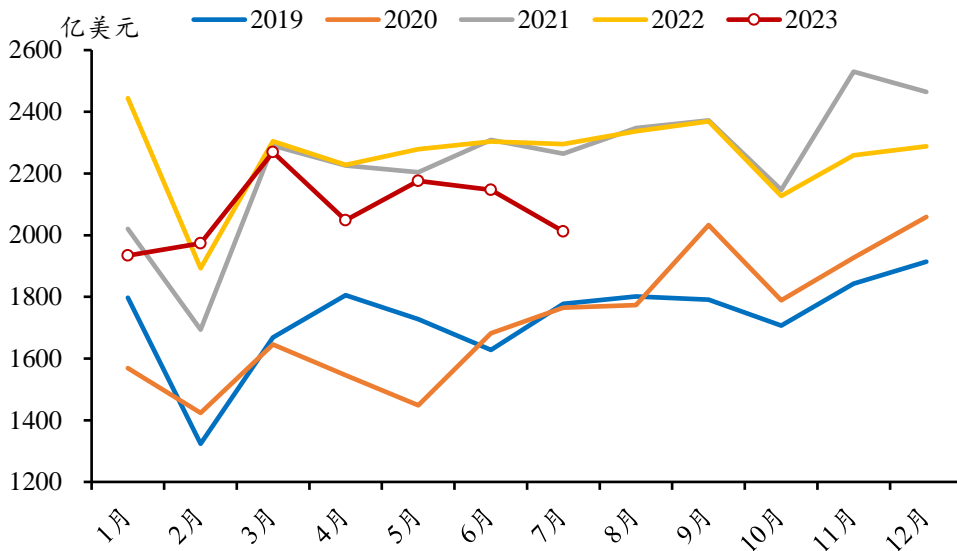
二、进口需求仍在触底

7 月进口同比增速（美元计价）为-12.4%，降幅相比 6 月扩大 5.6 个百分点，2023 年以来进口增速已连续 5 个月保持负增长。

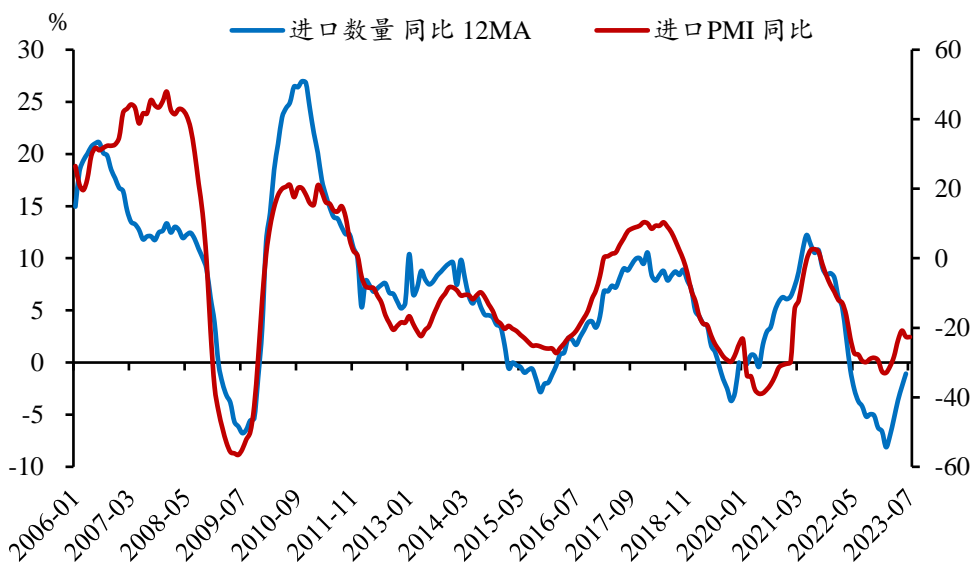
7 月进口环比处于 2019 年以来同期的最低水平，进口降幅进一步扩大表明国内经济恢复仍旧缓慢。

首先，7 月经济景气度侧面反映了经济的缓慢恢复。7 月份制造业 PMI 较 6 月有所好转，但新出口订单与进口 PMI 指数均继续下降。不仅如此，不同规模企业的新出口订单和进口指数继续在收缩区间运作，其中，中、小型企业的新出口订单和进口指数略有回升，但大型企业的两个指数均继续下降，这些均说明 7 月国内企业整体对进口的需求并没有很强烈。

其次，7 月政治局会议也强调了当前经济面临需求不足的问题。7 月 24 日的中央政治局会议提出了当前经济运行主要面临国内需求不足问题，如：一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多、外部环境复杂严峻等。从会议强调的内容可以反映出，国内经济恢复较为缓慢，且国内需求增量不足，因此进口呈现出较为弱势的状态。

图 5：7 月进口金额有明显下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：进口 PMI 和进口数量走势一致


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从商品结构来看，也可以侧面反映出，除了国内经济需求恢复较慢外，进口价格仍对进口有拖累。

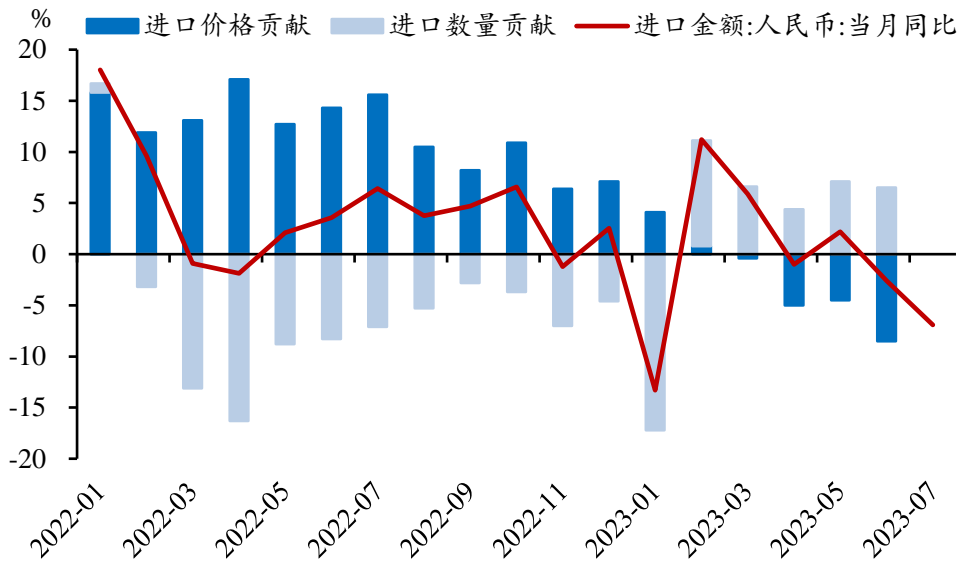
多数大宗商品价格对进口仍有拖累。从量价拆分上看，自今年2月起，进口价格对进口金额同比起着拖累作用，6月进口价格的拖累更是进一步扩大。我们认为，7月进口数据中，多数大宗商品进口表现显示出进口价格仍对整体进口有拖累。1) 7月原油进口金额同比增速为-20.79%，进口数量、均价的同比增速分别为17.03%、-32.31%。2) 7月煤及褐煤进口金额同比为2.2%，进口数量、均价的同比增速分别为66.92%、-38.77%。3) 7月肥料进口金额同比为-6.33%，进口数量、均价的同比增速分别为52.4%、-38.54%。

整体上看，对进口同比增速下滑拖累最大的是原油，其次是机电产品。7月原油和机电产品进口同比增速分别为-20.79%和-11.29%，与6月增速相比，分别下降了17.99和3.99个百分点。从数量上来看，原油进口数量同比增速为17.03%，相比6月下降28.31 pct。一方面可能与美国、沙特及俄罗斯削减原油产量有关，另一方面或是因为我国原油库存量较为充足放缓了进口节奏。截至7月底，我国陆上原油库存超过10.2亿桶，库存持续上升

可能会让我国炼油商在未来几个月放慢采购速度。

尽管进口价格对当前进口仍有拖累作用，但 2022 年下半年大宗商品的价格走势渐渐回落，我们预计后续价格对进口的拖累或将逐步缓解。同时，随着稳增长政策逐渐落地生效，进口需求或在国内开启补库后逐步回升。

图 7：自今年 2 月起，价格对进口同比起着拖累作用



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2：7 月进口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-7)	上月同比 (2023-6)	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	-11.29	-7.30	-3.99	38.20
高新技术产品	-11.74	-9.70	-2.04	28.08
原油	-20.79	-2.80	-17.99	11.88
成品油	57.79	55.70	2.09	1.11
天然气	5.26	3.80	1.46	2.51
煤及褐煤	2.20	47.40	-45.20	1.92
农产品	-10.50	4.50	-15.00	9.31
纸浆	-12.01	5.60	-17.61	0.76
原木及锯材	-27.04	-20.58	-6.45	0.51
铁矿砂及其精矿	-14.94	-10.30	-4.64	4.88
铜矿砂及其精矿	-4.93	7.20	-12.13	2.15
未锻轧铜及铜材	-7.96	-25.40	17.44	1.92
钢材	-19.80	-18.10	-1.70	0.54
医药材及药品	3.94	-20.50	24.44	2.04
美容化妆品及洗护用品	-24.83	-25.60	0.77	0.66
初级形状的塑料	-23.81	-23.90	0.09	1.74
纺织纱线、织物及制品	16.07	-8.60	24.67	0.53
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-12.80	-7.20	-5.60	0.46
肥料	-6.33	34.60	-40.93	0.21

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、三季度出口仍在磨底

总结来看，7月出口和进口增速不及市场预期，欧美市场继续下行拖累出口，国内需求不足的背景下进口需求还不稳固。

7月出口增速还在下行初步验证了三季度出口增速仍在磨底的观点，但同时也有一些结构变化值得我们关注。

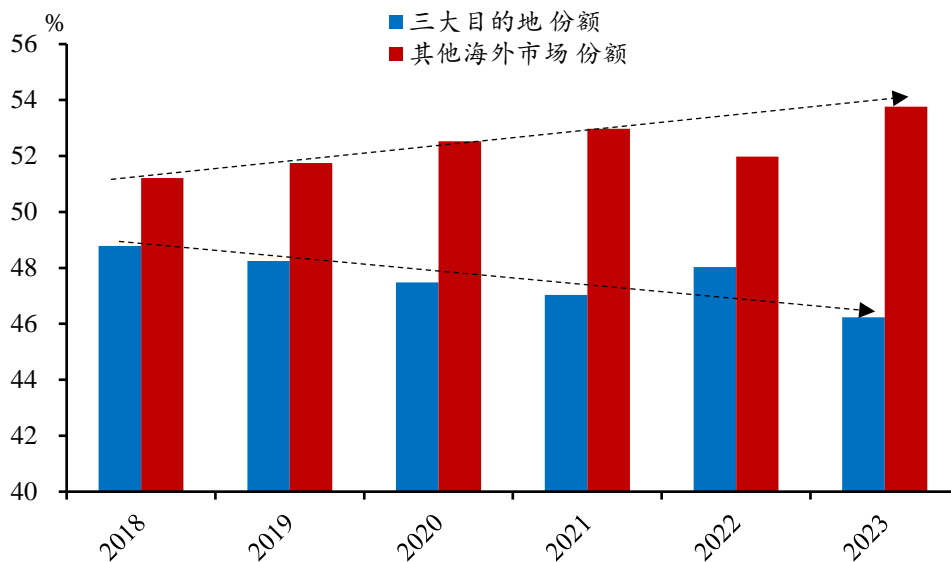
第一，欧美地区和非欧美地区的增速分化。7月欧美市场表现继续下行，而非欧美市场表现初步呈现企稳迹象。

第二，欧美地区和非欧美地区的份额分化。除2022年以外，欧美市场在我国总出口中占据的份额自2018年以后逐步下降，与之相对应的是，非欧美市场在我国总出口中占据的份额在逐步上升。截至7月，2023年1-7月的累计出口金额当中，欧美市场的占比已经下行至46%，非欧美市场的占比已经上升至54%。

展望后续出口走势，我们认为三季度我国出口仍面临一定的基数压力和三大目的地需求的制约，短期内出口下行或仍难出现明显缓和。

我们认为，待到四季度基数压力褪去，若其他海外市场需求企稳改善，四季度的出口增速仍旧值得期待。

图 8：三大目的地表现与其他海外市场走势有明显对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 三大出口地为欧盟、美国、东盟; 2023年数据为1-7月

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，信达证券宏观首席分析师。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。

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。