

全球制造业收缩带来出口下行压力

——5月贸易数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

高基数及弱外需压制出口。中国5月出口同比明显低于市场预期，环比下降4.0%。出口低于预期的因素主要有以下几点：第一是高基数效应。2022年5月出口金额同比增长超过16%。第二是外需走弱。主要经济体5月制造业PMI、集装箱运价指数等多项数据也体现了这一点。外需回落在重点出口商品及主要出口伙伴两方面均得以反映：**商品方面，多数商品出口金额同比负增，环比而言也普遍回落。**高新技术产品、集成电路及手机拖累明显，劳动密集型产品出口增速也有所下降。**主要出口伙伴方面，5月主要贸易伙伴对我国出口金额的拉动均有所减弱。**5月我国对东盟、欧盟及美国的出口占比排名靠前（三者合计占比超45%），同比增速均下行明显。除去年基数走高的影响外，前期欧美央行大幅加息对外需的抑制作用显著。对东盟出口的边际走弱相对明显，同比由正转负，我们理解对东盟出口走弱可能受到以下因素的影响：一是欧美经济承压的外溢效应，二是东盟国家制造业景气度出现明显回落，三是去年合作协议签订之后，出口受到正向有力拉动形成了较高基数。**值得注意的是，尽管本月出口超预期回落，部分商品及贸易伙伴出口仍存在一定韧性。首先汽车出口同比表现仍然亮眼。**5月汽车（包括底盘）出口金额同比增长123.5%，是本月出口的主要贡献，我国在汽车制造方面的竞争优势持续凸显。**其次部分新兴市场国家支撑依旧。**5月我国对俄罗斯、非洲的出口同比仍居于前列，在出口总额明显回落的背景之下分别同比增长114.3、12.9个百分点，体现出新兴市场或是我国出口的增长点所在，具备一定潜力。

数量对进口贡献明显。5月进口同比好于市场一致预期。环比而言则上行6.1%。结合本月大宗商品价格来看，**进口增速的回升主要来自数量方面的贡献。**但进口同比仍为负增，表明国内需求仍偏弱。具体商品来看，本月进口所受拖累则主要来自原油、铁矿砂以及集成电路和高新技术产品。重点进口工业原材料量价关系上，铁矿砂、铜矿砂、煤、原油、天然气均量增价跌，原材料价格对进口的支撑作用进一步减弱。

出口下行增加经济阶段性压力。5月进出口均与市场预期产生一定偏离，尤其是出口同比回落幅度更为明显，除高基数这一短期因素外，外需收缩的趋势也较为明显。由于制造业是利率敏感型行业，全球加息潮和银行业危机带来的信贷紧缩对于全球制造业的负面冲击较大，进

而影响到中国出口。长期而言，外需或难有明显改善，预计延续趋缓态势，这意味着出口面临的压力不易扭转。但本月我国在以汽车为代表的产品制造优势依旧强劲，对部分新兴市场出口也持续高增，是本月明显回落的出口数据中的亮点所在，表明我国外贸具有一定发展新动能，叠加政策对高端制造及新兴市场的倾斜，预计上述新优势将在一定程度上弥补欧美经济承压对出口的拖累，部分缓和外需下行压力。二季度以来国内经济再度下行，出口大幅下滑将使得总需求的压力更大，政策托底总需求的必要性增强。

风险提示：海外经济下行超预期。

目录

1. 数据	5
2. 高基数及弱外需压制出口	5
3. 数量对进口贡献明显	8
4. 出口下行增加经济阶段性压力	8

图表目录

图表 1: 中国出口明显低于预期.....	5
图表 2: 5月各类商品出口增速.....	6
图表 3: 5月东盟 PMI 出现较大幅度下行.....	7
图表 4: 2023 年 1 至 5 月中国出口结构.....	7
图表 5: 中国对部分贸易伙伴出口同比.....	7
图表 6: 进口超出市场预期.....	8

1. 数据

中国 5 月出口（以美元计价，下同）同比下降 7.5%，市场预期（Wind，下同）增长 0.1%，前值增长 8.5%。

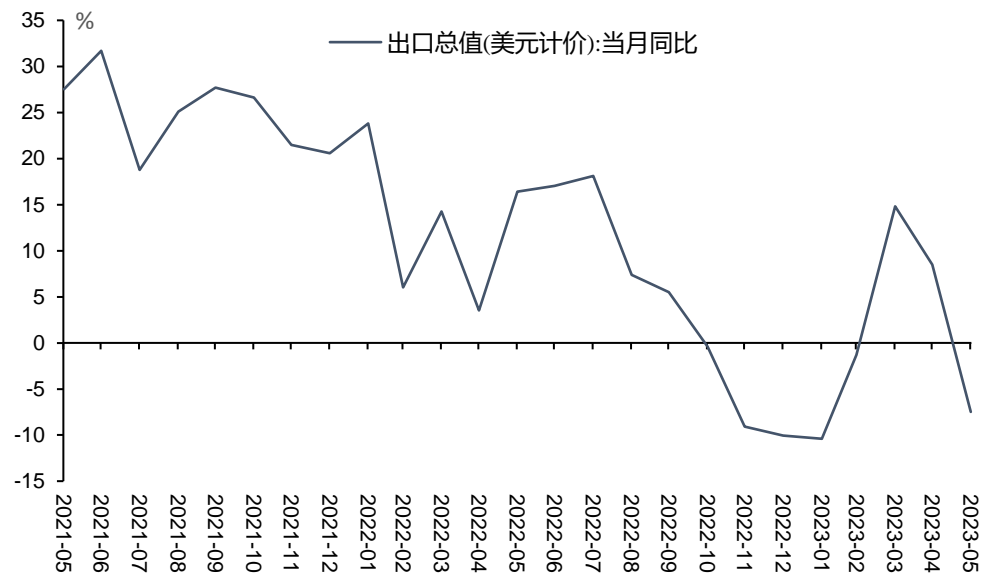
中国 5 月进口同比下降 4.5%，市场预期下降 7.5%，前值下降 7.9%。

中国 5 月贸易顺差 658.1 亿美元，前值 902.1 亿美元。

2. 高基数及弱外需压制出口

中国 5 月出口同比由正转负，增速回落 16 个百分点至-7.5%，明显低于市场预期，环比下降 4.0%。出口走弱一方面受去年同期基数抬升的影响，另一方面从出口金额的边际回落来看，全球共振去库存的趋势下外需继续走弱。

图表 1：中国出口明显低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

出口低于预期的因素主要有以下几点：

第一是高基数效应。2022 年 5 月出口金额基数走高，同比增长超过 16%，在去年全年的单月出口同比中属于偏高水平，去年 4 月则仅为 3.5%。我们计算本月出口两年平均同比增速以剔除基数影响，结果表明两年平均增长 3.8%（前值 6.0%），本月虽有回落但仍为正增，边际收敛程度相对较小。这反映出去年基数的抬升对本月同比增速形成一定压制。

第二是外需走弱。5 月出口金额环比下行，上文中的两年平均同比增速也有边际放缓。体现本月外需拉动效应不及上月。多项高频数据也体现了这一点。一则，主要经济体 5 月制造业 PMI 多数处于收缩区间；二则，“出口导向型”国家 5 月出口表现不佳，韩国出口增速持续下行，越南出口依旧负增，表明全球经济承压的背景下海外需求释放有限；三则，5 月中国出口集装箱运价指数（CCFI）以及波罗的海集装箱运价指数整体上均处于下行态势；四则，中国制造

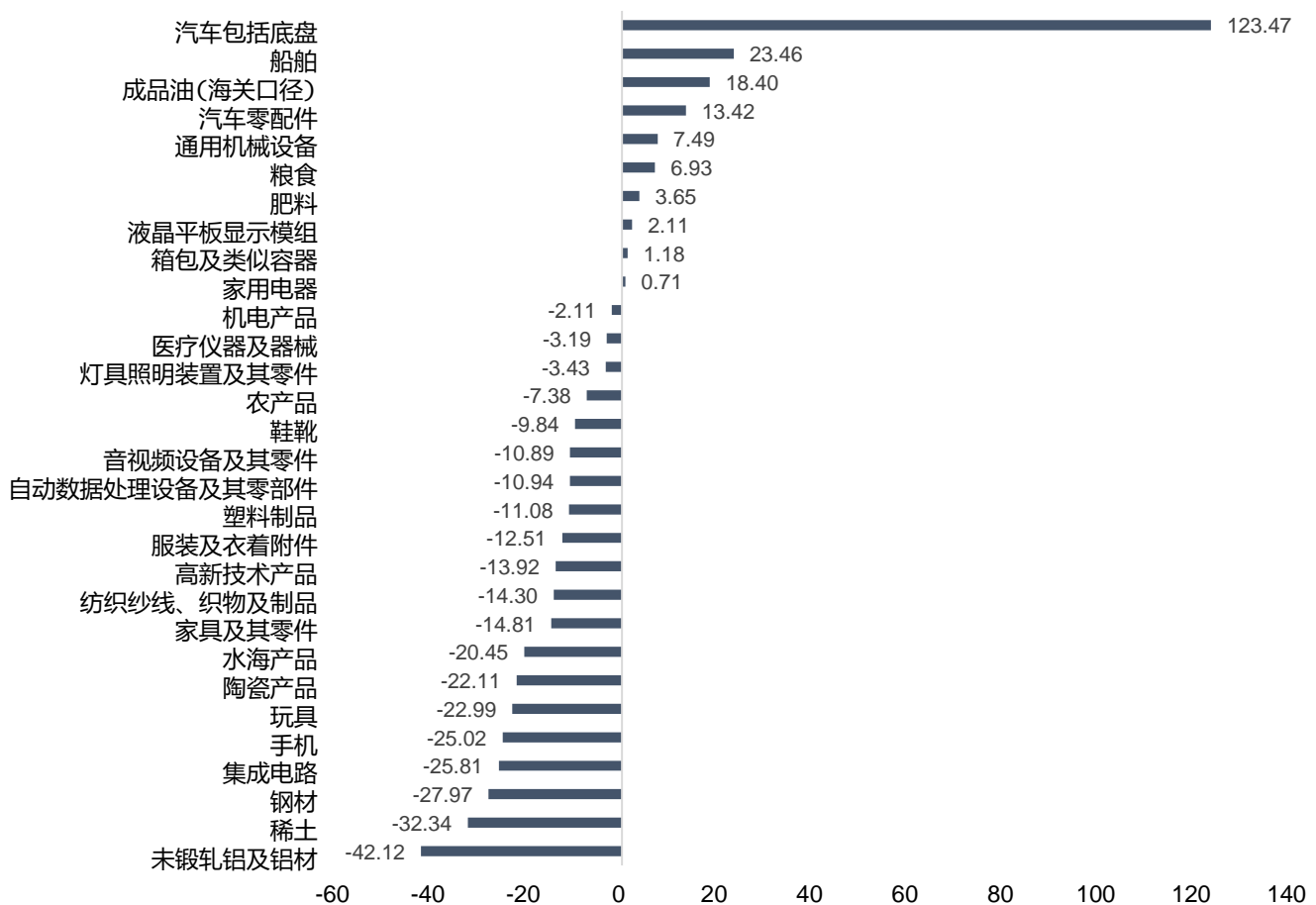
业 PMI 中的新出口订单指数 3 月至 5 月均呈边际回落状态，同样释放出外需不佳的信号。

外需回落在重点出口商品及主要出口伙伴两方面均得以反映：

商品方面，多数商品出口金额同比负增，环比而言也普遍回落。结合各自出口规模占比来看，对本月出口拖累比较明显的为高新技术产品、集成电路及手机，分别同比下降 13.9%、25.8%、25.0%，环比上月均为负增。上月表现相对较好的劳动密集型产品出口增速也有所下降，箱包、纺织纱线、服装及鞋靴、玩具产品出口同比均出现较为明显的回落。

图表 2：5 月各类商品出口增速

5月各类商品出口增速

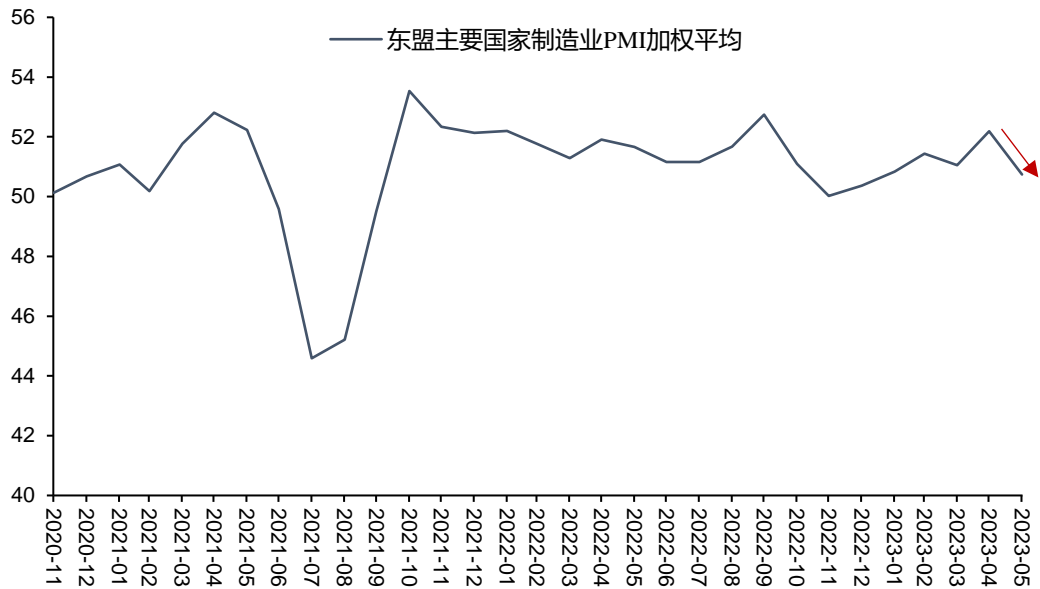


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主要出口伙伴方面，5 月主要贸易伙伴对我国出口金额的拉动均有所减弱。5 月我国对东盟、欧盟及美国的出口占比排名靠前（三者合计占比超 45%），同比增速均下行明显，对东盟及欧盟的出口由正转负，对美出口金额同比降幅也进一步扩大，由上月的 -6.5% 降至 -18.2%，除去年基数走高的影响外，前期欧美央行大幅加息对外需的抑制作用显著。环比来看，东盟及欧美出口较上月出现不同程度的下滑，其中对东盟出口的边际走弱相对明显，东盟积极贡献不及预期，或是出口明显下行的原因之一，我们理解对东盟出口走弱可能受到以下因素的影响：

一是欧美经济下行的外溢效应，二是东盟国家制造业也出现了向下的拐点，我们用主要东盟国家制造业 PMI 加权平均，可以看到 5 月东盟制造业景气度下滑较多，扭转了此前的上涨趋势。三是去年合作协议签订之后，出口受到正向有力拉动形成了较高基数。

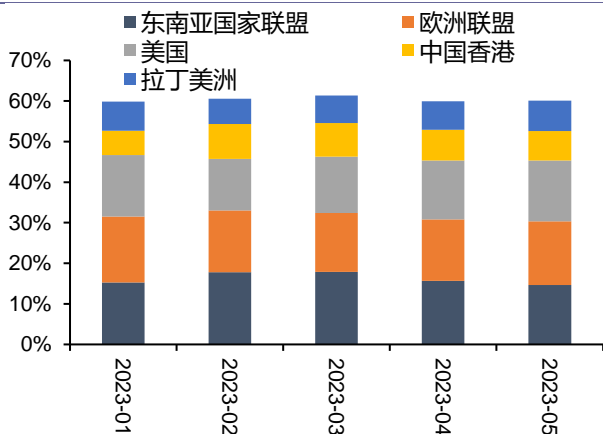
图表 3：5 月东盟 PMI 出现较大幅度下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

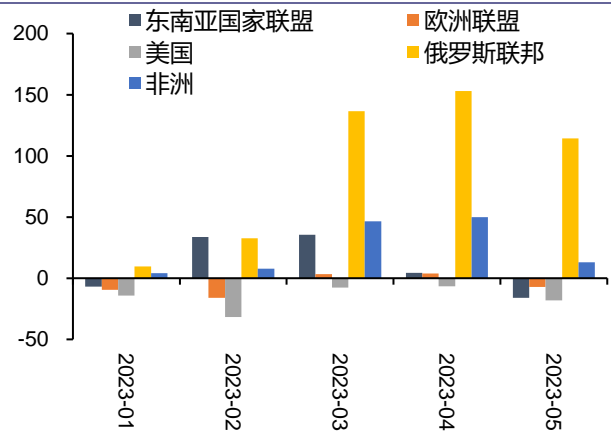
值得注意的是，尽管本月出口超预期回落，部分商品及贸易伙伴出口仍存在一定韧性。首先汽车出口同比表现仍然亮眼。5 月汽车(包括底盘)出口金额同比增长 123.5%(前值 195.7%)，环比增长 8.8%，是本月出口的主要贡献，我国在汽车制造方面的竞争优势持续凸显。其次部分新兴市场国家支撑依旧。5 月我国对俄罗斯、非洲的出口同比仍居于前列，在出口总额明显回落的背景之下分别同比增长 114.3、12.9 个百分点，体现出新兴市场或是我国出口的增长点所在，具备一定潜力。

图表 4：2023 年 1 至 5 月中国出口结构



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 5：中国对部分贸易伙伴出口同比

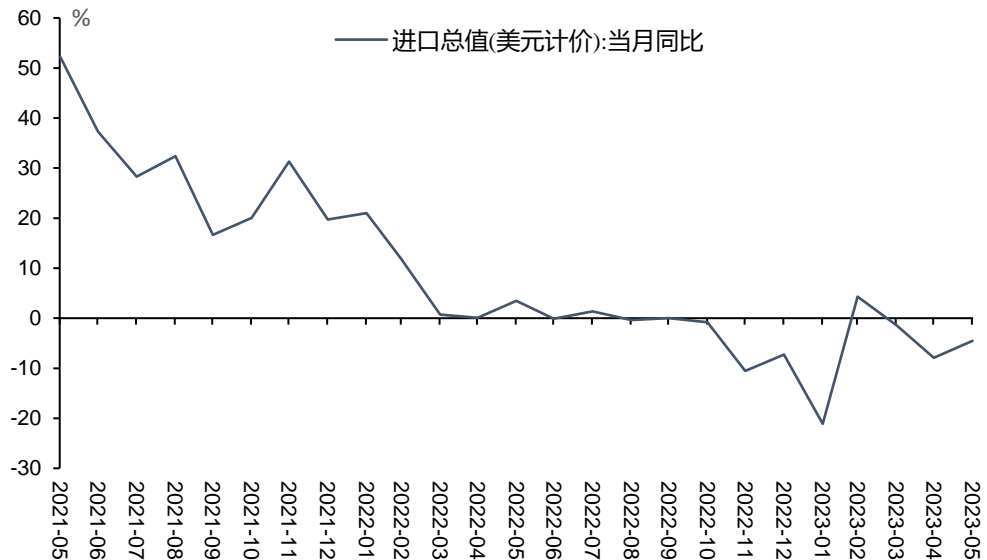


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 数量对进口贡献明显

5月进口同比降幅有所收窄，同比增速由-7.9%小幅上行至-4.5%，表现好于市场一致预期。环比而言则上行6.1%。结合本月大宗商品价格来看，进口增速的回升主要来自数量方面的贡献。但进口同比仍为负增，表明国内需求仍偏弱。

图表 6: 进口超出市场预期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

具体商品来看，本月进口总额同比受煤炭、成品油的积极拉动相对明显，所受拖累则主要来自原油、铁矿砂以及集成电路和高新技术产品。其中原油及铁矿砂受高基数影响，边际变化来看则有所上行，其环比均为正增。重点进口工业原材料量价关系上，铁矿砂、铜矿砂、煤、原油、天然气均量增价跌，表明原材料价格对进口的支撑作用进一步减弱。

4. 出口下行增加经济阶段性压力

5月进出口均与市场预期产生一定偏离，尤其是出口同比回落幅度更为明显，除高基数这一短期因素外，外需收缩的趋势也较为明显。由于制造业是利率敏感型行业，全球加息潮和银行业危机带来的信贷紧缩对于全球制造业的负面冲击较大，进而影响到中国出口。**长期而言，外需或难有明显改善，预计延续趋缓态势，这意味着出口面临的压力不易扭转。**但本月我国在以汽车为代表的产品制造优势依旧强劲，对部分新兴市场出口也持续高增，是本月明显回落的出口数据中的亮点所在，表明我国外贸具有一定发展新动能，**叠加政策对高端制造及新兴市场的倾斜，预计上述新优势将在一定程度上弥补欧美经济承压对出口的拖累，部分缓和外需下行压力。**二季度以来国内经济再度下行，出口大幅下滑将使得总需求的压力更大，政策托底总需求的必要性增强。

风险提示: 海外经济下行超预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。