

宏观深度报告 20230710

今年出口还有什么“顺风”可以依赖？

2023年07月10日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《历次主动去库如何“换挡”？》

2023-07-03

《如何看待欧美经济的“强”与

“弱”——海外宏观经济周报》

2023-07-03

- **出口可能是 2023 年最重要的经济变量。**4 月政治局会议明确指出当前经济最大的问题是“内生动力不足”，而关键点就在于内生增长真正企稳回升前，出口能否体现出足够的韧性。**我们认为今年出口的不确定性主要有三条值得去关注的主线：对一带一路国家出口加速，使得中国在这些经济体的进口份额上升；欧美日韩等传统发达国家对中国“去风险”，直接结果是中国在这些经济体进口中的占比下降；美国地产企稳、衰退风险下降，带来美国经济和全球进出口增速的重估。**
- 从以上三个角度去分析，我们预计今年中国出口在-1.5%至-2.8%之间，较此前的假设和预测改善 1.6 至 2.9 个百分点。
- **“一带一路”国家对中国出口的拉动主要体现在份额替代上。**我们选取一带一路核心的三大经济体：东盟、中东和俄罗斯。近年三大经济体的进口中，中国对欧美日韩的替代趋势明显：从地域上看，中东和俄罗斯的空间更大；从产品上看，基础有机化学品是三个地区共有的进口“洼地”，其次是占我国出口权重最大的机电产品，此外我国对俄罗斯和中东的陶瓷、塑料制品出口仍有不小的空间；机电产品中则关注中国的汽车、机械设备和造船等行业，兼具宏观和行业的逻辑。
- **欧美日韩自中国进口份额的下降将出现分化。**2020 年之后欧美日韩自中国进口的份额下降，不过也有分化，日本、韩国下降得更快；根据今年以来中国外交工作的推进，可能意味着今年外贸方面，稳住在欧洲的份额、减缓对美份额下滑的速度是重要主线之一。
- **美国地产的“意外”企稳意味着今年美国不会陷入衰退，也意味着对今年全球经济和贸易增速面临向上的重估。**不过本轮美国地产企稳存在两点明显的不同，限制了对于经济 and 需求的拉动效果：没有宽松政策配合，地产销售恢复缓慢，对于地产后周期的影响可能更加有限。没有降息的配合将会限制需求的反弹，当前高利率已经成为美国居民购房和购置家居耐用品的主要障碍。占大头的二手房交易恢复缓慢，对地产后周期的拉动可能有限。
- **相对而言地产商乐观，供给端的空间会更大。**5 月美国房地产指数重回 55，主要反映的是地产商对于未来的乐观，第二季度美国地产投资对于经济的环比拉动将转正，而这对于今年上游相关原材料和中游部分机械会有更加明显的拉动。
- **综合以上分析，我们认为今年影响我国出口的形势发生了三点变化：美国经济今年不会衰退，全球贸易增速没有那么悲观了；在外交的努力下，欧美尤其是欧洲进口中中国份额的下降速度可能会放缓；今年是一带一路 10 周年，中国在其中主要经济体中的进口份额可能会加速上升。**我们预计今年中国出口在-1.5%至-2.8%之间，较此前的假设和预测改善 1.6 至 2.9 个百分点。
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对出口拉动不及预期。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。出口测算的假设可能存在一定偏差。

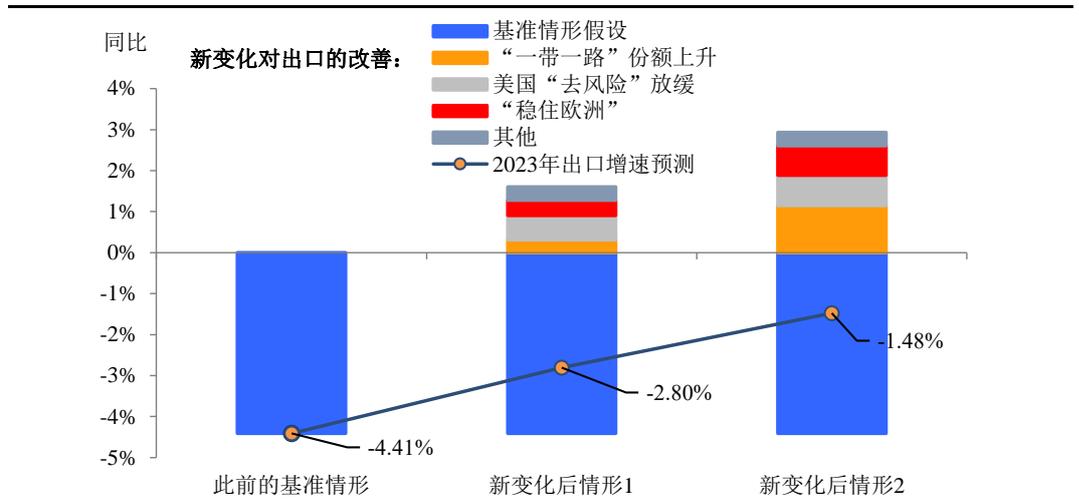
内容目录

1. “一带一路”出口的“上位”	6
1.1. 哪些产品更青睐“中国制造”?	7
1.2. 哪些地区和产品“中国制造”仍有空间?	9
1.3. 综合看, 哪些产品未来空间大?	11
2. “去风险”(de-risk): 节奏可能有所不同	14
3. 美国地产: 这次不一样?	15
4. 今年出口怎么看?	17
5. 风险提示	20

图表目录

图 1:	理解今年中国出口的一个简单框架.....	4
图 2:	对 2023 年我国出口测算的更新.....	5
图 3:	东盟和“一带一路”国家的重要性日趋提升.....	6
图 4:	2023 年 5 月中国对主要国家和地区的出口表现.....	6
图 5:	东盟、俄罗斯和中东对中国的进口加快上升.....	7
图 6:	中国持续替代东盟等地区对欧美日韩的进口需求.....	7
图 7:	东盟、俄罗斯和中东进口份额变化的概况.....	7
图 8:	机电、化学品、贱金属份额替代明显.....	8
图 9:	中东、俄罗斯劳动密集型产品进口转移表现稍差.....	8
图 10:	中国对欧美日韩机电类产品基本呈现全方位的替代.....	8
图 11:	中国和欧美日韩在东盟、俄罗斯和中东进口中份额的对比.....	9
图 12:	东盟对中国和欧美日韩产品进口占比基本持平.....	9
图 13:	中东对中国部分产品进口依赖度仍较低.....	9
图 14:	机电产品中，中国占比较高的产品集中在电子和家电产品.....	10
图 15:	进口份额：中国在汽车及其零配件、机械设备等与欧美日韩差距更大（2021 年）.....	10
图 16:	东盟进口中国商品的增速-占比划分.....	11
图 17:	俄罗斯进口中国商品的增速-占比划分.....	11
图 18:	中东进口中国商品的增速-占比划分.....	12
图 19:	东盟进口中国机电产品的增速-占比划分.....	12
图 20:	俄罗斯进口中国机电产品的增速-占比划分.....	12
图 21:	中东进口中国机电产品的增速-占比划分.....	12
图 22:	中国和全球新能源车渗透率.....	13
图 23:	全球客车市场新能源渗透率低且中国品牌有优势.....	13
图 24:	2020 至 2022 年工程机械出口收入的地区分布.....	13
图 25:	2022 年内资企业在海外工程机械市场份额偏低.....	13
图 26:	中国在美日进口中的份额明显下降.....	14
图 27:	中国在欧盟、韩国进口的份额下降相对平缓.....	14
图 28:	中国出口占全球出口比重仍明显高于疫情前.....	15
图 29:	2023 年以来中国与欧美日韩高层外交活动统计.....	15
图 30:	美联储迅速大幅降息能够帮助住宅投资迅速企稳反弹.....	16
图 31:	利率高成为美国居民购房的重要阻碍.....	16
图 32:	利率高也是美国居民购买家居耐用品的阻碍.....	16
图 33:	占大头的二手房销售还没有启动.....	17
图 34:	美国房屋销售领先对我国地产后周期产品进口.....	17
图 35:	地产商情绪改善将带动美国地产投资回暖.....	17
图 36:	美国新屋开工领先对我国地产建设相关产品进口.....	17
图 37:	2023 年“一带一路”进口中国份额或将加速.....	18
图 38:	美国自我国进口的地产后周期产品份额下降.....	19
图 39:	预计美国地产回暖对地产建设类产品进口影响更大.....	19
图 40:	对于今年中国出口预测的调整：小幅负增长.....	20

图2: 对 2023 年我国出口测算的更新



注:

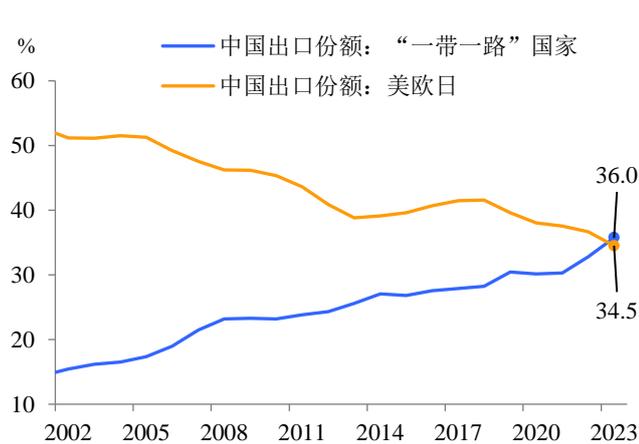
- 此前的基准情形:** 美国温和衰退、全球经济放缓情形下的全球进出口贸易的情况类似于 2001 年和 2016 年; 假设欧美日韩自中国进口的份额, 按照 2020 年以来年均降幅减少; 假设“一带一路”经济体自中国的进口份额按照 2017 年至 2021 年平均增幅上升。
- 新变化后情形 1:** 美国不衰退提振全球贸易, 一带一路自中国的进口份额匀速增长, 美欧自中国进口的份额减速下降 (分别为基准情形下降速度的 80%和 60%)。
- 新变化后情形 2 会更加乐观:** 美国不衰退提振全球贸易, 一带一路自中国的进口份额加速增长 (取疫情以来的最快增速), 美国自中国进口的份额减速下降 (为基准情形下降速度的 60%), 欧盟自中国进口份额较 2022 年保持不变。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1. “一带一路”出口的“上位”

今年前5个月中国出口主打“一带一路”地区的韧性。2022年以来出口数据中“俄+东盟升，欧美降”的趋势加速，“一带一路”国家逐渐替代美欧等发达经济体成为我国出口核心拉动，这在欧美经济放缓、地缘形势紧张的当下表现更为突出。

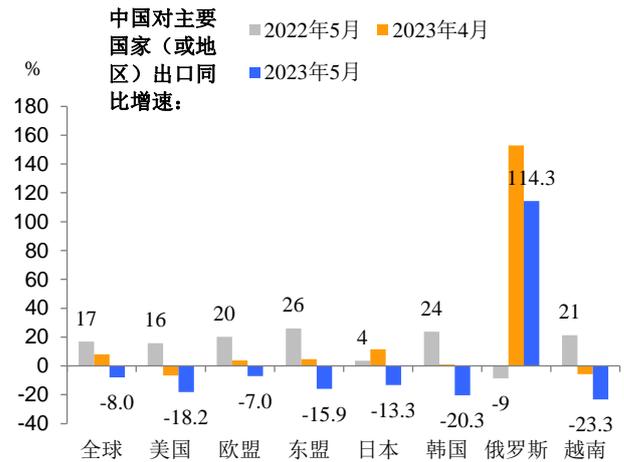
图3: 东盟和“一带一路”国家的重要性日趋提升



注：截至2023年5月。

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

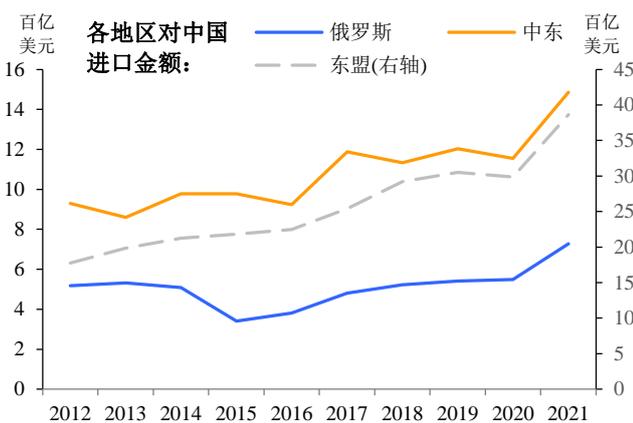
图4: 2023年5月中国对主要国家和地区的出口表现



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

这一韧性背后的本质是中国在“一带一路”经济体进口份额的争夺上占了上风。2015年以来，东盟、俄罗斯和中东地区对中国的进口需求加快上升，对中国出口形成强势拉动：这一方面体现了“一带一路”主要经济体相较欧美，经济和需求增速更快；另一方面，在进口份额上，中国也在持续替代东盟等地区对欧美日韩的需求，2012-2021年间，俄罗斯、中东、东盟对欧美日韩的进口份额分别降低了8pct、10.2pct、4.7pct，而对中国的进口占比分别上升了8.4pct、4.0pct、9.3pct。总量之外，我们可能更关心的是哪些产品替代速度快，哪些产品存在更大的替代空间？

图5: 东盟、俄罗斯和中东对中国的进口加快上升

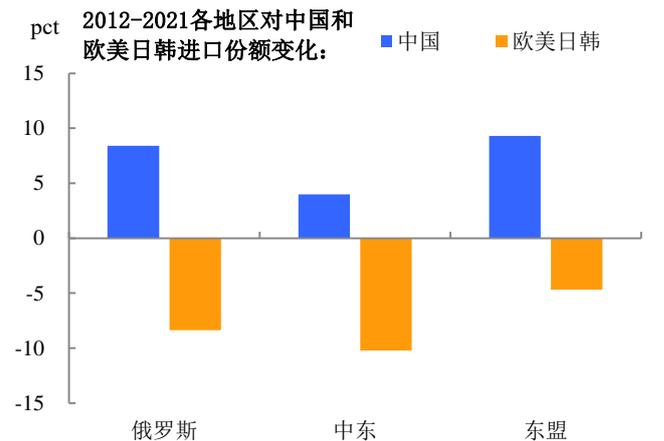


注: 截至 2023 年 5 月。

数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所

注: 中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

图6: 中国持续替代东盟等地区对欧美日韩的进口需求



数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所

注: 中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

1.1. 哪些产品更青睐“中国制造”？

产品结构上, 进口份额转移主要体现在机电、化学品、贱金属等, 劳动密集型产品有所分化。我们根据海关总署对相关产品分类选取中国出口占比最高的商品类别, 并根据各类产品对应的 HS 编码拆分“一带一路”主要地区进口产品结构。

2012-2021 年间, “一带一路”地区对中国各类产品的进口份额呈现出不同程度的上升, 而对欧美日韩进口占比则持续下滑。其中, “一带一路”主要地区如东盟、俄罗斯以及中东对中国机电产品、基本有机化学品、钢材铝材等贱金属的进口转移较为明显, 中国对欧美日韩的产品份额呈现出不同程度的替代; 而对于劳动密集型产品, 例如纺织服装鞋帽箱包、陶瓷产品等, 不同地区表现有所不同, 其中东盟对中国的进口转移较为明显, 而中东、俄罗斯表现稍差, 这可能与期间相关产业链外移以及贸易摩擦下的贸易转口有关。

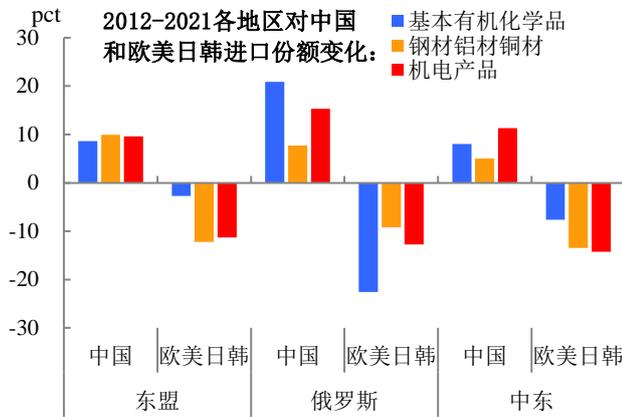
图7: 东盟、俄罗斯和中东进口份额变化的概况

2012-2021各地区对中国和欧美日韩进口份额变化(pct)	东盟		俄罗斯		中东	
	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩
全部	9.32	-4.68	8.40	-8.36	3.99	-10.23
农产品	0.73	0.39	0.41	-13.81	0.18	-4.27
成品油	7.71	-5.07	0.11	7.58	0.05	-32.88
基本有机化学品	8.62	-2.74	20.87	-22.57	8.00	-7.66
陶瓷产品	12.23	-7.10	3.60	-3.19	-13.26	4.33
塑料制品	19.71	-10.09	6.82	-1.70	5.19	-3.83
纺织服装鞋帽箱包	12.70	-6.69	-4.40	-0.73	-3.66	1.75
钢材铝材铜材	9.91	-12.22	7.71	-9.22	5.00	-13.47
家具玩具	21.88	-7.81	9.05	-11.71	-2.51	-1.37
机电产品	9.60	-11.32	15.29	-12.78	11.29	-14.28
其他	6.67	3.21	1.77	0.70	1.51	-3.87

数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

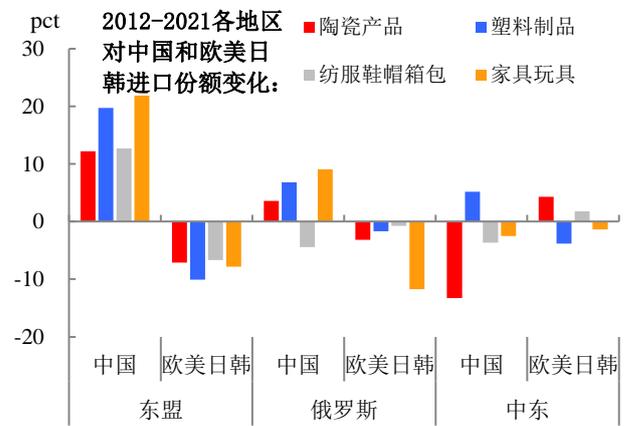
图8：机电、化学品、贱金属份额替代明显



数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

图9：中东、俄罗斯劳动密集型产品进口转移表现稍差



数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

其中，“一带一路”机电类产品的“中国转向”更为明显。机电是我国出口最重要的大项，从细分产品上，除船舶、自动数据处理设备的进口份额转移在不同地区有所分化外，其余各项机电产品的进口均呈现“中国升，欧美日韩降”的情形，转向中国的一致性特征明显。

图10：中国对欧美日韩机电类产品基本呈现全方位的替代

2012-2021各地区对中国和欧美日韩机电类产品进口份额变化(pct)	东盟		俄罗斯		中东	
	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩
全部	9.60	-11.32	15.29	-12.78	11.29	-14.28
机械基础件	15.68	-12.63	6.81	-6.77	3.43	-6.05
通用机械设备	13.53	-9.54	14.05	-5.13	11.10	-12.97
自动数据处理设备及其零部件	14.83	-7.55	-5.58	0.38	2.36	-0.63
电工器材	19.30	-14.08	21.16	-4.65	12.59	-12.24
手机电话	8.05	2.73	23.95	-17.64	16.95	-18.33
家用电器	18.25	-4.00	16.85	-14.33	15.93	-10.68
音视频设备及其零件	8.99	-7.43	22.13	-22.08	15.06	-12.76
电子元件	11.26	-7.66	15.39	-16.02	12.37	-15.76
汽车（包括底盘）	11.37	-22.04	8.14	-15.45	5.27	-5.45
汽车零配件	8.55	-11.18	5.25	-9.77	3.95	-5.27
船舶	-5.11	-2.84	-1.29	36.32	31.65	-53.35
灯具、照明装置及其零件	25.68	-16.11	18.58	-13.64	17.85	-15.99

数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

1.2. 哪些地区和产品“中国制造”仍有空间？

东盟相对成熟，中东、俄罗斯“尚待开发”。从整体份额上看，东盟进口中，中国和欧美日韩的占比相对接近：以2021年为例，东盟对中国的纺服、家具、陶瓷等劳动密集型产品进口远超欧美日韩，机电产品、贱金属、化学品进口占比也仅略低于后者。但是对于俄罗斯和中东，中国和欧美日韩进口占比仍有差距，尤其是中东地区，2021年其对中国机电产品、贱金属、基本有机化学品分别占对应产品总进口28.91%、13.09%、21.36%，而同期欧美日韩占比为48.76%、20.43%和39.88%，差距仍较大。

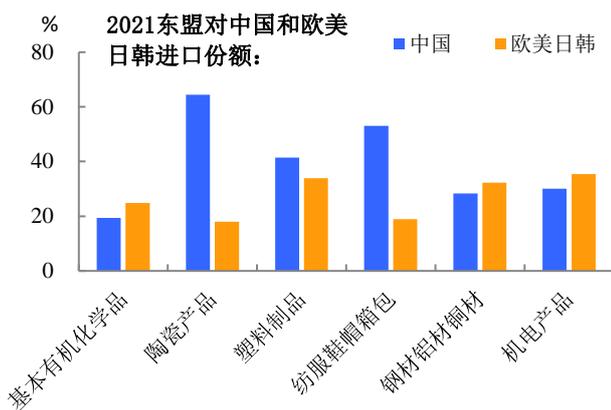
图11：中国和欧美日韩在东盟、俄罗斯和中东进口中份额的对比

2021年各地区对中国和欧美日韩进口份额	东盟		俄罗斯		中东	
	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩
全部	23.85%	29.89%	24.77%	46.95%	15.01%	33.29%
农产品	9.31%	23.23%	4.52%	27.26%	1.76%	27.36%
成品油	10.85%	15.94%	0.12%	67.90%	0.11%	9.15%
基本有机化学品	19.38%	24.87%	37.91%	41.80%	21.36%	39.88%
陶瓷产品	64.43%	17.94%	31.28%	42.48%	26.36%	39.99%
塑料制品	41.41%	33.90%	27.25%	51.15%	25.54%	47.55%
纺服鞋帽箱包	53.00%	18.88%	39.96%	16.56%	34.87%	22.65%
钢材铝材铜材	28.36%	32.30%	22.23%	20.66%	13.09%	20.43%
家具玩具	75.38%	10.50%	53.03%	25.10%	47.47%	29.70%
机电产品	30.04%	35.45%	34.00%	48.88%	28.91%	48.76%
其他	14.62%	27.01%	9.12%	63.08%	5.98%	26.76%

数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

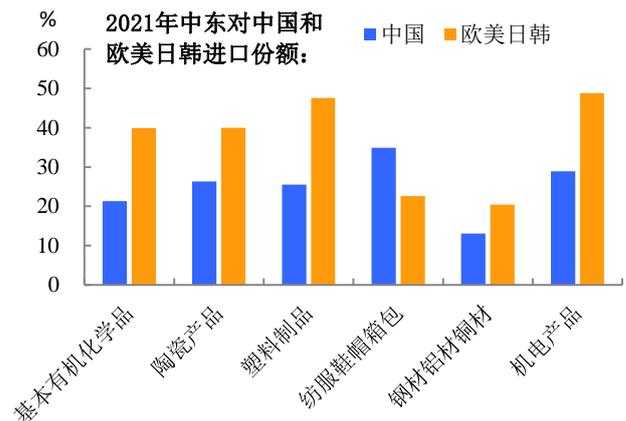
注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

图12：东盟对中国和欧美日韩产品进口占比基本持平



数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所
注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

图13：中东对中国部分产品进口依赖度仍较低



数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所
注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

在机电产品中，关注中国的汽车、机械设备和造船等行业。细分机电产品来看，在

各地区进口中，中国占比较高的产品集中在电子和家电领域，例如自动数据处理设备、手机电话、家用电器、电子元件、音视频设备等，但汽车及其零配件、船舶、机械基础件、通用机械设备与欧美日韩差距较大。

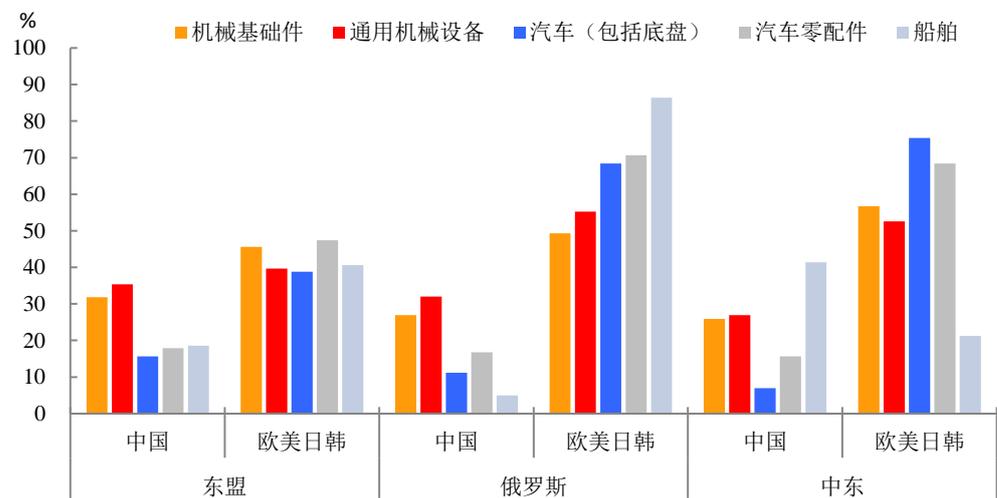
图14: 机电产品中，中国占比较高的产品集中在电子和家电产品

2021各地区对中国和欧美日韩机电类产品进口份额	东盟		俄罗斯		中东	
	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩	中国	欧美日韩
全部	30.04%	35.45%	34.00%	48.88%	28.91%	48.76%
机械基础件	31.79%	45.64%	26.96%	49.27%	25.86%	56.73%
通用机械设备	35.35%	39.65%	31.96%	55.22%	26.95%	52.53%
自动数据处理设备及其零部件	57.54%	11.88%	70.55%	15.56%	61.14%	21.03%
电工器材	46.58%	28.52%	36.68%	45.41%	27.60%	49.93%
手机电话	58.87%	23.50%	71.53%	6.52%	59.55%	6.88%
家用电器	42.11%	13.72%	52.10%	28.39%	40.93%	28.10%
音视频设备及其零件	55.77%	20.68%	66.72%	15.65%	54.22%	24.77%
电子元件	40.27%	28.80%	63.98%	15.92%	54.39%	22.78%
汽车（包括底盘）	15.62%	38.78%	11.21%	68.42%	6.92%	75.43%
汽车零配件	17.92%	47.43%	16.77%	70.63%	15.66%	68.39%
船舶	18.58%	40.65%	5.00%	86.42%	41.41%	21.28%
灯具、照明装置及其零件	79.23%	13.21%	77.53%	15.63%	65.31%	26.87%

数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

图15: 进口份额：中国在汽车及其零配件、机械设备等与欧美日韩差距更大（2021年）



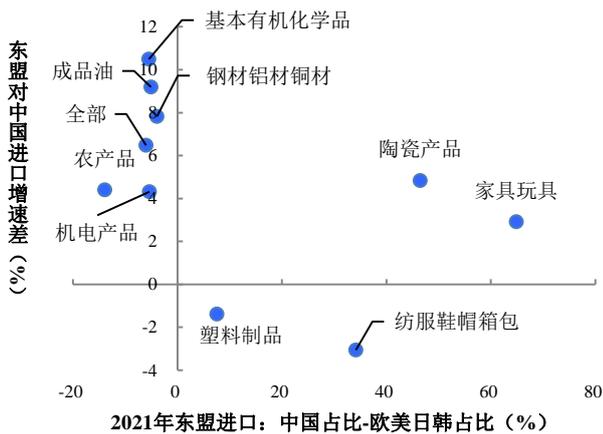
数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

1.3. 综合看，哪些产品未来空间大？

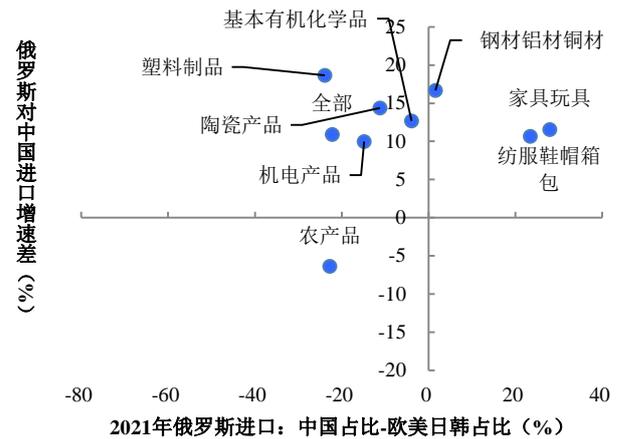
哪些产品未来空间大？占比相对偏低 + 进口增速加快。一方面，产品进口中中国占比相较欧美日韩偏低，可能一定程度上反映出未来上涨的潜力；另一方面，近年来产品进口增速的加快则意味着相对竞争力有所加强。从这两个维度看，如果以进口中中国占比和欧美日韩占比之差为横轴，以对中国进口增速之差为纵轴，则处于第二象限（占比有差距而且在加速）的产品是更有空间的。参考图 16 至 18，从整体来看，俄罗斯和中东的相对空间比东盟更大（但是从绝对规模上看东盟还是最大的）；从大类商品类别上看，除去农产品和成品油，基础有机化学品是三个地区共有的进口“洼地”，其次是占我国出口权重最大的机电产品，不过截至 2021 年中东地区进口我国机电的整体增速偏慢，但随着 2023 年我国和中东关系愈发密切，对该地区的机电出口有望加速；除此之外，参考东盟的情形，我国对俄罗斯和中东的陶瓷、塑料制品出口仍有不小的空间。

图16：东盟进口中国商品的增速-占比划分



数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所
注：增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

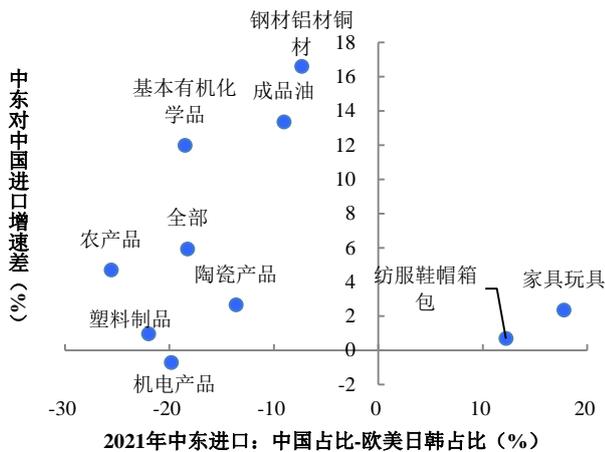
图17：俄罗斯进口中国商品的增速-占比划分



数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所
注：增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

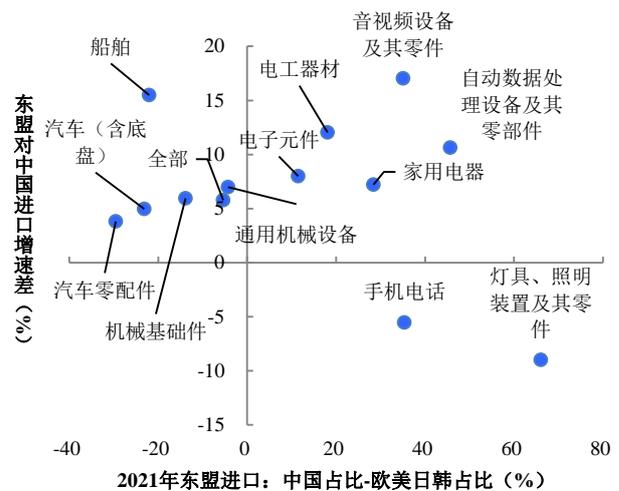
机电产品中，关注汽车及零部件，机械设备等。细分机电产品中，以上三个地区对中国进口占比较低的汽车、汽车零配件、通用基础设备、机械基础件增速也有明显上升，此外值得注意的是我国造船业在全球的竞争力也不断上升(2022 年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量均为世界第一，2023 年前 5 个月接单量依旧是占据全球榜首)。

图18: 中东进口中国商品的增速-占比划分



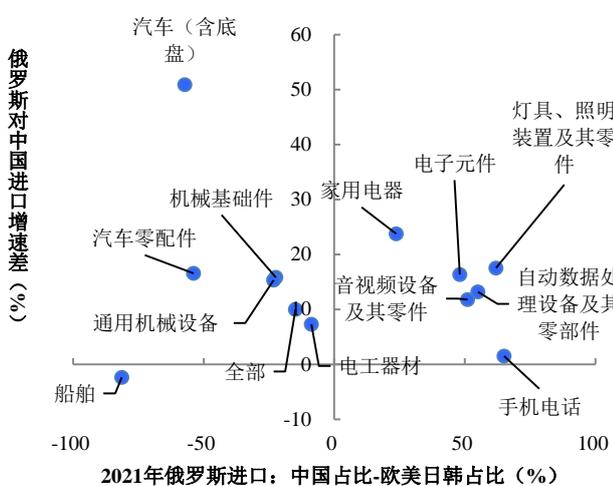
数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图19: 东盟进口中国机电产品的增速-占比划分



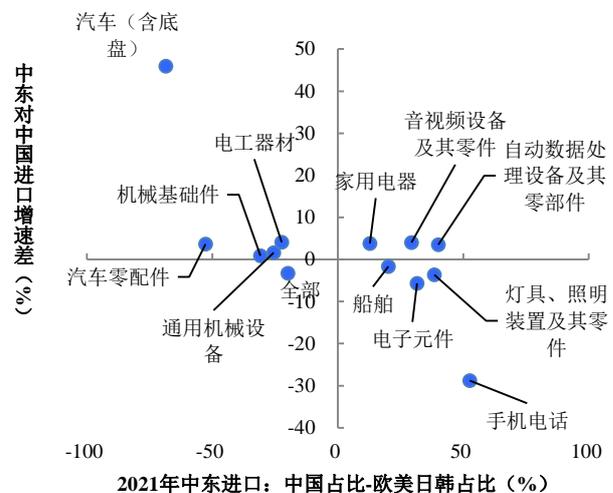
数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图20: 俄罗斯进口中国机电产品的增速-占比划分



数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

图21: 中东进口中国机电产品的增速-占比划分

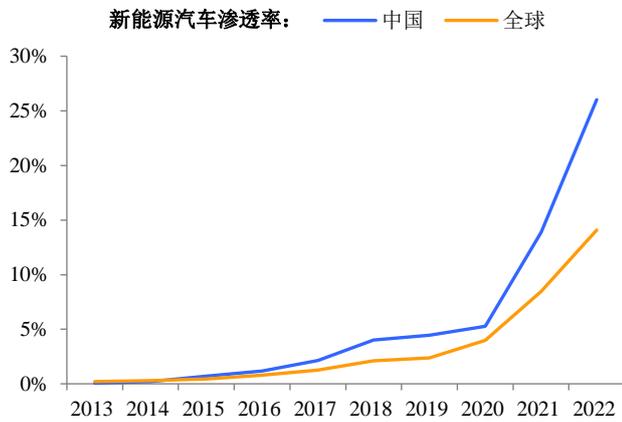


数据来源: International Trade Center, 东吴证券研究所
注: 增速差为 2018-2021 年平均增速减去 2013-2017 年平均增速。

这也能从行业层面得到一些验证,例如汽车及其零配件出口恰逢全球汽车新能源和智能化的趋势,持续性和空间值得期待。一方面,海外新能车的渗透率相对更低、空间更大;另一方面,中国品牌在新能源车行业的竞争优势明显。再如工程机械,由于供应链重塑的需要,全球固定资产投资上升,对于工程机械的需求也“水涨船高”,而一带一

路国家是当前的重心。以挖掘机为例，2022年出口增速加速至60%，出口销量占比大幅上升至42%。

图22: 中国和全球新能源车渗透率



注: 截至2022年。

数据来源: Wind, 东吴电新, 东吴证券研究所

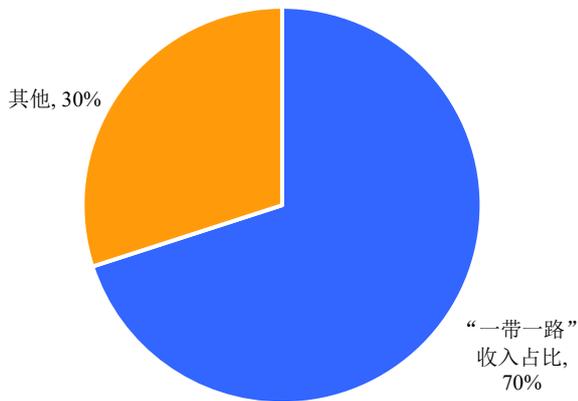
图23: 全球客车市场新能源渗透率低且中国品牌有优势

	2019	2020	2021	2022	占比
海外新能源客车销量	3473	5129	7511	12488	
独联体				300	2.4%
中东				400	3.2%
亚洲 (除中国)				3000	24.0%
非洲				200	1.6%
拉美				2000	16.0%
美国/加拿大				1400	11.2%
欧洲				5000	40.0%
海外新能源渗透率	1.30%	2.90%	4.30%	6.20%	
	2019	2020	2021	2022	占比
海外新能源客车销量	3473	5129	7511	12488	
中国品牌				6438	51.6%
美国品牌				1499	12.0%
欧洲品牌				2498	20.0%
印度品牌				375	3.0%
其他				1679	13.4%

注: 上表中单位为辆, 客车指的是7米及以上的车型。

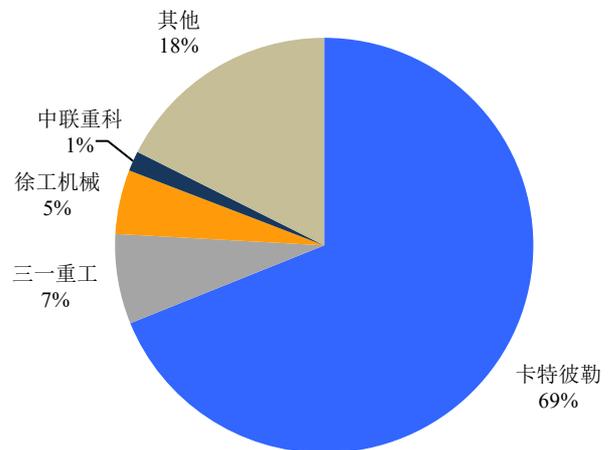
数据来源: Wind, 东吴汽车, 东吴证券研究所

图24: 2020至2022年工程机械出口收入的地区分布



数据来源: Wind, 东吴机械, 东吴证券研究所

图25: 2022年内资企业在海外工程机械市场份额偏低



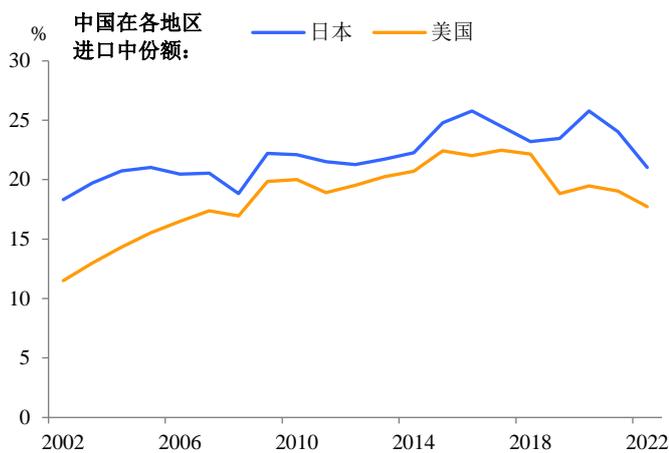
数据来源: Wind, 东吴机械, 东吴证券研究所

2. “去风险”（de-risk）：节奏可能有所不同

“去风险”本质就是降低中国在进口的份额，这一点在疫情之后有所加速，如图 26 和 27 所示，中国在欧美日韩主要发达经济体进口中的份额自 2020 年之后持续下滑（美国更早，2018 年之后就见顶回落）。当然这背后有疫情放开后各国生产恢复带来的自然下降，不过除欧盟外，2022 年美国、日本、韩国进口中的中国占比已经低于疫情前 2019 年的水平，且回落明显快于中国出口占全球比例回落的速度。

稳住欧洲和美国？2023 年稳外贸不能单纯依靠“一带一路”的突破，稳住发达经济体的传统基本盘同样重要。由于“去风险”背后的重要推手是地缘政治，我们可以从今年以来高层外交的情况窥见一些端倪，如图 29 所示，欧洲无疑是当前外交工作的重点之一，而随着布林肯访华之后，中美之间的沟通也越来越多，**这可能意味着今年外贸方面，稳住在欧洲的份额、减缓对美份额下滑的速度是重要主线之一。**

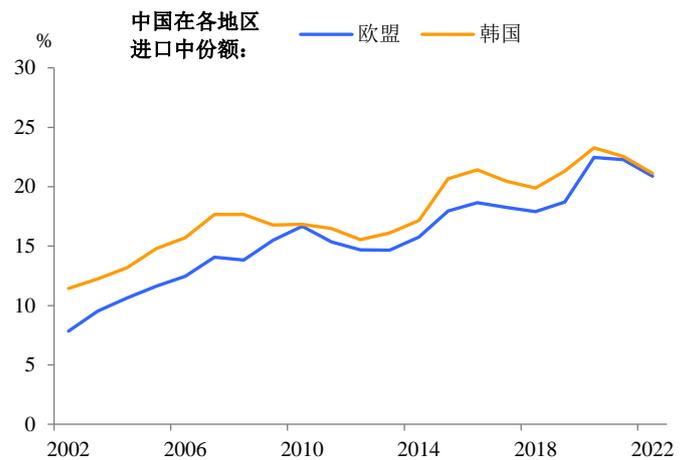
图26：中国在美日进口中的份额明显下降



注：截至 2022 年。

数据来源：CEIC，东吴证券研究所

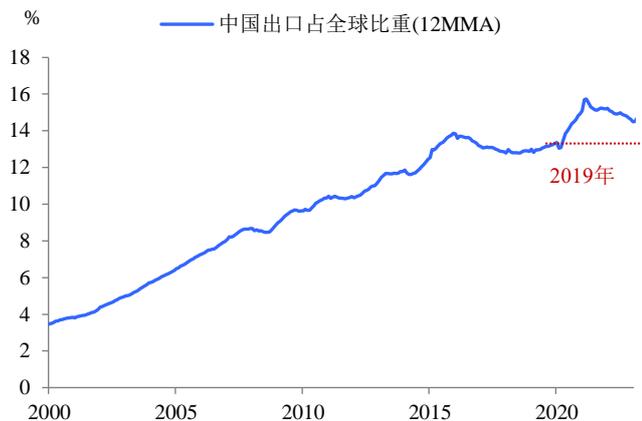
图27：中国在欧盟、韩国进口的份额下降相对平缓



注：截至 2022 年。

数据来源：CEIC，东吴证券研究所

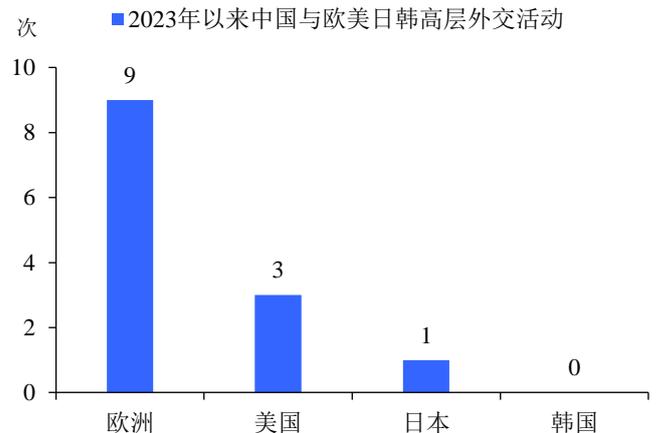
图28: 中国出口占全球出口比重仍明显高于疫情前



注: 截至 2023 年 3 月。

数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图29: 2023 年以来中国与欧美日韩高层外交活动统计



注: 截至 2023 年 7 月 7 日。

数据来源: 外交部, 东吴证券研究所

3. 美国地产: 这次不一样?

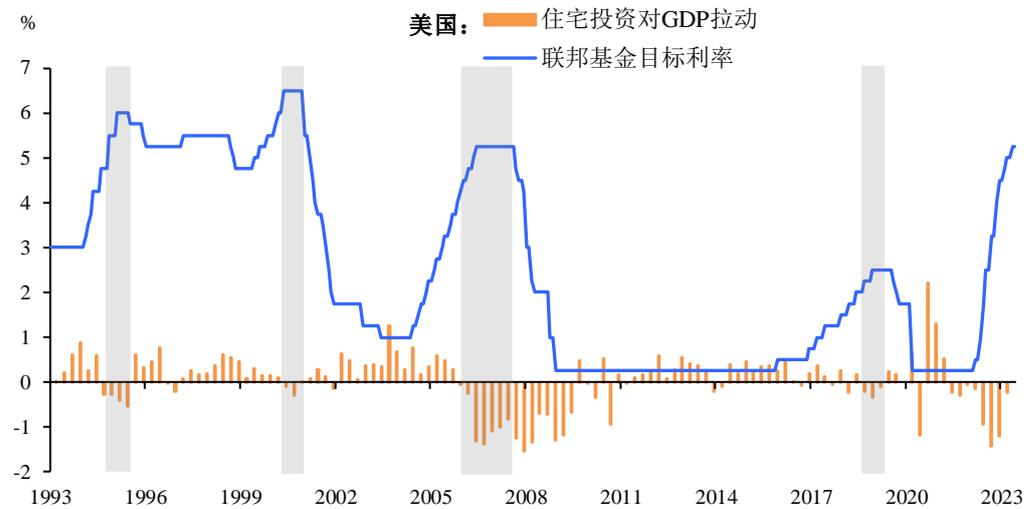
美国地产的“意外”企稳意味着今年美国不会陷入衰退, 也意味着对今年全球经济和贸易增速面临向上的重估。不过本轮美国地产企稳存在两点明显的不同, 限制了对于经济和需求的拉动效果: 没有宽松政策配合, 地产销售恢复缓慢, 对于地产后周期的影响可能更加有限。

没有降息的配合将会限制需求的反弹。如图 30 所示, 从历史上看美联储的快速大幅降息往往会带来地产投资等需求以及进口的明显反弹, 但是从目前看今年年内美联储转向降息的概率几乎为 0, 而当前高利率已经成为居民购房和购置家居耐用品的主要障碍。

占大头的二手房交易恢复缓慢, 对地产后周期的拉动可能有限。尽管 5 月新屋销售出现反弹, 但是由于利率偏高, 占大头 (2022 年占整体地产销售的 89%) 的二手房买卖都受到抑制, 这意味着本轮美国地产的企稳至少对今年地产后周期的需求和进口拉动有限。

地产商乐观, 供给端的空间会更大。5 月美国房地产指数重回 55, 主要反映的是地产商对于未来的乐观, 第二季度美国地产投资对于经济的环比拉动将转正, 而这对于今年上游相关原材料和中游部分机械会有更加明显的拉动。

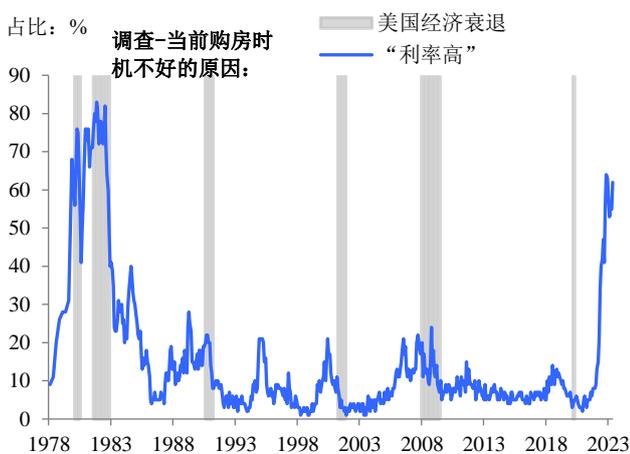
图30: 美联储迅速大幅降息能够帮助住宅投资迅速企稳反弹



注：截至2023年3月。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31: 利率高成为美国居民购房的重要阻碍



注：截至2023年5月。

数据来源：CEIC，东吴证券研究所

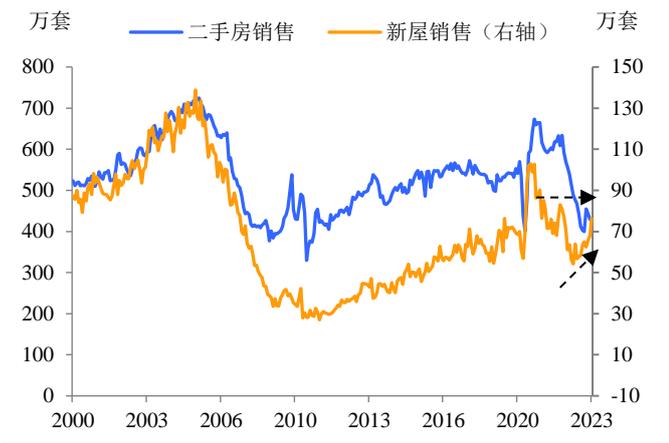
图32: 利率高也是美国居民购买家居耐用品的阻碍



注：截至2023年5月。

数据来源：CEIC，东吴证券研究所

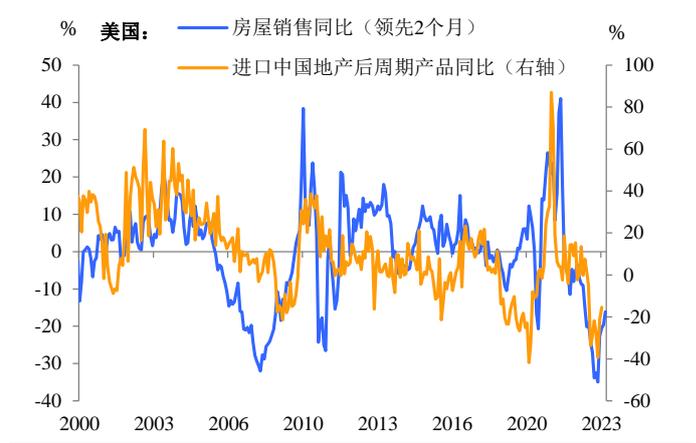
图33: 占大头的二手房销售还没有启动



注: 截至 2023 年 5 月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

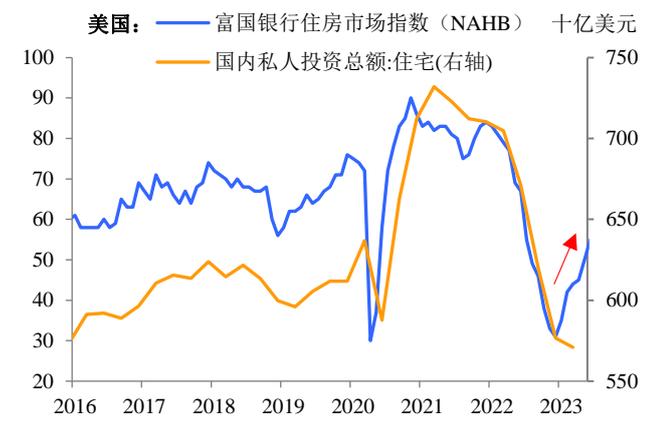
图34: 美国房屋销售领先对我国地产后周期产品进口



注: 2018 至 2019 年的分化主要原因是中美贸易摩擦。截至 2023 年 5 月。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

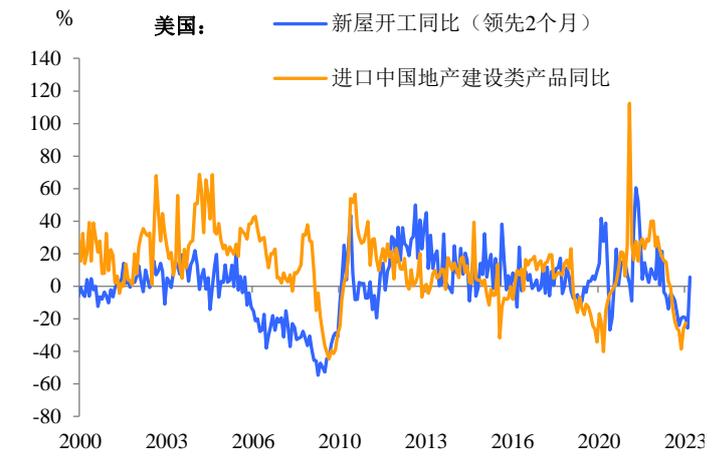
图35: 地产商情绪改善将带动美国地产投资回暖



注: 地产指数截至 2023 年 5 月, 投资截至 2023 年 3 月。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 美国新屋开工领先对我国地产建设相关产品进口



注: 截至 2023 年 5 月。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 今年出口怎么看?

综合以上三方面的分析, 我们对于今年出口的增速进行重估。我们认为今年全年中国出口依旧保持一定的负增长,

此前的基准: 美国温和衰退、全球贸易负增+欧美日韩“去风险”继续推进+“一带一路”进口份额平稳上升。在此前的这一情景下, 我们预计中国 2023 年出口增速大致为-4.4%。基本假设和逻辑如下: 首先, 我们预计今年美国温和衰退、全球经济放缓情形

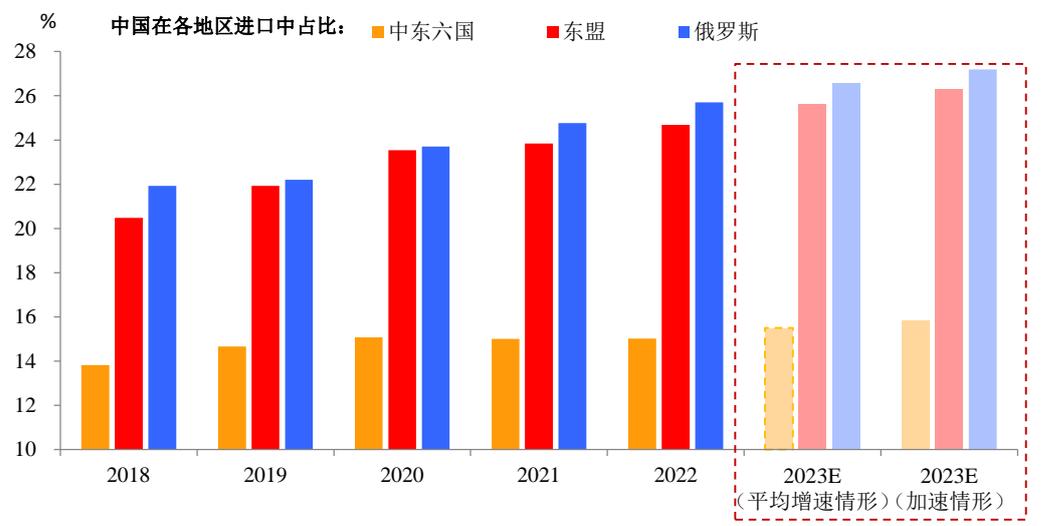
下的全球进出口贸易的情况类似于 2001 年（美国温和衰退）和 2016 年（美联储紧缩导致全球经济放缓）；其次，我们假设欧美日韩自中国进口的份额，按照 2020 年以来年均降幅减少；第三，假设“一带一路”经济体自中国的进口份额按照 2017 年至 2021 年平均增幅上升。

当前有哪些新变化？美国经济今年不会衰退，全球贸易增速没有那么悲观了；在外交的努力下，欧美尤其是欧洲进口中中国份额的下降速度可能会放缓；今年是一带一路 10 周年，中国在其中主要经济体中的进口份额可能会加速上升：

美国经济虽然不衰退，但在利率居高不下和大宗商品同比下跌的背景下，对全年贸易的提振可能较为有限——我们预计对于 2023 年全球贸易增速的提振幅度不超过 1%。

“一带一路”十周年，今年自中国进口的份额会有所加速。我们从一带一路三大经济体（东盟、俄罗斯和中东）进口产品出口份额入手，加总计算不同情形下 2023 年中国在其进口中的份额水平（图 37）：前者使用的是 2017 至 2021 年的平均增速，后者则是使用过去四年间的最高份额增速。

图 37：2023 年“一带一路”进口中国份额或将加速



注：2023 年为预测情形。

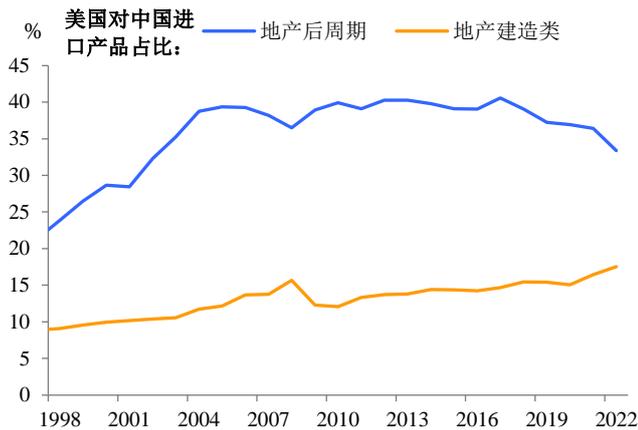
数据来源：International Trade Center, 东吴证券研究所

注：中东地区包括沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、伊朗、埃及、以色列、土耳其。

除了欧美自中国的进口份额下降速度放缓外，美国地产企稳对于今年地产施工类产品可能提振更加明显。预计今年对欧美外交工作上的努力会在一定程度上对出口形成积极的支撑作用。除此之外，由于之前所述的原因，以及份额变化上的相对强弱（图 38），我们预计今年地产建造施工类的产品的进口改善可能会更加明显（图 39）。

我们基于美国地产回暖和继续保持低迷两种情形推算今年美国对中国两类地产产品进口增速，相较于地产保持低迷的情形，地产回暖可能将使 2023 年全年美国对中国地产建设类、地产后周期类产品进口月同比平均增速分别提升 9.89%、2.90%（分别使美国对中国进口同比增速提升 1.78%、0.91%）（图 39）。

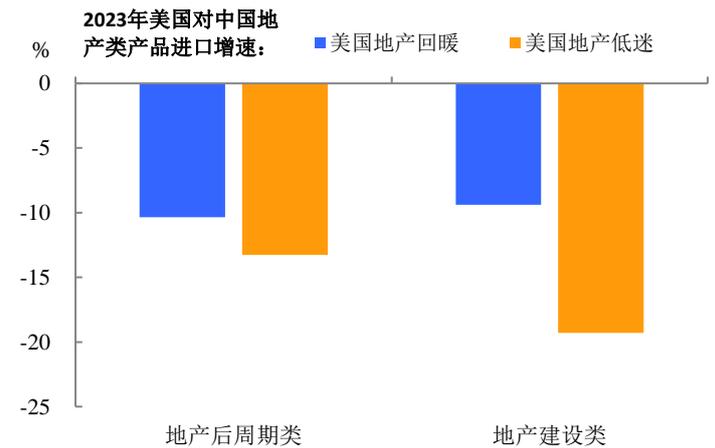
图38: 美国自我国进口的地产后周期产品份额下降



注：截至 2023 年 3 月。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39: 预计美国地产回暖对地产建设类产品进口影响更大



注：以上为我们根据当前数据和经济环境的测算结果。

数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

综合以上假设和计算，在综合考虑三项新变化后，我们预计今年中国出口在-1.5%至-2.8%之间，较此前的假设改善 1.6 至 2.9 个百分点。如图 40 所示，主要的改善来自于一带一路的正向拉动，以及欧盟、美国对于中国出口的拖累有所放缓。不过如果从净出口来看，今年中国进口的萎缩可能更加明显，因此出口负增对于经济的完整影响可能并不是那么一目了然。

图40: 对于今年中国出口预测的调整: 小幅负增长

各地区对中国出口增速拉动	此前的基准情形	新变化后情形1	新变化后情形2
“一带一路”地区	0.19%	0.51%	1.34%
美国	-1.77%	-1.18%	-1.03%
欧盟	-1.03%	-0.66%	-0.31%
日本	-0.67%	-0.63%	-0.63%
韩国	-0.36%	-0.32%	-0.32%
其他	-0.77%	-0.52%	-0.52%
对中国出口总拉动	-4.41%	-2.80%	-1.48%

注:

1. 新变化后情形1指的是美国不衰退提振全球贸易, 一带一路自中国的进口份额匀速增长, 美欧自中国进口的份额减速下降(分别为基准情形下降速度的80%和60%)。
2. 新变化后情形2会更加乐观, 美国不衰退提振全球贸易, 一带一路自中国的进口份额加速增长(取疫情以来的最快增速), 美国自中国进口的份额减速下降(为基准情形下降速度的60%), 欧盟自中国进口份额较2022年保持不变。

数据来源: Wind, CEIC, International Trade Center, 东吴证券研究所

5. 风险提示

测算中的假设可能存在偏差。我们对于全球进出口贸易增速、各主要经济体出口份额的变化假设可能出现偏差, 导致测算结果与实际最终不符。

东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期, 对出口拉动不及预期。欧美衰退风险或传染到东盟等经济体, 对其经济和生产造成拖累, “一带一路”地区经济增长的持续性存疑。

疫情二次冲击风险对出口造成拖累。新冠疫情二次冲击风险尚未完全排除, 对全球贸易影响仍具不确定性。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>