

出口回落：情理之中还是意料之外？ ——2023年5月出口数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

相关报告

1 20230318 财政收入因何与经济回暖“背道而驰”？——2023年1-2月财政数据解读

2 内需回暖的价格印证——2023年3月物价数据解读

要点

- 2023年5月，中国出口2835亿美元，同比下降7.5%。同比增速较3月（14.8%）和4月（8.5%）明显回落，也明显不及预期（Wind口径同比+0.1%）。
- 3月和4月出口高景气抬高了市场对出口的预期，5月出口数据重新纠正市场预期。3、4月出口增速反弹至14.8%和8.5%的高位，市场上调了出口预期。5月出口数据再次确认当前出口下行压力。考虑去年4月华东疫情造成的基数效应后，2年复合同口径下，5月出口增长3.8%，同样明显低于3月（14.5%）和4月（6%）。
- 国别层面，本月美国和东盟外需下降贡献总出口同比的近8成，中国对欧盟出口保持韧性。3-4月相对强势的出口中，对东盟出口是一大亮点。甚至有观点认为东盟超预期需求可能拉动中国出口中枢抬升。本月中国对东盟出口同比较上月回落20.4个百分点，似乎证伪了东盟超预期需求的逻辑。
- 产业层面，汽车产业链的出口仍保持较强韧性，电子产业链和纺织产业链出口降温。地产后周期产品（家具家电、灯具、陶瓷）出口同样明显回落。
- 结合国别和产品来看，本月数据或许印证三条线索：其一，全球增长放缓下东盟难以独善其身，加之转口贸易减少，中国对东盟出口同步回落。其二，新能源与汽车需求或许支撑了中国对欧盟出口韧性。其三，地产后周期与消费电子产品的出口疲软，映射美国居民消费走弱。
- 出口重回外需主导逻辑，后续出口将承压。PMI新出口订单指数、出口交货值等反映出口的指标预示今年出口仍将持续走弱。俄罗斯、亚非、南美等发展中国家，短期内可能难以改变出口整体回落的趋势。
- 出口超预期回落，“稳增长”迫切性进一步提高。今年经济三大变量为出口、地产和消费，对应海外衰退拖累、地产修复和疫后消费反弹三条线索。出口作为疫后最主要经济动能，可能是“稳增长”政策重要参考锚。4月消费和地产兑现“弱现实”，出口仍增长8.5%，政策依旧克制。5月出口转负，最后一大变量也已兑现，出口还牵动着就业。这种环境下，跨周期政策向“稳增长”端倾斜的概率上升。
- 结合当前的政策空间，或许可以对货币信贷、财政和产业政策有更多期待。货币信贷方面，LPR已有下调5bp的基础。财政政策方面，今年1-4月广义赤字使用进度偏慢，后续有望提速。产业政策方面，房地产领域，因城施策框架下差异化购房政策、通过并购重组等方式推进保交楼等；制造业投资领域，围绕“加快建设现代化产业体系”以及推动可选消费投资需求的释放。消费领域，财政支出或可适当向消费领域倾斜，刺激消费内生性动能。
- 5月出口转负意味着短期人民币震荡承压，股市、商品和债市的波动性变大。出口超预期回落进一步降低经济预期和结汇需求，人民币阶段性承压。在政策出台前的真空期，市场将不断博弈政策节奏、力度和方向，股市、债市和商品市场波动性大幅增强。
- 风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

内容目录

- 1. 外需压力兑现..... - 4 -
- 2. 稳增长必要性上升 - 8 -

图表目录

图表 1: 5 月中国出口同比大幅回落.....	- 4 -
图表 2: 主要贸易伙伴对中国出口同比的拉动.....	- 5 -
图表 3: 中国对主要国别出口 2 年复合同比增速.....	- 6 -
图表 4: 5 月出口重点产品同比边际变化.....	- 7 -
图表 5: 三大产业链出口同比增速.....	- 7 -
图表 6: 今年出口面临下行压力.....	- 8 -

1. 外需压力兑现

今年3月和4月出口高景气抬高了市场对出口的预期，但5月出口超预期地大幅回落，让乐观情绪降温。

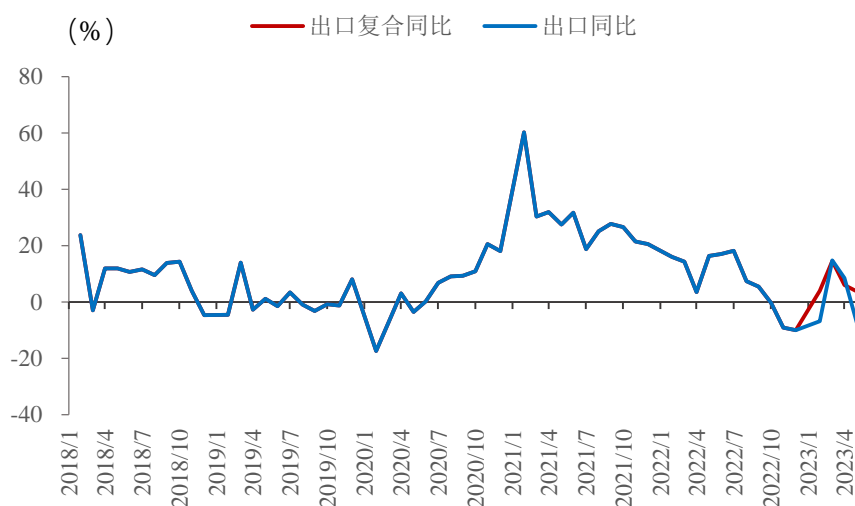
2020年下半年开始，中国出口同比持续高增。去年8月中国出口增速下台阶，且在当年四季度转负，跌幅也在扩大。2022年10至12月，出口同比分别为-0.4%、-9.0%和-10.1%。通常来说，出口下行周期会持续一段时间，线性外推下，市场预计今年中国出口会继续回落。

今年一季度出口再超预期，市场重新上修出口预期。1-2月出口同比-6.8%，好于去年11月和12月。3、4月出口增速甚至反弹到了14.8%和8.5%的高位。在排除春节因素、积压需求释放等影响外，市场仍然上调了对于出口的预测值。根据Wind的统计，市场预期5月中国出口同比增长0.1%。

我们对出口的看法偏谨慎。在《中国出口下一步》中，我们回归分析后发现，3月出口的异常高增长，基本可以由春节的滞后影响来解释。春节影响消退后，中国出口将回到由外需所主导。今年面临的压力，除全球增长放缓令贸易增速回落后，成本优势削弱可能会让中国出口的市场份额进一步被挤占。此外，对美国（经贸关系从防疫回到冲突模式）和东盟（东盟增长承压和转口贸易的减少）这两个贸易伙伴的出口，都面临额外压力。

5月出口同比超预期回落，确认了当前出口下行压力。2023年5月，中国对外出口2835亿美元，同比下降7.5%，增速较3月（14.8%）和4月（8.5%）大幅回落。即便考虑去年4月华东疫情造成的基数效应，使用2年复合同比口径观察，5月出口增长3.8%，同样明显低于3月（14.5%）和4月（6.0%）。

图表 1: 5月中国出口同比大幅回落



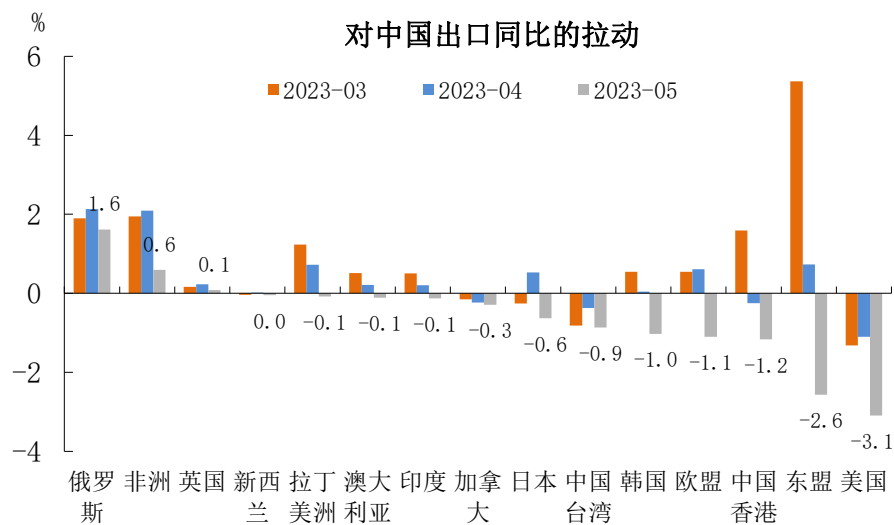
来源: WIND, 中泰证券研究所

分国家和地区看，美国和东盟的外需下降，贡献了5月中国出口同比降幅的近8成。相较而言，对俄罗斯和非洲的出口韧性较强。

三大贸易伙伴中，对美出口同比-18.2%（上月-6.5%），对欧盟（及英国）

出口-5.7%（上月 4.7%），对东盟出口同比-15.9%（上月 4.5%）。中国对美出口和对东盟出口贡献了出口同比降幅的 70%。

图表 2：主要贸易伙伴对中国出口同比的拉动



来源：WIND，中泰证券研究所

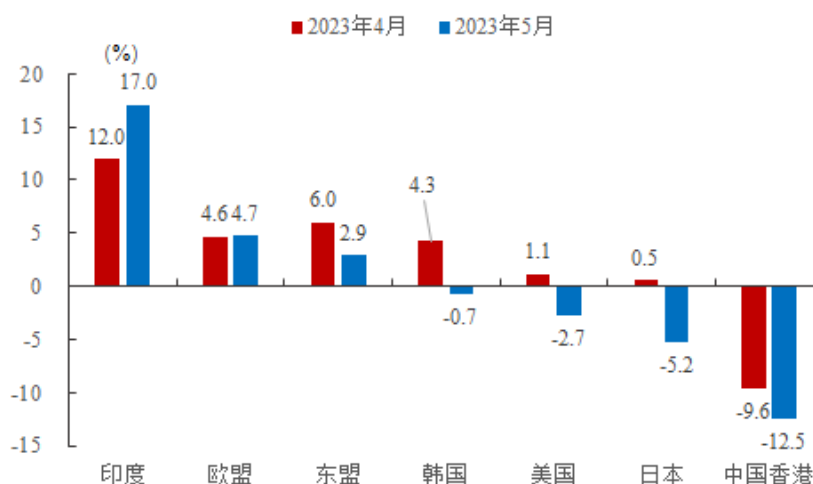
中国香港也是中国对美和东盟出口的重要转口港，本月中国对中国香港出口同比同样大幅回落，本月同比-14.9%（上月-3%）。对中国香港出口贡献了总出口同比降幅的 14.5%。中国对美出口和对东盟出口，再加上中国对中国香港贡献了总出口同比降幅的 84.5%。

如果考虑去年 4 月的低基数，采用两年复合同比口径，中国对美和对东盟出口同比同样明显回落。对美出口同比-2.7%（上月 1.1%），对欧盟（及英国）出口同比 4.7%（上月 4.6%），对东盟出口同比 2.9%（上月 6%）。三大贸易伙伴中，对欧盟出口几乎与上月持平。

需要强调的是，3-4 月相对强势的出口中，对东盟出口是一大亮点。甚至有观点认为东盟超预期需求可能拉动中国出口中枢抬升。

本月中国对东盟出口同比较上月回落 20.4 个百分点，似乎证伪东盟超预期需求的逻辑。

图表 3: 中国对主要国别出口 2 年复合同比增速



来源: WIND, 中泰证券研究所

产业层面, 汽车产业链的出口仍保持较强韧性, 电子产业链和纺织产业链明显降温。

本月海关总署公布的重点产品中, 电子产业链和纺织产业链拉动总出口同比下降 4%, 汽车产业链拉动总出口同比增加 1.9%。

电子产业链 (手机、电脑、音视频设备、液晶显示器、集成电路) 出口同比 -17.8%, 较上月 (-12.1%) 小幅回落。纺织产业链 (纺织纱线、服装衣着等) 出口同比 -13.4%, 同样较上月 (8.8%) 大幅回落。汽车产业链 (汽车、汽车零部件) 出口同比 54.6%, 与 3 月 (58.8%) 相差不大。

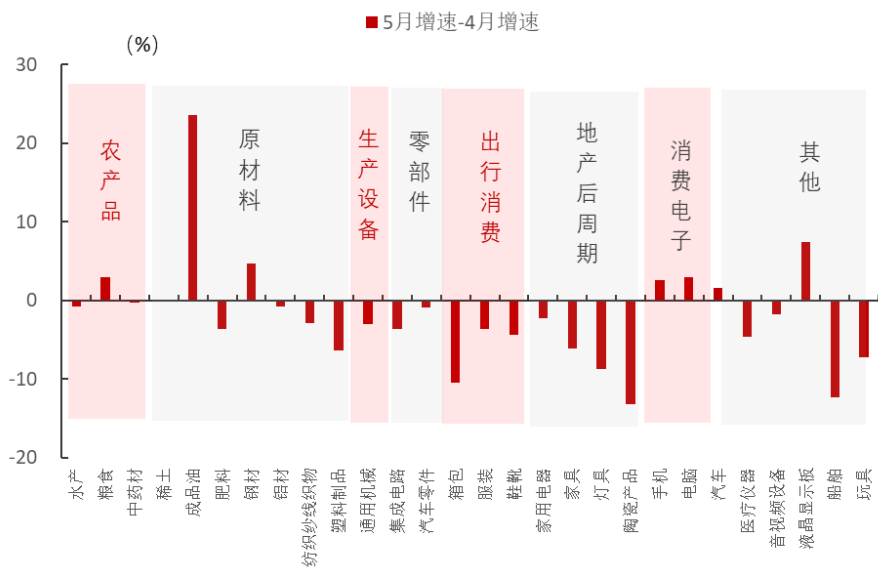
两年复合同口径下, 电子产业链出口同比 -7% (上月 -8.1%), 汽车产业链出口同比 38.3% (上月 37.1%), 纺织产业链出口同比 2% (上月 5.1%)。

除此之外, 地产后周期产品 (家具家电、灯具、陶瓷) 的出口同样明显回落。5 月出口同比 -8%, 环比回落 12 个百分点; 5 月两年复合同口径 (-4.5%), 同样低于上月 (1.3%)。

出口产品分化表现基本与国别分化一致。中国纺织行业最主要出口目的地在东盟; 汽车零部件与汽车则是中国出口欧盟的重点产品; 美国则是地产后周期与消费电子的最主要出口市场。

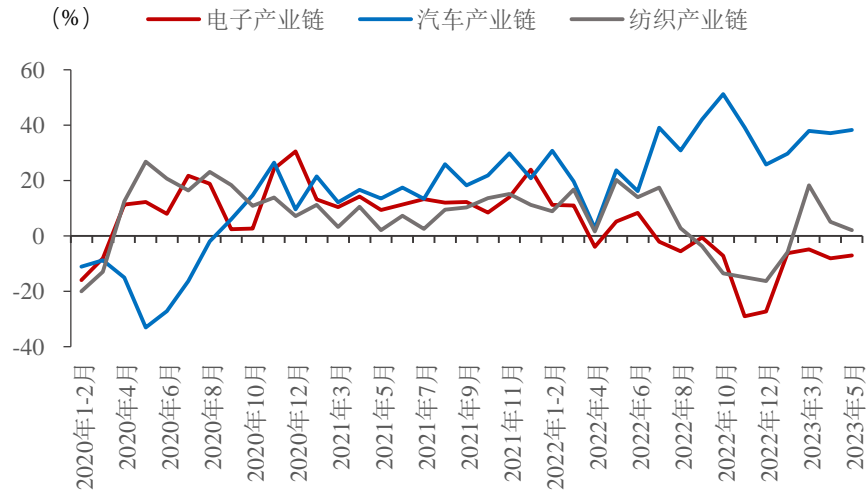
全球增长放缓下东盟难以独善其身, 加之转口贸易减少, 中国对东盟出口同步回落。相对美国, 中国与欧盟的汽车产业链联系更紧密, 且欧盟的新能源需求明显更强。新能源与汽车需求或许支撑了中国对欧盟出口韧性。地产后周期与消费电子产业产品的需求疲软, 映射美国居民消费走弱, 以及贸易冲突的影响再显现。

图表 4: 5 月出口重点产品同比边际变化



来源: WIND, 中泰证券研究所; 注: 增速为 2 年复合增速。

图表 5: 三大产业链出口同比增速



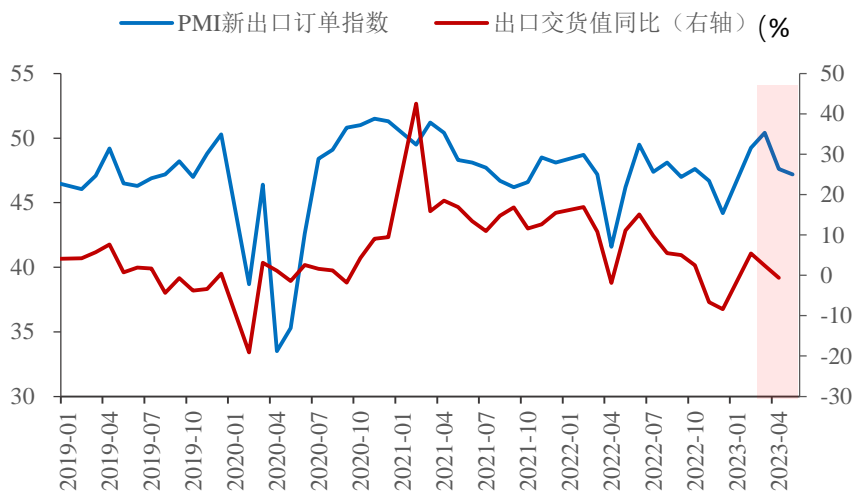
来源: WIND, 中泰证券研究所; 注: 2021 年和 2023 年增速为 2 年复合增速。

出口将重回外需主导逻辑, 后续出口将承压。PMI 新出口订单指数、出口交货值等反映出口的指标预示今年出口仍将持续走弱。

我们一直强调, 节日因素、库存积压等短期扰动不影响外需回落的中长期逻辑。今年出口在外需走弱大环境下, 难有趋势性逆转。尽管欧美等国通胀短期依然顽固, 但主要反映在服务为主导的核心通胀环节, 商品消费呈降温趋势。作为全球贸易最终需求的欧美国家, 商品消费仍将继续走弱。

俄罗斯、亚非、南美等发展中国家，短期内可能难以改变出口整体回落的趋势。

图表 6: 今年出口面临下行压力



来源: WIND, 中泰证券研究所

2. 稳增长必要性上升

今年经济三大变量为出口、地产和消费，对应海外衰退拖累、地产修复和疫后消费反弹三条线索。三条线索的不确定性决定了今年政策的节奏与路径。出口超预期回落，“稳增长”政策迫切性进一步提高。

一季度服务消费较快反弹，地产积压购房需求释放；海外衰退迟迟未兑现，加之防疫政策优化导致供给端错位，出口强于预期；一季度经济实现开门红。政策“跨周期”调节，强调“稳增长”与“防风险”的平衡。“稳增长”压力不大，则政策保持相对克制，仍留有空间。

出口作为疫后最主要经济动能，可能是“稳增长”政策重要参考锚。4月消费和地产兑现“弱现实”，出口仍增长8.5%，政策依旧克制。5月出口转负，最后一大变量也已兑现，出口还牵动着就业。这种环境下，我们认为跨周期政策向“稳增长”端倾斜的必要性上升。

结合当前的政策空间，或许可以对货币信贷、财政和产业政策有更多期待。结合我们之前的报告（《稳增长下一步：复苏压力和政策弹性》），我们认为：

第一，货币信贷方面，存款利率下调，为LPR调降打开了空间。根据上市银行的数据测算，仅协定存款利率上限下调一项，就可缓释行业资金成本3-4bp。据媒体报道，多家国有大行近日将下调部分存款利率，涉及人民币、美元币种。因此，我们认为LPR已有下调的基础。

第二，财政政策方面，今年1-4月广义赤字使用进度偏慢，后续有望提速。除了预算内的财政资金外，隐性债务压力下，2023年政策性银行在补充基建项目配套融资时，仍有必要继续担重任。

第三，产业政策方面，在房地产、制造业和消费领域，政策都有进一步释放需求的抓手。房地产领域，因城施策框架下差异化购房政策、通过并购重组等方式推进保交楼等；制造业投资领域，围绕“加快建设现代化产业体系”以及推动可选消费投资需求的释放。消费领域，财政支出或可适当向消费领域倾斜，刺激消费内生性动能。

除了政策方面，5月出口对当下资产定价也至关重要。5月出口转负意味着短期人民币可能震荡承压，股市、商品和债市的波动性变大。

出口超预期回落压制经济预期，降低结汇需求，人民币价格阶段性承压。近期人民币面临美元走强、国内经济预期转弱和结汇需求减少的三重压力。债务上限谈判完成，美国财政部将发行国库券，美元流动性预计边际收紧；近期欧洲经济呈现走弱迹象，进一步助长美元指数强势。5月出口超预期回落，出口预期下修，经济预期进一步转弱。出口走弱还降低结汇需求，对人民币汇率有不利影响。出口数据公布后，离岸人民币汇率一度跌破7.14。

在政策出台前的真空期，市场将不断博弈政策预期，股市、债市和商品市场波动性大幅增强。“稳增长”政策的节奏、力度和方向将成为政策博弈重点。商品市场，黑色、有色、玻璃等板块关注地产、基建等政策，波动性可能更大。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。