

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

6月7日，海关总署公布5月出口数据。五月中国对外出口金额2835.0亿美元，同比下滑-7.5%，且反季节性环比下滑4个百分点，低于市场一致预期。

五月出口同比降至负数，我们并不感到意外。我们之前提示，今年三月出口需求源自订单回补，四月出口同比高增更多与去年同期低基数相关。

随着回补需求褪去，基数效应影响减退，今年3-4月短暂的出口同比高增回落，五月出口同比回归可比常态。值得注意的是，五月出口额与四月相差不多，只因去年基数偏高，五月出口同比给人的观感比较冷。

**如果说3-4月出口同比是由于订单回补和可比低基数共振下的短暂反弹，那么今年5-7月出口金额将是回归正常节奏后的结果，只不过基数效应将会拉低5-7月出口的同比表现。**

### ➤ 五月出口归于平静，今年出口同比低点或落在6-7月。

外贸企业获得订单，随后出口报关，订单对出口具有领先意义。四月PMI新出口订单较三月下降2.8%，指向五月出口回归需求错峰之后的正常状态。

基于五月2835亿美元的出口金额，基本上可以测算得今年正常节奏下月度出口额或不高于3300亿美元。

**五月-7.5%的出口同比符合我们预期，预计6-7月出口同比或在-14%~-11%。**

参考历史季节性（2015-2021）表现，六月出口金额一般较五月略有增长。五月PMI显示五月新出口订单仍在下滑，但环比降幅收窄至-0.40%，由此推断六月出口金额或与五月相似，预计六月出口额或在2800亿美元左右。而因为去年六月基数相对较高，六月出口同比最终或落在-14%。

按照往年季节性推断今年七月出口金额，月度金额或在2941亿美元。考虑到去年高基数，今年七月出口同比或达-11%。

**我们维持之前给出的2023年出口同比节奏：3-4月同比偏高，5-7月出口转负，8-9月出口同比震荡，10-12月出口同比上行。**

### ➤ 出口结构显示五月出口没有“新故事”，延续我们之前给出的两大判断。

之所以认为五月出口归于平静，除了出口总量波澜不惊之外，还有一个原因是五月出口结构也并未呈现出太多异象。不论是商品结构，还是国别结构，五月和出口表现符合我们对2023年出口判断。

### 相关研究

- 1.宏观专题研究：房票重启，约束和破局-2023/06/06
- 2.全球大类资产跟踪周报：政策带动情绪反转-2023/06/04
- 3.宏观事件点评：需求不足的政策应对-2023/06/04
- 4.流动性跟踪周报：短周期策略占优-2023/06/04
- 5.2023年5月PMI数据点评：5月PMI的成色-2023/05/31

五月同比走弱较快的是出行消费、地产后周期和耐用消费品板块，与海外消费需求下行同步，符合我们之前对 2023 年全球经贸周期下行判断。

五月钢材、铝材、纺织纱布等原材料出口也快速走弱，与中国对东盟出口走弱相呼应。

**五月出口结构印证我们对 2023 年出口的第一个判断，全球经贸周期下行大趋势下，全球消费品的生产和需求都在共振走弱，这也是我们看全年出口负增长的基本假设。**

五月同比表现韧性的板块主要是两大商品板块，一个是资本品（包括通用机械设备、集成电路、零部件等），另一块是汽车（包括汽车及汽车零配件）。5 月汽车、生产设备和零部件三类高端制造品同比为正；五月汽车出口甚至录得 123.5% 的同比增速。

**五月出口结构印证我们对 2023 年出口第二个判断，2023 年出口结构有两大亮点，一是高端制造（新能源汽车为典型代表）；二是资本品。**

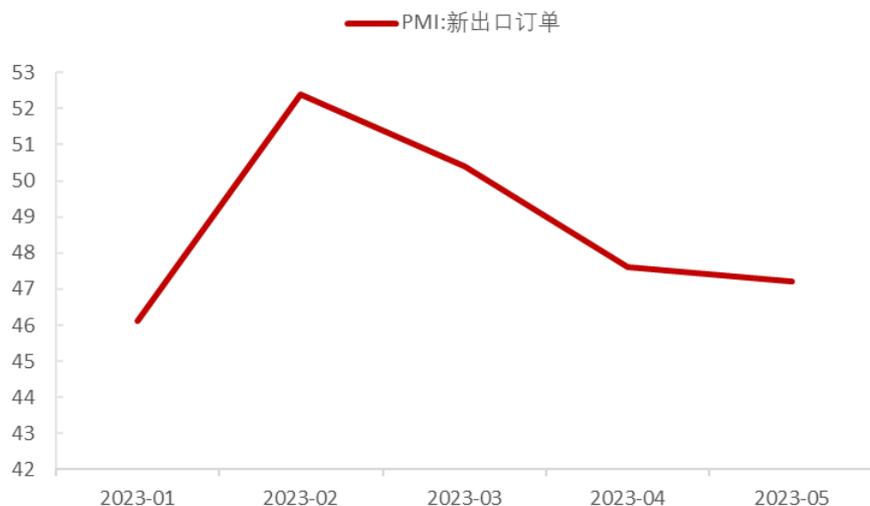
#### ➤ **五月出口转负有两大重要意义**

**出口转负或意味着政策宽松窗口打开。**出口同比为负叠加地产疲软，过去的经验显示，这种内外需组合往往催生逆周期政策启动。一如我们之前提示，二季度最需要关注三个宏观现象，出口转负、地产疲软以及青年失业率偏高。若这三个现象共振则意味着二季度政策或有启动，届时资本市场交易主线或落到政策博弈。

今年全球经贸周期下行，全球总需求和贸易下行，中国亦不能例外。但在总量下行过程中，中国的制造出口仍体现出两大板块的相对竞争优势，一是机械设备等资本品；二则汽车、生产设备和精密零部件等为代表的高端制造商品。**当前国内有效需求不足，出口结构亮点对资本市场而言或蕴含投资机会。**

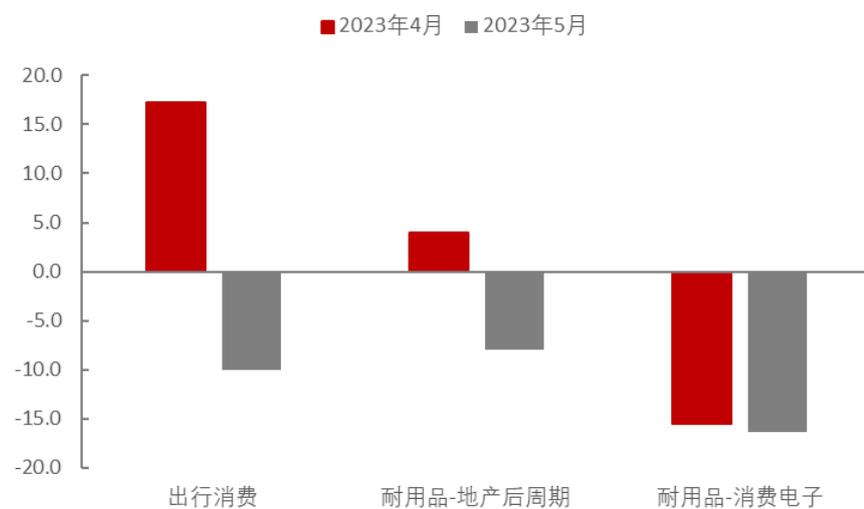
➤ **风险提示：**海外需求韧性超预期；美联储货币政策超预期。

图1: PMI:新出口订单持续回落 (单位: %)



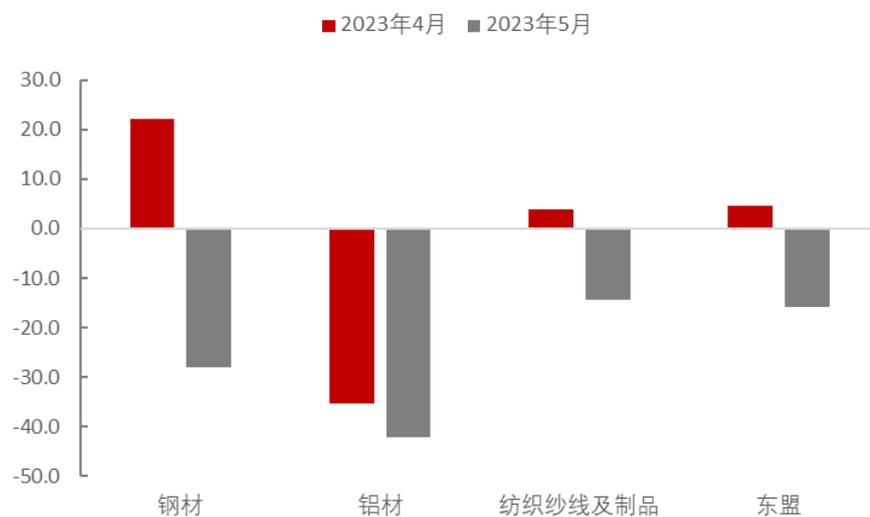
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 5月消费商品快速回落 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图3：原材料出口下滑与对东盟出口下滑相互呼应（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026