

出口背后的积极因素

——7月外贸数据点评

事件：

7月中国美元计价的出口同比增速为-14.5%，较上月下滑2.1个百分点。7月出口同比增速进一步下行，环比下行也略超预期，主要受到去年同期的高基数与大宗原材料出口价格的调整影响。展望未来，我们维持今年下半年季调之后出口规模基本平稳的判断，主要受外需韧性、大企业订单情况改善、美国库存下降、原材料价格回升、稳外贸政策落地等积极因素支撑。此外，7月进口进一步下滑，我们判断随着近期政策支撑的逐步落地，与市场出清的进行，季调后的进口规模或进入磨底期。

事件点评

➤ 7月出口有所回落

7月中国出口同比增速-14.5%（美元计价，前值-12.4%），较上月下滑2.1个百分点，弱于市场预期（-11.5%）。

分产品来看，季节性调整后，机电行业出口整体再度回落，轻工、高新技术产品出口也有进一步下行；表现相对较好的品类是农产品与原材料。

分出口对象看，季节性调整后，我国除对日本、中国香港的出口环比正增长，对印度出口环比降幅收窄外，对其他主要贸易伙伴的出口都有所走弱。

➤ 如何看待7月出口增速下滑？

7月出口同比增速的进一步下行，环比下行也略超预期，主要受到两方面因素影响。首先，去年积压货物在5-7月集中出口，导致基数偏高，是今年7月出口同比出现了负两位数增长的主要原因。其次，原材料出口价格的下行对出口数据的影响可能还在延续。粗略估算，大宗原材料价格的调整可能进一步拖累7月环比约1个百分点。

➤ 后续出口的积极因素

展望未来，我们维持今年下半年季调之后出口规模基本平稳的判断，这也意味着8月以后出口同比增速随着基数的下行有望逐步回升。主要有以下几方面的积极因素：1) 全球制造业PMI显示的外需韧性以及大企业订单情况的边际改善；2) 美国经济补库存的一些活动可能对中国出口构成一定支撑，美国经济的韧性也可能强于预期；3) 大宗原材料价格的回升支撑大宗品出口改善；4) 一系列稳外贸措施的落地。

➤ 进口或进入磨底期

7月以美元计价进口同比增速为-12.4%（前值-6.8%），降幅进一步扩大。季节性调整后，进口规模环比下滑5.5%，降幅较上月（前值-2.3%）有所扩大。

展望未来，随着近期超预期的政策支撑逐步落地，与市场出清的进行，我们认为季调以后的进口规模可能也逐步进入磨底期。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

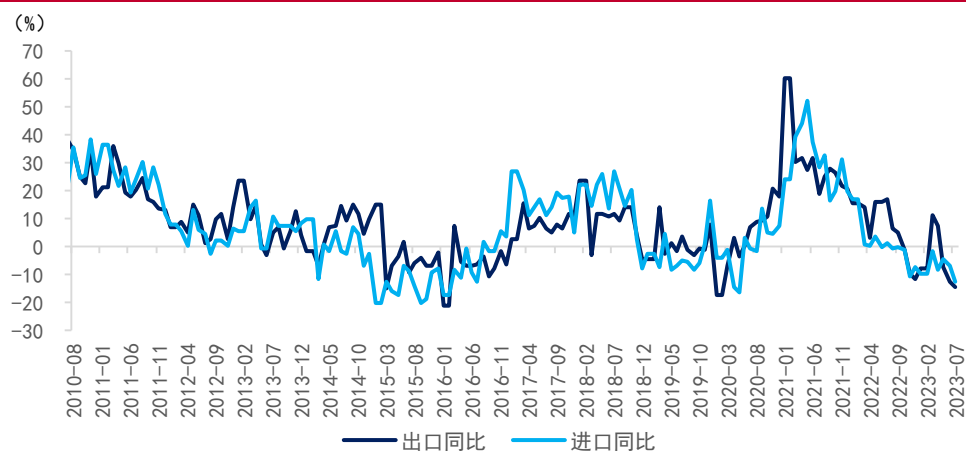
- 1、《新增非农就业未来或加速减速：——美国7月非农就业数据点评》2023.08.06
- 2、《降级的原因多为中长期影响因素：——简评惠誉降级事件》2023.08.03

1. 7月出口有所回落

7月中国出口同比增速-14.5%（美元计价，前值-12.4%），较上月下滑2.1个百分点，弱于市场预期（-11.5%）。

7月出口的负增长一方面与上月类似，很大程度上是受到去年同期的基数拖累，另一方面，经过季节性调整以后，7月出口环比下降1.6%，较上月稍有回落。

图表1：中国进出口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

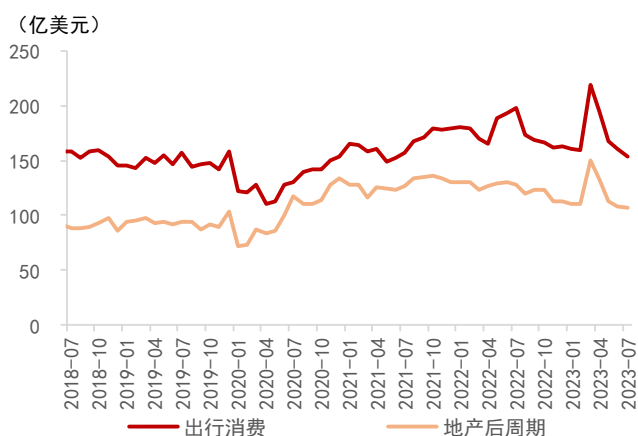
2. 7月出口的结构分析

分产品来看，受高基数影响，超过八成品类的出口同比增速都有所回落。季节性调整后，主要出口大类中，机电行业出口整体再度回落，轻工产品、高新技术产品出口也有进一步下行；相对较好的品类是农产品出口有所企稳，原材料的出口也有明显反弹。

具体而言：

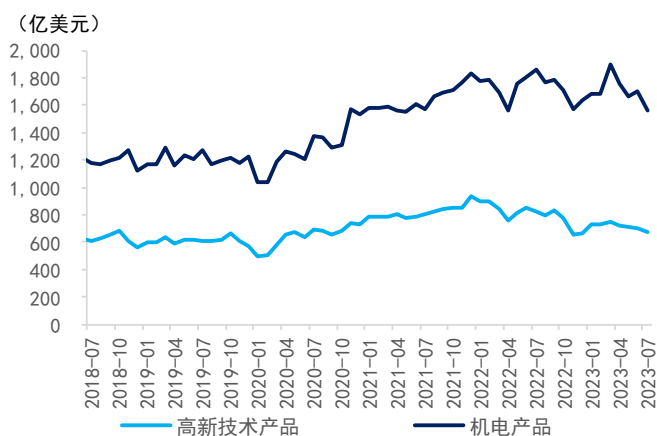
- 轻工制造类产品出口进一步环比回落。其中，鞋服箱包等出行相关产品、地产后周期的耐用消费品分别环比下滑4.0%、1.9%（前值-4.7%、-3.4%），降幅较上月均有所收窄。
- 机电产品的出口整体再度回落。7月机电产品环比下降8.1%（前值2.5%）。其中，集成电路、医疗仪器分别环比下降1.0%、0.1%（前值3.6%、-0.1%）。但汽车出口在上月短暂的波动后维持了去年下半年以来的强势，7月汽车出口金额环比增长4.0%（前值-6.0%）。
- 高新技术产品出口进一步下行，环比下降3.6%（前值-1.0%）。
- 农产品出口企稳回升，环比增长1.6%（前值-0.5%）。
- 原材料出口也有明显反弹，环比增长6.4%（前值-4.0%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）



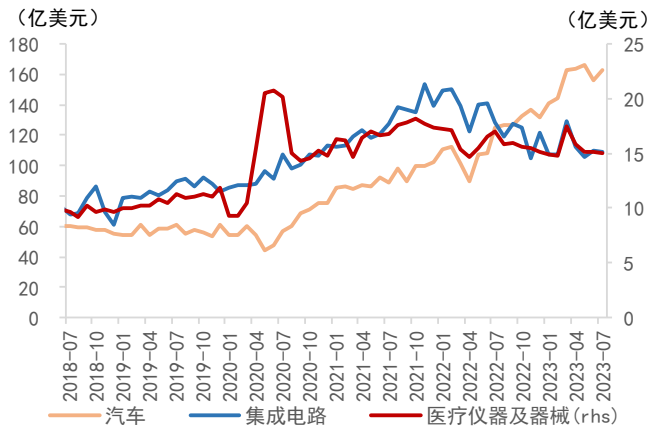
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



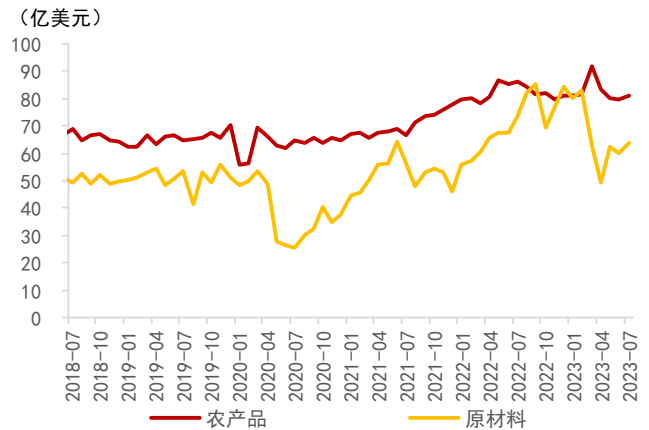
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5: 部分机电产品出口金额 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 农产品和原材料的出口金额 (季调)

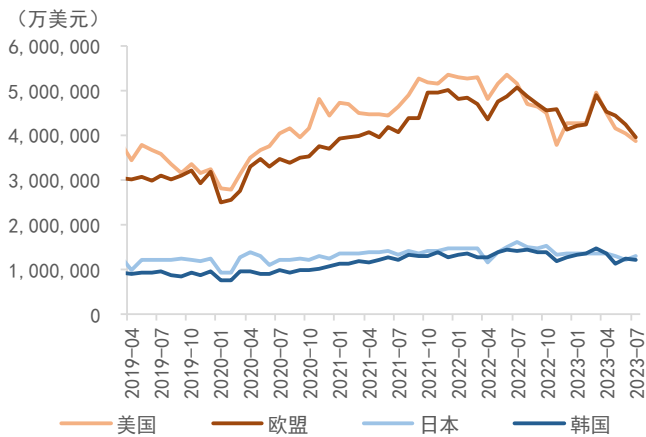


资料来源: Wind, 国联证券研究所

分出口对象看, 在去年同期的高基数下, 我国对主要贸易国家与地区出口的同环比增速基本都有所回落。季节性调整后, 7月我国除了对日本、中国香港的出口环比正增长, 对印度出口的环比降幅收窄外, 对其他主要贸易伙伴的出口都有一定的走弱, 具体而言:

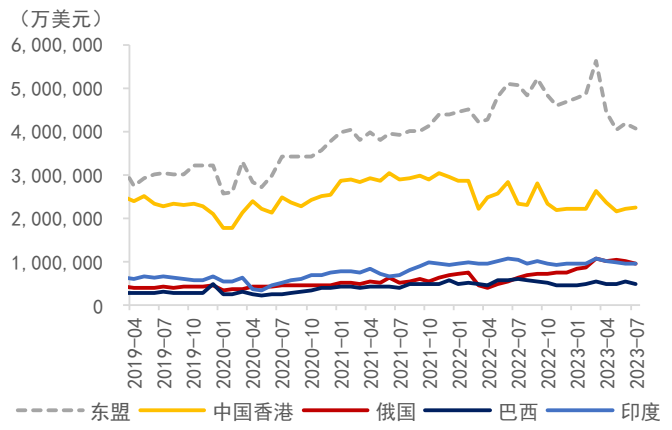
- 对主要转口贸易对象的出口都有所放缓。其中, 对韩国、东盟的出口环比分别为-3.7%、-3.0% (前值 12.0%、4.0%), 均较上月明显回落; 对中国香港的出口保持环比正增长 (1.5%, 前值 2.5%), 但增速也稍有放缓。
- 对美欧、日本的出口则有所分化。其中, 对美国、欧盟出口环比分别下降 4.6%、6.7% (前值-2.9%、-4.7%), 降幅均较上月再度扩大; 对日本出口环比大幅反弹 7.6% (前值-6.5%)。
- 对巴西的出口在上个月的明显反弹后再度回落, 环比下降 13.5% (前值 15.4%); 对俄罗斯的出口进一步下滑, 环比下降 6.0% (前值-1.9%); 对印度的出口继续环比下降 0.5% (前值-2.8%), 但降幅有所收窄。

图表7：对发达国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 如何看待7月出口增速下滑？

7月出口同比增速的进一步下行，环比下行也略超预期，主要受到两方面因素影响。

- 首先，去年同期出口基数较高。去年积压货物在5-7月集中出口，导致基数偏高，是今年7月出口同比出现了负两位数增长的主要原因。
- 其次，原材料出口价格的下行对出口数据的影响可能还在延续。

从可以剔除基数效应的经过季节性调整的数据来看，7月美元计价的出口环比下降1.6%。导致出口环比下滑的一个重要原因是大宗商品出口价格在7月继续下滑。

尽管国际大宗原材料价格在7月边际回升，但由于外贸从下单到出运需要一定时间，钢材、铝材、肥料、成品油、稀土等产品的出口价格仍保持负增长，甚至降幅有所扩大。

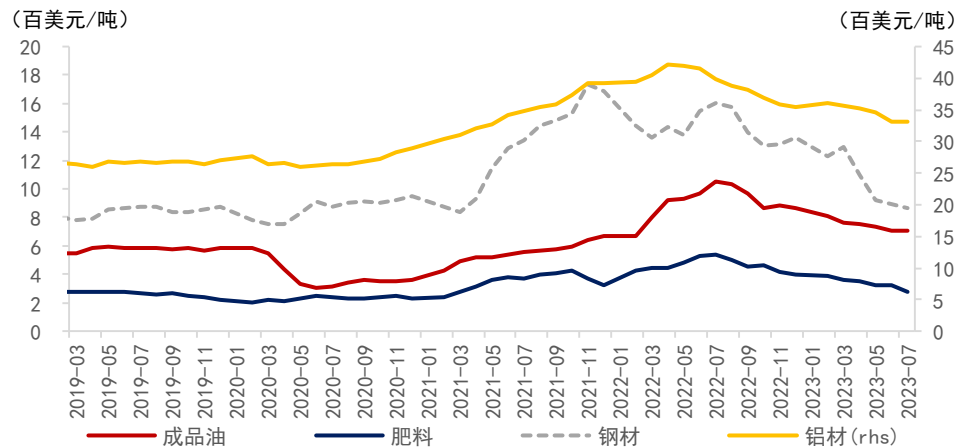
粗略估算，大宗原材料价格的调整可能进一步拖累7月环比约1个百分点。

此前，海关整顿虚假数据¹一度也导致中国出口数据走弱。但是，近期海关对出口数据的调整可能意味着有关部门整顿贸易数据虚增的影响已经基本消除。随着审计范围的扩大，我们注意到海关总署对2022年与2023年1-5月的出口数据在7月中旬进行了调整调整，其中，2022年全年出口金额下调242亿美元，1-5月出口金额下调227亿美元²。

¹ 海关总署署长俞建华在3月底到福建调研时强调要“对进出口数据造假‘零容忍’，严厉查处虚假贸易，确保统计数据真实性”。

² 总量数据进行了调整，但是品类与国别数据并未调整。

图表9：大宗原材料的出口价格



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国出口产品价格同比 (%)

产品	4月	5月	6月	7月
稀土	-27.0	-28.1	-42.1	-60.8
肥料	-20.6	-32.4	-39.1	-48.9
钢材	-23.3	-33.1	-42.4	-46.0
成品油	-18.2	-20.8	-27.1	-32.8
陶瓷	6.6	-18.3	-26.9	-24.0
铝材	-16.5	-17.6	-20.4	-16.8
集成电路	-2.7	-16.8	-17.8	-16.4
鞋靴	-2.5	-9.1	-12.4	-14.1
箱包	4.1	-11.1	-11.4	-13.4
电器	0.0	-6.7	-5.6	-7.0
液晶显示板	0.8	1.6	4.4	-2.4
手机	3.7	-11.0	-12.3	3.7
粮食	64.8	-24.1	26.9	14.2
汽车	19.2	16.1	26.8	15.0

资料来源：Wind，国联证券研究所

总体而言，出口同比增速的进一步探底主要与高基数以及原材料出口价格的下滑有关。

展望未来，我们维持今年下半年季调之后出口规模基本平稳的判断。这也意味着中国年内出口同比（以美元计价）可能仅有比较温和的负增长，而8月以后出口同比增速也会随着基数的下行逐步回升。

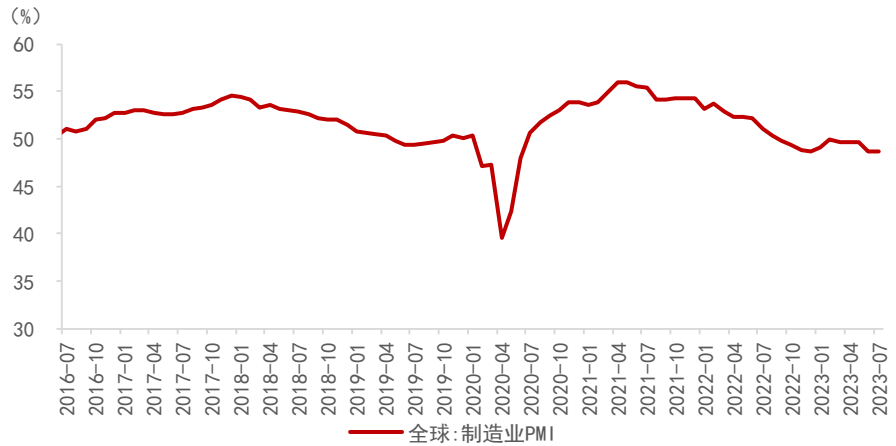
虽然市场普遍认为美欧经济仍有一定下行压力，但是我们认为仍有以下几方面的积极因素支持中国出口：

首先，从全球制造业的景气度表现来看，7月摩根大通全球制造业PMI与上月持平，也与去年11-12月的水平相当，并未在近期出现明显的走弱，显示外需仍具有相

当的韧性。

微观反馈的情况也显示，虽然小企业出口似乎仍然不容乐观，但是近期大中型企业的订单情况持续有所改善。不仅新签订单有所回升，订单取消与延期的情况也有边际改善。

图表11：全球制造业 PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

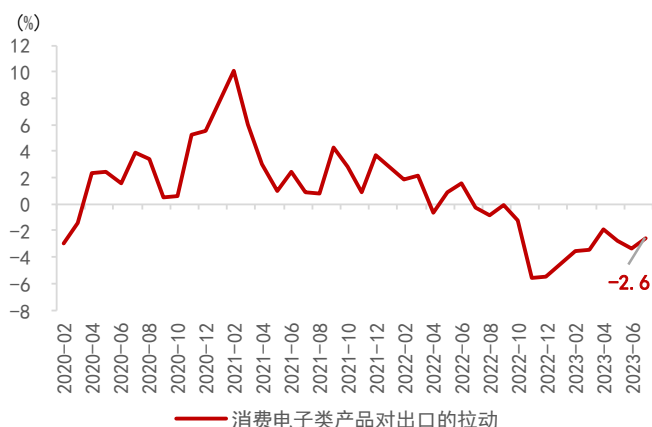
其次，美国经济补库存的一些活动可能对中国出口构成一定支撑，美国经济的韧性也可能强于预期。

近期微观反馈显示，虽然美国库存在下降，但海外进口商的补库存意愿较弱，下单比较谨慎，主要与对美国经济的预期不明朗有关。我们认为，在库存持续下降后，即使短期补库意愿不强，最终仍需要下单补库。

商务部的研究也认为目前消费电子周期的下行持续拖累出口，下半年相关的库存回补需求或有望对出口构成一定支撑³。据商务部统计，2022年、2023上半年，受全球消费电子下行周期影响，消费电子产品在中国出口中的占比持续下滑。7月，我国手机、集成电路、电脑、影音设备等消费电子产品下拉出口约2.6个百分点（前值-3.4%）。

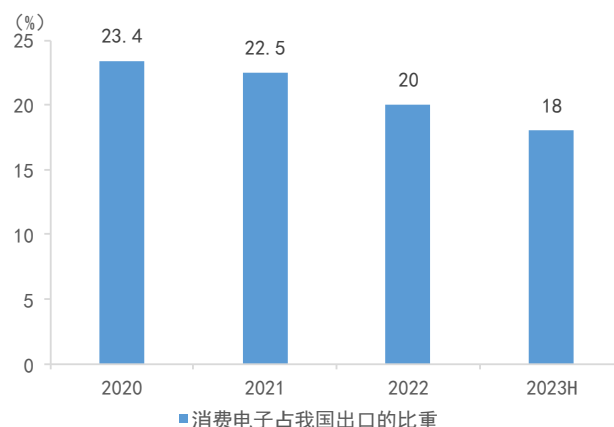
³ 商务部对外贸易研究所所长梁明在近期的会议中表示，“随着下一步欧美地区库存的减少，以及消费电子产品更新换代四年周期的到来，消费电子产品的出口有可能会呈现出向好的趋势。”

图表12: 消费电子对我国出口的拉动



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 消费电子占我国出口的比重



资料来源: 商务部, 国联证券研究所

实际上, CME 期货交易结果对美联储货币政策的预测也显示, 美联储在今年底明年初大概率都不会降息, 美国需求的走弱可能好于预期。

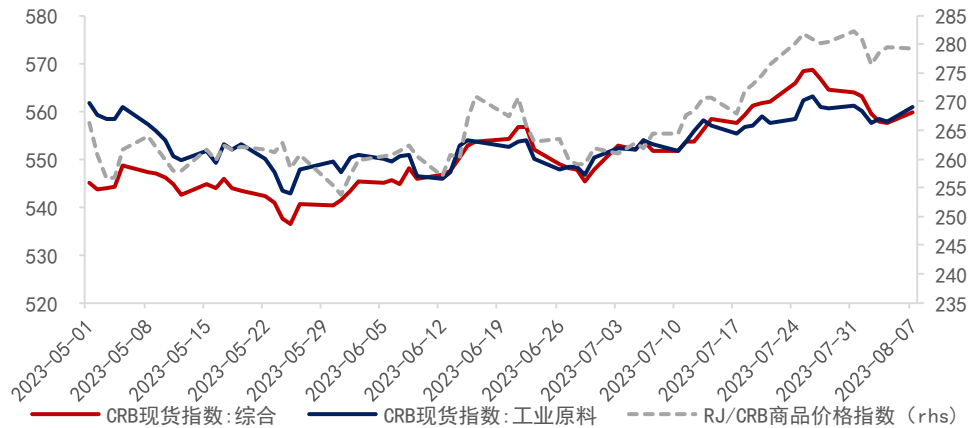
图表14: 市场对美联储加息的预测

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	85.5%	14.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.7%	26.8%	2.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	65.5%	23.9%	2.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	33.2%	47.4%	14.5%	1.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	22.3%	42.2%	26.7%	6.1%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	22.6%	41.9%	26.3%	6.0%	0.5%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.7%	32.3%	34.0%	16.1%	3.2%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.9%	29.1%	33.7%	19.0%	5.3%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	1.0%	9.5%	26.6%	33.1%	21.1%	7.2%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	7.2%	21.9%	31.3%	24.4%	11.0%	3.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.5%	5.1%	17.1%	28.3%	26.6%	15.4%	5.6%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 国联证券研究所

第三, 近期国际大宗原材料价格有所回升, 可能对中国大宗品的出口构成一定支撑。如前文所述, 大宗品价格下跌近期持续拖累中国出口。

图表15: 全球大宗原材料价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

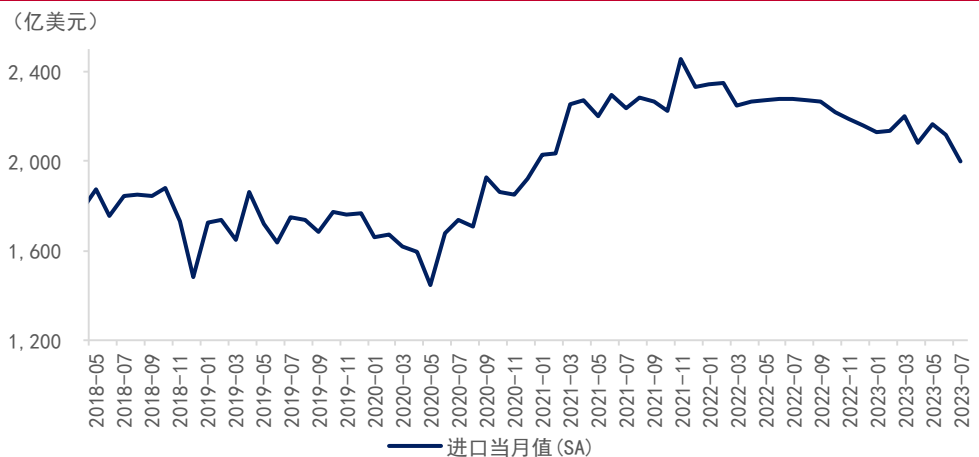
第四, 近期各地政府也推行了一系列稳外贸措施, 包括加大力度补贴企业参加海外展会, 减免出口保险费用等等, 也有望对下半年出口起到一定的支持。

当然, 在外需仍有相当不确定的情况下, 我们也会密切追踪相关的情况并及时对我们的预测进行更新。

4. 进口或进入磨底期

7月以美元计价进口同比增速为-12.4% (前值-6.8%), 降幅进一步扩大。季节性调整后, 进口规模环比下滑5.5%, 降幅较上月 (前值-2.3%) 有所扩大。

图表16: 进口规模 (季调)



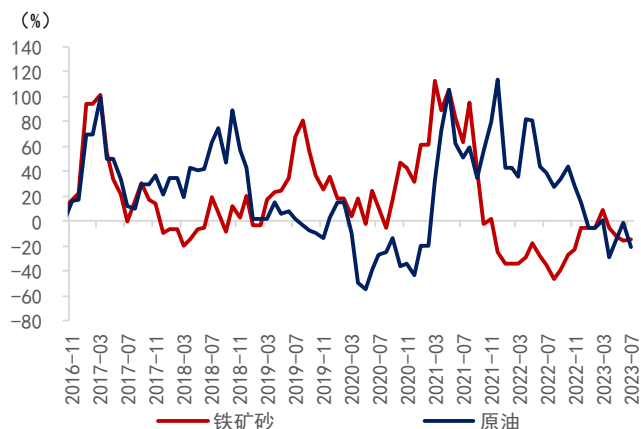
资料来源: Wind, 国联证券研究所

分品类来看,7月原油进口再度回落,进口金额同比增速为-20.8%(前值-1.4%),在我国原油进口的平均价格同比与上月基本持平的情况下,原油进口的回落主要是受到进口量下滑的影响。

铁矿砂进口与上月基本持平,7月同比下降14.9%(前值15.1%)。

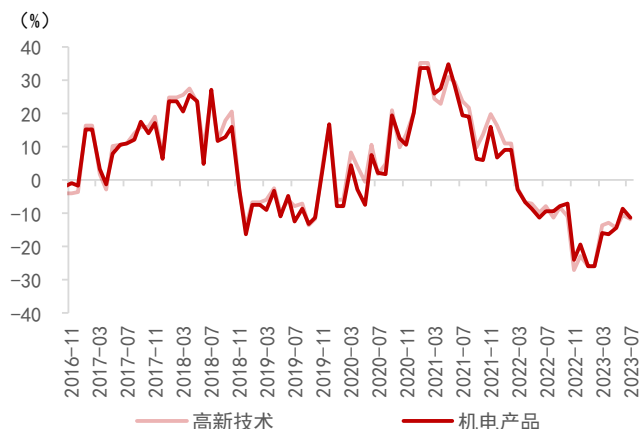
此外,高新技术与机电产品进口增速都较上月稍有下降。

图表17: 铁矿石和原油进口金额同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 高科技和机电产品进口金额同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

总体而言,7月进口整体处于偏弱水平,与7月PMI仍低于荣枯线,经济仍未回到扩张区间的情况相一致(《制造业收缩趋缓——7月PMI数据以及未来经济展望》)。

展望未来一到两个季度,内需可能仍然面临一定的压力。居民、企业的资产负债表的损伤可能对消费、投资的恢复构成拖累,地产投资增速可能还有下行的空间。

但我们认为,随着近期超预期的政策支撑逐步落地,将有助于需求的边际改善,同时市场出清的逐步进行,也意味着经济的内生性动能将逐步恢复,并有望对经济构成支撑,产出缺口可能逐步进入筑底阶段,季调以后的进口规模可能也逐步进入磨底期。

5. 风险提示

海外经济与预期不一致,政策与预期不一致

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼