

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

出口继续高增的逻辑

2024年6月9日

- **出口继续高增，验证此前判断。**5月出口超市场预期，与我们前期判断的“5月出口还会有不错表现”相一致。5月出口增速继续上行，基数和全球制造业都有提振。今年年初以来，全球制造业PMI呈触底回升之势。5月全球制造业PMI依旧维持在荣枯线以上，在制造业触底回升的带动下，出口具备上行动力。而进口看似变差，但实际上进口环比降幅也在收窄。
- **抢出口或非出口高增的主推手。**5月拜登政府宣布加征关税，让市场担心5月中国外贸延续较高增长背后，是赶在美国对中国征收关税之前的出口抢跑效应，但我们认为抢出口的影响可能不是主推手。第一，高增的出口贡献并非源自发起关税的美国，这不符合规避关税下的抢出口流向。第二，加征关税的产品对美直接出口不多，抢出口难成为出口高增的主推手。第三，即将加征100%关税的电动车所在分项走势不符合抢出口的逻辑，5月汽车出口环比并未上涨，甚至出现下降。
- **6-8月出口或仍能维持较高增速。**正如我们前文所提及，5月出口继续上行既有基数，也有全球制造业回暖带来的提振。在这当中，抢出口并不是主要推力。我们认为，即使没有抢出口的干扰，6-8月出口也能维持较高的增速。关键的原因在于，尽管美国还未降息，但全球央行已经开始进入降息周期。6月以来，加拿大是G7国家中首个启动降息的国家，欧洲央行也开启降息周期，将三大利率均下调25个基点。全球的货币政策紧缩在放松，这有利于全球制造业继续回升。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目录

一、出口继续高增，验证此前判断.....	3
二、抢出口或非出口高增的主推手.....	4
三、6-8月出口或仍能维持较高增速.....	5
四、附录.....	6
风险因素.....	8

表目录

表 1: 拜登政府对中国 180 亿商品加征关税.....	5
附表 1: 2024 年 5 月中国出口重点商品金额同比增速表.....	6
附表 2: 2024 年 5 月中国进口重点商品金额同比增速表.....	7

图目录

图 1: 5 月出口增速继续抬升.....	3
图 2: 今年年初以来，全球制造业 PMI 触底反弹.....	3
图 3: 5 月出口同比高增的贡献主要来自东盟.....	4
图 4: 5 月汽车出口环比跌入负区间.....	5

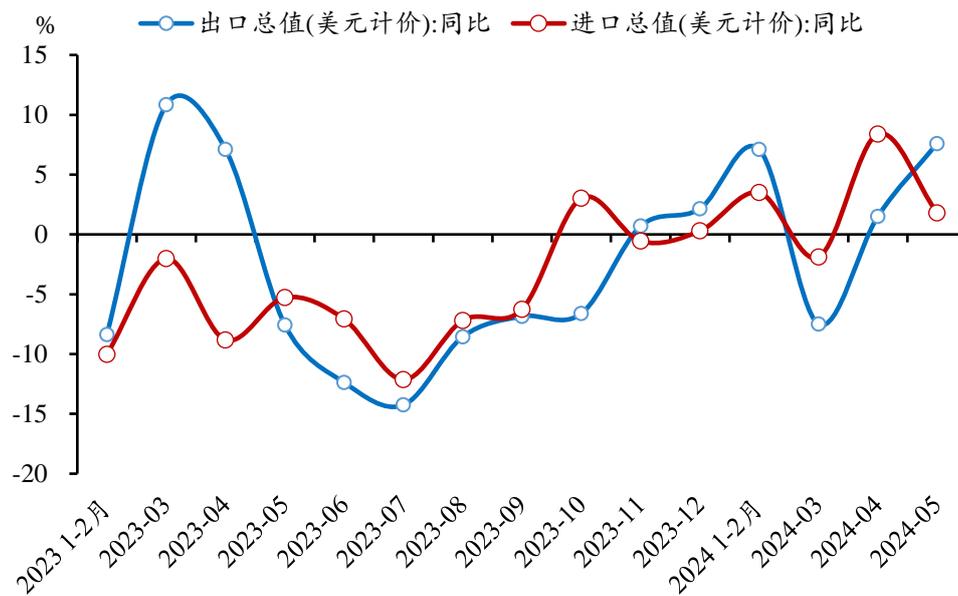
一、出口继续高增，验证此前判断

5月出口超市场预期，与我们前期判断的“5月出口还会有不错表现”相一致。5月出口同比从1.5%上升至7.6%，高于市场预期的6.4%，5月的出口环比是3.5%，为疫情以来历年同期的次高值，仅低于2022年同期。

出口高增主要系今年全球制造业景气度上行的带动。5月出口增速继续上行，基数和全球制造业都有提振。今年年初以来，全球制造业PMI呈触底回升之势。在制造业触底回升的带动下，出口具备上行动力。

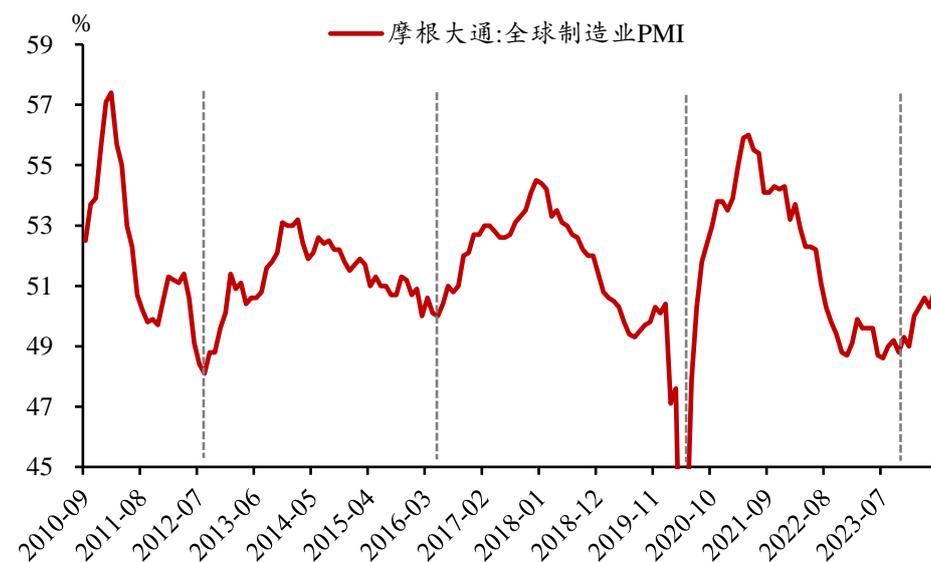
进口看似变差，但实际上进口环比降幅在收窄。我们在前期报告已经指出，不要忽视除基数以外的进口增长。今年4月进口环比已显著低于2015-2019年环比降幅，虽然5月进口同比回落至1.8%似乎显示进口变差，但实际上进口环比降幅也在收窄。

图 1：5月出口增速继续抬升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：今年年初以来，全球制造业 PMI 触底反弹



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、抢出口或非出口高增的主推手

5月拜登政府宣布加征关税，让市场担心5月中国外贸延续较高增长背后，是赶在美国对中国征收关税之前的出口抢跑效应，但我们认为抢出口的影响可能不是主推手。

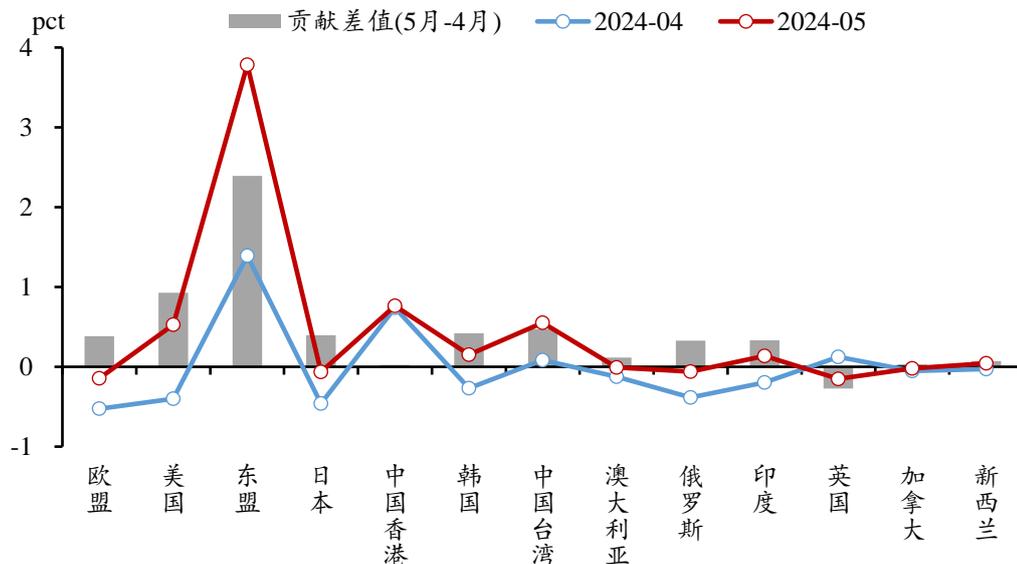
2024年5月14日，美国发布对华加征301关税四年期复审结果，宣布在保留原有对华301关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车等产品的加征关税。其中，针对电动汽车及其电池、半导体与医疗产品等征收的关税将于2024年8月1日正式生效（见表1）。

第一，高增的出口贡献并非源自发起关税的美国。从主要出口国别来看，5月出口同比高增的贡献主要来自东盟。在5月出口同比上升的6.1个百分点中，东盟贡献近40%，而美国仅贡献约15%，可见出口主要的拉动并非来自美国，而是东盟，这并不符合抢出口的流向。

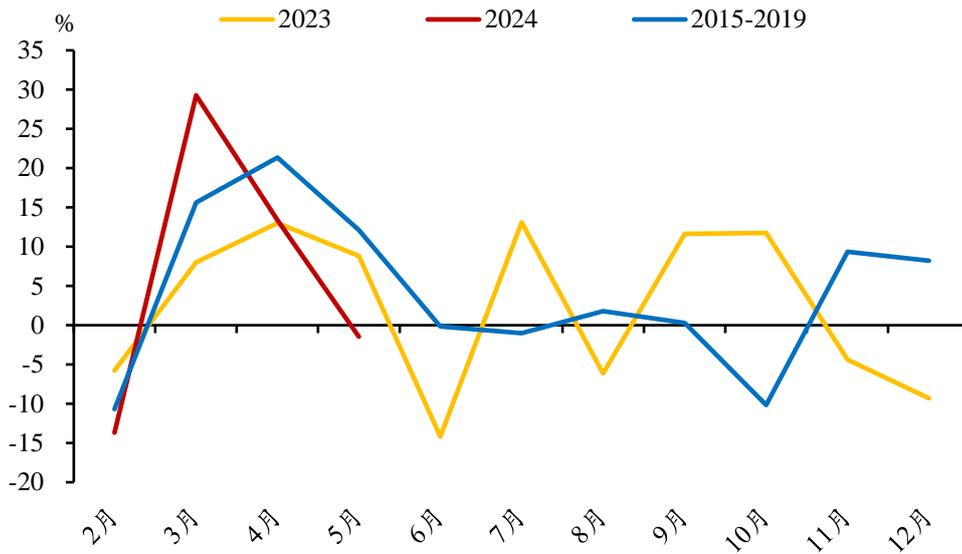
第二，加征关税的产品对美直接出口不多，难成为出口高增的主推手。去年中国向美国出口的电动汽车仅1.3万辆，而新能源汽车对外出口共120.3万辆，对比之下，对美电动汽车出口占比并不高。此外，中国有色金属工业协会硅业专家组副主任吕锦标也表示，过去十二年来，中国产的光伏产品基本没有直接出口美国。这意味着5月拜登政府加征关税即使产生抢出口，对整体出口的推动也有限。

第三，分项上，汽车出口环比并未上涨，甚至出现下降。在美国加征关税产品中，税率最高的是电动汽车的100%关税。除此以外，巴西将对进口电动汽车逐步增收关税。若抢出口是主推力，那么无论是美国、巴西，亦或是通过其他国家转口的抢出口行为，我们均会观察到汽车出口分项有明显增长，但实际上汽车分项出口不仅未上涨，甚至环比跌入负区间。

图 3：5月出口同比高增的贡献主要来自东盟



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：5 月汽车出口环比跌入负区间


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 1：拜登政府对中国 180 亿商品加征关税

类别	原关税	新关税	生效时间
钢铁和铝	0-7.5%	25%	2024
半导体	25%	50%	2025
电动汽车(EVs)	25%	100%	2024
电池、电池组件和零件以及关键矿物:	-	-	-
离子电动汽车电池	7.50%	25%	2024
锂离子非电动汽车电池	7.50%	25%	2026
电池零件	7.50%	25%	2024
天然石墨	0%	25%	2026
其他关键矿物	0%	25%	2024
太阳能电池 (无论是否组装成模块)	25%	50%	2024
港口起重机	0%	25%	2024
医疗产品:	-	-	-
注射器和针头	0%	50%	2024
个人防护设备, 含呼吸器和面罩	0-7.5%	25%	2024
橡胶医用外科手套	7.50%	25%	2026

资料来源: 白宫, USTR, 信达证券研发中心

注: USTR 补充 2024 年关税自 2024.8.1 起生效, 2025、2026 年为当年 1.1 起生效

三、6-8 月出口或仍能维持较高增速

正如我们前文所提及, 5 月出口继续上行既有基数, 也有全球制造业回暖带来的提振。在这当中, 抢出口并不是主要推力。我们认为, 即使没有抢出口的干扰, 6-8 月出口也能维持较高的增速。

拜登政府宣布加征关税, 2024 年关税将于 8 月 1 日生效, 当中, 可能存在一些企业为规避风险, 增加了短期订单的数量, 但这并不是主流, 也不是出口的主推力。6-8 月的出口增长可能会被市场误认为是抢出口的影响, 我们认为, 实际上即使没有抢出口, 基数和全球制造业的提振或也足以使得 6-8 月出口维持较高增速。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

关键的原因在于，尽管美国还未降息，但全球央行已经开始进入降息周期。6月以来，加拿大是G7国家中首个启动降息的國家，欧洲央行也开启降息周期，将三大利率均下调25个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调至4.25%、4.50%和3.75%。全球的货币政策紧缩在放松，这有利于全球制造业继续回升。

四、附录

附表 1：2024 年 5 月中国出口重点商品金额同比增速表

出口重点商品	5月同比	4月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	8.1	3.8	4.3	58.4
高新技术产品	7.5	4.5	3.0	23.4
服装及衣着附件	-0.4	-3.9	3.5	4.4
纺织纱线织物及其制品	7.2	-2.4	9.6	4.3
鞋靴	-11.8	-14.9	3.1	1.3
家具及其零件	16.0	8.7	7.3	2.1
塑料制品	8.6	2.6	6.0	3.1
玩具	-4.7	-3.9	-0.8	1.0
箱包及类似容器	0.0	-7.6	7.6	1.1
钢材	-4.9	-14.8	9.9	2.4
农产品	5.4	0.0	5.4	2.8
成品油	12.8	25.2	-12.4	1.3
未锻轧铝及铝材	14.6	5.3	9.3	0.6
陶瓷产品	-18.1	-26.3	8.2	0.6
肥料	-9.3	-0.7	-8.6	0.2
稀土	-55.6	-59.9	4.3	0.0
中药材及中式成药	5.6	12.8	-7.2	0.0

资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

附表 2: 2024 年 5 月中国进口重点商品金额同比增速表

进口重点商品	5月同比	4月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	9.1	13.2	-4.1	35.8
高新技术产品	12.6	16.7	-4.1	26.9
原油	-1.9	14.0	-15.9	13.5
成品油	4.0	35.9	-31.9	1.2
天然气	0.5	2.8	-2.3	2.5
煤及褐煤	-8.4	-8.8	0.4	1.9
农产品	-13.5	-5.3	-8.2	9.0
纸浆	-15.9	-5.2	-10.7	0.8
原木及锯材	-8.4	4.5	-12.9	0.6
铁矿砂及其精矿	-4.0	8.1	-12.1	4.9
铜矿砂及其精矿	-10.1	12.7	-22.8	2.4
未锻轧铜及铜材	29.2	10.9	18.3	2.3
钢材	-4.0	8.6	-12.6	0.5
医药材及药品	-7.3	1.0	-8.3	2.0
美容化妆品及洗护用品	-4.8	-1.2	-3.6	0.7
初级形状的塑料	-1.1	7.7	-8.8	1.7
纺织纱线、织物及制品	-8.4	5.1	-13.5	0.4
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-9.8	-14.3	4.5	0.4
肥料	-18.8	-44.5	25.7	0.2

资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。