

2023年6月外贸数据点评

探因中国出口放缓

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

按美元计价，2023年6月中国出口增长-12.4%，进口增长-6.8%。

平安观点：

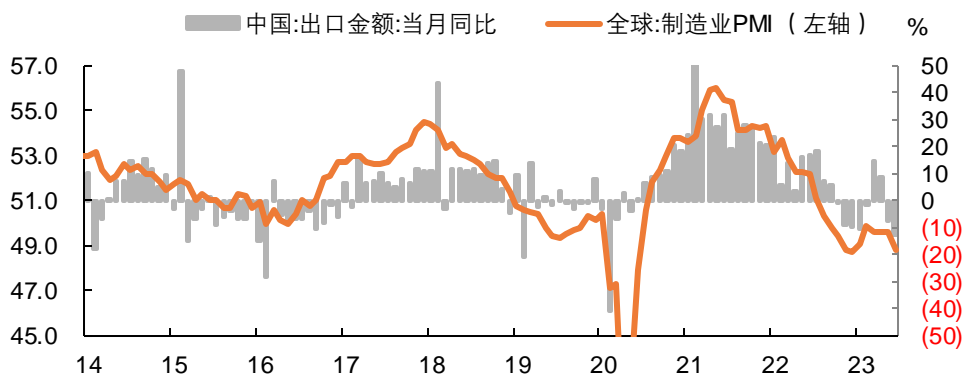
■ 我们研究各项相关数据后认为，中国出口放缓的主要原因包括：

- 发达经济体制造业走向衰退，对外需的拖累扩大。**以中国出口金额进行加权，全球制造业 PMI 自 5 月就出现了显著下滑，且发达经济体降幅更深，与中国出口从 5 月开始放缓相吻合。注意到 3 月以来美国从各区域的进口悉数转负，已不单是所谓与中国“脱钩”的问题，而是开始对全球经济产生收缩效应。也是在此情况下，6 月中国对各主要国家和地区出口的拉动均转负，此前对出口拉动较大的主要“一带一路”国家中，只有俄罗斯表现依然坚挺。
- 价格因素对中国出口的拖累进一步显化。**从已公布的中国进出口价格和数量指数来看，5 月中国出口价格指数同比加速下滑并转负，放大了出口金额下行的幅度；而进口价格指数从 4 月就已明显转负，成为进口增速放缓的主要原因。从历史相关性来看，RJ/CRB 商品价格指数对中国进出口价格指数的领先性较为稳定，但其对出口价格指数的领先性（约为 6 个月）要长于对进口价格指数的领先性（约为 4 个月）。因此，我们预计国际大宗商品价格因素对中国进口的影响率先体现，其对中国出口的拖累可能持续扩大到今年四季度。
- 若干主要产品对中国出口的影响较为突出。一是，化工产品对中国出口的拖累较大。**去年欧洲能源危机导致其化工行业生产成本大幅上升，增加了化工产品进口，中国在此过程中显著受益；而随着能源危机退潮，中国化工产品出口回落，对出口同比增速产生了明显拖累。二是，汽车相关产品是中国出口的最大亮点所在。HS 第 17 类“车辆、航空器、船舶及运输设备”对 1-5 月中国出口的拉动达到 1.66 个百分点。不过，6 月汽车和汽车底盘、汽车零部件对中国出口的拉动较 5 月有所回落，也是造成 6 月出口增速下降幅度较大的原因之一。三是，中国出口成品油和钢材的扩张效应仍在，但趋于减弱。从 HS 产品分类来看，第 5 类“矿产品”、第 15 类“贱金属及其产品”，对中国出口的拉动仅次于汽车。其中，第 5 类结合其它分产品数据来看应该主要是成品油拉动，第 15 类主要是钢铁及其制品拉动。1) 中国出口成品油从去年下半年开始出现大幅增长，而出口目的地主要是欧盟和俄罗斯，同样与能源危机的进程相联系。目前中国出口成品油数量已回落，但其对出口同比的拉动效应仍在，但这一扩张效应可能在下半年衰减，对出口增速产生反向影响。2) 6 月钢材对中国出口的拖累扩大，其扩张效应已明显减弱。
- 机电产品同为进口和出口的最大拖累。**从已公布的 HS 分类产品来看，1-5 月第 16 类“机电、音像设备及其零件、附件”对中国进口的拖累达到 3.1 个百分点，远超过其它 HS 2 位码类别；第 16 类对中国出口的拖累达到 1.4 个百分点，也是拖累最大的分项。中国作为机电产品“大进大出”的国家，受到整体外需收缩和外围高技术产品出口抑制的双重冲击。中国进口受到煤及褐煤、植物油、飞机、成品油和贵金属的较强支撑。

按美元计价，2023年6月中国出口增长-12.4%，进口增长-6.8%，贸易顺差706.2亿美元，同比缩窄27.5%。我们研究各项相关数据后认为，中国出口放缓的主要原因包括：

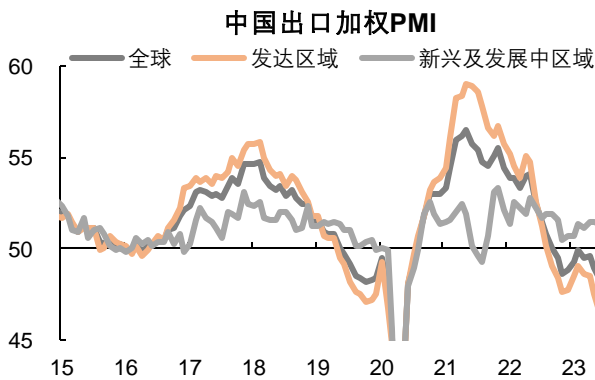
1、发达经济体制造业走向衰退，对外需的拖累扩大。6月全球制造业PMI在收缩区间大幅走低0.8个百分点，历史上该指标对中国出口增速的指示意义一直较强。其在今年年初小幅回升，对于2-4月中国出口的超预期表现起到支撑作用，而6月的下滑体现出外需对中国出口的拖累再度显化。事实上，以中国出口金额进行加权，全球制造业PMI自5月就出现了显著下滑，且发达经济体降幅更深，与中国出口从5月开始放缓更加吻合。不过，注意到3月以来美国从各区域的进口悉数转负，已不单是所谓与中国“脱钩”的问题，而是开始对全球经济产生收缩效应。也是在此情况下，6月中国对各主要国家和地区出口的拉动均转负，此前对出口拉动较大的主要“一带一路”国家中，也只有俄罗斯表现依然坚挺，而韩国、菲律宾、马来西亚、越南、印度、泰国、印尼等国对中国出口的拉动均已转负。

图表1 中国出口表现并未脱离全球制造业PMI的指向



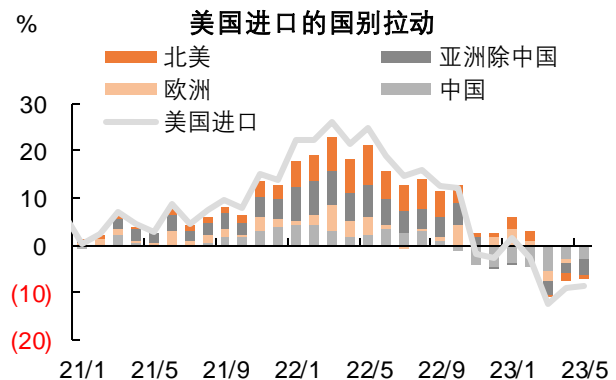
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 以中国出口加权的全球PMI从5月即开始下滑



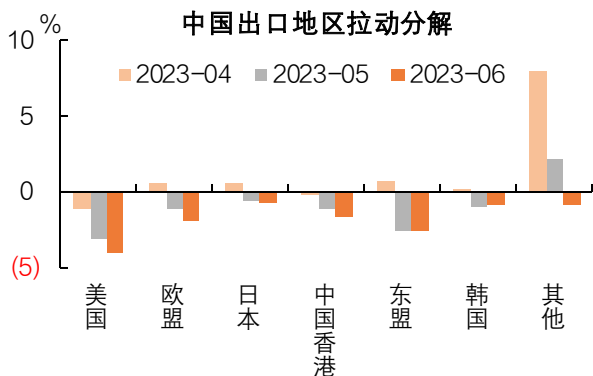
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 3月以来美国从各地区进口的拉动悉数转负



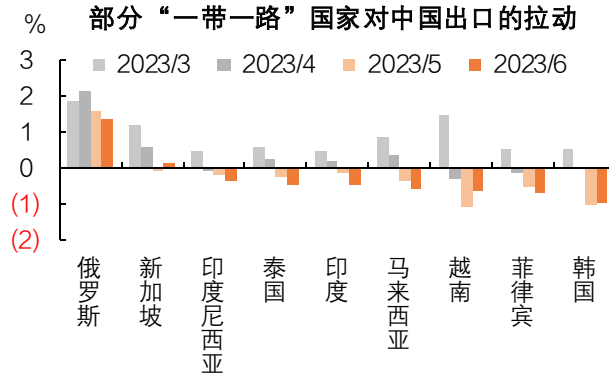
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年平均值

图表4 6月中国对各区域出口的拉动均转负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

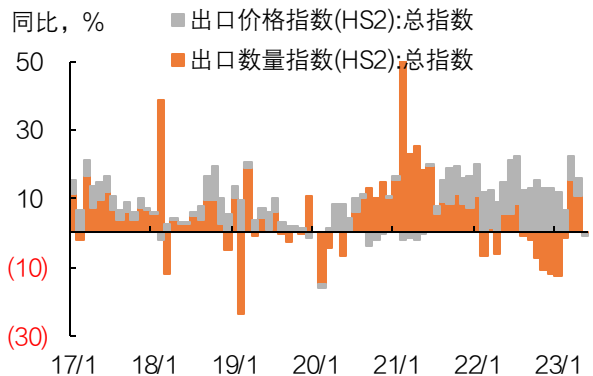
图表5 6月俄罗斯对中国出口的拉动保持强劲



资料来源: Wind, 平安证券研究所

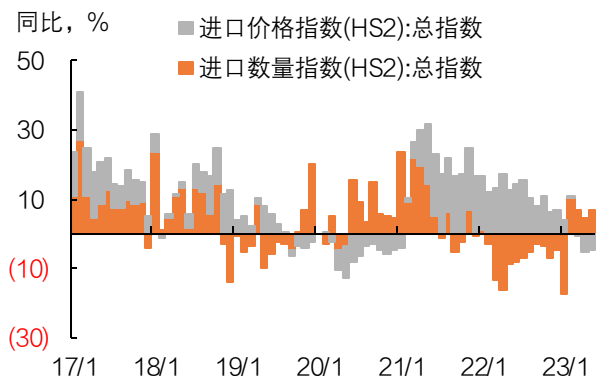
2、价格因素对中国出口的拖累进一步显化。从已公布的中国进出口价格和数量指数来看，5月中国出口价格指数同比加速下滑并转负，放大了出口金额下行的幅度；而进口价格指数从4月就已明显转负，成为进口增速放缓的主要原因。从历史相关性来看，RJ/CRB 商品价格指数对中国进出口价格指数的领先性较为稳定，但其对出口价格指数的领先性（约为6个月）要长于对进口价格指数的领先性（约为4个月）。因此，我们预计国际大宗商品价格因素对中国进口的影响率先体现，其对中国出口的拖累可能持续扩大到今年四季度。

图表6 5月价格因素放大中国出口下滑幅度



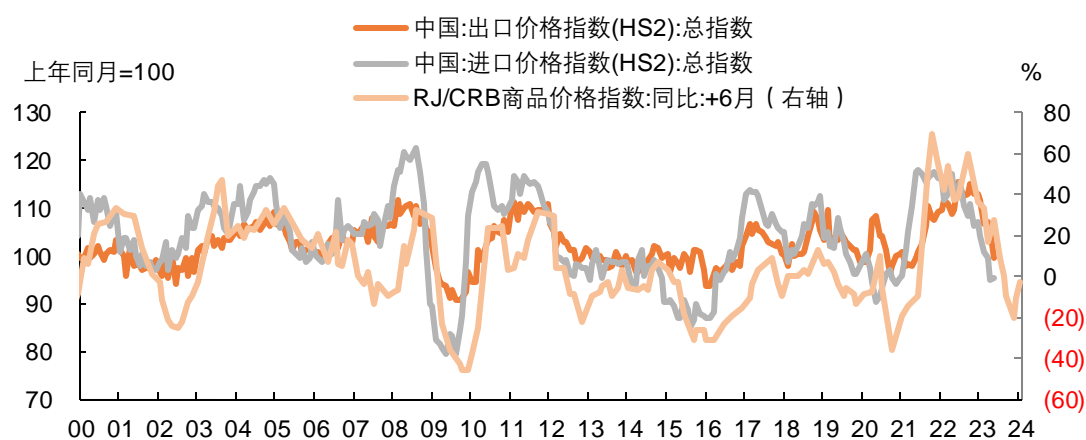
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 价格因素对中国进口的拖累从4月开始扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 国际大宗商品价格指数对中国出口价格指数的领先时滞比进口价格指数更长



资料来源: wind, 平安证券研究所

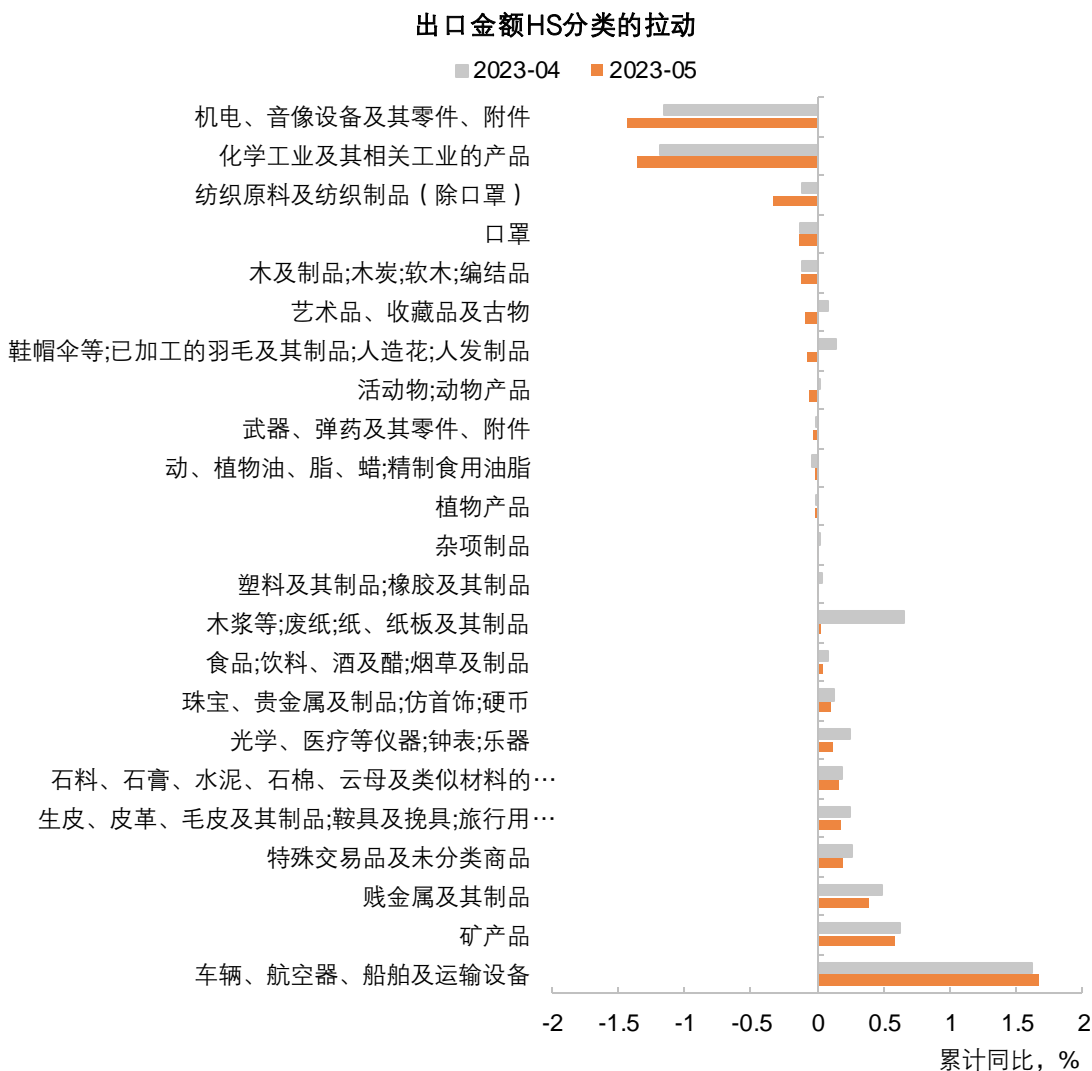
3、若干主要产品对中国出口的影响较为突出。

一是,化工产品对中国出口的拖累较大。因去年欧洲能源危机导致其化工行业生产成本大幅上升,因而增加了化工产品进口,中国在此过程中显著受益;而随着能源危机退潮,中国化工产品出口回落,对出口同比增速产生了明显拖累。从已公布数据来看,HS第6类“化学工业及其相关工业的产品”对1-5月中国出口的拖累达到1.35个百分点(1-5月中国出口累计同比为0.3%)。

二是,汽车相关产品是中国出口的最大亮点所在。HS第17类“车辆、航空器、船舶及运输设备”对1-5月中国出口的拉动达到1.66个百分点,且其中几乎完全是“87章 车辆及其零附件,但铁道车辆除外”的贡献。不过,6月汽车和汽车底盘、汽车零配件对中国出口的拉动较5月有所回落,也是造成6月出口增速下降幅度较大的原因之一。

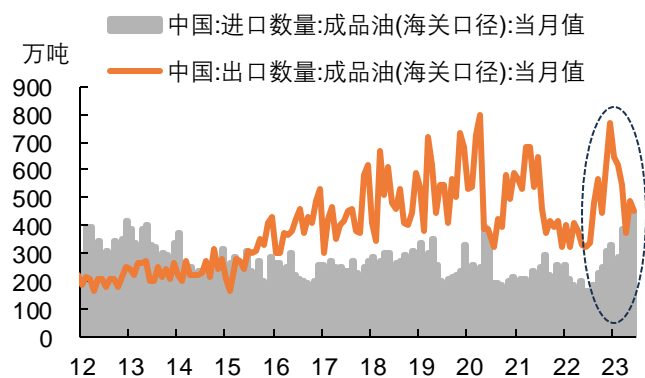
三是,中国出口成品油和钢材的扩张效应仍在。从HS产品分类来看,第5类“矿产品”、第15类“贱金属及其产品”,对中国出口的拉动仅次于汽车。其中,第5类结合其它分产品数据来看应该主要是成品油拉动,第15类主要是钢铁及其制品拉动。1)中国出口成品油是从去年下半年开始大幅增长,且表现为进口、出口同步增加,而出口目的地主要是欧盟和俄罗斯,同样与能源危机的进程相联系。目前,中国出口成品油的数量已回落,但其对出口同比的拉动效应仍在,但这一扩张效应可能在下半年衰减,对出口增速产生反向影响。2)6月钢材对中国出口的拖累扩大,其扩张效应已明显减弱。

图9 化工产品和汽车产品分处对中国出口拖累和拉动最大的两极



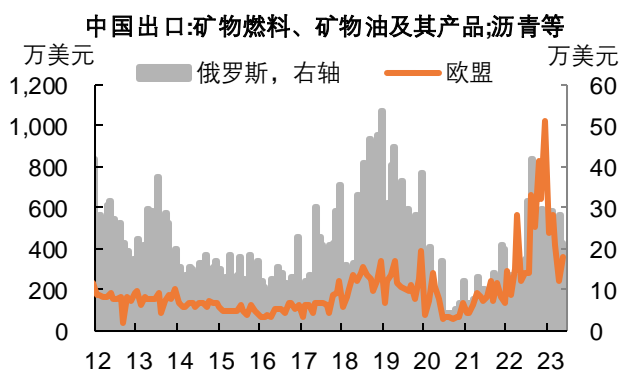
资料来源: wind,平安证券研究所

图10 2022 年下半年中国出口成品油数量大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图11 2022 年中国对欧盟和俄罗斯出口矿产品大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 年为两年平均值

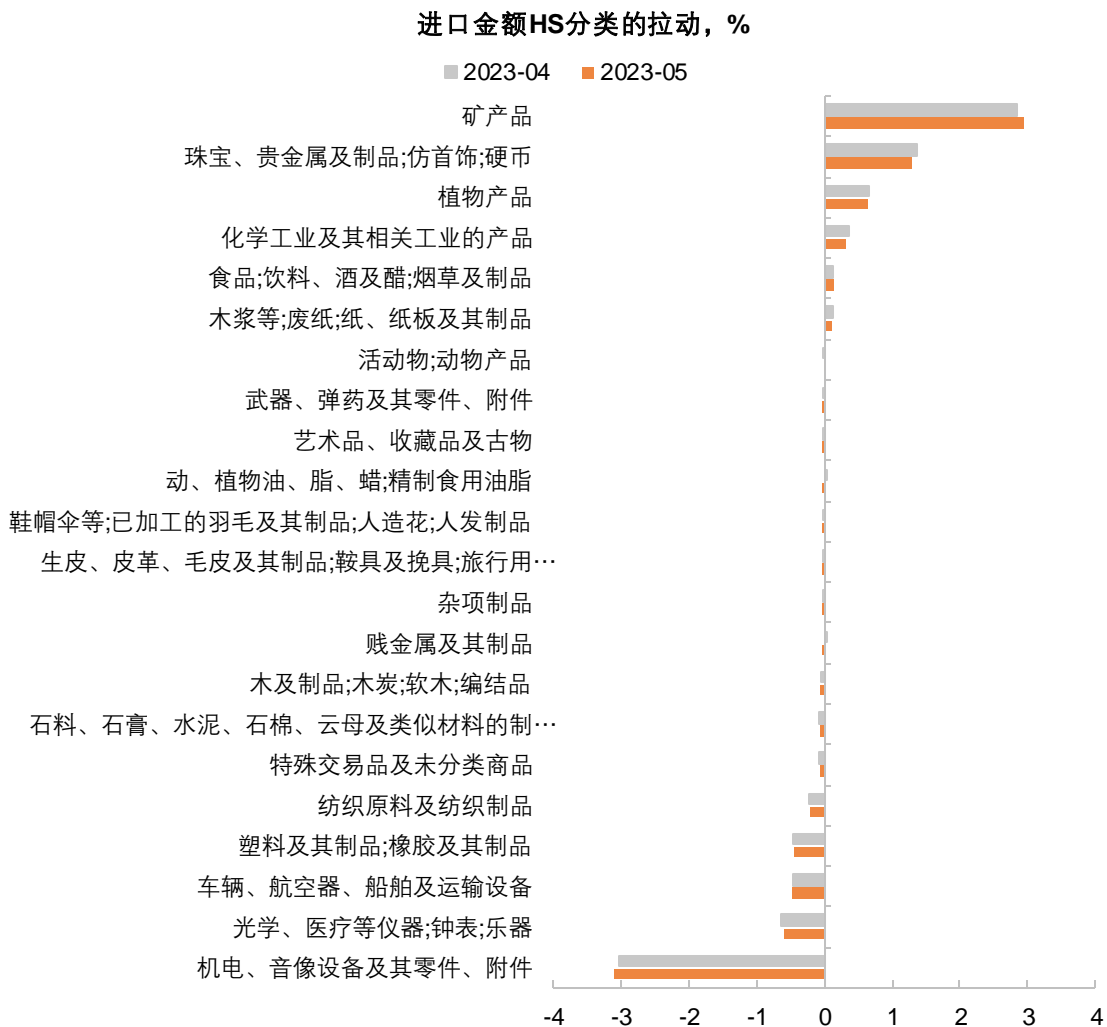
图表12 6月自动数据处理设备和钢材对中国出口的拖累较大

主要产品对中国出口的拉动							
	2023/6	2023/5	变化		2023/6	2023/5	变化
农产品	(0.17)	(0.21)	0.04	通用机械设备	(0.04)	0.12	-0.15
稀土及其制品:稀土	(0.01)	(0.01)	0.01	自动数据处理设备	(1.64)	(0.63)	-1.01
医药材及药品:中药材	(0.00)	(0.01)	0.01	手机	(0.74)	(0.89)	0.15
肥料	(0.02)	0.00	-0.03	家用电器	0.08	0.02	0.07
塑料制品	(0.36)	(0.35)	-0.01	音视频设备及其零件	(0.16)	(0.11)	-0.05
箱包及类似容器	(0.05)	0.01	-0.07	电子元件:集成电路	(0.82)	(1.11)	0.29
纺织纱线、织物及其	(0.58)	(0.65)	0.07	汽车和汽车底盘	1.23	1.62	-0.39
服装及衣着附件	(0.79)	(0.62)	-0.17	汽车零部件	0.11	0.29	-0.18
陶瓷产品	(0.26)	(0.20)	-0.05	船舶	(0.22)	0.11	-0.34
钢材	(1.51)	(0.97)	-0.54	平板显示模组:液晶	0.06	0.02	0.04
家具及其零件	(0.28)	(0.30)	0.02	医疗仪器及器械	(0.04)	(0.02)	-0.03
玩具	(0.39)	(0.31)	-0.08	灯具、照明装置及零件	(0.13)	(0.04)	-0.09
高新技术产品	(4.18)	(3.44)	-0.75	机电产品	(4.95)	(1.15)	-3.81

资料来源:wind,平安证券研究所注:单位为百分点

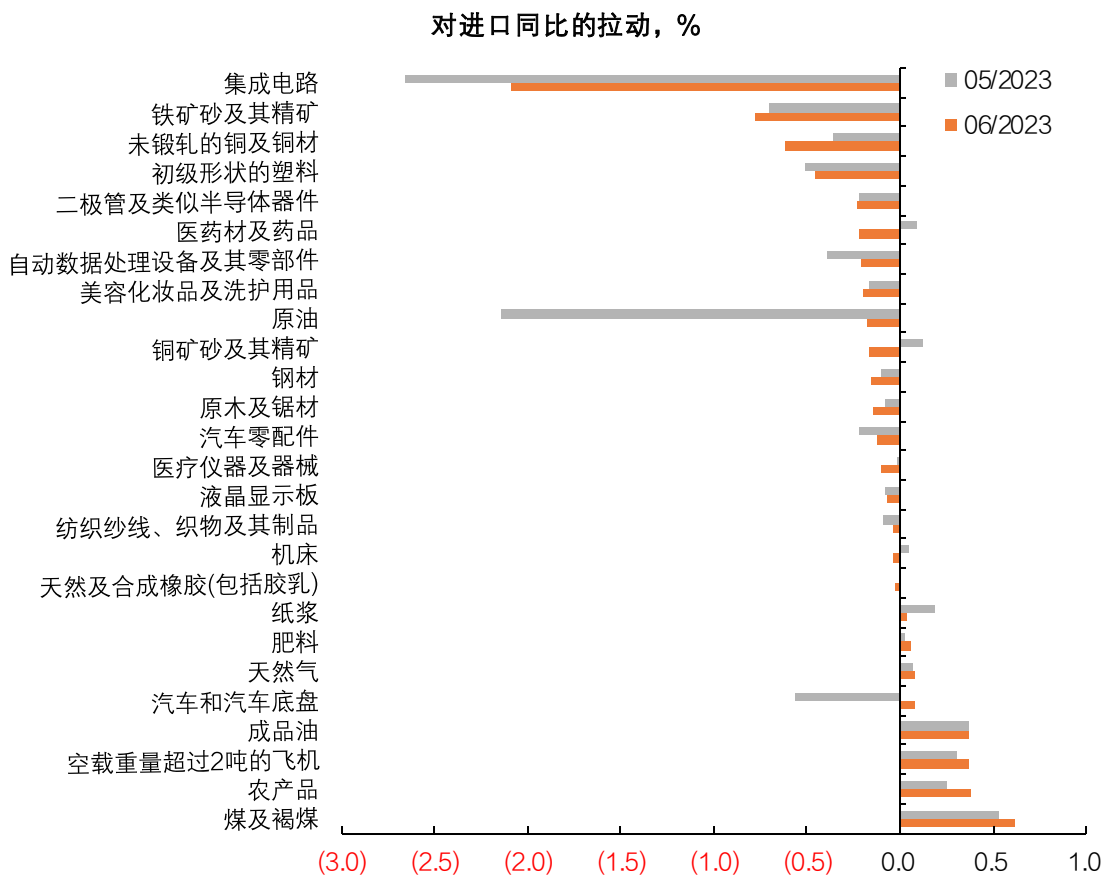
4、机电产品同为进口和出口的最大拖累。从已公布的HS分类产品来看,1-5月第16类“机电、音像设备及其零件、附件”对中国进口的拖累达到3.1个百分点(1-5月中国进口同比为-6.7%),远超过其它HS2位码类别;第16类对中国出口的拖累达到1.4个百分点,也是拖累最大的分项。中国作为机电产品“大进大出”的国家,受到整体外需收缩和外围高技术产品出口抑制的双重冲击。此外,中国进口受到几类产品的较强支撑,包括煤及褐煤、植物油、飞机、成品油和贵金属,其中,今年以来煤炭进口大幅增长对于国内煤炭价格的稳定发挥了重要作用。

图表13 机电产品和矿产品分处于中国进口拖累与拉动的两极



资料来源: wind,平安证券研究所

图表14 6月主要商品对中国进口的拉动变化



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层