

2023年07月13日

内需重要性正在上升

固定收益研究团队

——2023年6月进出口数据点评

陈曦 (分析师)

chenxi2@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

张鑫楠 (联系人)

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号: S0790122030068

● 核心观点

1. 5月,按美元计价,我国出口同比-12.4%(前值-7.5%,下同),进口同比-6.8%(-4.5%)。

2. 出口在经历了3-4月份的增长过后,5月、6月均出现同比下降,6月的下行幅度超过wind一致预期。以下几个原因可以对出口的下行起到解释:一是2022年同期由于积压订单释放导致的高基数拉低了本期读数。二是前期出口较好确实存在积压订单释放的情况,而补出口的支撑正在减弱。当补出口对基数和当期的影响减弱之后,外需重新成为观测出口的主要逻辑。

3. 外部环境的影响是当下出口的主要制约,外需下降同样有几个佐证,首先,全球制造业PMI或许可以作为一个观测逻辑,对全球制造业PMI同比化后,在2022年后整体呈现下行趋势,同样对应着出口增速回落。其次,同期的韩国和越南的出口增速也是处在下降状态,自从2023年以来就是持续的负增长,需求问题导致了全球贸易放缓。同样,海关总署新闻发言人在发布会上也提到“当前...地缘政治冲突持续,短期外需回暖动力不足”。结合美联储最新通胀数据超预期回落之后,或许证明外需正在放缓。

4. 另一个值得关注的点是出口的环比回正,在连续两个月的环比下降之后出口边际有所恢复。4月和5月的环比下降来自于积压订单导致的3月基数较高,尽管6月环比回正但也处同期低位,但是,当积压订单扰动减少,出口环比或许会恢复到季节性常态。

5. 我国主要对主要地区的出口增速几乎全部下降,仅有俄罗斯在大幅正增长,同样可以印证外需动能减弱。份额来说,东盟、美国、欧盟三个地区仍然是我国最主要的出口对象,但是东盟占我国出口的份额再次提升。RCEP协定对我国与东盟贸易更为便利,与东盟市场的贸易流通自由度更高、企业成本受减税优惠更低。

6. 从出口商品结构来看,仅有少部分商品是正增长,分别是成品油、家用电器、汽车类、液晶模组。在前期表现较为强劲的劳动密集型,如鞋靴、服装、箱包等在5月转负后降幅进一步扩大,且份额有所回落。机电产品份额连续三个月出现上行。商品的量价结构中,量的支撑是好于价格的,多数商品的价格出现了下滑,且下滑幅度直观来看是大于数量的。

7. 后续内需的重要性在提升,净出口对经济的拉动已经为负,在出口对经济形成拖累的情况下,全年经济的增长需要靠三驾马车当中的消费和投资来拉动。

因此外需走弱直接对应的就是内需需要增强。最近的政策频繁出台稳定经济,从六月底以来的降息、央行支农支小再贷款、发改委扩大民间投资、地产政策延期,另外还从稳定预期方面国务院召开经济形势座谈会、平台经济企业座谈会,工信部、发改委、市监局分别召开企业圆桌座谈会。经济后续或许将逐步回升。

8. 其次,后续同样需要关注外需的恢复情况。美国通胀的超预期回落,使加息的概率和次数出现了新的变数。其次,中长期来看,美国正处在去库阶段,如果后续去库结束,或许将对出口形成支撑。另外,中国生产端恢复较好和较低的PPI成本优势或许会对出口份额形成支撑。

9. 债市收益率在低位徘徊,各等级利差均已压缩至较低位,因此我们想提示一是收益率再继续下行的空间有限,二是经济较弱的阶段或许已经过去。在一季度较高预期和二季度较低预期之后,预期将会回到当下经济现实上来。需要警惕后续基本面逐渐回暖、价格底部回升、去库结束之后债市收益率上行。

● **风险提示:** 政策变化超预期;海外经济变化超预期;价格水平变化超预期。

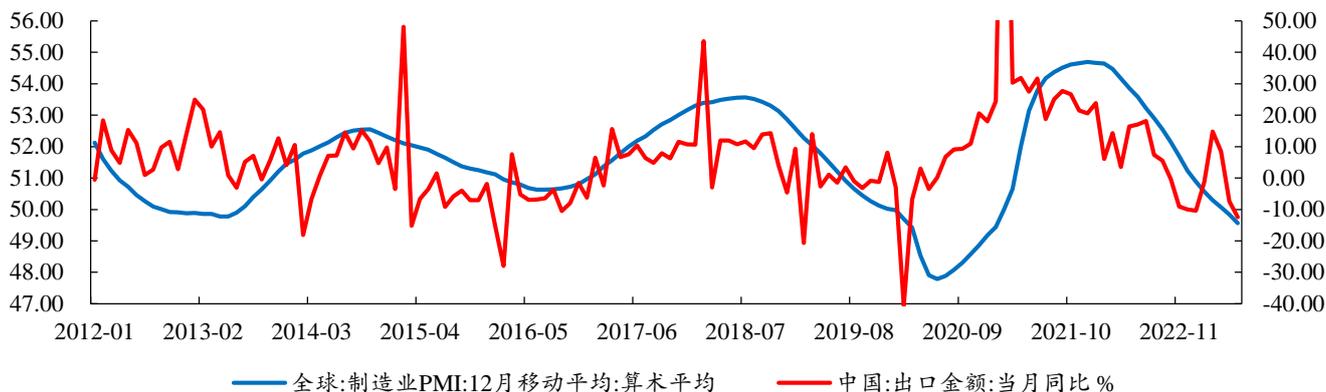
相关研究报告

《PPI底或将领先库存底—2023年6月价格数据点评》-2023.7.11

《债底效应显现—可转债周报》-2023.7.9

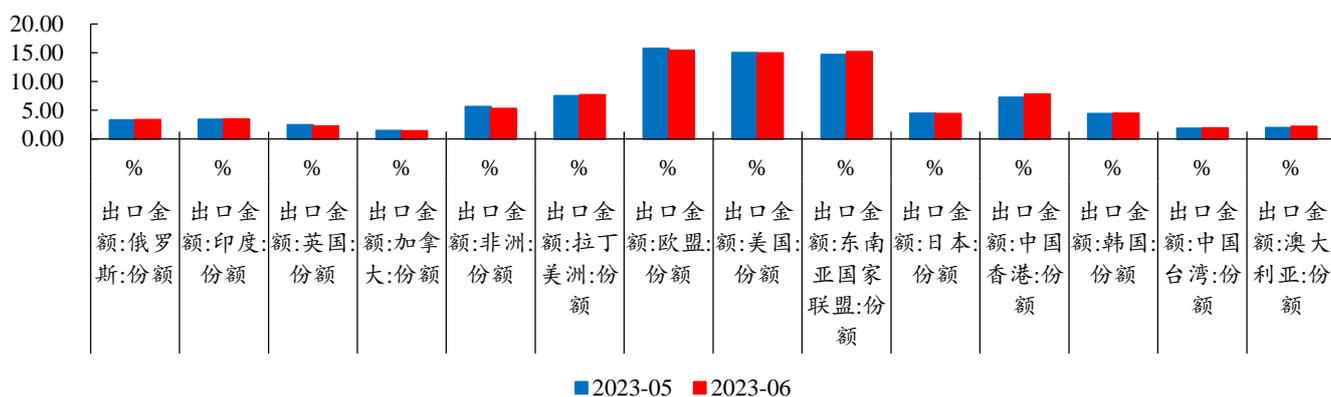
《工业品整体价格上升—高频数据周报》-2023.7.9

附图 1: 全球 PMI 回落



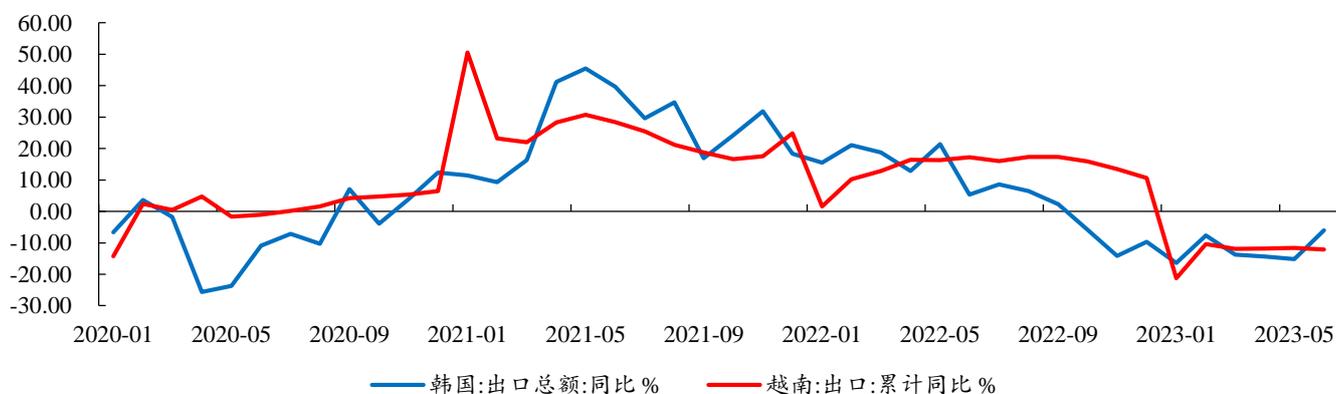
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 东盟出口份额回升



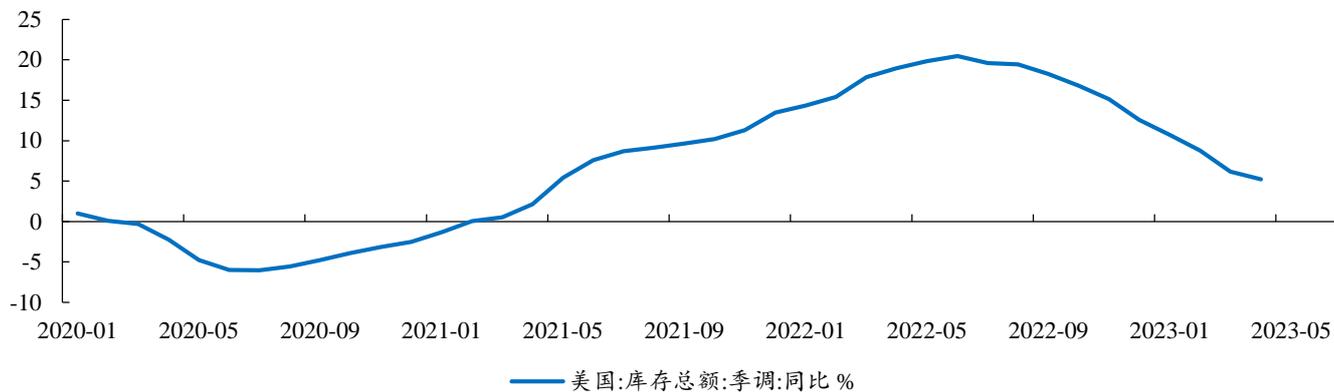
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 越南、韩国出口下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4：美国库存下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn