

外需回落或不像数据显示得那么明显

——5月外贸数据点评

宏观事件：

5月中国美元计价的出口同比增速为-7.5%，较上月大幅回落（前值8.5%），明显低于市场一致预期（0.1%）。出口的超预期回落，主要受三方面因素影响，包括去年同期的高基数、大宗原材料价格下行和有关部门近期整顿出口数据虚增、以及积压订单与货物的支撑减弱，因此不宜被过度解读为外需显著下滑。展望未来，我们预计中国年内的出口同比（美元计价）可能仅有比较温和负增长，并好于市场一致预期。

事件点

► 5月出口低于预期

5月中国以美元计价的出口同比增速-7.5%（前值8.5%），明显低于市场一致预期（0.1%）。经过季节性调整以后，5月出口环比进一步回落，其绝对水平接近今年1-2月，稍好于去年年底。

分产品来看，超八成品类的出口同比增速都有所回落。季节性调整后，主要出口大类中，轻工、机电行业的出口明显回落，高新技术产品、农产品的出口稍有回落，但原材料出口有所回升。

分国别来看，我国对主要贸易国家与地区的出口基本都有回落。经季节性调整，5月我国对韩国、东盟、中国香港的出口环比分别为-18.4%、-11.7%、-8.2%，均较上月大幅回调；对美国、欧盟、日本的出口也都有一定的回落，其环比分别为-6.6%、-1.1%和-4.0%；对巴西、印度的出口也有所下降，其5月环比分别为-6.1%和-3.5%；只有对俄罗斯的出口表现较强。

► 出口同比缘何大幅回落？

5月出口超预期回落，主要受到三方面因素影响：1）去年同期基数较高，仅考虑高基数的影响，5月出口同比增速也会大幅回落到-2.9%。2）大宗原材料价格下行、有关部门近期整顿出口数据虚增可能也是5月出口超预期回落的一大因素——市场可能对此关注不足。粗略估算，这一因素或拖累5月出口同比约2个百分点。3）积压订单与货物的支撑正在逐步减弱，也影响出口同比数据。因此，综合考虑上述因素影响，-7.5%的出口增速不宜被过度解读为外需显著下滑，5月的出口规模在季调后或接近去年10月水平。

展望未来，我们预计中国年内的出口同比（美元计价）可能仅有比较温和负增长，并好于市场一致预期。实际上，我们监测的一些大中型企业出口订单仍然维持稳中略有回升的态势。当然，由于基数效应偏高，未来一两个月出口同比增速可能持续下滑。

► 进口有所企稳

5月以美元计价进口同比增速为-4.5%，较上月（-7.9%）降幅收窄，但整体仍处于偏弱水平，与国内需求和产出在5月双双放缓相符。展望未来，我们认为后续相关领域的稳增长政策有望进一步推出，特别是考虑到出口名义增速的明显下滑。其中，降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策在短期内应用的可能性最高。

► 风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致。

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超
执业证书编号：S0590523030001
邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

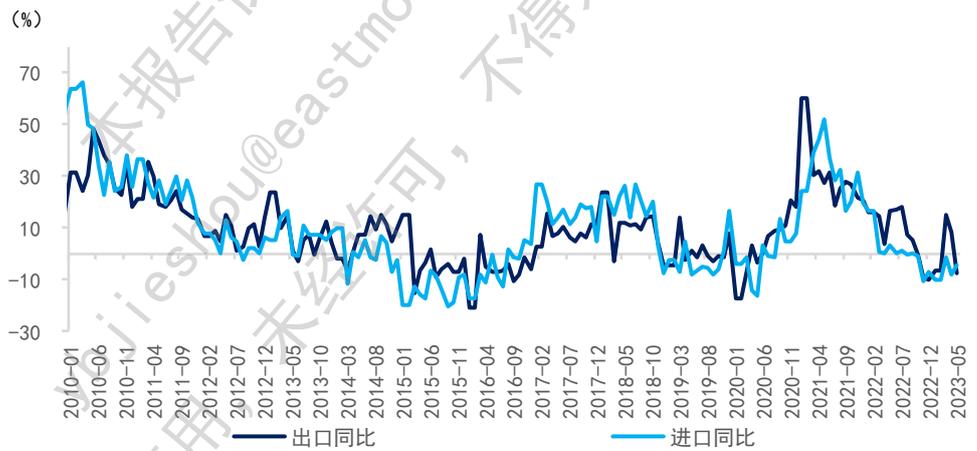
- 1、《期盼政策支持——5月PMI数据以及未来经济展望》2023.05.31
- 2、《期待政策进一步支持——4月经济数据点评》2023.05.16
- 3、《Q1经济增长超预期背后的隐忧——一季度经济数据点评》2023.04.18

1 5月出口低于预期

5月中国出口同比增速-7.5%（美元计价，前值8.5%），明显低于市场一致预期（0.1%）。

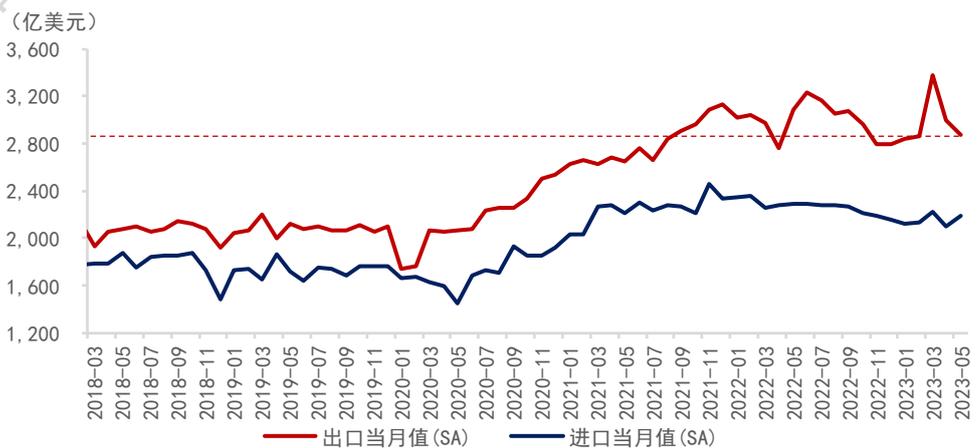
经过季节性调整以后，5月出口环比进一步回落，其绝对水平接近今年1-2月，稍好于去年年底。

图表 1: 中国进出口同比增速（美元计价）



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 中国进出口金额经季调



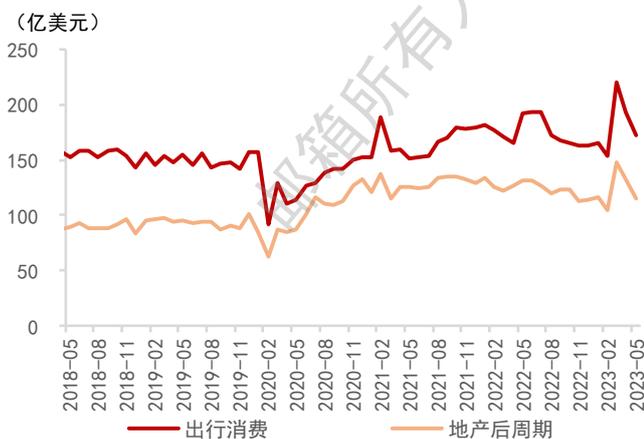
来源: Wind, 国联证券研究所

2 5月出口的结构分析

分产品来看，超八成品类的出口同比增速都有所回落。季节性调整后，主要出口大类中，轻工、机电行业的出口明显回落，高新技术产品、农产品的出口稍有回落，但原材料出口有所回升。具体而言：

- 轻工制造类产品的出口普遍出现了大幅回落。其中，地产后周期的耐用消费品、鞋服箱包等出行相关产品分别环比下滑 13.2%、11.0%（前值-10.7%、-12.2%）。
- 机电产品的出口整体进一步下行，程度缓和一些。5月机电产品环比下降 5.7%（前值-6.6%）。其中，集成电路、医疗仪器环比分别下降 9.3%、6.6%。值得注意的是，汽车的出口相对平稳，环比仅仅下降 0.9%（前值 3.1%），是本月出口不多的亮点之一。
- 高新技术产品的出口由于此前已经大幅下滑，在 5 月仅略有下降，环比为 -0.2%（前值-2.6%）。
- 农产品出口稍有回落，环比下降 2.8%（前值-9.3%）。原材料出口明显反弹，环比增长 25.4%（前值-21.4%）。

图表 3: 轻工产品出口金额 (季调)



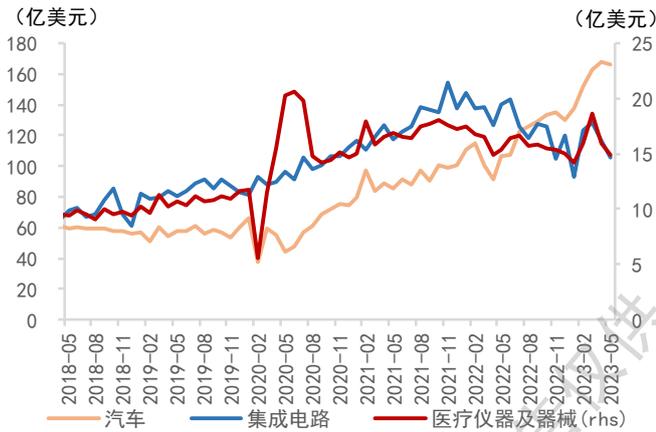
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 高科技和机电产品出口金额 (季调)



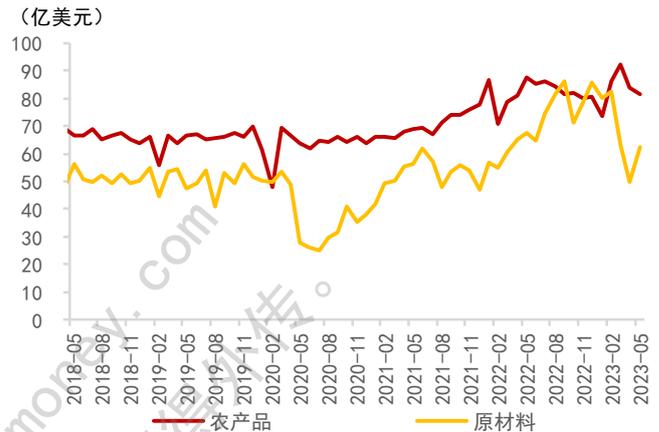
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 部分机电产品出口金额 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 农产品和原材料的出口金额 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

分国别来看, 我国对主要贸易国家与地区的出口基本都有回落。季节性调整后:

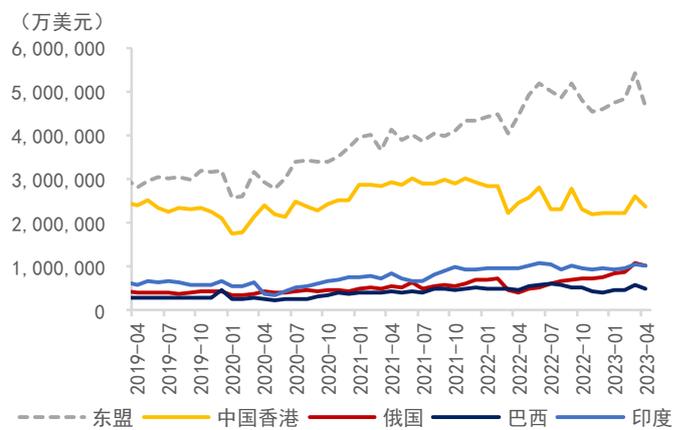
- 我国对韩国、东盟、中国香港的出口环比分别为-18.4%、-11.7%、-8.2% (前值-7.2%、-13.7%、-10.0%), 均较上月大幅回调;
- 对美国、欧盟、日本的出口也都有一定的回落, 其环比分别为-6.6%、-1.1%和-4.0% (前值-9.2%、-8.4%、0.4%);
- 对巴西、印度的出口也有所下降, 其 5 月环比分别为-6.1%和-3.5% (前值-14.1%、-3.1%); 只有对俄罗斯的出口表现较强, 环比增长 3.0% (前值-5.4%)。

图表 7: 对发达国家与地区的出口 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 对主要新兴市场国家与地区的出口 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

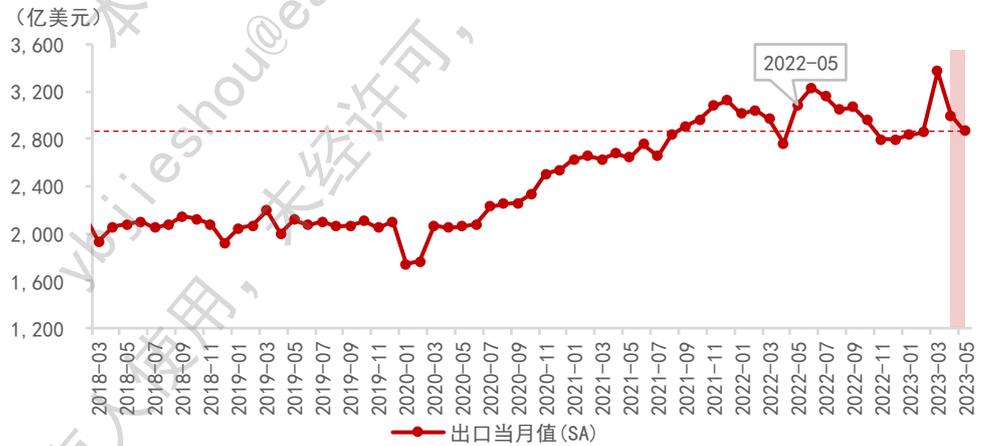
3 出口同比缘何大幅回落？

5月出口超预期回落，主要受到三方面因素影响。

- 首先，去年同期受到上海疫情积压物资5月集中出口等方面的因素支撑，出口基数较高。季节性调整后，今年5月美元计价的出口环比下降4.3%，降幅较4月有所放缓。

实际上，仅仅考虑去年高基数的影响，假设5月美元计价出口金额季调之后与4月持平，5月出口同比增速也会大幅回落到-2.9%。

图表 9: 中国出口金额经季调



来源: Wind, 国联证券研究所

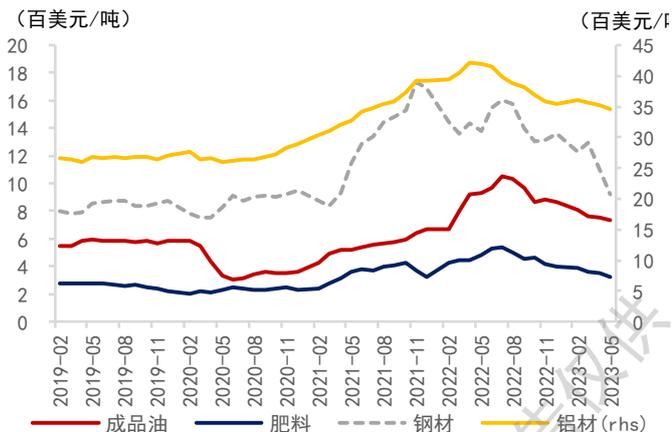
- 其次，大宗原材料价格下行、有关部门近期整顿出口数据虚增可能也是5月出口超预期回落的一大因素——市场可能对此关注不足。

一方面，5月国际大宗原材料价格出现了明显的回落，这影响了中国钢材、化肥、成品油等产品的出口；另一方面，此前一些贸易数据虚高的现象引起了有关部门的注意，近期可能采取了一些措施，这也导致了以箱包、陶瓷为代表的部分轻工产品的出口价格在4、5月有远超历史波动水平的下降，影响出口增速。

例如，我们注意到海关总署署长俞建华在3月底到福建调研时强调要“对进出口数据造假‘零容忍’，严厉查处虚假贸易，确保统计数据真实性”。相关措施的落实可能已经对5月份的出口数据造成影响。

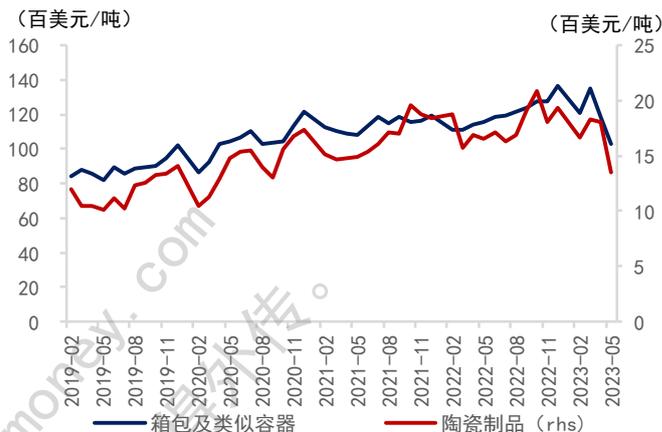
我们粗略估算，大宗原材料、以及有关部门的一些整顿措施可能拖累5月出口同比2个百分点左右。

图表 10: 大宗原材料的出口价格下降



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 5月箱包、陶瓷的出口价格大幅下降



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 中国出口产品价格同比 (%)

产品	3月	4月	5月
钢材	-4.9	-23.3	-33.1
肥料	-18.1	-20.6	-32.4
稀土	-16.3	-27.0	-28.1
粮食	11.9	64.8	-24.1
成品油	-4.5	-18.2	-20.8
陶瓷	17.0	6.6	-18.3
铝材	-12.3	-16.5	-17.6
集成电路	-4.4	-2.7	-16.8
箱包	21.7	4.1	-11.1
手机	-25.7	3.7	-11.0
鞋靴	6.8	-2.5	-9.1
电器	-8.7	0.0	-6.7
液晶显示板	-17.1	0.8	1.6
汽车	15.3	19.2	16.1

来源: Wind, 国联证券研究所

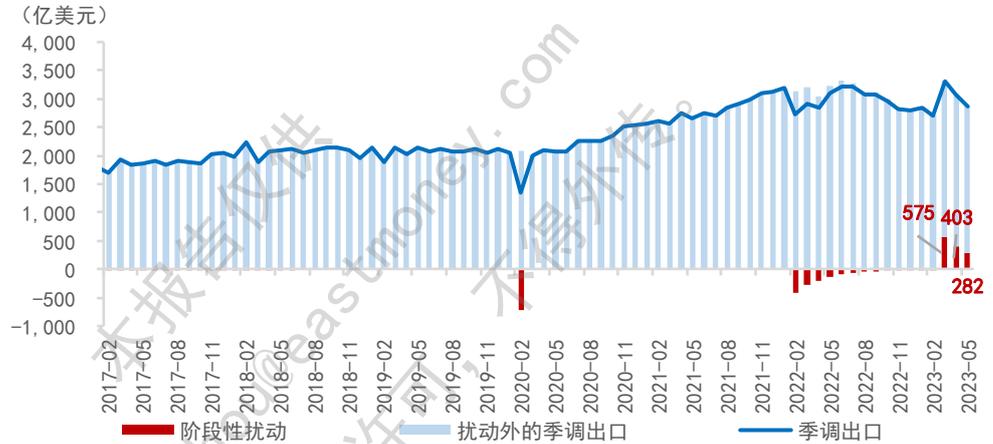
- 最后, 积压订单与货物的支撑正在逐步减弱, 也影响出口同比数据。微观反馈显示, 积压订单与产品库存已经大部分释放, 5月出口数据也因此走弱。

此前, 受到疫情冲击, 去年年底有大量订单取消或延期, 也有大量货物长期积压不能出运。这些订单在年后恢复生产, 不能出运的货物也在年后完成打包和国内运输。3月以来, 这些商品集中出运对3月和4月出口构成明显支撑。

我们参考美国劳工部 (BLS) 使用 X-13 的方法对新冠期间的数据进行季节性调整, 以识别出季节性外的异常扰动。我们发现, 部分地与积压订单和货

物的集中释放有关，3月出口金额因为意外扰动存在明显上升，这一积极因素在4、5月逐月减弱。

图表 13: 中国出口金额 (经季调, 并识别冲击)



来源: Wind, BLS, 国联证券研究所

因此, 综合考虑上述三方面因素的影响, 我们认为, -7.5%的出口增速不宜被过度解读为外需显著下滑。

- 综合而言, 受到疫情冲击以及积压产品集中出口的影响, 我国去年11月到今年2月的出口数据可能偏低, 3-4月出口数据可能偏高。5月的数据可能接近于正常水平。
- 如果再剔除掉整顿虚假贸易和大宗商品价格下跌的影响, 我们估计季调之后5月份的出口规模和去年10月大体相当。这也和全球制造业PMI在2022年11月以来基本平稳是一致的。

图表 14: 全球制造业 PMI



来源: Wind, 国联证券研究所

展望未来，以美元计价，我们预计中国年内出口同比可能仅有比较温和负增长，或好于市场一致预期。

由于当前外需尚未明显减弱，所以不宜按照5月的数据线性外推未来出口的回落速度。综合考虑美国经济韧性偏强，新兴市场国家仍有一定增长动能，且中国对发达国家和东盟以外的非传统贸易伙伴出口增长偏强，我们预计以美元计价的全年中国出口可能仅有相当温和的负增长，并好于市场一致预期。实际上，从我们监测的一些大中型企业出口订单来看，仍然维持稳中略有回升的态势。

当然，由于基数效应偏高，未来一两个月出口同比增速可能持续下滑。

4 进口有所企稳

5月以美元计价进口同比增速为-4.5%（前值-7.9%），降幅有所收窄。季节性调整后，进口规模自去年下半年整体持续下行后有所企稳，较4月有一定反弹。

图表 15: 进口规模 (季调)



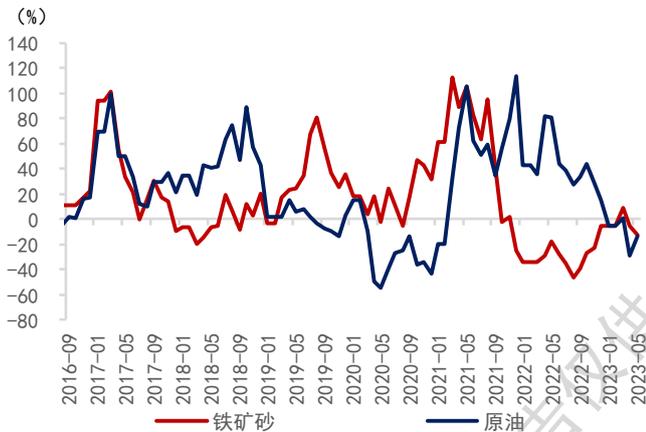
来源: Wind, 国联证券研究所

分品类来看，5月原油进口明显反弹，其进口金额同比增速的反弹（同比-14.0%，前值-28.5%）主要受进口量的支撑，4月原油进口量同比增长12.3%（前值-1.4%），其进口平均价格仍然低迷，同比下降23.4%（前值-27.5%）。

铁矿砂进口进一步下滑，5月其同比-12.5%（前值-5.8%），与钢铁生产增速的放缓保持一致。

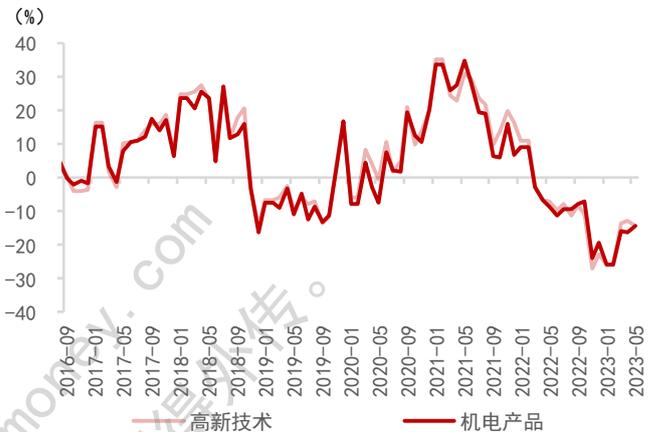
此外，高新技术与机电产品进口增速与4月大体相当。

图表 16: 铁矿石和原油进口金额同比



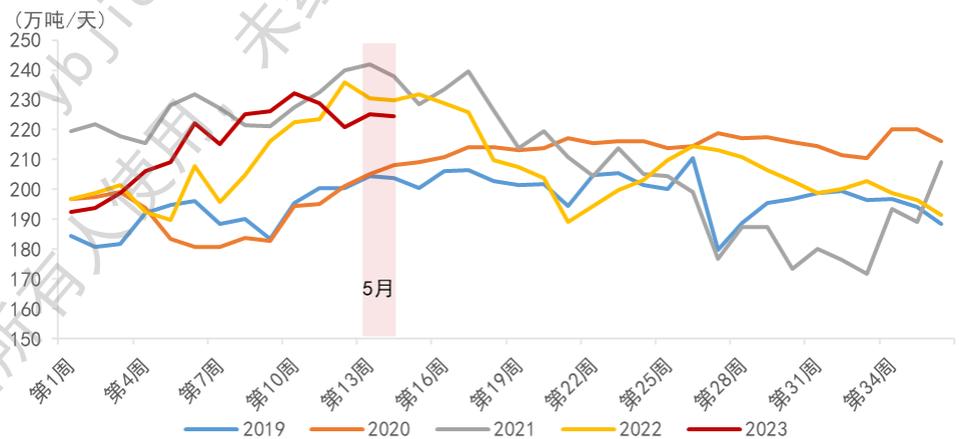
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 高科技和机电产品进口金额同比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 重点企业粗钢日均产量



来源: Wind, 国联证券研究所

总体而言, 5月进口虽然有所企稳, 但整体处于偏弱水平, 与国内需求和产出在5月双双放缓相符(《期盼政策支持——5月PMI数据以及未来经济展望》)。

展望未来, 我们认为后续相关领域的稳增长政策有望进一步推出, 特别是出口名义增速明显下滑更显示出稳内需对完成今年经济目标的重要性。

其中, 降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策在短期内应用的可能性最高。

5 风险提示

海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695