

2023年08月08日

外需回落或已至底部

固定收益研究团队

——2023年7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. 7月，按美元计价，我国出口同比-14.5%（前值-12.4%，下同），进口同比-12.4%（-6.8%）。

2. 出口连续三个月出现回落，而且7月的回落幅度是超过市场预期的，是自2020年3月以来降幅最大的一次。除了2022年同期基数的回升在一定程度上影响了出口读数之外，全球经济承压导致的外需回落或许已经成为主导出口的重要线索，正如商务部所说“进出口增速下滑是世界经济复苏乏力在贸易领域的直接反映”。有几个指标可以验证外需的情况。

3. 一是我国主要对主要地区的出口增速几乎全部下降，仅对俄罗斯正增长，但涨幅同样出现了大幅的回落。几个主要地区的经济景气程度也均在逐步下降。美国制造业PMI为46.4%，欧元区制造业PMI为42.7%，都处在低位。日本表现稍好，但也较前值出现回落。美国和欧盟作为中国的主要出口对象，他们经济景气程度的回落对出口影响较大。同样能够作为全球经济情况验证的是OECD领先指标和半导体销售额，两者已经经历了一段明显的下行趋势，并且先后在二季度达到了接近历史底部的程度。

4. 另一个验证外需放缓的逻辑是邻国的出口情况。韩国出口、越南出口都呈现出大幅下降的状态。韩国和越南的重点出口商品是有区别的，韩国更多的以技术密集型产品为主，而越南多以劳动密集型产品为主，两者的同时回落或许可以验证外需的走弱。

5. 从出口商品结构来看，多数商品出口金额是下行的，几项保持正增速的出口商品多集中在下游的装备制造业，比如液晶显示屏、持续支撑我国的出口的汽车等。出口金额下降的商品中，服装类、家电类的下降印证了海外消费动能的放缓，铝材、通用设备等印证了制造业的下降。事实上，如果只按照出口数量来看的话，上述的多数商品是保持正增长的，比如箱包、钢材、家用电器，因此价格对出口的拖累是更加明显的。

6. 后续需要关注外需的恢复情况，一个很重要的线索是上文提到的半导体销售额同比、OECD指标，两者均在二季度出现了见底回升的趋势，如果两者能够保持上升的态势，或许可以成为外部经济好转的领先指标。另一个后续对出口的支撑是下半年的基数回落，由于2022年同期疫情导致的运输、补出口等方面的影响，导致2022年基数波动较大，因此随着下半年基数的回落或许会对我国出口形成支撑。另外还需要关注大宗商品的价格，价格是出口的主要拖累项。从价格的高频来看，南华综合指数和CRB现货指数在7月也都有所回升，对出口的拖累或许将会减弱。

7. 此外，随着净出口对经济的拉动转为拖累，内需的重要性在提升，经济的增长更加依赖消费和投资，因此外需走弱直接对应的就是内需需要增强。

8. 我们认为经济最弱的阶段已经结束，市场对政策的预期过高而忽略了前期政策出台的密集频率和政策落地会对经济的拉动。债市的做多空间不大并且随着政策落地和经济恢复，警惕收益率上行风险。

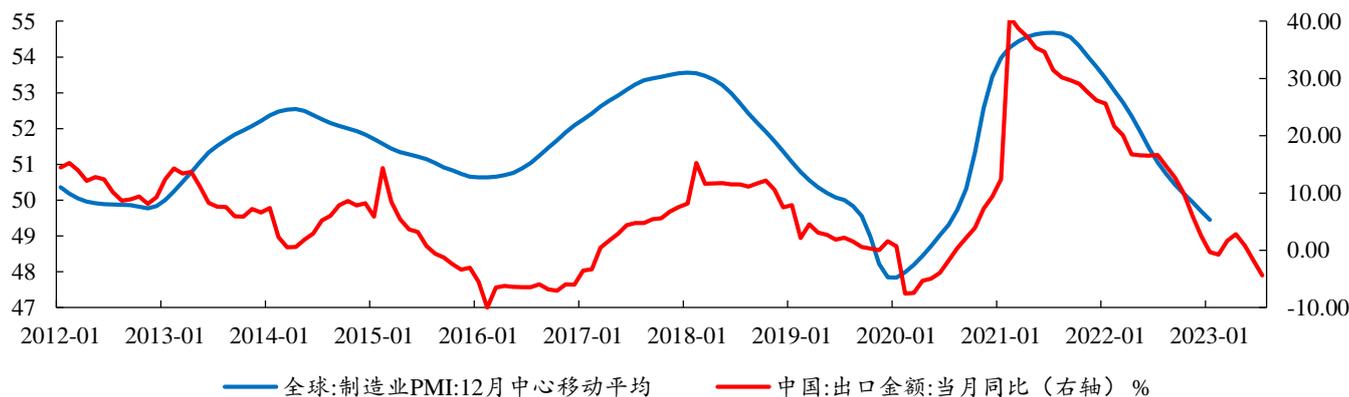
● **风险提示：**政策变化超预期；海外经济变化超预期；价格水平变化超预期。

相关研究报告

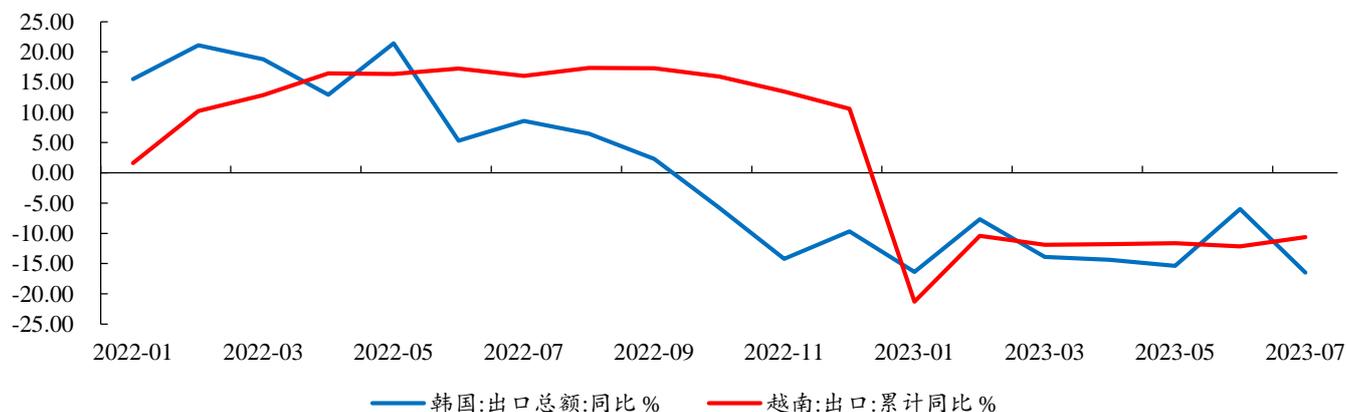
《部分价格指标上升—高频数据周报》-2023.8.6

《市场持续修复—可转债周报》-2023.8.6

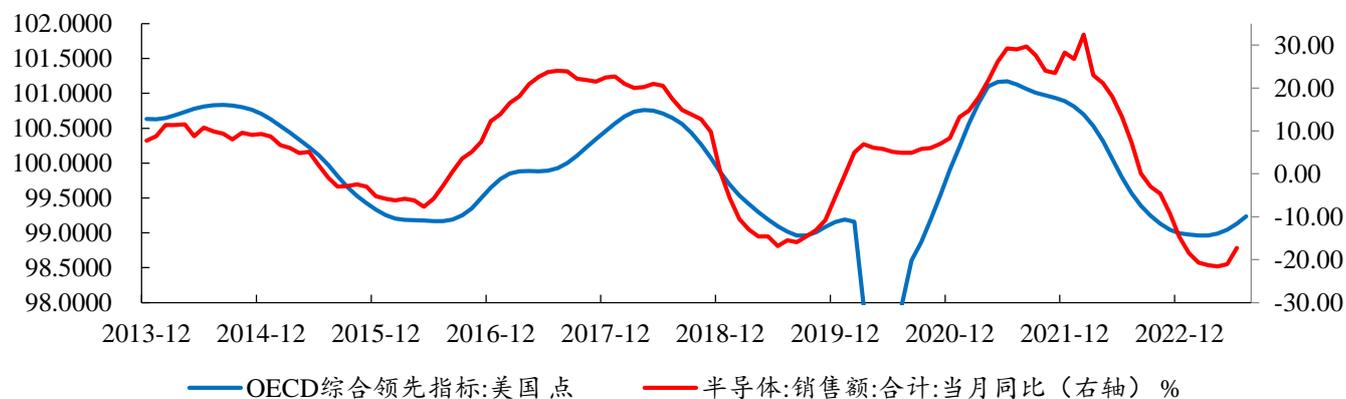
《多项政策密集释放，7月美国非农数据不及预期—利率债周报》-2023.8.6

附图 1：外需回落影响出口


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：越南、韩国出口下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：OECD、半导体销售额同比二季度出现回升


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

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

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

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