

2023年06月07日

## “填坑”效应消退，出口压力显现——5月进出口数据点评

宏观研究团队

据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国5月出口同比下降7.5%，4月为同比上升8.5%；5月进口同比下跌4.5%，4月为同比下跌7.9%；5月贸易顺差658.1亿美元，4月为902.1亿美元。

### ● 出口：同比增速由正转负，动能持续减弱

1. 全球经济持续低迷，短期外需难有改善空间。5月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较3月、4月持平，仍处于收缩区间。韩国出口负增长幅度持续加深。在欧美经济增长放缓、主要央行维持较高利率水平的背景下，短期内全球经贸需求难有改善空间。

2. 对发达国家、新兴市场地区出口增速普遍回落。分国别看，5月我国对发达国家和新兴市场地区出口增速出现普遍回落态势。从外需看，上述国家/地区5月制造业PMI涨跌分化，但全球主要经济体制造业PMI较多处于收缩区间。

3. 多数产品出口同比有所下滑，汽车相关产品出口继续高增。分产品看：肥料等出口增速有所提升，其他重要商品出口增速均有所下滑。总的来看，5月份我国主要出口的重要商品类别中，除成品油、肥料等初级产品，其他产品出口增速均有所下滑，其中机电产品出口同比亦由正转负。但5月汽车相关产品累计出口金额同比增速继续上升，成为出口重要支撑。

### ● 进口：内需或已接近企稳

5月进口同比降幅较4月有所收窄。从绝对进口金额上看，进口环比亦有所回升，显示当前我国内需或已接近企稳阶段。中长期看，内需或已接近底部。考虑到2022年同期大宗商品价格仍在高位，当下海外需求动能放缓、国内经济复苏较为温和，大宗产品量价均难有较大提升空间，预计三季度随基数回落以及国内需求回暖，进口同比或将迎来回升。

### ● 后续出口或将韧性下滑

1. “填坑”效应消退、海外需求回落以及高基数，二、三季度出口或仍将面临下行压力。从5月出口数据看，积压订单释放带来的“填坑”效应或已基本消失。且原材料产品将面临海外需求回落、价格下降以及高基数，相关出口或将呈现回落态势。考虑到2022年6-7月基数较高，我们预计二、三季度出口整体仍将面临一定下行压力。

2. 汽车与新能源产品、新兴市场国家/地区或将为我国出口增添韧性。相较于越南、韩国，我国出口品类更为丰富，且在光伏、锂电池、新能源汽车等产业方面具备领先优势，这将在欧美经济增长放缓、周期品需求下滑的背景下为我国出口带来一定支撑。同时，中长期趋势上看，“一带一路”沿线国家、东盟等地区占我国出口份额呈上升态势，结合近期欧美等发达地区与新兴市场地区经济走向有所分化，预计新兴市场国家/地区或将对冲部分欧美经济下滑对我国外需带来的负向冲击，为我国出口增添韧性。

● 风险提示：外需回落超预期，内需恢复不及预期。

### 相关研究报告

《矛盾的就业数据或驱使联储6月“按兵不动”——美国5月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.6.3

《ESG视角下央国企估值回归的合理性探究—宏观经济专题》-2023.6.2

《消费K型修复，经济动能暂弱，政策窗口将近——兼评5月PMI数据—宏观经济点评》-2023.5.31

## 目 录

1、 出口：同比增速由正转负，动能持续减弱.....	3
1.1、 全球经济持续低迷，短期外需难有改善空间.....	3
1.2、 对发达经济体、新兴市场国家/地区出口增速普遍回落.....	3
1.3、 多数产品出口同比有所下滑，汽车相关产品出口继续高增.....	4
2、 进口：内需或已接近企稳.....	5
3、 “填坑”效应消退，出口压力显现，后续或将韧性下滑.....	5
4、 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1： 我国 5 月出口金额进入同比负增长区间.....	3
图 2： 出口外部环境压力暂未改善.....	3
图 3： 我国对主要国家/地区出口增速呈普遍回落态势.....	4
图 4： 5 月发达地区与新兴市场地区制造业 PMI 分化.....	4
图 5： 5 月汽车相关出口增速继续高增.....	4
图 6： 5 月我国新订单及进口 PMI 继续下滑.....	5

事件：以美元计，中国5月出口同比下降7.5%，4月为同比上升8.5%；5月进口同比下跌4.5%，4月为同比下跌7.9%；5月贸易顺差658.1亿美元，4月为902.1亿美元。

## 1、出口：同比增速由正转负，动能持续减弱

5月出口同比下降7.5%，4月同比上升8.5%，3月同比上升14.8%，5月出口增速较4月份继续有较大幅回落，出口增长动能持续减弱。

### 1.1、全球经济持续低迷，短期外需难有改善空间

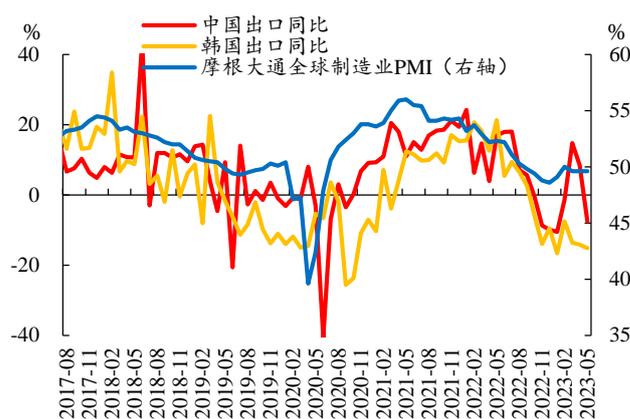
全球经济景气度仍处在收缩区间，韩国出口负增长程度加深，短期内外需难有改善空间。5月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较3月、4月持平，维持在50%荣枯线以下；与全球经济景气度较为一致的韩国出口负增长程度持续加深，5月出口同比增速为-15.2%，4月同比增速为-14.2%。我们认为，在欧美经济增长放缓、主要央行维持较高利率水平的背景下，短期内全球经济增长难有改善空间。韩国5月出口降幅继续扩大同样从侧面反映外需的持续性下降，而我国在供给端出口订单的“填坑”效应进一步消退，出口表现向韩国出口靠近。

图1：我国5月出口金额进入同比负增长区间



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021年为两年复合增速

图2：出口外部环境压力暂未改善



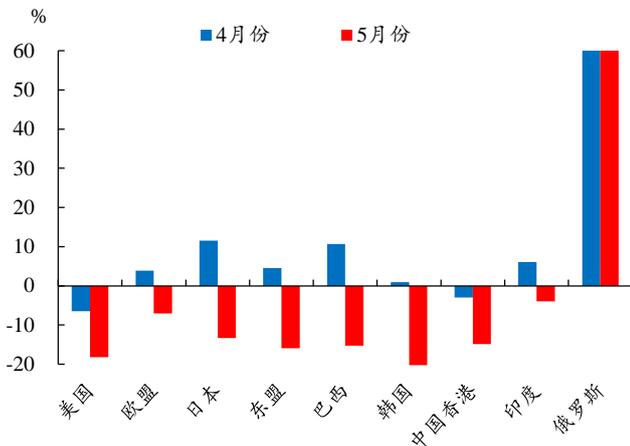
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021年为两年复合增速

### 1.2、对发达经济体、新兴市场国家/地区出口增速普遍回落

分国别看，5月我国对发达国家和新兴市场地区出口增速出现普遍回落态势。以5月各地区同比增速与4月同比增速相比较，中国对世界主要经济体出口增速整体普遍回落。发达国家中，对美国的出口增速降幅较4月扩大11.7个百分点至-18.2%；对欧盟出口同比增速较4月下降10.9个百分点至-7%；对日本的出口增速较4月下降24.8个百分点至-13.3%；新兴经济体中，我国相关的出口同比增速大多由正转负。其中对东盟的出口5月同比增速为-15.9%，较4月份下降超过20个百分点，5月东盟占我国全部出口比重的14.6%，低于美国与欧盟，或主要受我国出口东盟原材料产品价格下降影响，对巴西、印度出口同比增速亦有较大幅度的下降。对俄罗斯的出口增速较4月收窄38.8个百分点至114.3%，但增速仍高，显示我国与俄罗斯的贸易仍维持在高景气增长区间。从外需看，上述国家/地区5月制造业PMI涨跌分化。发达国家中，欧央行5月继续加息，5月欧元区制造业PMI较4月份下降1个百分点至44.8%。美国5月制造业PMI为46.9%，较4月回落0.2个百分点，持续处于收缩

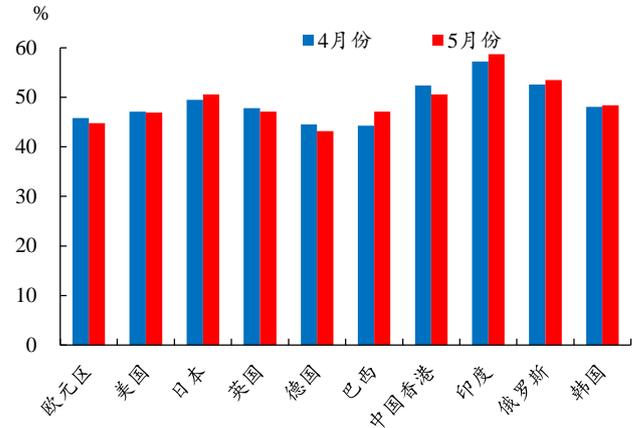
区间。多数新兴市场国家/地区制造业 PMI 较 4 月有所上升,5 月份俄罗斯制造业 PMI 较 4 月回升 0.9 个百分点至 53.5%,印度 5 月制造业 PMI 较 4 月上升 1.5 个百分点至 58.7%,巴西 5 月制造业 PMI 较 4 月上升 2.8 个百分点至 47.1%。总的来看,5 月全球主要经济体制造业 PMI 呈现发达地区收缩、新兴地区扩张的分化特征。

图3: 我国对主要国家/地区出口增速呈普遍回落态势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 5月发达地区与新兴市场地区制造业 PMI 分化

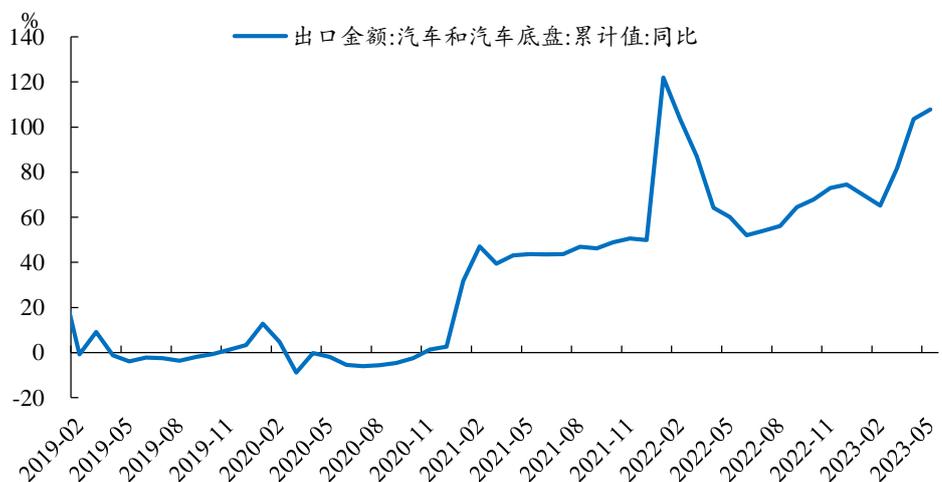


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、多数产品出口同比有所下滑,汽车相关产品出口继续高增

**分产品看:肥料等产品出口增速有所提升,其他重要商品出口增速均有所下滑。**以 5 月份各商品出口金额同比与 4 月出口金额同比相比较,肥料出口同比增速有所上升,较 4 月份提升 21.9 个百分点至 3.7%。农产品、塑料制品出口同比由正转负。未锻压铝及铝材、集成电路、手机出口跌幅进一步扩大,同比较 4 月分别下降 6.8、18.5、12.3 个百分点至-42.1%、-25.8%、-25%。总的来看,5 月份我国主要出口的重要商品类别中,除肥料等初级产品,其他产品出口增速均有所下滑,其中通用专用机械、电气设备、手机电脑等产品的机电产品出口同比亦由正转负。但 5 月汽车和汽车底盘等汽车相关产品累计出口金额同比增速继续上升,较 4 月上升 4.3 个百分点至 107.87%,成为出口重要支撑,后续有望继续保持较高增速。

图5: 5月汽车相关出口增速继续高增



数据来源: Wind、开源证券研究所,注:2021 年为两年复合增速

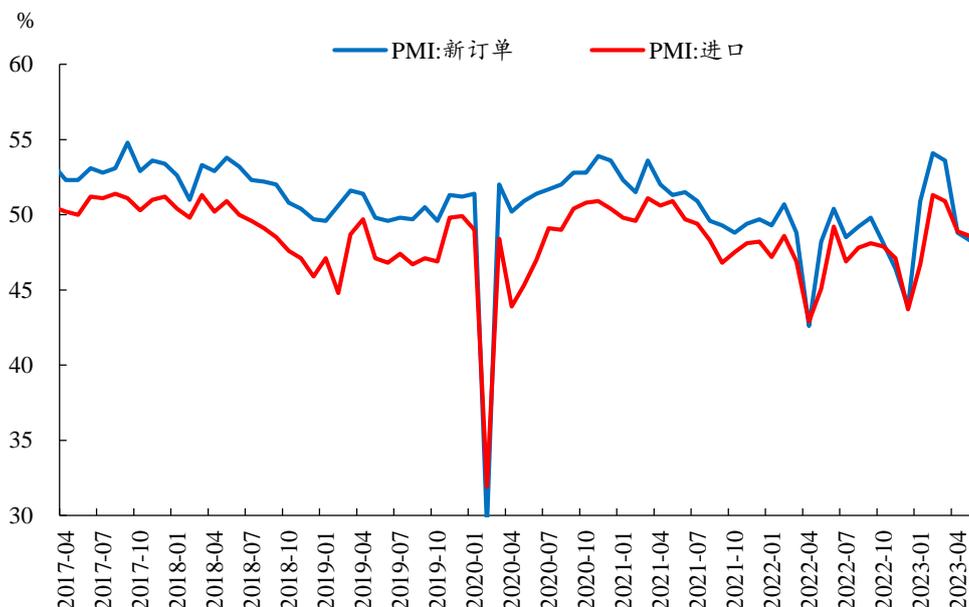
## 2、进口：内需或已接近企稳

5月进口同比降幅较4月有所收窄。从绝对进口金额上看，进口环比亦有所回升，显示当前我国内需或已接近企稳阶段。

5月中国制造业 PMI 新订单指数与进口指数较4月份分别下降 0.5、0.3 个百分点至 48.3%、48.6%，连续两个月维持在荣枯线以下。进口产品方面，以当月同比增速计，食用植物油、鲜、干水果及坚果、成品油等产品进口金额同比增速降幅较大，其中食用植物油进口金额同比增速下降 90.8 个百分点至 37.7%，大豆、钢材进口金额同比增速分别上升 27.4、13 个百分点至 14.5%、-18.2%。

中长期来看，我们认为内需已接近底部。考虑到 2022 年同期大宗商品价格仍在高位，而当下海外经济动能放缓、国内经济复苏较为温和，大宗产品量价均难有较大提升空间，预计三季度随基数回落以及国内需求回暖，进口同比或将迎来回升。

图6：5月我国新订单及进口 PMI 继续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、“填坑”效应消退，出口压力显现，后续或将韧性下滑

(1) “填坑”效应消退、海外需求回落以及高基数，二、三季度出口或仍将面临下行压力。我们在《对当前出口关键变量和趋势的几点探究》中指出，3、4月出口高增的重要原因为疫后国内供给修复、积压订单集中释放带来的“填坑”效应，从5月出口数据看，这一效应或已基本消失。且支撑我国1-4月出口的重要力量—原材料产品将面临海外需求回落、价格下降以及高基数等压力，相关出口或将呈现同比回落态势。此外，2022年6-7月为出口订单集中释放期，同期基数较高。总的来看，我们预计二、三季度出口整体仍将面临下行压力。

(2) 汽车与新能源产品、新兴市场国家/地区将为我国出口增添韧性。相较于越南、韩国，我国出口品类更为丰富，且在光伏、锂电池、新能源汽车等产业方面具备领先优势，这将在欧美经济增长放缓、周期品需求下滑的背景下为我国出口带来一定支撑。同时，中长期趋势上看，“一带一路”沿线国家、东盟等地区占我国出

口份额呈上升态势，结合近期欧美等发达地区与新兴市场地区经济走向有所分化，我们预计新兴市场国家/地区需求的恢复将对冲部分欧美经济下滑对我国外需带来的负向冲击，为我国出口增添韧性。

#### 4、风险提示

外需回落超预期，内需恢复不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn