

2023年06月07日

# 出口分化加剧：中低端骤冷，高端优势仍在

## 事件点评

### 进出口数据点评（2023.5）

#### 投资要点

- ◆ 5月出口下滑较深低于预期，主要原因是全球疫情改善带来的中低附加值率消费品需求峰值已过，而高端产业链出口优势凸显。进口稍好于预期，后续出口预计再度小幅回暖，全年有望稳健增长。5月我国出口（美元计价）同比下跌7.5%，进口（美元计价）同比-4.5%，货物贸易顺差658亿美元。
- ◆ 中低附加值率消费品出口单月大幅下滑，显示海外疫情缓和后一次性的非耐用消费品需求释放接近尾声，汽车、电子、机电设备等高附加值产品出口优势基本维持。出口重点商品不同类别强弱分化进一步加剧，其一是因全球疫情缓和而带动的一次性的非耐用消费品需求释放过程接近尾声，我国中低附加值率消费品出口增速明显回落，纺织服装鞋帽箱包合计拖累单月总出口增速达5.1个百分点；其二是高附加值率产品出口优势进一步凸显，在产成品价格下跌的背景下，汽车（123.5%）及零部件（13.8%）维持了强势增长态势，自动数据处理设备跌幅收窄，液晶平板显示模组由负转正。
- ◆ 对发达经济体、东盟出口下滑幅度较大，对其他新兴经济体出口跌幅较窄。5月对发达经济体（外需最终目的地）、中国香港（转口港）、东盟（协同对外供给方）出口下跌幅度较大，对俄罗斯、一带一路及其他新兴市场出口下滑幅度相对较小，与非耐用品外需集中释放峰值已过、我国三大高端产业链出口优势凸显结构一致。
- ◆ 进口跌幅收窄，原油大宗进口增加、加工贸易中间品有所改善，对后续出口仍形成一定支撑。5月进口同比跌幅收窄3.4个百分点至-4.5%，好于预期的进口表现主要源于两个方面，其一是原油进口量的明显增加带动大宗、能源品进口跌幅收窄，其二是电子产业链为主的加工贸易中间品进口跌幅亦较此前3个月有所缓和。前者显示国内工业产能恢复较好，供给能力仍强；后者或对后续出口再度形成一定支撑。
- ◆ 年初以来进出口月度波动加大，显示国内高端产业链供给侧短期冲击消退的积极因素与全球疫情缓和带来的非耐用品需求集中释放共振的波动放大作用。6月之后出口供需关系将呈现更强的中长期结构匹配属性，耐用消费品外需仍然处于过热区间降温较为缓慢，我国汽车、消费电子、机电设备三大高端制造业领域全球竞争力仍将持续彰显，4-5月出口增速的连续下滑可能是阶段性调整到位的迹象而不是后续趋势的预兆。我们当前下修6月、7月、全年出口同比增速预测至-9.9%、-5.2%和1.0%，全年较上月预测下修2.6个百分点，但预计仍可维持小幅正增长，并且全年出口的全球市场份额仍可保持当前较强水平或有小幅提升。加之服务贸易项下旅行支出复苏缓慢，维持全年商品和服务净出口拉动实际GDP同比增长0.3个百分点、与去年持平的预测不变。今年净出口不是主要的下行压力来源，在中高收入人群财富效应预期尚未趋势回暖之前，政策预计仍将聚焦扩大国内投资、带动中低收入人群就业和大众消费复苏的主线逻辑，关注后续货币政策更加明确地进行包括降准降息在内的中性偏松操作的可能性的提升，预计汇率小幅承压，维持年内CNY在6.9-7.1的中枢水平上下窄幅震荡的预测不变。
- ◆ 风险提示：外需降温快于预期。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

华金宏观·双循环周报（第12期）-非理性预期的纠正与供给创造需求 2023.6.3

2023年中全球宏观经济金融展望-山止川行 2023.6.2

PMI点评（2023.5）-去库存刚刚开始，基建稳增长是合理选项 2023.5.31

华金宏观·双循环周报（第11期）-美高通胀我高库存，政策刺激何去何从？

2023.5.28

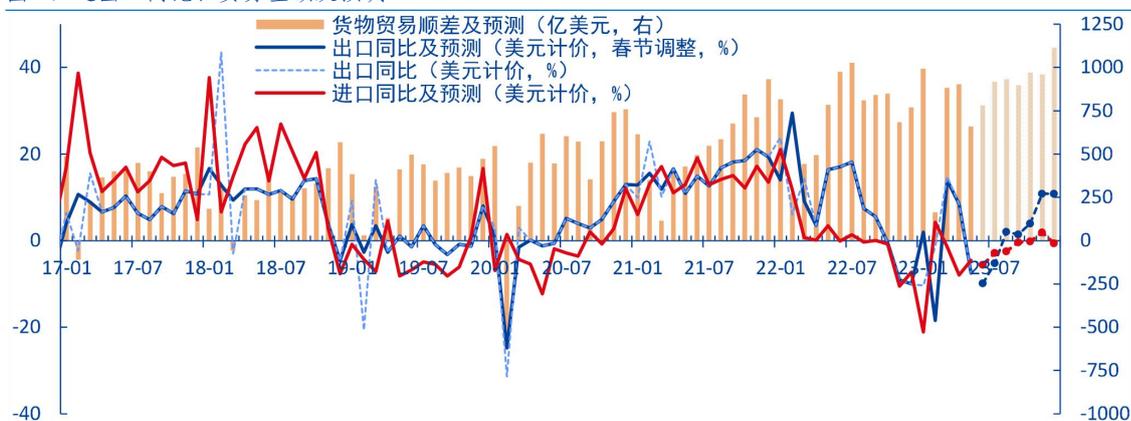
华金宏观·双循环周报（第10期）-中美财政时空交错的汇率演绎 2023.5.21



5月出口下滑较深低于预期，主要原因是全球疫情改善带来的中低附加值率消费品需求峰值已过，而高端产业链出口优势凸显。进口稍好于预期，后续出口预计再度小幅回暖，全年有望稳健增长。

5月我国出口（美元计价）同比下跌7.5%，较4月增速再度下滑达16个百分点，扣除基数走高影响后仍显偏弱。不同附加值率商品出口表现背离加大，代表全球疫情缓和带动的一轮非耐用消费品改善强度的纺织服装等出口大幅下滑，显示暂时性的非耐用品需求集中释放完毕，而汽车、电子、机械设备等高端产业链出口国际竞争优势凸显，增速下滑幅度明显较小，与工业品价格回落直接相关。5月进口（美元计价）同比-4.5%，跌幅较4月收窄3.4个百分点好于预期，原油、加工贸易中间品进口明显增加，后续出口有望环比再度改善。5月货物贸易顺差658亿美元，同比小幅收缩。

图1：进出口同比、贸易差额及预测

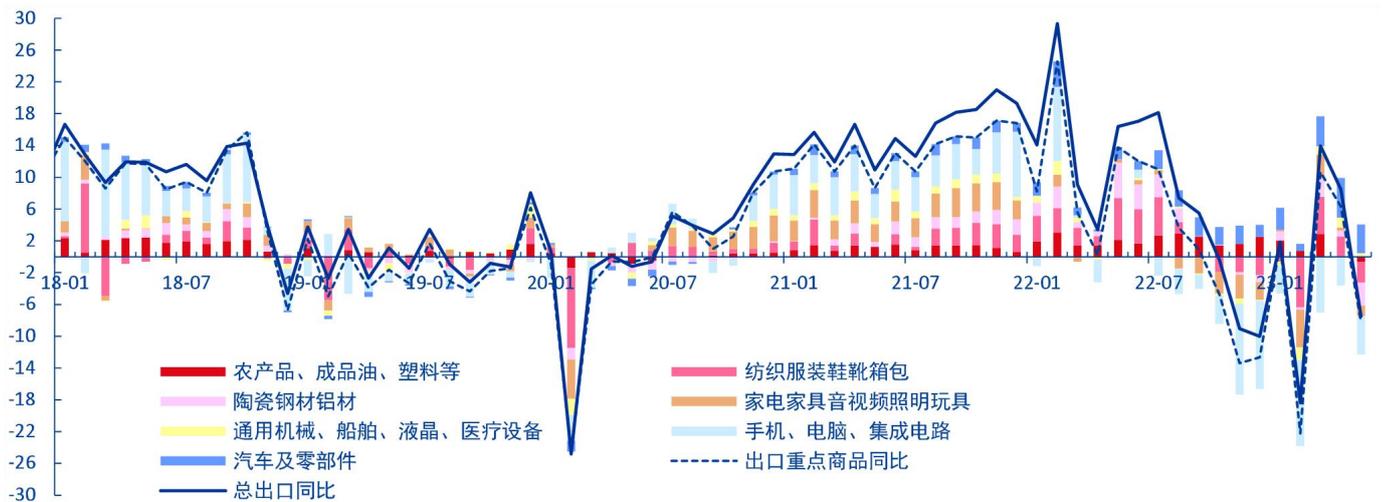


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

一、中低附加值率消费品出口单月大幅下滑，显示海外疫情缓和后一次性的非耐用消费品需求释放接近尾声，汽车、电子、机电设备等高附加值产品出口优势基本维持。

出口重点商品不同类别强弱分化进一步加剧，其一是因全球疫情缓和而带动的一次性的非耐用消费品需求释放过程接近尾声，我国中低附加值率消费品出口增速明显回落，纺织品（-14.1%）、服装（-12.2%）、鞋靴（-9.3%）单月同比分别大幅下滑18.3-26.5个百分点，合计拖累单月总出口增速达5.1个百分点，此外陶瓷钢铝材出口增速贡献也大幅下滑3.7个百分点；其二是高附加值率产品出口优势进一步凸显，在产成品价格下跌的背景下，汽车（123.5%）及零部件（13.8%）维持了强势增长态势，自动数据处理设备（-10.8%）跌幅收窄，液晶平板显示模组（2.1%）由负转正，手机（-25.0%）跌幅扩大的幅度小于基数上行程度。手机、电脑、集成电路大类，以及通用机械、船舶、液晶、医疗器械大类分别仅拖累5月总出口增速1.3、0.8个百分点，主要反映价格下滑的名义影响。

图 2：出口重点商品同比（春节调整）及贡献结构（%）

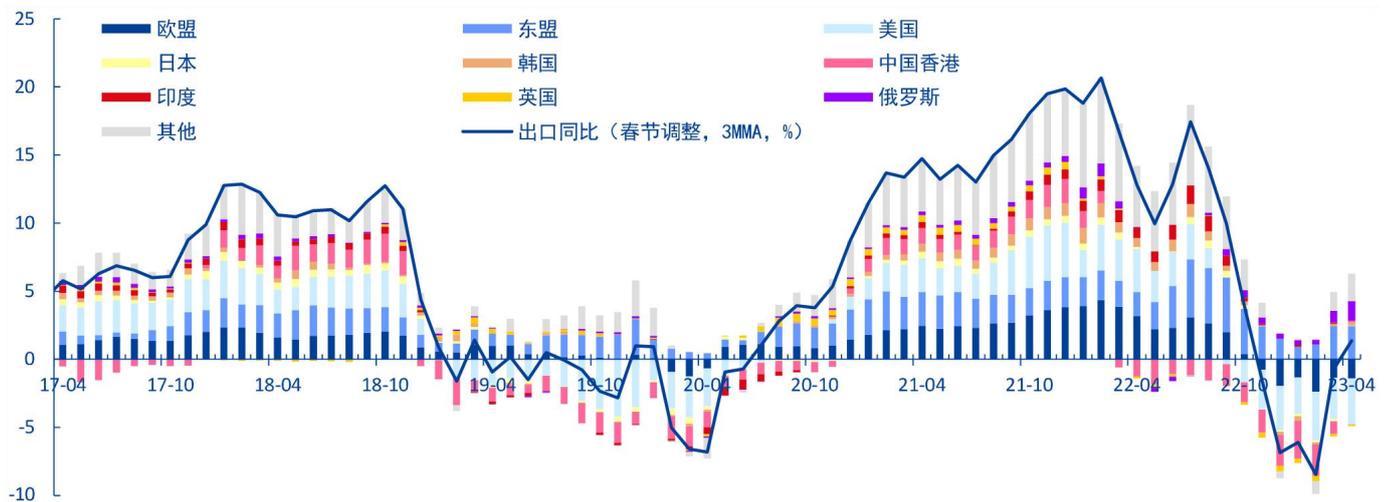


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

## 二、对发达经济体、东盟出口下滑幅度较大，对其他新兴经济体出口跌幅较窄。

5 月对发达经济体（外需最终目的地）、中国香港（转口港）、东盟（协同对外供给方）出口下跌幅度较大，对美国、欧盟、日本出口当月同比分别较 4 月下滑达 20.4、16.0、11.7 个百分点，对中国香港出口增速下滑 21.1 个百分点，对东盟下滑 10.9 个百分点。对俄罗斯、一带一路及其他新兴市场出口下滑幅度相对较小。出口目的地结构变化与非耐用品外需集中释放峰值已过，我国三大高端产业链出口优势凸显的产品结构是一致的。

图 3：出口同比（3 个月平均）与目的地结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

## 三、进口跌幅收窄，原油大宗进口增加、加工贸易中间品有所改善，对后续出口仍形成一定支撑。

5 月进口同比跌幅收窄 3.4 个百分点至 -4.5%，好于预期的进口表现主要源于两个方面，其一是原油进口量的明显增加带动大宗、能源品进口跌幅收窄，其二是电子产业链为主的加工贸易

中间品进口跌幅亦较此前 3 个月有所缓和。前者显示国内工业产能恢复较好，供给能力仍强；后者或对后续出口再度形成一定支撑。

图 4：进口重点商品同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

四、年初以来进出口月度波动加大，显示国内高端产业链供给侧短期冲击消退的积极因素与全球疫情缓和带来的非耐用品需求集中释放共振的波动放大作用。6 月之后出口供需关系将呈现更强的中长期结构匹配属性，耐用消费品外需仍然处于过热区间降温较为缓慢，我国汽车、消费电子、电机设备三大高端制造业领域全球竞争力仍将持续彰显，4-5 月出口增速的连续下滑可能是阶段性调整到位的迹象而不是后续趋势的预兆。我们当前下修 6 月、7 月、全年出口同比增速预测至 -9.9%、-5.2% 和 1.0%，全年较上月预测下修 2.6 个百分点，但预计仍可维持小幅正增长，并且全年出口的全球市场份额仍可保持当前较强水平或有小幅提升。加之服务贸易项下旅行支出复苏缓慢，维持全年商品和服务净出口拉动实际 GDP 同比增长 0.3 个百分点、与去年持平的预测不变。今年净出口不是主要的下行压力来源，在中高收入人群财富效应预期尚未趋势回暖之前，政策预计仍将聚焦扩大国内投资、带动中低收入人群就业和大众消费复苏的主线逻辑，关注后续货币政策更加明确地进行包括降准降息在内的中性偏松操作的可能性的提升，预计汇率小幅承压，维持年内 CNY 在 6.9-7.1 的中枢水平上下窄幅震荡的预测不变。

风险提示：外需降温快于预期。

## 分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn