

2024年06月08日

出口同比与 PMI 出口背离的原因

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790123070017

事件：以美元计，中国5月出口同比+7.6%，前值+1.5%；5月进口同比+1.8%，前值+8.4%；5月贸易顺差826.2亿美元，前值为723.5亿美元。

● 单月 PMI 出口指向意义有限，实际出口温和修复

1. 单月 PMI 新出口订单指向意义有限，实际出口仍温和修复。2024年5月我国出口同比+7.6%，较前值明显回升，而 PMI 新出口订单指数相较于前值大幅回落，两者走势背离主要原因有：**(1) 大型企业与小企业出口走势阶段性分化，单月 PMI 走势指向意义有限：**从历史数据上看，PMI 新出口订单指数与大企业新出口订单指数更为接近，因此可推断 PMI 出口走势或主要由大型企业主导。而当前我国出口主体以小微企业居多的民营企业为主，因此 出口金额同比走势或主要由小型企业主导。PMI 出口与出口同比走势的背离重要原因或为大型企业出口与小型企业出口走势的阶段性分化。同时，5月财新 PMI 新出口订单指数保持在扩张区间，或可作为中小企业出口景气度相对较高的证据。且从历史数据看，2021年以来，无论是单月值还是6个月移动平均，PMI 新出口订单波动性均明显增大，其单月走势难以对出口景气度进行精确刻画。**(2) 2023 年同期基数较低，同比读数偏高，实际出口为温和修复：**从环比看，5月出口环比为近10年以来第二低，表明真实出口动能与同比读数存在差异；从同比看，排除基数影响，2024年5月出口三年复合同比+4.7%，较前值(+3.6%)温和回升，或为当下外需状态的更准确反映。

2. 我国对多数地区出口边际改善。从同比来看，2024年5月，我国对美国、欧盟、东盟出口均有明显改善，2024年5月，美国、欧盟、东盟分别拉动我国出口同比 0.55、-0.16、3.33 个百分点，较前值分别提升 0.97、0.41、2.0 个百分点；排除基数波动过大的影响，从三年同比来看，我国出口边际改善的地区主要有欧盟与东盟以及其他发展中经济体。

3. 生产资料与消费电子产品出口边际回升。从边际变化上看，排除基数效应，以2024年5月各类产品对我国出口相较于2021年5月三年复合同比增速为衡量标准。原材料、通用机械、音像设备与汽车零部件、消费电子产品出口增速明显边际提升。

4. 量价拆分来看，5月出口延续以价换量。绝对贡献方面，5月出口为正主要为数量贡献支撑，边际贡献方面，出口价格贡献边际改善更为明显，回溯其原因为2023年5月出口价格大幅下降，此或为对应时期基数较低的重要因素。排除基数效应的出口价格两年复合同比贡献边际变化较小，表明出口温和回升仍以量的推动为主。

● 进口：同比有所回落

5月进口同比有所回落，较前值下降 6.6 个百分点至 1.8%。反映当前我国内需恢复有所反复。后续来看，随着海外大宗商品价格的进一步提升与国内需求的温和修复，进口价格与数量同比有望继续上升，进口或将延续改善趋势。

● 出口温和修复趋势未变

2024年5月美国 ISM 制造业 PMI 等数据延续了4月的回调趋势，或反映高利率环境下，需求回升动能相对有限。聚焦到我国出口端，我们认为，出口企稳回升方向仍大概率确定，但弹性与空间或存在限制，基准情形下，预计后续我国出口同比增速将延续温和修复，全年或为低个位数正增长。

● 风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《欧洲央行降息开启，有望为风险资产价格提供支撑——宏观经济点评》-2024.6.7

《长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力——宏观经济专题》-2024.6.5

《新建房与二手房成交量表现分化——宏观周报》-2024.6.2

目 录

1、单月 PMI 出口指向意义有限，实际外需温和修复.....	3
1.1、单月 PMI 新出口订单指向意义有限，实际出口仍温和修复.....	3
1.2、我国对多数地区出口边际改善.....	4
1.3、生产资料出口表现佳，总体延续以价换量.....	5
2、进口：同比有所回落.....	7
3、出口温和修复趋势未变.....	8
4、风险提示.....	8

图表目录

图 1：历史数据来看，整体 PMI 新出口订单指数与大型企业分项最为接近.....	3
图 2：单月值看，2021 年以来 PMI 新出口订单指数波动性明显增大.....	4
图 3：6 个月移动平均看，2021 年以来 PMI 新出口订单指数同样波动更大.....	4
图 4：从三年复合同比看，2024 年 5 月外需仍呈温和修复趋势.....	4
图 5：外部领先指标同样指向外需温和修复.....	4
图 6：从同比来看，我国对美国、欧盟、东盟出口均有明显改善.....	5
图 7：从三年同比来看，我国出口边际改善的地区主要有欧盟与东盟以及其他主要发展中经济体.....	5
图 8：PMI 数据显示 5 月需求修复修复有所分化.....	5
图 9：从绝对贡献来看，我国 2024 年 5 月同比为正由多种产品共同支撑.....	6
图 10：从边际变化来看，我国 2024 年 5 月生产资料与消费电子出口明显边际改善，汽车出口增长维持相对稳定.....	6
图 11：2024 年 5 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负.....	6
图 12：受基数效应影响，2024 年 5 月多数产品出口价格同比贡献改善较为明显.....	7
图 13：排除基数效应，两年复合同比贡献来看，价格改善并不明显.....	7
图 14：2024 年 4 月进口价格同比上涨 2.4%.....	7
图 15：2024 年 5 月美国 ISM 制造业 PMI 等数据延续回调趋势.....	8
图 16：三年复合同比看，多数产品出口延续温和修复.....	8

事件：以美元计，中国 5 月出口同比+7.6%，前值+1.5%；5 月进口同比+1.8%，前值+8.4%；5 月贸易顺差 826.2 亿美元，前值为 723.5 亿美元。

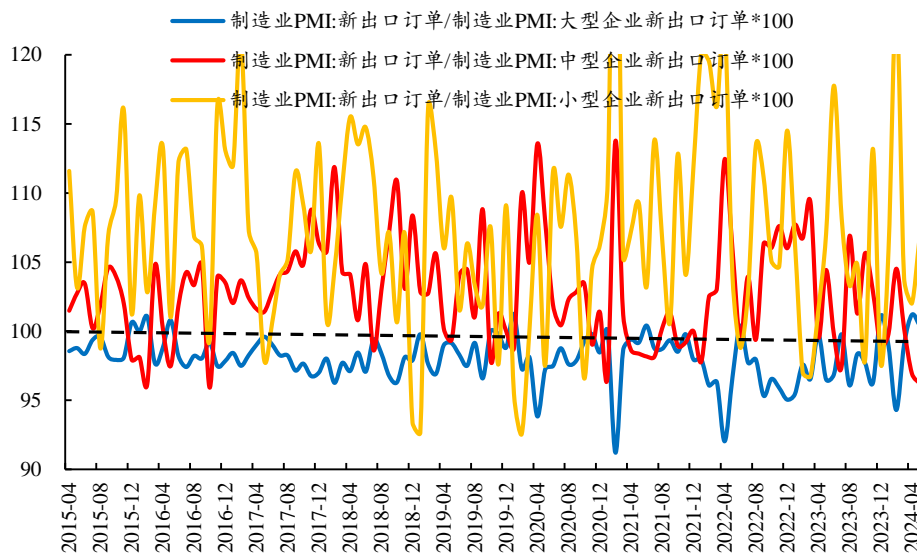
1、单月 PMI 出口指向意义有限，实际外需温和修复

1.1、单月 PMI 新出口订单指向意义有限，实际出口仍温和修复

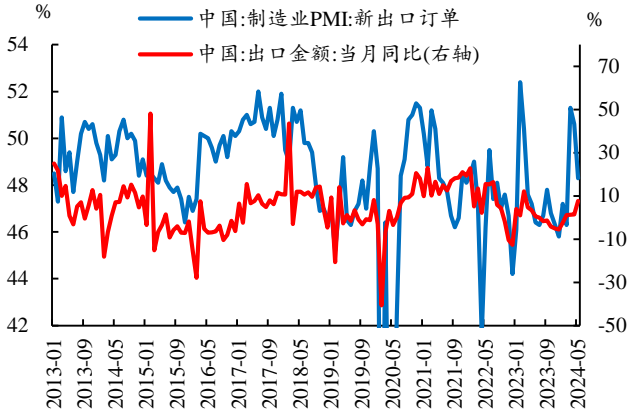
2024 年 5 月我国出口同比+7.6%，较前值(1.5%)明显回升，而 5 月 PMI 制造业新出口订单指数仅为 48.3%，相较于前值(50.6%)大幅回落，重新降至荣枯线以下，两者走势出现明显背离。主要原因可能由以下几点：

(1)大型企业与小企业出口走势或呈阶段性分化，单月值指向意义有限。我国制造业 PMI 在 2005 年推出时便提出其样本以大中型企业为主，且从历史数据上看，PMI 新出口订单指数与大企业新出口订单指数更为接近，因此可推断 PMI 出口走势或主要由大型企业主导。而当前我国出口主体以小微企业居多的民营企业为主：2024 年 1-5 月，民营企业累计出口额达到 6.45 万亿元，占出口总额的 65%，而以大型企业为主的国有企业累计出口额仅为 0.8 万亿元，因此 出口金额同比走势或主要由小型企业主导。PMI 出口与出口同比走势的背离重要原因或为大型企业出口与小型企业出口走势的阶段性分化。同时我们注意到，样本主要为中小企业的财新 PMI 新出口订单指数保持在扩张区间，或可作为中小企业出口景气度相对较高的证据。且从历史数据看，2021 年以来，无论是单月值还是 6 个月移动平均，PMI 新出口订单波动性均明显增大，单月走势难以对出口景气度进行精确刻画。

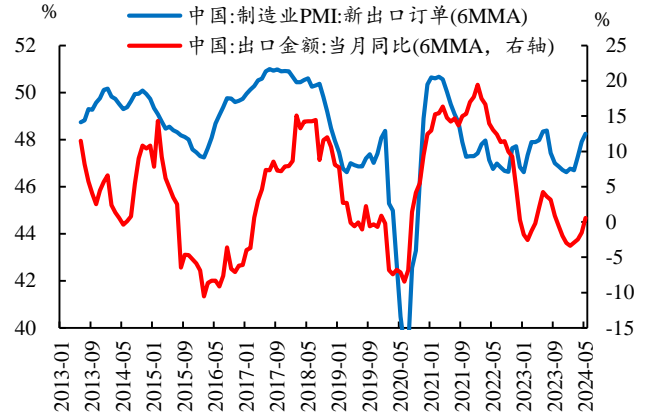
图1：历史数据来看，整体 PMI 新出口订单指数与大型企业分项最为接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：单月值看，2021年以来PMI新出口订单指数波动性明显增大


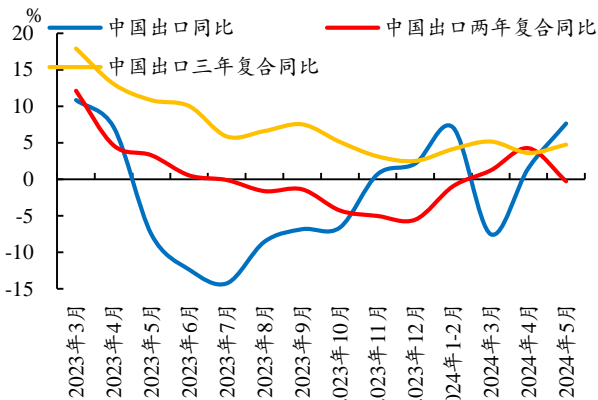
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除基数效应影响，2020年、2023年、2024年1-3月均采用两年复合同比

图3：6个月移动平均看，2021年以来PMI新出口订单指数同样波动更大


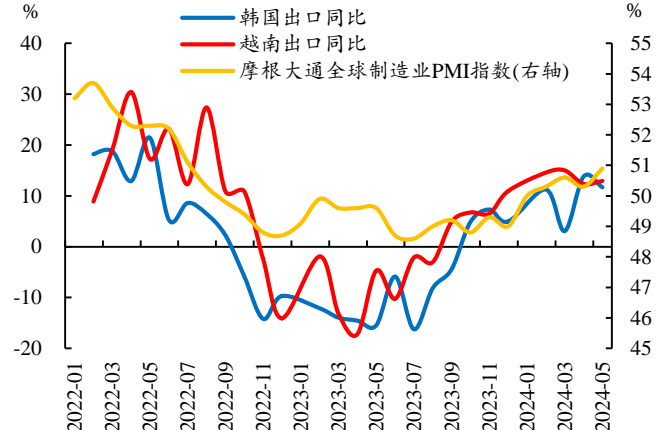
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除基数效应影响，2020年、2023年、2024年1-3月均采用两年复合同比

(2)同期基数较低，同比读数偏高，实际出口为温和修复。从环比看，5月出口环比+3.4%，为近10年以来第二低，表明真实出口动能与同比读数存在差异。从同比看，2023年5月基数偏低导致2024年5月同比读数偏高，事实上，2023年5月出口环比-2.5%，为近10年最低，而2022年5月同样存在基数扰动影响，因此选取三年复合同比，2024年5月出口三年复合同比+4.7%，较前值(+3.6%)温和回升，或为当下外需状态的更准确反映。

外部领先指标同样指向外需温和修复。5月摩根大通全球制造业PMI指数为50.9%，相较于前值有所回升，韩国出口同比+11.7%，越南出口同比+12.9%，韩国、越南出口同比读数较前值均波动较小。外部领先指标同样指向外需温和和回升趋势延续。

图4：从三年复合同比看，2024年5月外需仍呈温和修复趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

图5：外部领先指标同样指向外需温和修复


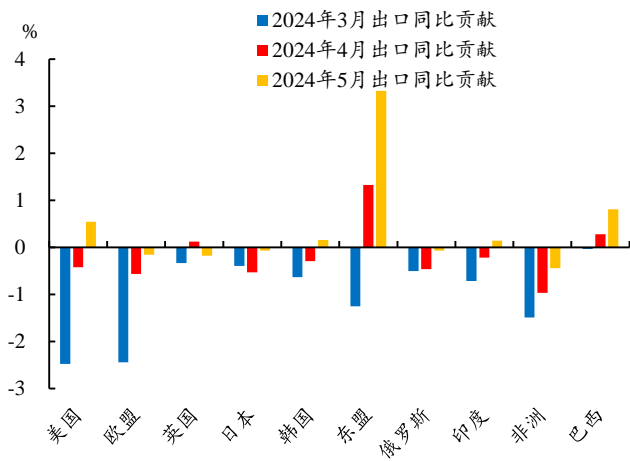
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

1.2、我国对多数地区出口边际改善

从同比来看，2024年5月，我国对美国、欧盟、东盟出口均有明显改善，2024

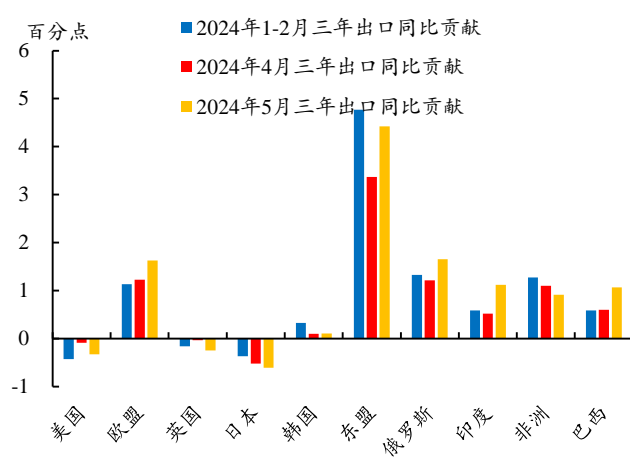
年 5 月，美国、欧盟、东盟分别拉动我国出口同比 0.55、-0.16、3.33 个百分点，较前值分别提升 0.97、0.41、2.0 个百分点；而从三年同比来看，我国出口边际改善的地区主要有欧盟与东盟以及其他部分发展中经济体。

图6：从同比来看，我国对美国、欧盟、东盟出口均有明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

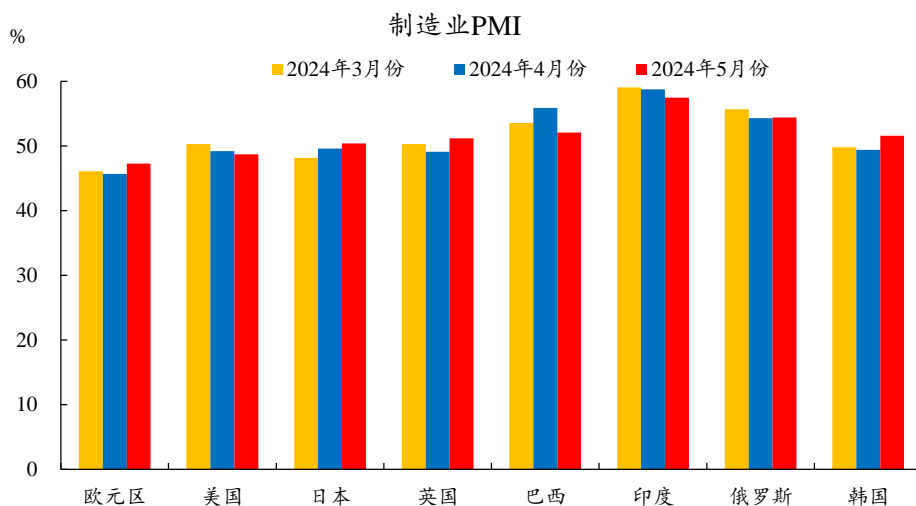
图7：从三年同比来看，我国出口边际改善的地区主要有欧盟与东盟以及其他主要发展中经济体



数据来源：Wind、开源证券研究所

海外各国 PMI 数据显示 5 月需求修复有所分化。2024 年 5 月全球主要经济体制造业 PMI 相较于前值涨跌不一，其中美国制造业 PMI 回落至 48.7%，欧元区回升至 47.3%，日本、英国、韩国、俄罗斯相较于前值有所回升，巴西、印度较前值有所回落。

图8：PMI 数据显示 5 月需求修复修复有所分化



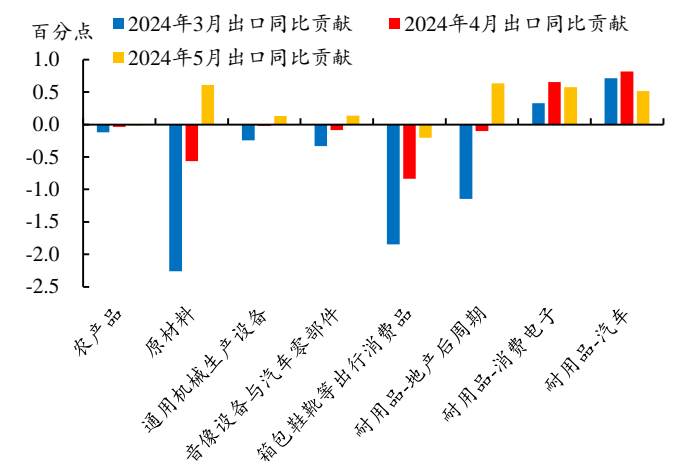
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、生产资料出口表现佳，总体延续以价换量

从绝对贡献来看，2024 年 5 月同比增速为主要由原材料、通用机械、音像设备与汽车零部件、地产后周期产品、消费电子产品与汽车多种产品共同支撑。从边际变化上看，为排除基数效应，以 2024 年 5 月我国各类产品出口相较于 2021 年 5 月

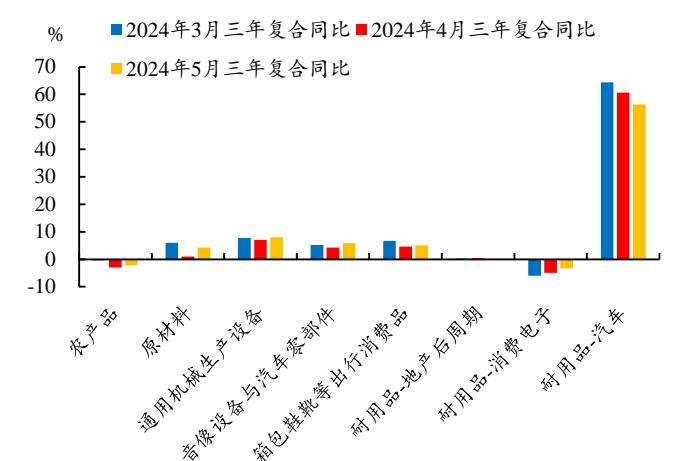
三年复合同比增速为衡量标准。原材料、通用机械、音像设备与汽车零部件、消费电子产品出口增速明显边际提升，上述各类产品 2024 年 5 月三年出口复合同比分别为+4.3%、+8.0%、+5.9%、-3.3%，较前值分别提升了 3.3、1.0、1.6、1.7 个百分点，汽车出口增长维持相对稳定，2024 年 3-5 月三年出口复合同比保持在 60%左右。

图9：从绝对贡献来看，我国 2024 年 5 月同比为正由多种产品共同支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

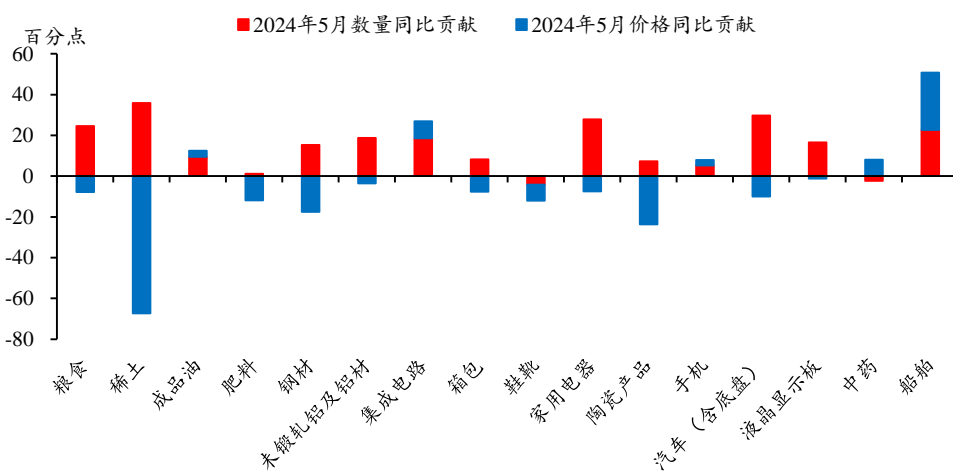
图10：从边际变化来看，我国 2024 年 5 月生产资料与消费电子出口明显边际改善，汽车出口增长维持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

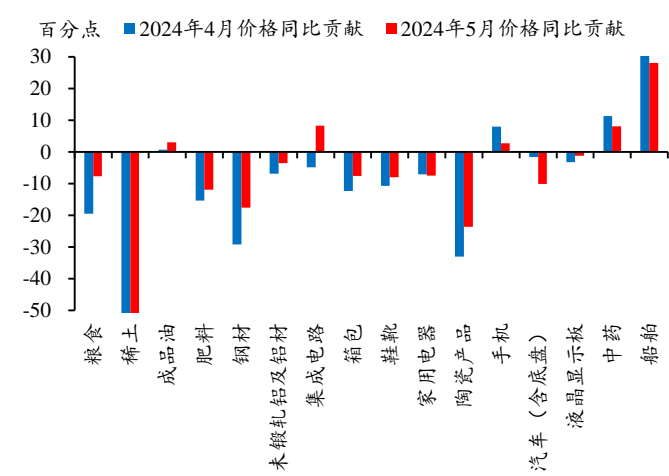
量价拆分来看，5 月出口延续以价换量。将 5 月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。绝对贡献方面，5 月出口为正主要为数量贡献支撑，边际贡献方面，出口价格贡献边际改善更为明显，回溯其原因为 2023 年 5 月出口价格大幅下降，此或为对应时期基数较低的重要因素。排除基数效应的出口价格两年复合同比贡献边际变化较小，表明出口温和回升仍以量的推动为主。

图11：2024 年 5 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负



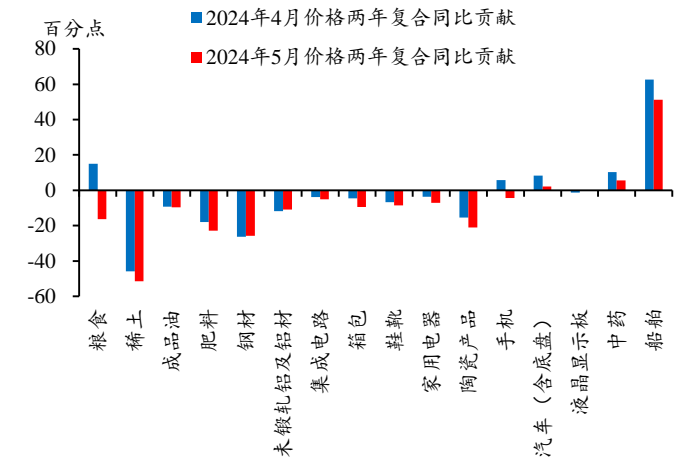
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 受基数效应影响, 2024年5月多数产品出口价格同比贡献改善较为明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 排除基数效应, 两年复合同比贡献来看, 价格改善并不明显



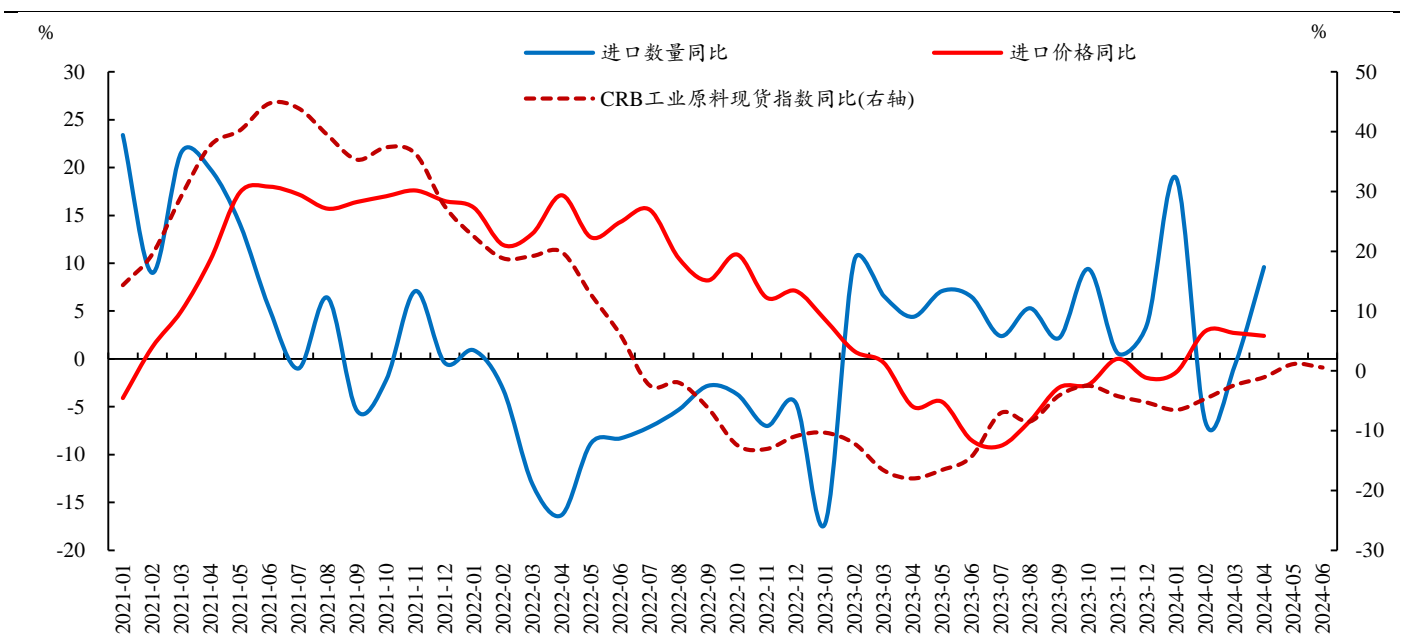
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、进口: 同比有所回落

5月进口同比有所回落, 较前值下降 6.6 个百分点至 1.8%。反映当前我国内需恢复有所反复。

后续来看, 随着海外大宗商品价格的进一步提升与国内需求的温和修复, 进口价格与数量同比有望上升, 进口或将延续改善趋势。

图14: 2024年4月进口价格同比上涨2.4%

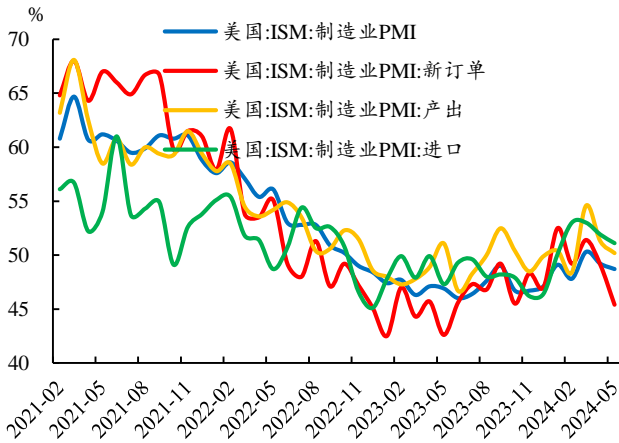


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、出口温和修复趋势未变

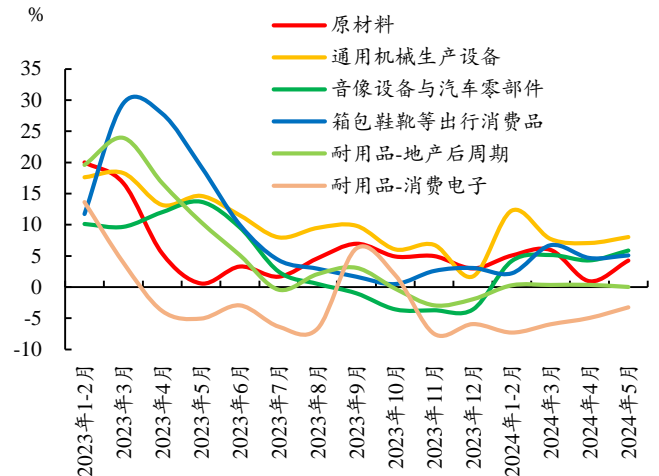
2024年5月美国ISM制造业PMI等数据延续了4月的回调趋势，或反映高利率环境下，需求回升动能相对有限。聚焦到我国出口端，我们认为，出口企稳回升方向仍大概率确定，但弹性与空间或存在限制，基准情形下，预计后续我国出口同比增速将延续温和修复，全年或为低个位数正增长。

图15：2024年5月美国ISM制造业PMI等数据延续回调趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：三年复合同比看，多数产品出口延续温和修复



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。

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	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	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