

宏观点评 20230713

6月出口：意外的数据偏差，有何深意？

2023年07月13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

《6月信贷是热还是冷》

2023-07-12

《6月非农难改美联储7月加息决心—海外宏观经济周报》

2023-07-11

■ 6、7月可能是今年出口数据“最难熬”的时间窗口，如果剔除每年1、2月的春节噪音，上一次出现更大的幅度（6月同比-12.4%）的同比跌幅还得追溯到2015年3月（-15%）。但是可能更令人疑惑的是数据出现了少见的偏差，如图1所示，官方公布与累计值推算的当月出口规模出现了超过200亿美元差值（2853亿美元 VS 2630亿美元），而这在今年前5个月都未出现过（我们也暂时无法确定偏差的原因何在）。

■ 为什么说这个差值“意味深长”？200亿美元的偏差虽然不算突出（2022年出口规模为3.6万亿美元），但可能带来完全不同的结果。如果官方公布的更贴近实际，6月出口虽弱于季节性，但至少环比上出现了企稳改善；如果是后者（2630亿美元），那么出口还要继续寻底。我们可以做一个极端情形的测算来看看这个差异：

■ 我们假设一种极端的情形，出口往后不出现季节性上涨（一般下半年的出口规模会明显高于上半年），接下来每个月的出口规模和6月一致，如果6月规模是2853亿美元，那么对应2023年出口增速约为-5.4%，如果是后者，对应的2023年出口增速则低至-9.7%。当然实际的情况会好于以上假设的情形，主要基于两方面的考虑：

■ 今年美国衰退的概率已经大大降低，基数会成为决定出口节奏的重要因素。我们在之前的报告《房地产软着陆后，美国经济衰退还有戏吗？》中指出由于美国地产的企稳和稳健的就业，美国今年衰退的概率已经很小了，在这一核心外部扰动要素减弱的情况下，2022年的基数将成为影响2023年出口同比增速的主要“内因”——6、7月将是同比低点。

■ PPI、全球制造业的拐点已经临近。中国出口上一次出现更大的同比跌幅出现在2015年3月（剔除1、2月的扰动），共同的特征是制造业处于主动去库存的阶段，PPI都出现了明显负增长，而随着PPI跌幅的收窄，以及全球制造业去库存逐步进入尾声，我们认为出口同比增速的拐点并不远（图3、4）。

■ 我们在之前的报告《今年出口还有什么“顺风”可以依赖？》已经分析过，2023年出口额外的改善动力来自于三个方面：美国地产企稳带来全球贸易的向上重估；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；一带一路10周年下，中国在其中主要经济体中的进口份额可能会加速上升。我们测算，这可能使得2023年出口增速修复1.6至2.9个百分点（图5）。而能不能把2023年的出口跌幅压缩到-5%以内、甚至-3%以内，6月的这个“偏差”有重要的意义。除此之外，具体数据方面：

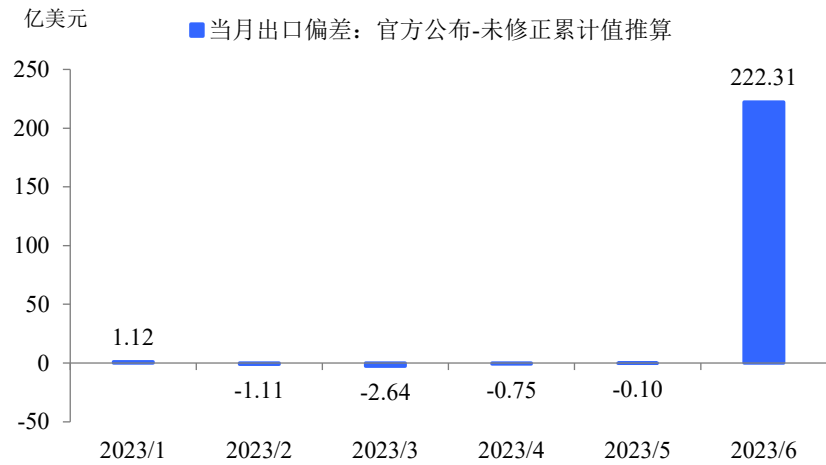
■ 国别方面，欧美拖累加大，“一带一路”相对而言仍具韧性。6月我国对欧盟、美国出口增速继续下滑，为出口增速主要拖累。但“一带一路”国家更为稳定，东盟基本持平上期，对俄罗斯出口增速虽然回落，但仍处于90%以上的高位，“一带一路”在我国出口中的份额预计仍在上升（图6、7）。

产品方面，汽车独挑大梁，船舶超预期下滑。本月在产品出口普遍低迷的情形下，汽车出口继续维持高增速，量价齐升，由于海外新能源车的渗透率相对更低、空间更大，以及中国品牌在新能源车行业的竞争优势明显，后续汽车及其零配件的出口的持续性和空间值得期待。除此之外，液晶平板显示模组也成为少见的量价齐升的种类，在消费电子整体低迷的行情中确实难能可贵。

与此相反的是船舶出口增速大跌，在今年以来船舶出口持续保持高增速的情形下，6月的颓势似乎有些超预期，更可能反映的是全球航运的景气程度，需关注后续这一现象是否持续。此外，玩具、陶瓷等劳动密集型产品以及手机、自动数据处理设备、集成电路等电子半导体行业则延续低迷（图8、9）。

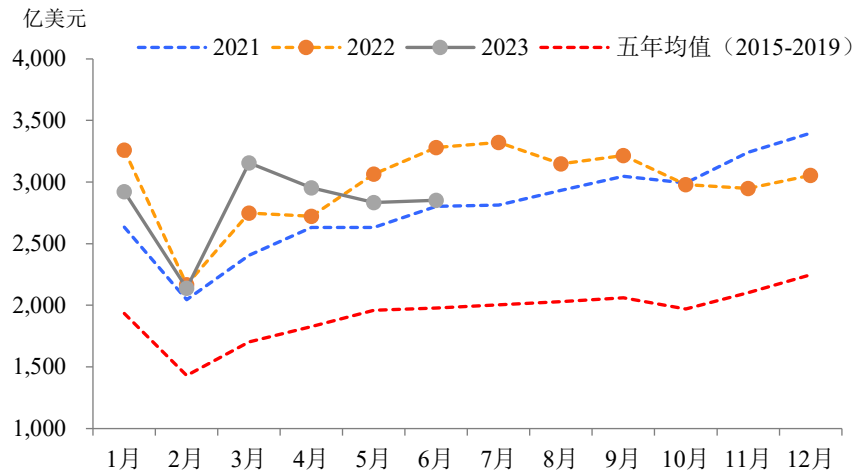
- **地产类产品出口未来可能受美国地产回暖的外溢效应影响。**值得关注的是，家用电器本月成为少数几个出口正增长的产品，主要受出口数量带动，或许一定程度上反映了天气炎热带来的家电需求上升。此外，我们在此前的报告中提到美国地产回暖对我国地产类产品进口具有领先作用，且具有较高的进口依赖度，后续可关注美国地产回暖的持续性以及对我国出口的外溢效应——这对于建筑建材、通用机械以及家电家具出口都有一定的提振效果（图 10， 11）。
- **风险提示：**美国地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

图1: 6月出口数据出现了少见的偏差



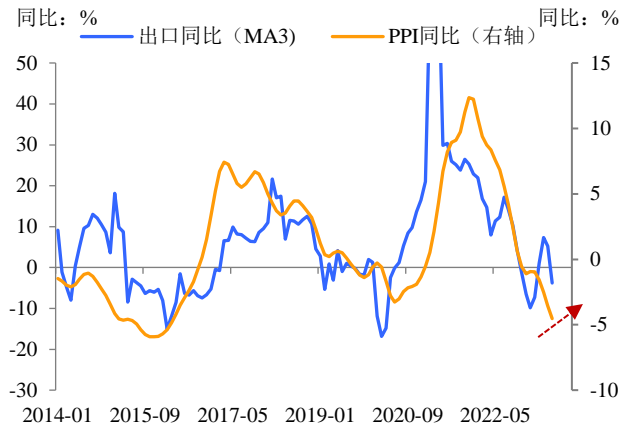
注: 我们使用的累计值是海关总署公布的, 未经修正的当月出口累计值, 以美元计价。
数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

图2: 6月出口虽有所改善, 但依旧明显弱于季节性 (按官方公布的当月值)



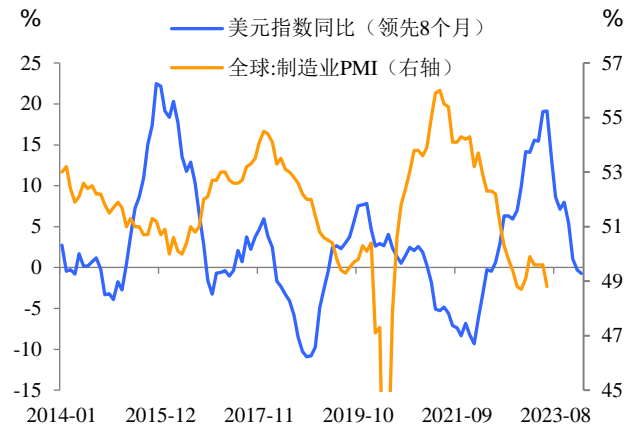
数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

图3: PPI 同比触底有助于出口转暖



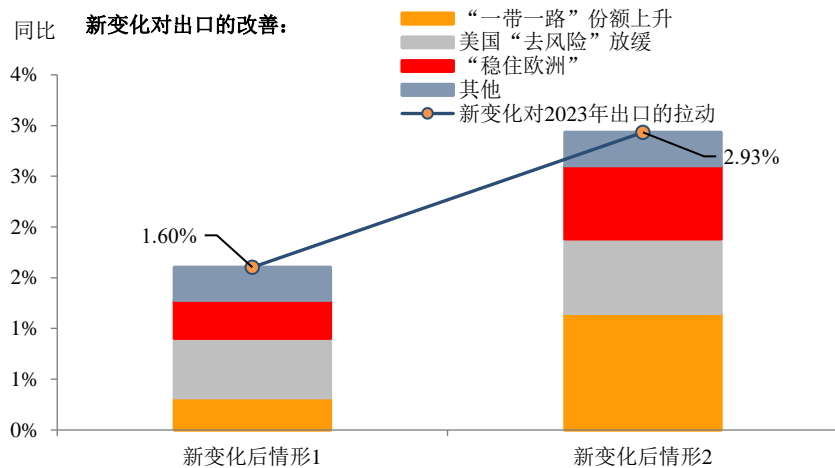
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美元的走弱暗示全球制造业的拐点将出现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 新变化对于 2023 年出口改善的测算

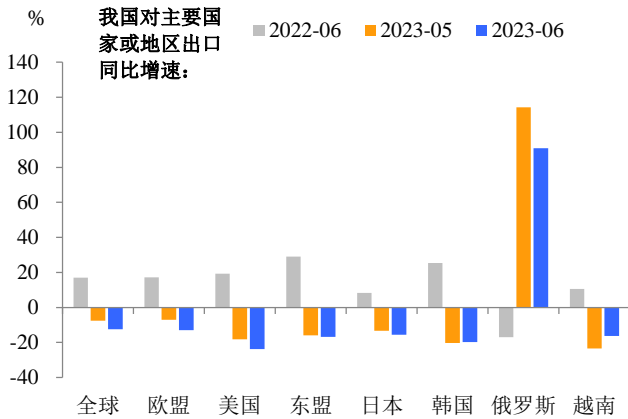


注:

- 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 (分别为疫情后两年平均下降速度的 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 (为疫情后两年平均下降速度的 60%), 欧盟自中国进口份额较 2022 年保持不变。

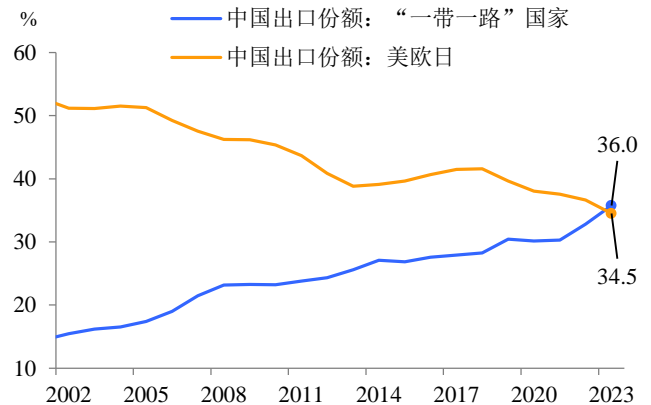
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算。

图6: 欧美拖累加大, “一带一路” 仍具韧性



数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

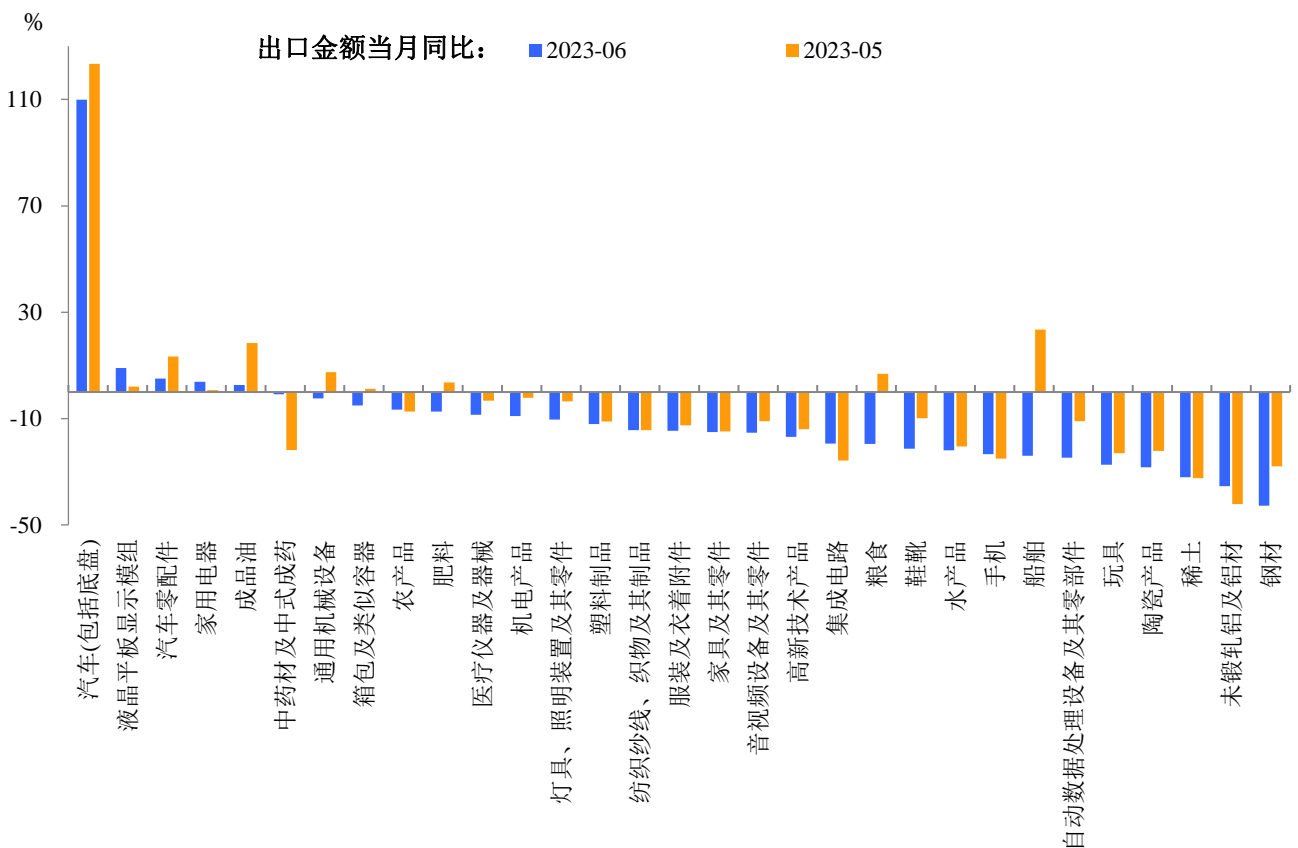
图7: “一带一路” 国家的重要性日趋提升



注: 2023 年为 1-5 月数据, 6 月的国别数据尚未公布。

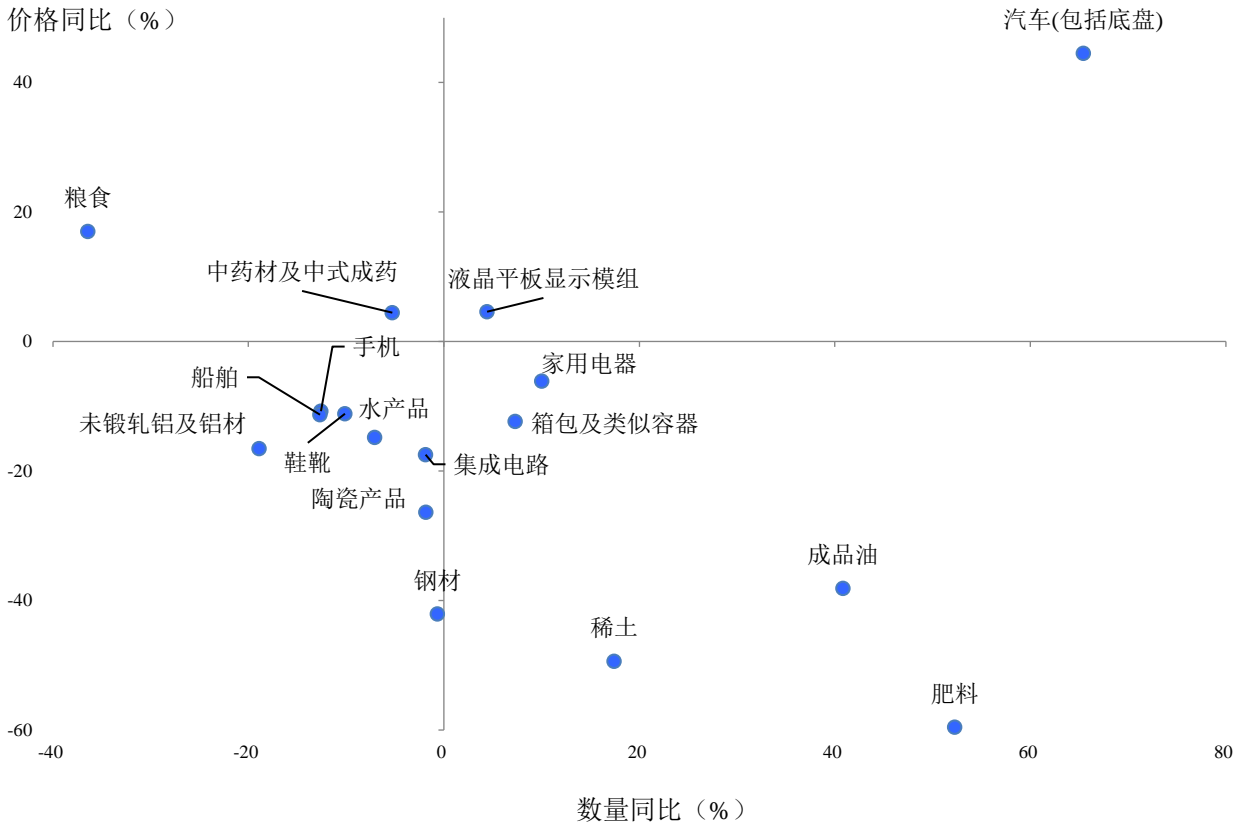
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 汽车独挑大梁, 船舶超预期下滑



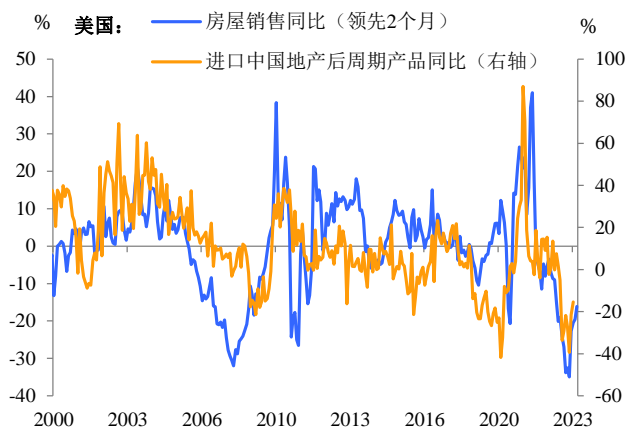
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图9：6月出口重点商品分项量价同比散点图



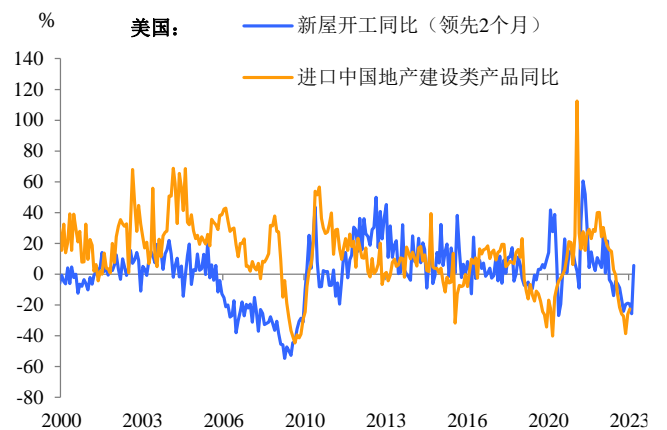
数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图10：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11：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

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>