

宏观点评 20230808

7月出口：数据罕见调整，该如何解读？

2023年08月08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

《美国 VS 欧洲：悲喜并不相通？——海外宏观经济周报》

2023-08-08

《经济“放开 2.0”，这次有何不同？》

2023-08-06

■ 7月出口的关注点可能并不在同比跌幅有多大，而在于我们怎么看待出口数据的大幅调整。由于高基数的原因，市场或多或少对于7月出口的表现有心理准备，-14.5%的同比跌幅确实不佳，但若非将去年同期的出口下调了27.15亿美元，7月同比增速将跌至-15.2%，成为2008年金融危机后单月同比最差表现（剔除1月和2月）。而值得注意的是本次通过对过往数据的下修，2022年美元计价的出口增速由此前的7%左右跌至6.3%。面临这样的数据变化，我们要客观的评判当前的出口形势是比较困难的，不过至少海外还是出现了一些积极的因素能让我们对接下来出口的表现抱有期待，比如全球制造业可能要触底了。

■ 出口数据出现罕见的下修幅度，对今年3月出口的下调创历史之最。一般而言每个月海关公布数据都会对此前的版本进行小幅的修正，但是本轮数据的修改幅度比较少见，如图1所示，3月出口较官方公布值下调了105.52亿美元，刷新有记录以来的历史。

而图2则显示在公布今年7月数据时，海关调整往期出口读数的力度最大（对比图1和2可以看出，自2022年第二季度到2023年4月的出口下修大部分是在本次数据公布时完成），例如2022年7月的出口一共被下调了34.19亿美元，其中的27.15亿美元就是在当前公布今年7月数据时完成的。

而这一系列操作的结果是2022年出口总额由3.59万亿美元缩减至3.57万亿美元，同比增速跌至6.3%，巧合的是今年上半年的出口规模则由1.97万亿美元下调至1.95万亿美元。

■ 尽管7月数据波动较大，但“好消息”是之后“调数据”的幅度应该会重归常态，而且7月之后出口同比的基数进一步下调，如图3所示，这主要集中在8、11和12月，根据我们的计算，将分别拉动相应月份出口同比增速0.8、0.7和1.6个百分点。对于全年出口增速的拉动约为0.6%。

■ 7月分析的困难主要来自于无论从产品还是国别看，不同口径的数据透露的信息可能是截然不同的。

■ 我们以主要出口产品的数据为例，如图4，机电产品是我国出口权重最大的产品大类，是外贸的风向标。但是从当月和累计值推当月两个口径来看，不同产品在7月和6月的同比增速差值（7月同比增速-6月同比增速）却出现了“南辕北辙”的情况——前者口径显示继续下跌，而后者则显示同比上在好转，类似的情况在服装、家具上也有出现。

■ 尽管对于7月出口是否好转不好妄下结论，但是从海外的一些迹象看，我们对于年内余下时间出口的表现仍有一定期待：

■ 美国今年不衰退。在消费和投资的拉动下，美国上半年经济大超预期。预计下半年这一情况仍将持续：超额储蓄将于明年二季度消耗完毕，在此之前消费都不会太差；制造业库存周期进入底部，PMI新订单指数企稳上升，进一步拉动制造业投资（图5）。除此之外，地产趋于企稳，下半年住宅投资或将转正（图6），助力美国经济复苏。美国经济的企稳将带动全球经济和贸易增速的向上重估，并拉动中国出口。

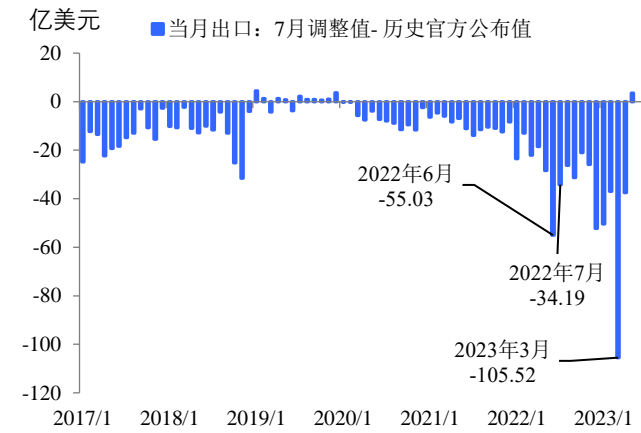
■ 全球制造业下行周期接近底部。当前全球制造业的下行周期可能已接近尾声，瑞典制造业PMI（领先全球制造业PMI）新订单与库存指数比率连续3个月上升（图7），韩国7月制造业PMI新出口订单指数也上升至50.2%，自2022年2月以来首次进入扩张区间，制造业回暖或将意味着出口拐点的出现。

■ 发达国家尤其是欧盟对中国“去风险”速度将放缓。我们在之前的报告中提到，在外交的努力下，今年欧美尤其是欧盟进口中，中国份额的下降速度可能会放缓，对出口形成一定支持。

但更深层的“底气”来源于欧盟对中国产品进口的依赖。虽然2020年以来欧盟进口中中国份额开始下滑，但速度远不如美国、日本等国家（图8），且细分产品结构来看，2020-2022年欧盟对中国主要进口产品的依赖度反而呈现上升趋势，包括机电、汽车、贱金属、家具玩具等（图9），中欧贸易粘性较强使得“脱钩断链”的叙事难以得到事实的支撑。

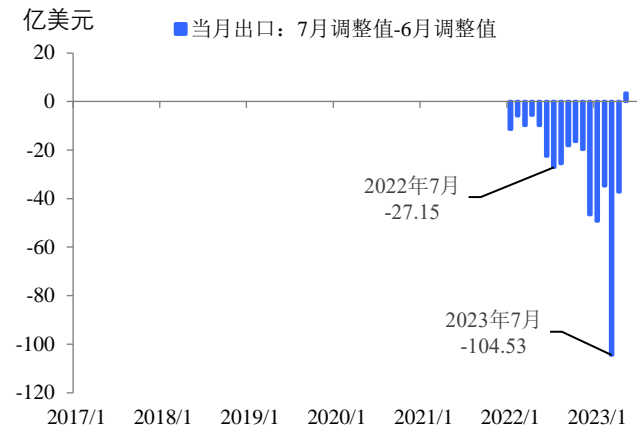
- **风险提示：**美国地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

图1: 2022年下半年至2023年6月出口多出现大幅下调



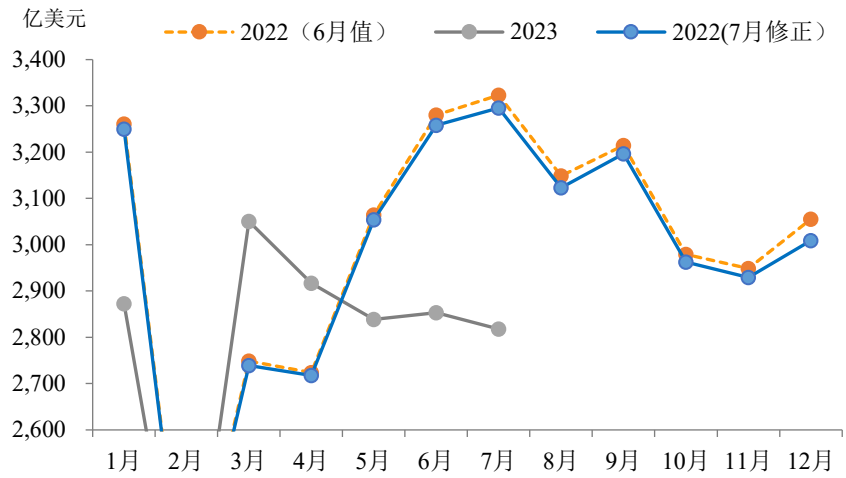
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 其中很大一部分的下调就在7月发生



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年出口的下调对于余下时候出口的同比表现是“好消息”



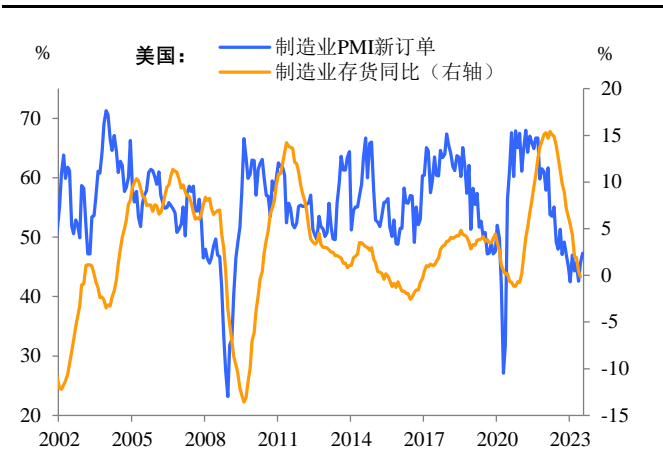
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：不同口径下不同产品对于出口变化的影响可能大相径庭

	单月值			累计推单月			两种口径影响的差值
	权重(%)	同比之差 (7月-6月, %)	对出口增速变化的影响(%)	权重(%)	同比之差 (7月-6月, %)	对出口增速变化的影响(%)	
机电产品	56.18	-2.96	-1.66	55.73	2.70	1.51	3.17
服装及衣着附件	5.96	-4.22	-0.25	5.88	6.53	0.38	0.64
塑料制品	2.98	-2.73	-0.08	2.92	14.94	0.44	0.52
高新技术产品	24.90	-1.31	-0.33	24.80	0.55	0.14	0.46
钢材	3.25	1.86	0.06	3.22	14.68	0.47	0.41
玩具	1.57	0.59	0.01	1.53	20.95	0.32	0.31
家具及其零件	1.80	-0.14	0.00	1.78	14.23	0.25	0.26
灯具、照明装置及其零件	1.31	-1.06	-0.01	1.27	18.32	0.23	0.25
箱包及类似容器	1.06	-6.81	-0.07	1.03	16.91	0.17	0.25
纺织纱线、织物及其制品	4.12	-3.54	-0.15	4.09	2.06	0.08	0.23
鞋靴	1.81	-3.29	-0.06	1.79	8.54	0.15	0.21
家用电器	2.32	-7.42	-0.17	2.30	1.30	0.03	0.20
农产品	2.61	-5.64	-0.15	2.61	1.18	0.03	0.18
汽车零配件	2.39	-9.59	-0.23	2.37	-4.65	-0.11	0.12
集成电路	3.86	4.64	0.18	3.84	7.23	0.28	0.10
通用机械设备	1.59	-9.58	-0.15	1.58	-4.22	-0.07	0.09
音视频设备及其零件	1.09	-0.58	-0.01	1.08	6.83	0.07	0.08
陶瓷产品	0.90	1.29	0.01	4.09	2.06	0.08	0.07
自动数据处理设备及其零部件	6.67	-4.26	-0.28	6.66	-3.28	-0.22	0.07
医疗仪器及器械	0.52	-3.16	-0.02	0.51	1.42	0.01	0.02
汽车(包括底盘)	1.45	-26.67	-0.39	1.45	-25.23	-0.37	0.02
肥料	0.32	-19.30	-0.06	0.32	-17.52	-0.06	0.01
未锻轧铝及铝材	0.79	-2.09	-0.02	0.79	-1.49	-0.01	0.00
成品油	1.09	1.96	0.02	1.12	2.26	0.03	0.00
稀土	0.03	-9.54	0.00	0.03	-5.86	0.00	0.00
水产品	0.58	3.27	0.02	0.58	3.41	0.02	0.00
船舶	0.41	106.35	0.43	0.41	106.46	0.43	0.00
粮食	0.06	12.53	0.01	0.06	12.60	0.01	0.00
中药材及中式成药	0.03	6.96	0.00	0.03	6.97	0.00	0.00
液晶平板显示模组	0.69	-2.36	-0.02	0.70	-2.57	-0.02	0.00
手机	2.73	25.56	0.70	2.73	25.46	0.69	0.00

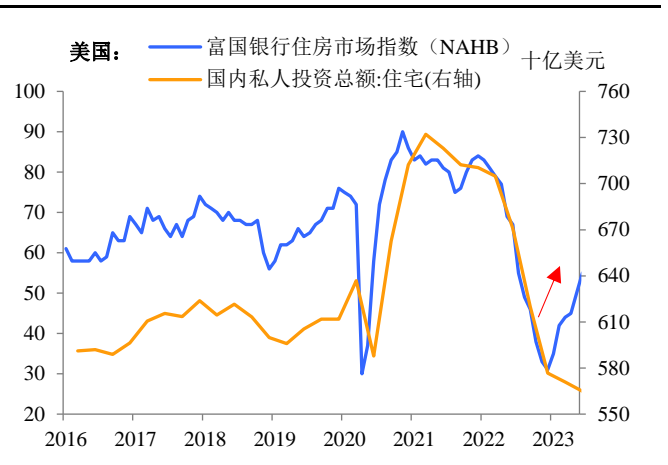
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：美国制造业周期可能将见底



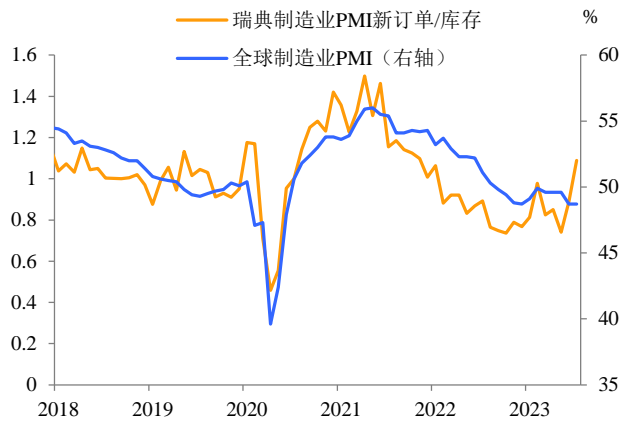
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：地产回暖有望带动住宅投资企稳复苏



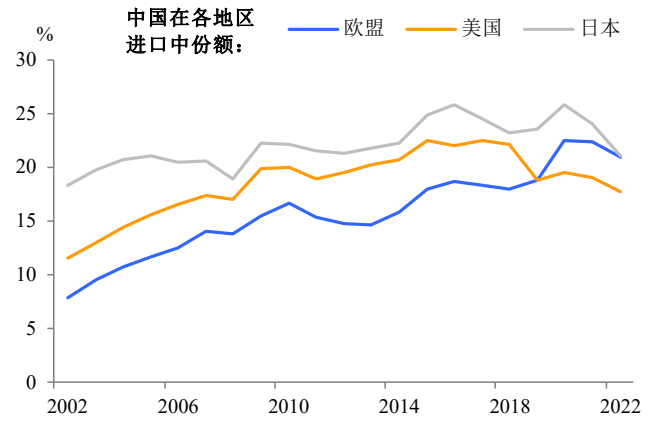
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 全球制造业衰退接近尾声



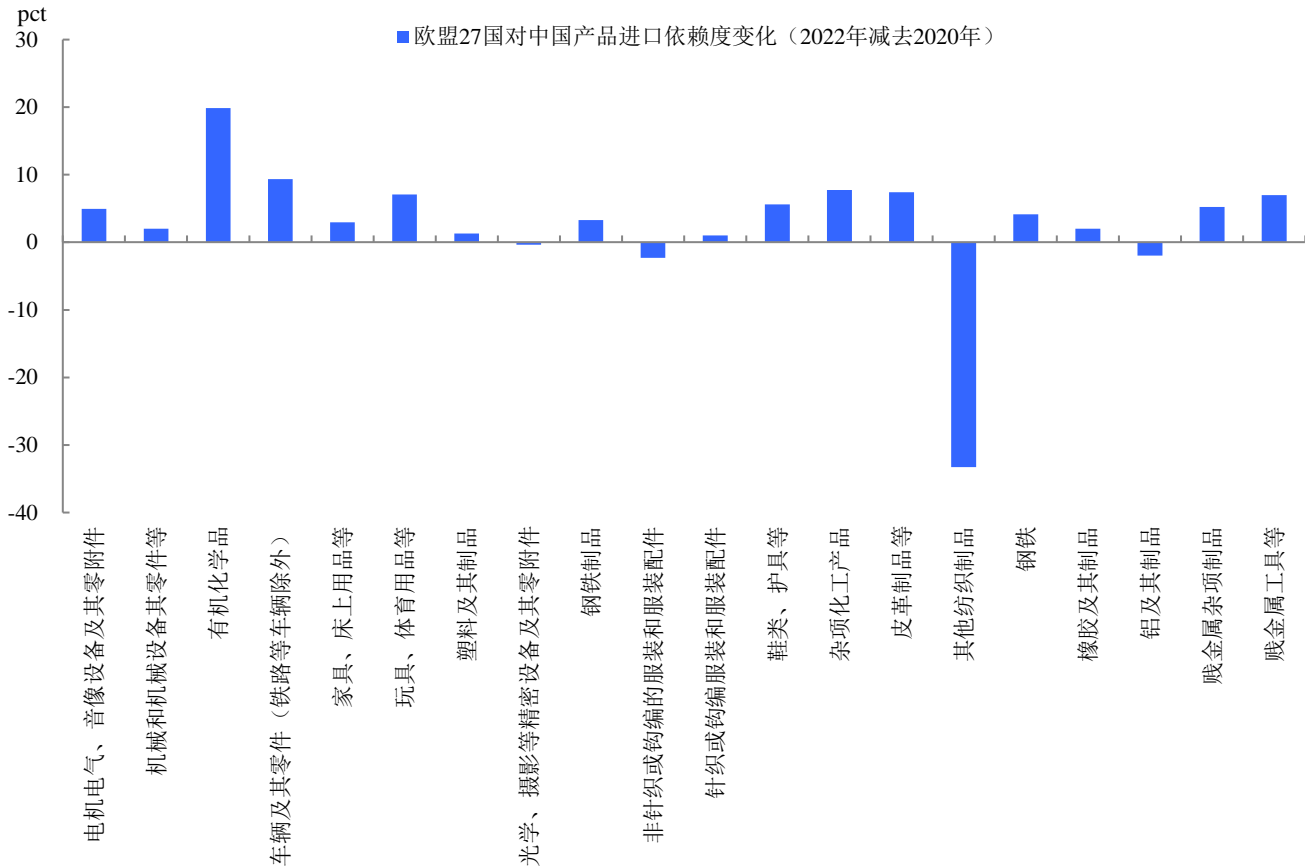
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 欧盟与中国贸易“脱钩”缓慢



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：欧盟对中国产品依赖度上升



注：基于 HS2 代码，产品按照 2022 年在欧盟进口中国各类产品的占比从大到小排序，选用占比最高的前 20 类产品。

数据来源：欧盟统计局，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>