

5 月贸易数据点评

——出口回落空间有限

袁方¹束加沛²

2023 年 06 月 07 日

内容提要

5 月我国出口增速大幅回落，主要来自于基数效应的影响。从海外国家的表现来看，全球贸易活动处于低位，但今年以来并没有进一步走低的迹象，海外经济软着陆的概率在上升，外需未来大幅回落可能性不高。

考虑到国内与海外通胀的差异，人民币实际有效汇率的回落幅度要显著大于名义值。而中国制造业的全球竞争力仍然很强，这或将对未来中国出口形成支撑，促使中国出口增速高于其他东亚经济体。

往后看，考虑到欧洲、美国等主要经济体软着陆的概率在上升，以及当下汇率水平下中国企业出口的竞争力，未来中国出口增速回落空间有限。

风险提示：（1）地缘政治风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、出口延续回落

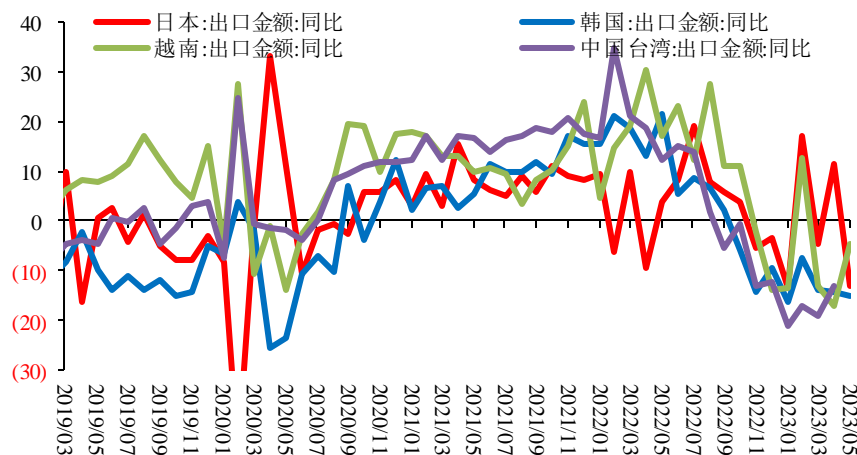
5月我国美元计价出口同比增速-7.5%，较4月大幅回落16个百分点，这一回落主要来自于基数效应，去年4月由于疫情封控的影响，出口大幅回落，导致今年4月出口同比数据较高。去年5月疫情缓和，出口显著回升，导致今年5月读数偏低。出口两年复合同比为3.8%，较上月小幅回落2.2个百分点。

分地区看，中国对东盟、美国、欧盟等主要贸易伙伴的出口均出现明显回落，同样大部分来自于去年的基数效应；新兴经济体中对巴西、印度、俄罗斯等国家的出口也有不同程度的回落。如果剔除基数效应，总体出口相对稳定。

分类别看，机电、地产后周期、农产品、劳动密集型产品的出口均出现回落，如果从两年复合角度同比来看，大多数品类边际变化不大，地产后周期产品相对表现最弱，体现了海外加息对房地产链条的影响。

观察东亚经济体，5月韩国、越南、日本的出口均处于低位，仅有越南小幅回升。与此同时，全球制造业PMI连续3个月处于49.6，全球制造业活动并未出现明显变化，全球经济软着陆的可能性在上升。

图1：不同东亚经济体出口同比，%



数据来源：Wind，安信证券

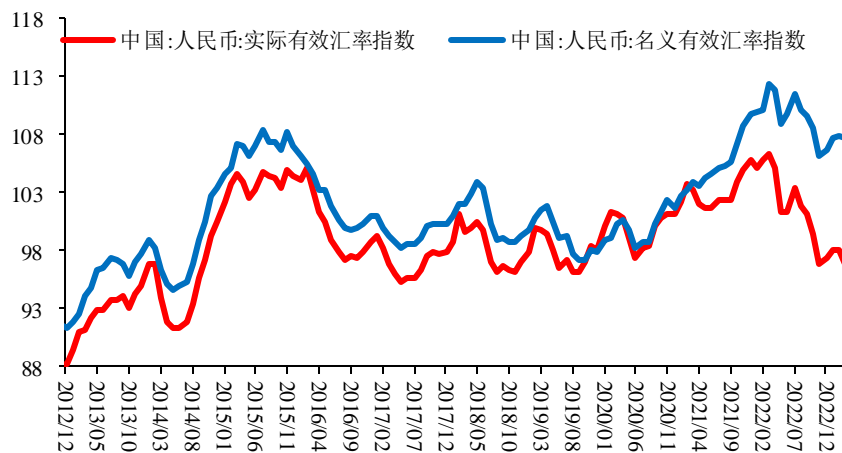
注:2021年数据为两年几何平均增速

从海外国家的表现来看，中国 5 月出口的大幅回落并非源于全球经济活动的明显减速，更多是基数效应的影响。

此外，疫情后，全球尤其是发达国家通胀猛增，中国通胀始终处于低位，考虑到通胀的差异，人民币实际有效汇率的回落幅度要显著大于名义值。当下人民币实际有效汇率已经回到 2014 年的水平。汇率的走弱与经济预期转弱、地缘政治风险等因素有关，而中国制造业部门的竞争力和劳动生产效率依然持续，这对出口形成较强支撑。

叠加海外居民部门预期和信心较好，美国经济“软着陆”场景或将出现，因此我们倾向于认为 5 月出口数据的大幅回落主要是基数效应的影响，进一步回落的空间不大。

图2：人民币实际和名义有效汇率指数



数据来源：Wind，安信证券

二、内需恢复推动进口回升

5 月美元计价进口同比增长-4.5%，较 4 月回升 3.4 个百分点，两年复合同比为-0.6%，较 4 月回升 3.4 个百分点，基数效应在进口影响不大。

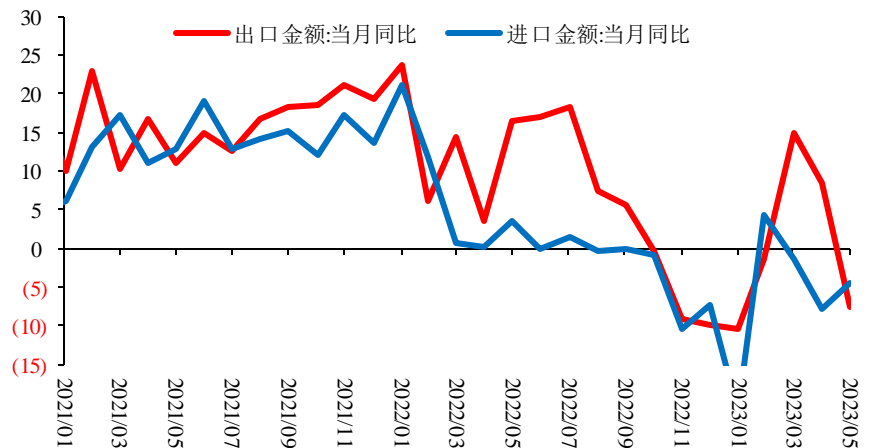
分地区看，从发达国家进口总体小幅回升，美国的大幅回落受到去年同期基数的扰动。

分产品看，大宗商品、汽车、机电等产品均出现小幅改善。

进口活动的改善幅度不大，总体处于低位，反应国内需求偏弱。

往后看，经济需求进一步回落的空间不大，总体上仍然处于疫后修复的进程中，疤痕效应叠加积压性需求释放完毕使得经济显露出二次探底的迹象，但内生的加速衰退机制尚未观察到，这意味着进口增速或将边际修复。

图3：中国美元计价的进出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注:2021年数据为两年几何平均增速

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034