

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

8月8日，海关总署公布7月出口数据。7月中国对外出口金额2817.56亿美元，同比降幅再度扩大至-14.5%，低于市场预期的-11.5%。

7月出口同比增速创下2020年2月以来新低，市场开始忧虑年内中国出口表现。7月出口有哪些超预期因素，年内中国出口是何走势？

疫情因素扰动去年月度出口节奏，这为今年出口同比基数效应埋下伏线，解读月度出口同比，我们需要充分评估基数效应。

国别因素还会带来出口表现波动，当多重因素共振，偶然间我们会看到“跳跃”的出口同比。剔除波动因素，让出口展露出清晰趋势，这是我们每一次解读出口数据的初衷所在。

7月出口同比降幅超预期，但当我们耐心拆解数据结构，发现其实7月出口依然演绎着年初以来剧本：**全球经贸周期下行决定了今年中国出口方向向下，但结构上中高端制造和资本品出口依然体现出极强的相对优势。**

### ➤ 7月出口同比深度下行，绝大部分起因基数。

**高基数影响，7月出口同比呈现双位数回落并不意外。**

去年6-7月中国出口分别同比增长17.7%和17.8%，为去年出口阶段高点。高基数存在客观上将会拉低今年6-7月同比表现，6月出口同比-12.4%，也预示着7月出口将大概率同比下降超10%。

海关公布7月出口同比-14.5%，绝大部分因素是基数所致。

**绝对金额反季节性环比下滑，这是此前市场未有预料的。**

7月为中国出口旺月，往年(2015-2021)7月出口环比增速均值为4.14%。但今年7月出口金额反季节性下滑，环比降速1.25%，与历史表现形成鲜明反差。

### ➤ 欧盟和东盟对7月出口拖累加大，各有成因。

**国别层面，对东南亚和欧盟出口疲软，这是7月出口降幅较快的主要因素。**

2023年7月我国出口同比增速-14.5%，较6月进一步下跌了2.1个百分点。对欧盟和东盟出口的下降，导致7月出口同比降幅较6月扩大1.1和0.7个百分点。

欧盟和东盟，这两个地区基本解释了7月出口同比超预期下降。

**东南亚“停电危机”和欧洲经济萧条，解释为何7月两地进口需求不振。**

6月以来受高温天气影响，东南亚面临停电危机，生产动能下降，进出口等经济活跃度指标同步下降。7月中国对东盟出口同比下滑21.4%，环比下滑3.5%。

### 相关研究

- 1.大宗框架系列研究(一):未来铜价走势? 解析铜博士-2023/08/08
- 2.全球大类资产跟踪周报:市场预期分化-2023/08/06
- 3.化债系列研究(三):金融化债,方法和约束-2023/08/04
- 4.宏观调研系列之五:风雨无阻的中高端制造出口-2023/08/04
- 5.宏观事件点评:专项债扰动和降准可能性-2023/08/03

欧盟方面，受欧央行鹰派加息和高通胀的影响，经济增长动能异常疲软。

2023年7月，欧元区制造业PMI降至42.7，已经连续13个月位于荣枯线以下。因此，2023年7月我国对欧盟出口同比进一步下跌至-18.9%，环比下滑1.7%。

➤ **7月对俄出口同比看似下降明显，实则动能依然偏强。**

今年3-6月，受益于去年同期较低基数，以及中国对欧美商品的替代效应，中国对俄出口持续强势，月均拉动中国出口增长1.7个百分点。

今年7月，随着低基数效应退去，中国对俄出口增速开始回落，同比增速降至51.8%。

相较6月的90.9%增速，7月对俄出口增速看似“腰斩”，但7月对俄出口环比录得7.6%，高于6月的3.1%。换言之，7月中国对俄出口实际并不弱。

➤ **中高端制造出口的结构韧性仍值得关注。**

我们对今年出口维持两大判断：

第一，总出口增速平稳，全年维持在-3%左右。

第二，今年出口结构明显分化，资本品和高端制造出口好于其他板块。

7月商品结构显示，对于资本品与高端制造的期待依然贯穿于今年7月出口结构表现之中。

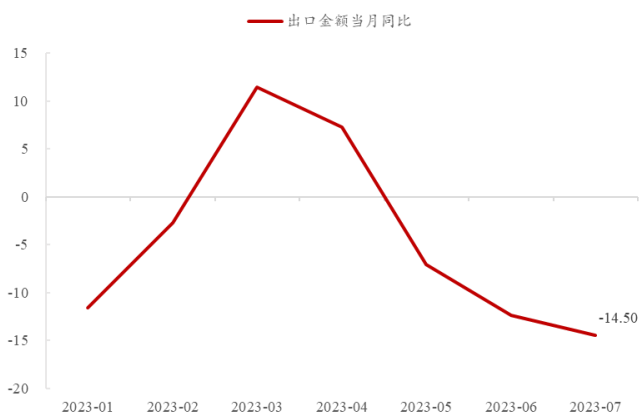
**第一份证据**，7月汽车产业链（包含汽车和汽车零部件）出口延续逆势增长，同比增长28.7%。

**第二份证据**，7月通用机械出口（包括阀门、风机等机械基础件）虽同比下降12%，但无法反映机械出口全貌。根据中国机械联统计信息部数据，今年上半年机械出口中仪器仪表、机械基础件和其他民用机械行业外，其他机械出口均实现正增长。我们近期出口草根调研发现，调研企业对下半年海外需求和自身的竞争优势仍具有信心，贸易摩擦对企业出口的负面影响也逐渐钝化。（具体可参考报告《风雨无阻的中高端制造出口》）

**7月看似大波动的出口同比，并不改变我们对中国出口前景判断，全年总出口同比在-3%左右，中高端制造和资本品出口体现出较强韧性。**

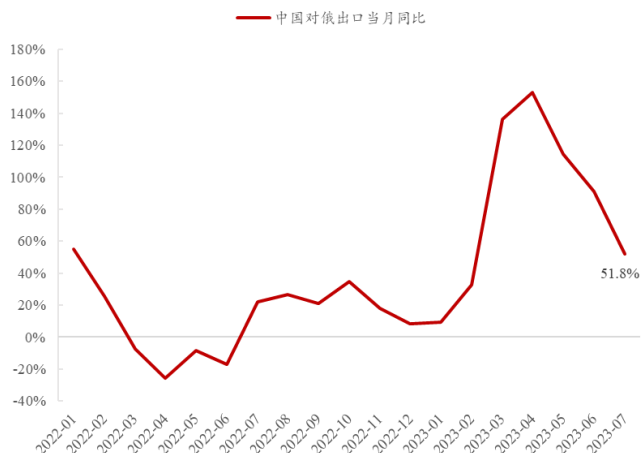
**风险提示：**海外需求韧性超预期；美联储货币政策超预期。

图1：7月出口降幅再度扩大（单位：%）



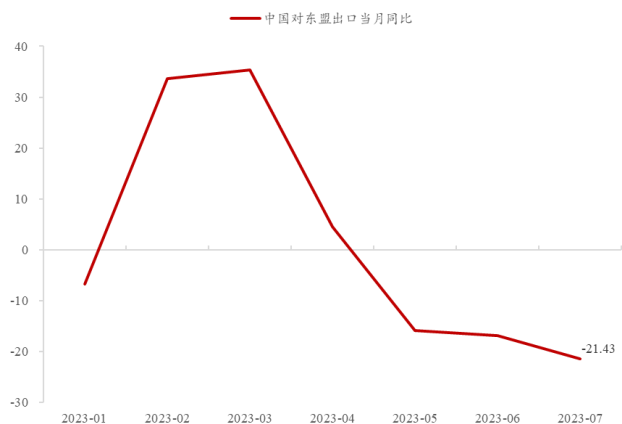
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：受基数效应影响，对俄出口增速明显回落



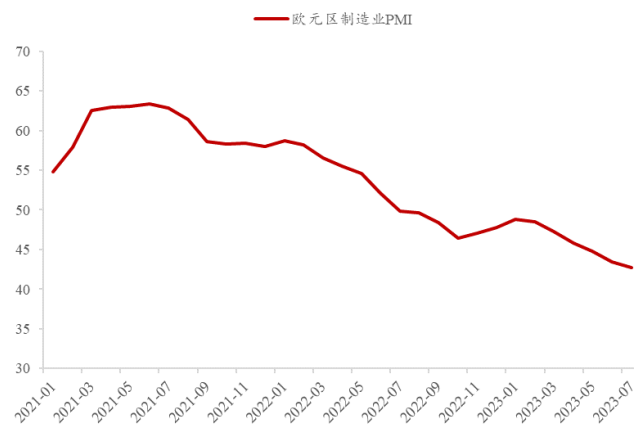
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：我国对东盟出口明显下滑（单位：%）



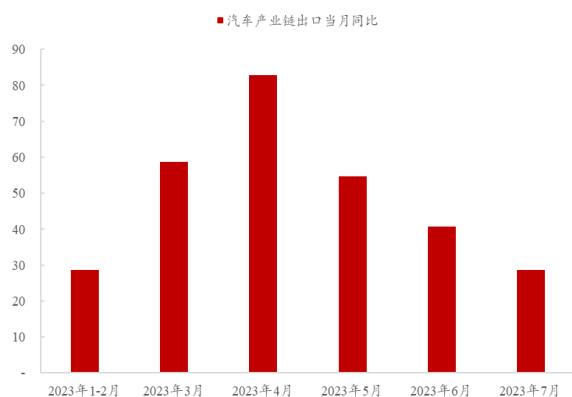
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：欧元区制造业PMI持续下跌



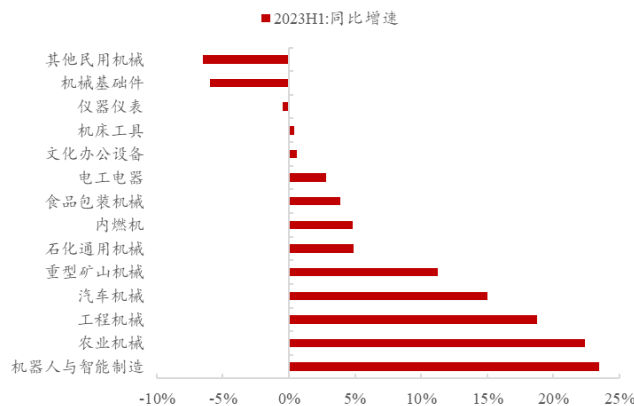
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：汽车产业链当月出口同比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：上半年度机械出口同比（单位：%）



资料来源：中国机械统计信息网，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026