

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

出口或将进入磨底阶段

2023年7月14日

- **出口边际增长动能偏弱。**6月出口增速再次不及市场预期，成为自2020年2月以来的最低同比增速。我们认为，6月出口同比增速维持弱势，也有部分源自高基数影响。出口边际增长动能较弱的主要来源仍是非美、非东盟市场的表现，其中，我国对非洲、对拉美出口均有压力。第一，对美、对东盟出口环比出现改善，并非边际增长动力较弱的主要来源。第二，对拉美市场出口的缓慢增长，未能抵消对非出口的下滑。总体上看，自二季度以来，我国整体出口金额增长表现较弱。商品结构上，1) 机电出口中，多数商品出口延续负增长。2) 机电出口的结构亮点仍是汽车相关出口。3) 劳动密集型产品出口增速普遍回落。
- **国内经济延续慢修复态势。**6月进口同比增速降幅扩大，已连续4个月保持负增长。我们认为，当前进口增长偏弱，也和国内经济运行的多个信号相一致：一是大宗商品价格继续走弱，从价格端拖累进口同比增速；二是6月企业进口景气度环比回落，从数量端拖累进口金额；三是企业仍处于去库存阶段。商品结构上，进口同比增速下滑的范围进一步扩大，显示出国内经济修复偏慢的格局还没发生改变，主要有以下几个体现：1) 铜矿砂、钢材等工业品进口弱，与国内工业需求偏弱相吻合。2) 能源类商品进口增速改善，成品油、煤及褐煤和肥料进口增速保持高增。3) 多数商品进口同比增速进一步下滑的范围继续扩大。
- **出口或将进入磨底阶段。**从需求增长来看，首先，美国尚未出现衰退。当前美国进口订单PMI环比改善，与中国对美出口环比改善相一致。当前美国可支配收入端一直给居民的存量超额储蓄提供支撑，存量超额储蓄消耗完毕时点可能后移，这意味着美国的进口消费需求放缓的节奏偏慢，我们认为这或对我国出口有部分支撑。其次，世界银行数据显示，今年发达经济体与发展中经济体的经济增长或有不同表现。此外，回顾上半年的外贸表现，对“一带一路”沿线国家进出口增速也明显高于整体，这显示出我国与沿线国家的外贸合作日益紧密。我们认为，即使出口边际增长动能继续维持微弱增长，但三季度高基数效应褪去之后，可能会推升出口同比增速温和回升。因此，我们认为，尽管7月出口数据或仍不容乐观，但整个Q3或是出口的磨底阶段。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目 录

一、出口边际增长动能较弱.....	3
二、国内经济延续慢修复态势.....	5
三、出口或将进入磨底阶段.....	7
风险因素	8

表 目 录

表 1: 6 月出口重点商品金额同比增速对比.....	5
表 2: 6 月进口重点商品金额同比增速对比.....	7

图 目 录

图 1: 去年 6、7 月出口金额为年内最高	3
图 2: 6 月出口增速边际变化 5.5 个百分点	4
图 3: 自今年 2 月起, 价格对进口同比起着拖累作用	6

一、出口边际增长动能较弱

6月出口同比增速（美元计价）为-12.4%，Wind市场预期为-10.16%，前值为-7.5%。6月出口增速再次不及市场预期，成为自2020年2月以来的最低同比增速。

我们认为，6月出口同比增速维持弱势，既有出口边际增长动能较弱的原因，也有部分源自高基数影响。6月出口环比增速呈微弱正增长，录得0.5%，是2017年以来同期水平的次低值，这显示出6月的出口增长动能并不强。再加上，在高基数影响下，出口增速下行压力变大。去年5月疫情高峰过后，我国出口基数大幅抬高。从去年的出口表现来看，2022年6月、7月的当月出口金额是2022年内的最高水平。我们认为，在基数抬高背景下，这也会压低今年6月出口同比增长水平，导致出口增速下行压力变大。

出口边际增长动能较弱的主要来源仍是非美、非东盟市场的表现，我国对非、对拉美出口均有压力。

第一，对美、对东盟出口环比出现改善，并非边际增长动力较弱的主要来源。从环比上看，中国对美、对东盟国家的出口增速已由5月的环比负增转为环比上涨。其中，对美出口环比由5月-1.26%小幅回升至0.51%，对东盟出口环比由5月的-10.19%进一步上升至4.37%，这显示出对美国和东盟的出口环比动力正在改善。

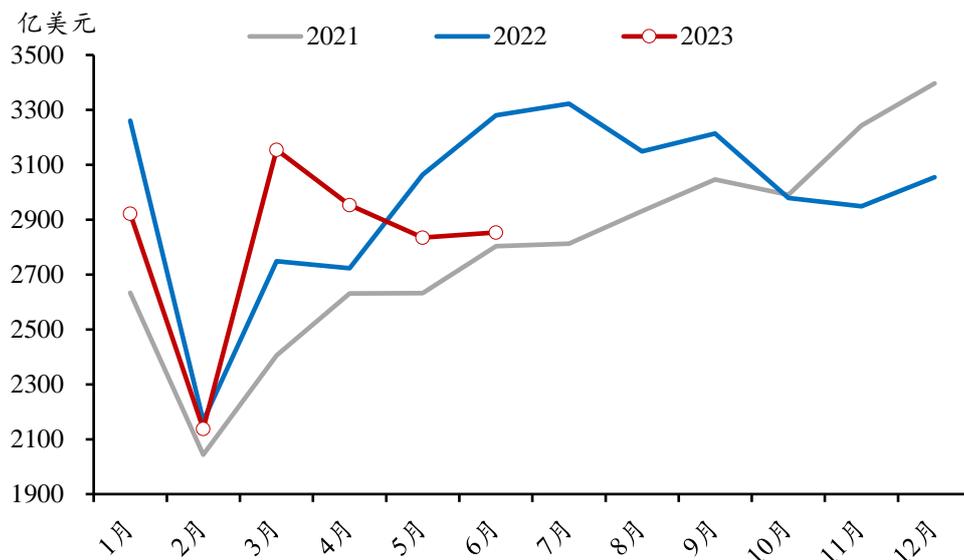
分区域来看贡献度变化，6月出口同比增速继续下降的5.5个百分点中，欧美、东盟市场边际拖累1.9 pct，占比35%；其他非欧美、非东盟市场边际拖累3.6个百分点，占比65%（见图2）。

第二，对拉美市场出口的缓慢增长，未能抵消对非出口的下滑。分洲域来看，目前海关仅公布非洲和拉丁美洲的完整出口金额，自4月以来，中国对非洲出口金额一直在下降，而中国对拉丁美洲的出口金额则是缓慢增长，对拉美市场出口的缓慢增长未能完全抵消对非出口的下滑。同比上看，对非洲出口由4月的49.94%下降到-6.91%，对拉美出口由4月的10.5%下降到-10.79%。从贡献度变化上看，非洲市场边际下滑1.1 pct，拉美市场则下滑0.7 pct。

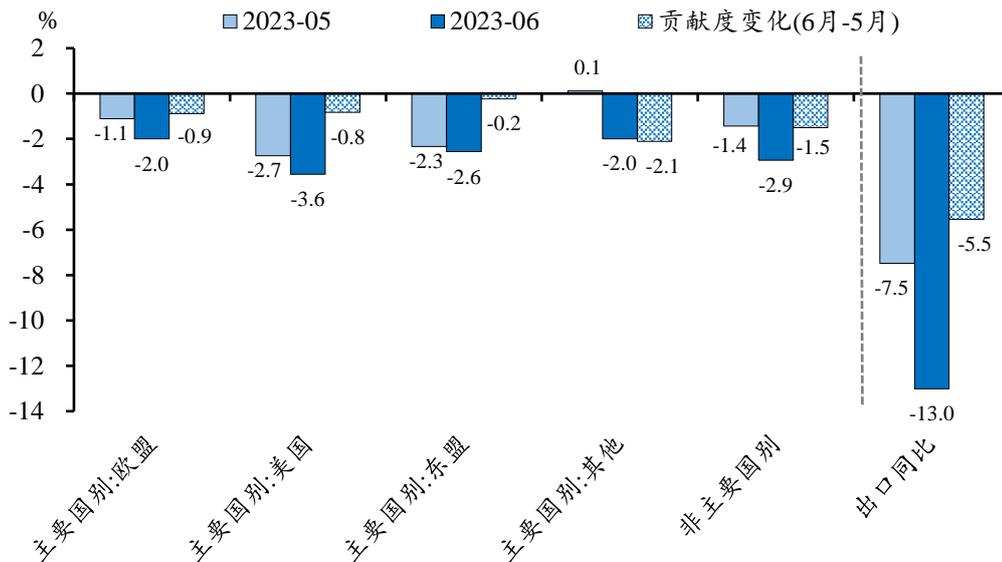
此外，6月出口环比继续下滑的出口地区还有欧盟、英国和加拿大。

总体上看，自二季度以来，我国整体出口金额增长表现较弱。

图 1：去年 6、7 月出口金额为年内最高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：6 月出口增速边际变化 5.5 个百分点


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: ① “主要国别:其他”项中含俄罗斯; ②图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

商品结构上，汽车相关出口依旧坚挺，劳动密集型等多项产品同比增速普遍回落。

1) **机电出口中，多数商品出口延续负增长。**6 月机电产品和高新技术产品出口对整体出口起主要拖累作用，其中，机电产品由 5 月同比增速-1.3%下滑至-8.95%，已经连续两个月同比负增长。机电产品拖累整体出口同比增速回落 4.47 个百分点，高新技术产品拖累整体出口同比增速回落 0.79 个百分点。手机、集成电路、船舶等商品均延续负增长。

2) **机电出口的结构亮点仍是汽车相关出口。**6 月汽车（含底盘）出口同比增速为 109.93%，与 5 月出口同比增速相比，虽有所下滑，但仍处于较高增速水平，而汽车零部件同比增速为 5.11%，汽车（含底盘）以及汽车零部件对整体机电出口依旧起着支撑作用。

3) **劳动密集型产品出口增速普遍回落。**从七大劳动密集型产品来看，6 月劳动密集型产品出口增速均进一步下滑，箱包及类似容器出口同比增速也由正转负。

表 1：6 月出口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-6)	上月同比 (2023-5)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-8.95	-1.30	-7.65	58.45
高新技术产品	-16.79	-13.50	-3.29	24.07
服装及衣着附件	-14.50	-12.20	-2.30	5.41
纺织纱线织物及其制品	-14.34	-14.10	-0.24	4.05
鞋靴	-21.31	-9.30	-12.01	1.59
家具及其零件	-14.81	-14.40	-0.41	1.83
塑料制品	-12.05	-10.20	-1.85	3.06
玩具	-22.99	-22.20	-0.79	1.21
箱包及类似容器	-5.06	2.40	-7.46	1.18
钢材	-42.75	-27.50	-15.25	2.35
农产品	-6.57	-7.00	0.43	2.76
成品油	2.70	16.00	-13.30	1.12
未锻轧铝及铝材	-35.43	-42.10	6.67	0.57
陶瓷产品	-28.23	-21.40	-6.83	0.76
肥料	-7.31	1.70	-9.01	0.32
稀土	-31.96	-30.80	-1.16	0.32
中药材及中式成药	-14.41	-21.83	7.42	0.32

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

二、国内经济延续慢修复态势

6 月进口同比增速（美元计价）为-6.8%，降幅相比 5 月扩大 2.3 个百分点，2023 年以来进口增速已连续 4 个月保持负增长。

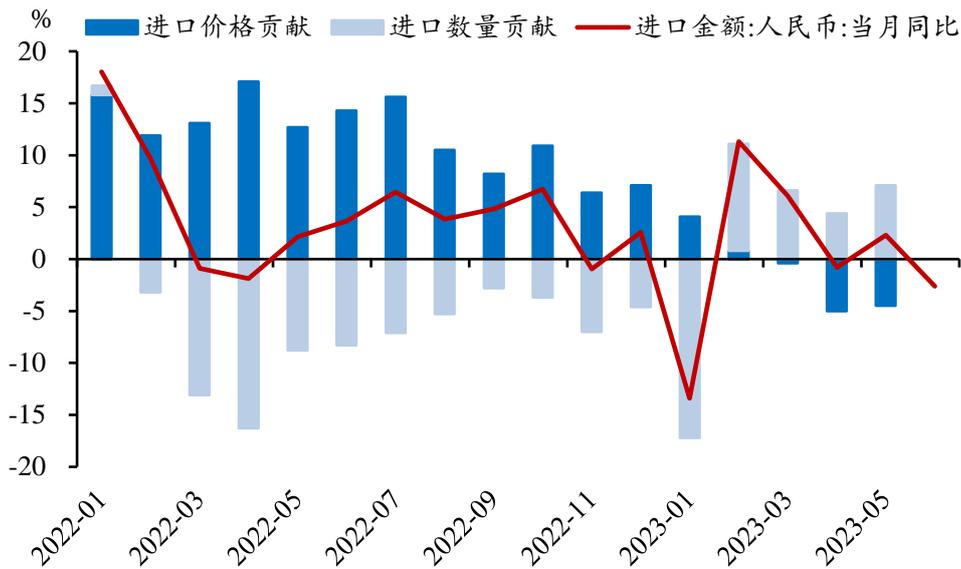
我们认为，当前进口增长偏弱，也和国内经济运行的多个信号相一致：

第一个信号是大宗商品价格继续走弱，从价格端拖累进口同比增速。从量价角度上看，自今年 2 月份起，价格因素拖累进口同比增速表现。而在全球经济增长放缓背景之下，大宗商品价格继续下跌，我们认为 6 月大宗商品价格下降继续对进口起着拖累作用，从而影响当下进口表现。

第二个信号是 6 月企业进口景气度环比回落，从数量端拖累进口金额。6 月大、中、小型企业的进口 PMI 均有所下降，分别较 5 月下降 0.7、2.4 和 5.7 个百分点，均位于荣枯线以下，这显示 6 月企业对主要原材料的进口数量比 5 月减少。6 月大中小型企业的进口 PMI 环比回落，也在一定程度上显示出进口数量弱增速的信号。

第三个信号是企业仍处于去库存阶段。6 月制造业企业的原材料库存和产成品库存仍在回落，较 5 月分别回落 0.2 和 2.8 个百分点，制造业企业或仍在消耗产成品库存。企业处于库存去化阶段，我们认为这或在一定程度上抑制了企业对原材料的进口需求。

图 3：自今年 2 月起，价格对进口同比起着拖累作用



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

商品结构上，我们认为，进口同比增速下滑的范围进一步扩大，显示出国内经济修复偏慢的格局还没发生改变，主要有以下几个体现。

- 1) **铜矿砂、钢材等工业品进口弱，与国内工业需求偏弱相吻合。**与 5 月相比，6 月进口降幅继续扩大 2.3 个百分点。进口同比增速回落较多的主要是铁矿砂、铜矿砂及其精矿等商品。其中，6 月铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿的进口同比增速分别为-15.14%和-7.57%。从数量上来看，铁矿砂及其精矿进口数量同比增长 7.36%，数量涨幅进一步扩大，因此铁矿砂进口金额的同比增速下滑可能来自于价格因素的拖累，这与价格因素对进口金额的拖累相一致。
- 2) **能源类商品进口增速改善，成品油、煤及褐煤和肥料进口增速保持高增。**进口重点商品中，原油、成品油、煤及褐煤等能源类商品的 6 月进口增速较 5 月有所改善。其中，成品油、煤及褐煤和肥料进口增速保持高增，其进口同比增速分别为 58.26%、47.57%和 34.63%，分别较 5 月上漲 8.66、13.77 和 16.43 个百分点。
- 3) **多数商品进口同比增速进一步下滑的范围继续扩大。**多数商品进口金额延续 5 月同比下降趋势，6 月天然及合成橡胶(包括乳胶)进口同比增速为-7.23%，增速较前值下滑 9.83 个百分点；原木及锯材进口同比增速-20.58%，降幅扩大 8.39 个百分点，未锻轧铜及铜材进口同比增速-27.18%，降幅则扩大 11.18 个百分点；

表 2：6 月进口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-6)	上月同比 (2023-5)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-8.75	-13.30	4.55	37.66
高新技术产品	-10.41	-13.80	3.39	27.24
原油	-1.42	-15.70	14.28	13.13
成品油	58.26	49.60	8.66	1.08
天然气	3.75	3.70	0.05	2.35
煤及褐煤	47.57	33.80	13.77	2.09
农产品	4.37	2.60	1.77	9.89
纸浆	5.57	24.40	-18.83	0.88
原木及锯材	-20.58	-12.20	-8.39	0.60
铁矿砂及其精矿	-15.14	-10.00	-5.14	4.75
铜矿砂及其精矿	-7.57	17.50	-25.07	2.25
未锻轧铜及铜材	-27.18	-16.00	-11.18	1.81
钢材	-25.82	-18.10	-7.72	0.47
医药材及药品	-11.63	-5.90	-5.73	1.81
美容化妆品及洗护用品	-25.66	-19.50	-6.16	0.62
初级形状的塑料	-22.21	-23.90	1.69	1.75
纺织纱线、织物及制品	-8.66	-16.40	7.74	0.47
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-7.23	2.60	-9.83	0.44
肥料	34.63	18.20	16.43	0.25

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

三、出口或将进入磨底阶段

总结来看, 6 月出口延续弱势既有出口边际增长动能较弱的原因, 也有部分源自高基数影响。从需求增长来看:

首先, 美国尚未出现衰退迹象。当前美国进口订单 PMI 环比改善, 与对美出口环比改善相一致。美国可支配收入端一直给居民的存量超额储蓄提供支撑, 存量超额储蓄消耗完毕时点可能后移, 这意味着美国的进口消费需求放缓的节奏偏慢, 我们认为这或对我国出口有部分支撑。

其次, 当前我国出口结构已经发生变化, 我们对美国出口占中国总出口的份额正在下降, 而对其他海外市场的出口份额在上升。而根据世界银行的预测, 今年发达经济体与发展中经济体的经济增长或有不同表现, 2023 年发达经济体的 GDP 增长 0.7%, 发展中经济体的 GDP 增速提升至 4%。

此外, 回顾上半年的外贸表现, 对“一带一路”沿线国家进出口增速也明显高于整体。上半年, 我国对“一带一路”沿线国家进出口增长 9.8%, 高出外贸整体增速 7.7 个百分点, 这显示出我们对沿线国家的外贸合作日益紧密。

我们认为, 即使出口边际增长动能继续维持微弱正增长, 三季度高基数效应褪去之后, 可能会推升出口同比增速温和回升。

因此, 我们认为, 尽管 7 月出口数据或仍不容乐观, 但整个 Q3 或是出口的磨底阶段。

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com

华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。