



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

《出口回暖, 关注量价指数的结构变化——2024年4月进出口数据点评》

《无需悲观: 剔除基数影响及闰年扰动, 出口正增——2024年3月进出口数据点评》

《出口超预期, 关注中间品贸易强链延链——2024年1-2月进出口数据点评》

出口再度回升, 继续保持乐观

——2024年5月进出口数据点评

投资要点:

- 核心观点: 5月中国出口金额(美元计价)同比+7.6%, 进口同比+1.8%, 5月出口再度回升, 继续保持乐观。**我们建议关注出口性价比优势背后的三大产业逻辑: (1) 发达经济体消费 K 型分化明显, 我国有望凭借“性价比”优势获益, 渠道出海值得关注; (2) 雁型模式和大国外交支撑我国对新兴国家贸易出口; (3) 全球科技周期带动机电、集成电路增长, 中国零部件设备性价比优势明显。中观产业层面, 我们提示重点关注两大方向, 一是机电产品类出口, 涉及消费电子、汽车及零部件、家电、机械等。二是与美国地产后周期相关的家具、家电、轻工、纺服等, 与美国制造业回流、资本开支增加相关的机械、化工等。
- 总览: 进出口金额同比均回升。**2024年5月份, 中国当月出口(美元计价)3023.5亿美元, 出口金额(美元计价)同比+7.6%, 高于万得一致预期+6.4%; 2024年5月份, 中国当月进口(美元计价)2197.3亿美元, 进口金额(美元计价)同比+1.8%, 低于万得一致预期+4.5%; 2024年5月贸易差额为826.2亿美元, 前值为723.5亿美元。5月出口表现好于进口主要有三条核心逻辑: 一是5月财新制造业PMI为51.7, 较上月上升0.3个百分点, 中采制造业PMI为49.5%, 较上月下降0.9个百分点, 财新制造业PMI读数高于中采制造业PMI主因统计范围差异, 财新统计东部沿海外向型中小企业, 中采统计范围更广, 也验证出口部门相对较好。二是由于进口价格指数领先出口, 进口价格同比自2024年1月以来持续修复, 带动出口改善, 对名义出口也起到一定的拉动提升效果。三是越南与韩国出口对我国出口有一定指引。5月韩国出口金额同比+11.7%, 越南出口金额同比+12.9%, 其主导行业分别对应机电产品和劳动密集型产品两大领域, 与我国产业逻辑契合, 验证5月出口表现较强。
- 出口: 受性价比支撑逻辑, 机电、集成电路等产品出口势头良好。**2024年5月人民币计价出口2.15万亿元, 同比+11.2%, 美元计价出口3023.5亿美元, 同比+7.6%。**分商品来看,**机电产品和劳密产品出口势头良好。1-5月, 我国出口机电产品5.87万亿元, 增长7.9%, 占出口总值的59%。其中, 自动数据处理设备及其零部件5544.6亿元, 增长9.9%; 集成电路4447.3亿元, 增长25.5%; 汽车3297亿元, 增长23.8%; 手机3296.8亿元, 下降2.8%。同期, 出口劳密产品1.69万亿元, 增长7.1%, 占17%。其中, 服装及衣着附件4170.9亿元, 增长3.5%; 纺织品4058.2亿元, 增长6.1%; 塑料制品3116.7亿元, 增长12.1%。出口农产品2831.1亿元, 增长3.9%。**按量价来看,**价格方面, 鞋靴+1.10%, 钢材-0.34%, 分别是主要拉动项和主要掣肘项, 数量方面, 汽车底盘+0.70%, 鞋靴-1.20%, 分别是主要拉动项和主要掣肘项。**分地区来看,**东盟为我国第一大出口伙伴, 1-5月我国对东盟、欧盟、美国、韩国的美元计价出口同比分别增长+13.5%、-0.7%、+3.6%和-2.0%。向前看, 我们提示关注三大产业逻辑:

1) 发达经济体消费 K 型分化明显，我国有望凭借“性价比”优势获益，渠道出海值得关注。疫情之后美国大规模财政刺激加剧贫富差距，贫富加剧背景下，K 型两端的高端消费品和高性价比商品积极增长，我国在此过程中有望凭借“性价比”优势获益，一是得益于我国供应链优势，供应链稳定、安全、可控支撑了农业、汽车等产业链的稳定性；二是得益于以出海四小龙为代表的出口企业高效管理，中国产品性价比优势凸显，SHEIN、阿里旗下的速卖通 AliExpress、拼多多旗下的 Temu 和字节旗下的 TikTok Shop 被称为“中国电商出海四小龙”，凭借全托管模式、半托管和直营等多种托管模式一定程度上将国内已经成熟的商业模式“复制”+“粘贴”至海外，结合中国溢出的供应链能力以实现“多+快+好+省”，从而重塑跨境消费市场的格局，是渠道出海的典型代表。我们认为纺服、轻工、机械、家电、家具以及汽车这几品类有望在此过程受益。

2) 雁型模式和大国外交支撑我国对新兴国家贸易出口。从雁行模式来看，日本在 20 世纪 50 年代至今的进出口贸易中出口的商品复杂度逐步升级，从劳动密集型产业→物质资本密集型产业→技术密集型产业，从低附加值的产品（消费品）→高附加值的产品（资本品），日本逐步实现了产业的升级转型，我国当前正逐步将劳动密集产业转移到东南亚等国家，逐步实现产业升级以应对发达经济体 K 型分化中的消费升级，并以性价比优势应对 K 型分化中的后者消费降级。此外，我国坚持中国特色大国外交，推动构建人类命运共同体，尤其是针对一带一路国家，我国通过共建“一带一路”倡议和企业“走出去”战略，延伸中间品贸易链条，更好增强国内国际两个市场资源的联动效应，进而带动出口增长。1-5 月我国对共建“一带一路”国家合计进出口 8.31 万亿元，增长 7.2%。其中，出口 4.64 万亿元，增长 7.9%；进口 3.67 万亿元，增长 6.4%。

3) 全球科技周期带动机电、集成电路增长，中国零部件设备性价比优势明显。在此轮人工智能科技革命中，全球底层算力的需求迅速增长，科技革命的底层算力需求与全球半导体周期紧密相关，也会带动相关设备和零部件产品的增长。我国在机电设备、集成电路领域出口优势明显，为确保供应链安全并防范美国及其盟友收紧的出口管制措施，半导体企业加大投资并加快备货促成了我国进口额的明显增长。据我国海关总署统计，2023 年我国进口半导体制造设备 375.8 亿美元，同比增长 20.8%并创新高。2024 年 1-5 月我国机电产品出口同比增速达到 7.9%，占出口总值的 59%，继续保持稳步增长的态势。

- 进口：加工贸易仍是进口的主要支撑项。2024 年 5 月人民币计价进口 1.56 万亿元，同比+5.2%，美元计价进口 2197.3 亿美元，同比+1.8%。分商品来看，1-5 月，我国进口铁矿砂 5.14 亿吨，增加 7%，进口均价（下同）每吨 860.7 元，上涨 8.1%；原油 2.29 亿吨，减少 0.4%，每吨 4310.9 元，上涨 6.8%；煤 2.05 亿吨，增加 12.6%，每吨 721.9 元，下跌 18.1%；天然气 5427.6 万吨，增加 17.4%，每吨 3504.6 元，下跌 12.6%；大豆 3736.9 万吨，减少 5.4%，每吨 3759.7 元，下跌 15.5%；成品油 2210.7 万吨，增加 20.1%，每吨 4265.9 元，上涨 5.2%。此外，进口初级形状的塑料 1197.6 万吨，增加 1.3%，每吨 1.07 万元，下跌 1.3%；未锻轧铜及铜材 232.7 万吨，增加 8.8%，每吨 6.44 万元，上涨

5.9%。按量价来看，价格方面，未锻轧铜及铜材+1.79%，粮食-0.58%，分别是主要拉动项和主要掣肘项，数量方面，集成电路+1.37%，未锻轧铜及铜材-1.34%，分别是主要拉动项和主要掣肘项。钢材进口减少或与多化债大省基建停止开工有关，后续随基建投资改善，钢材需求或将改善。分地区来看，1-5月，我国对东盟、欧盟、美国、韩国的美元计价进口同比分别增长+7.0%、-2.5%、-2.6%和16.8%。

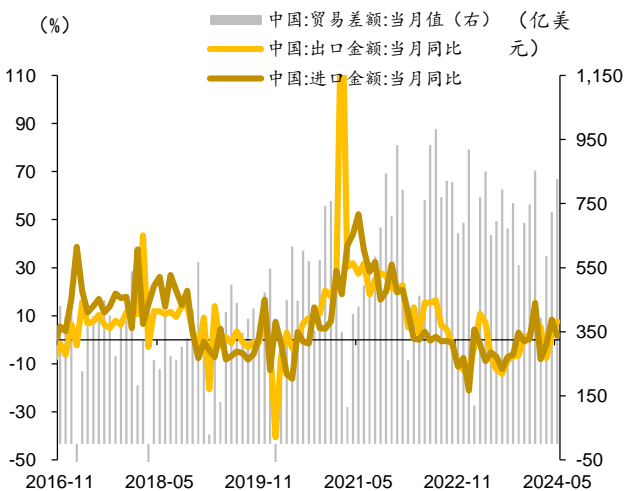
- **贸易顺差：5月贸易顺差仍处于高位。**2024年5月人民币计价贸易顺差5864.0亿元，同比+31.0%，美元计价贸易顺差826.2亿美元，同比+26.8%。当前贸易顺差结构较为健康，一方面可以有助于维持国际收支平衡，对经济总量构成支撑，另一方面也有助于呵护人民币汇率，稳定外汇储备。
- **风险提示：**美联储货币政策超预期；稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；经济恢复不及预期；三大工程进展不及预期；地缘政治危机超预期。

图 1：2024 年 5 月进出口数据、主要国家贸易、主要国家 PMI、主要商品热力图

进出口数据 (当月)		单位	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
进出口 (美元)	%		5.10	4.40	-5.10	-1.10	11.00	1.34	0.14	-2.57	-6.59	-7.97	-13.39	-10.17
出口 (美元)	%		7.60	1.50	-7.50	5.40	8.10	2.15	0.69	-6.61	-6.85	-8.55	-14.26	-12.38
进口 (美元)	%		1.80	8.40	-1.90	-8.10	15.40	0.29	-0.56	3.03	-6.25	-7.19	-12.15	-7.08
贸易差额 (美元)	亿美元		826.20	723.52	586.00	393.70	853.38	747.27	690.65	558.62	751.20	672.19	793.96	695.58
进出口 (人民币)	%		8.60	8.00	-1.40	3.50	12.90	2.80	1.35	0.77	-1.13	-2.33	-8.03	-6.04
出口 (人民币)	%		11.20	5.10	-3.80	10.50	10.00	3.66	1.93	-3.29	-1.35	-2.99	-8.99	-8.31
进口 (人民币)	%		5.20	12.20	2.00	-3.90	17.20	1.67	0.61	6.39	-0.84	-1.44	-6.66	-2.87
贸易差额 (人民币)	亿元		5,864.00	5,135.00	4,162.00	2,796.00	6,081.00	5,366.00	4,956.00	4,007.00	5,401.00	4,799.00	5,667.00	4,836.00
中国与主要国家间贸易 (当月)		单位	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
美国	对美国出口	%	3.62	-2.80	-15.92	13.36	-4.00	-6.89	7.35	-8.19	-9.34	-9.53	-23.12	-23.73
	从美国进口	%	-7.78	9.32	-14.30	-22.73	-4.38	-6.12	-15.06	-3.73	-12.62	-7.89	-11.23	-4.12
	贸易差额	亿美元	308.15	272.36	229.40	189.24	283.62	273.06	298.08	308.20	331.86	330.56	303.04	287.21
欧洲	对欧洲出口	%	-3.57	-14.94	5.12	-7.41	-1.93	-14.51	-12.56	-11.61	-19.58	-20.62	-12.92	-7.03
	从欧洲进口	%	2.46	-7.31	-20.61	1.41	0.37	1.59	5.75	0.15	-5.74	-3.01	-0.70	-0.94
	贸易差额	亿美元	191.59	157.25	167.68	224.96	187.09	150.72	159.02	176.80	167.33	190.96	190.87	200.65
东盟	对东盟出口	%	8.15	-6.25	-12.48	10.73	-6.14	-7.07	-15.10	-15.82	-13.41	-21.43	-16.86	-15.92
	从东盟进口	%	5.31	-3.86	-7.83	13.74	-2.35	-6.39	10.22	-6.96	-5.86	-11.17	-4.06	-4.25
	贸易差额	亿美元	176.05	209.05	75.82	180.89	144.43	120.65	47.50	86.63	103.29	117.83	92.19	104.16
日韩	对日韩出口	%	-8.54	-9.98	-22.27	-1.10	-5.26	-6.03	-14.95	-6.72	-17.42	-18.17	-17.77	-16.90
	从日韩进口	%	10.85	-0.43	-11.59	15.97	1.23	-1.33	-8.57	-14.27	-19.51	-18.97	-14.88	-18.59
	贸易差额	亿美元	-30.88	-29.33	-34.63	0.99	-32.87	-33.48	-29.88	-27.52	-23.20	-16.46	-24.49	-3.71
主要国家PMI (当月)		单位	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
美国	制造业PMI	%	48.70	49.20	50.30	47.80	49.10	47.10	46.70	46.70	49.00	47.60	46.40	46.00
	服务业PMI	%	53.80	49.40	51.40	52.60	53.40	50.50	52.70	51.80	53.60	54.50	52.70	53.90
欧元区	制造业PMI	%	47.30	45.70	46.10	46.50	46.60	44.40	44.20	43.10	43.40	43.50	42.70	43.40
	服务业PMI	%	53.20	53.30	51.50	50.20	48.40	48.80	48.70	47.80	48.70	47.90	50.90	52.00
日本	制造业PMI	%	50.40	49.60	48.20	47.20	48.00	47.90	48.30	48.70	48.50	49.60	49.60	49.80
	服务业PMI	%	53.80	54.30	54.10	52.90	53.10	51.50	50.80	51.60	53.80	54.30	53.80	54.00
全球	制造业PMI	%	50.90	50.30	50.60	50.30	50.00	49.00	49.30	48.80	49.20	49.00	48.60	48.70
	服务业PMI	%	54.10	52.70	52.40	52.40	52.30	51.60	50.60	50.40	50.70	51.10	52.70	53.90
主要商品 (当月)		单位	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
农产品	出口金额	亿美元	85.64	82.29	82.59	57.25	91.06	94.00	91.35	82.84	83.34	81.47	81.24	78.69
	当月同比	%	5.43	-0.12	-7.40	-14.70	17.80	2.70	4.50	0.60	2.10	-1.60	-5.00	-6.10
稀土	出口金额	亿美元	0.36	0.33	0.61	0.37	0.45	0.47	0.56	0.37	0.52	0.65	0.55	0.53
	当月同比	%	-55.58	-59.93	-31.30	-45.10	-43.00	-25.70	-36.30	-61.00	-36.80	-32.20	-41.50	-31.90
纺织服装	出口金额	亿美元	128.87	121.90	103.84	83.42	133.68	112.06	111.20	107.10	116.38	116.93	111.54	115.67
	当月同比	%	7.19	-4.33	-16.80	22.60	11.50	3.50	-0.50	-5.00	-2.90	-5.60	-17.20	-13.80
机电产品	出口金额	亿美元	1,765.35	1,731.09	1,658.28	1,333.27	1,786.45	1,775.57	1,740.04	1,652.68	1,790.88	1,639.95	1,630.71	1,667.64
	当月同比	%	7.51	1.46	-5.20	7.90	8.90	3.60	3.30	-5.00	-4.70	-6.20	-10.70	-6.60
手机	出口金额	亿美元	89.33	96.40	86.22	77.92	115.61	134.83	170.42	187.39	159.84	71.56	91.91	81.01
	当月同比	%	8.13	7.26	2.10	-10.40	-22.80	-0.30	54.60	21.80	-7.10	-20.60	2.20	-23.30
通用机械设备	出口金额	亿美元	56.16	52.43	47.07	53.29	56.97	47.88	46.47	40.17	45.81	46.76	46.02	49.19
	当月同比	%	7.42	-1.09	-10.70	58.50	14.10	6.30	2.60	-0.20	-0.40	-1.00	-11.40	-1.80
汽车	出口金额	亿美元	105.43	106.97	94.35	72.99	84.55	89.10	98.24	102.74	91.92	82.35	87.73	77.58
	当月同比	%	16.63	28.77	29.10	7.60	17.20	52.00	27.90	45.10	45.40	35.30	83.70	109.90
汽车零部件	出口金额	亿美元	77.60	75.87	74.44	63.65	83.70	74.83	73.97	68.41	76.34	75.89	75.09	75.66
	当月同比	%	1.14	-2.53	-4.50	18.20	14.80	8.90	11.30	4.40	12.10	3.40	-3.70	5.80

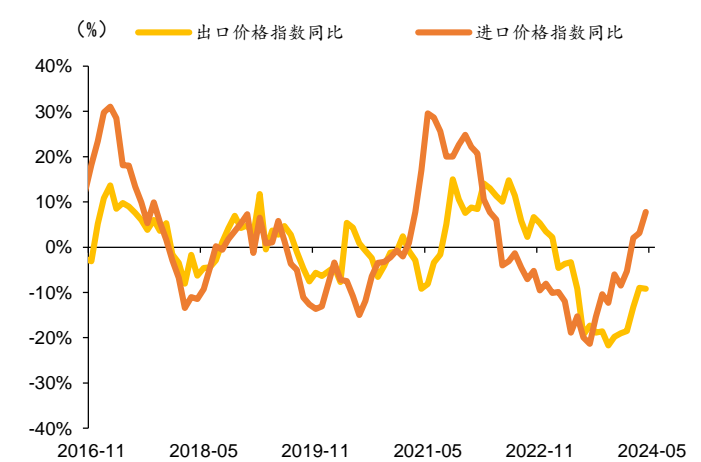
资料来源: wind, 德邦研究所
红色表示数值较大, 绿色表示数值相对较小

图 2：进出口金额当月同比及贸易差额



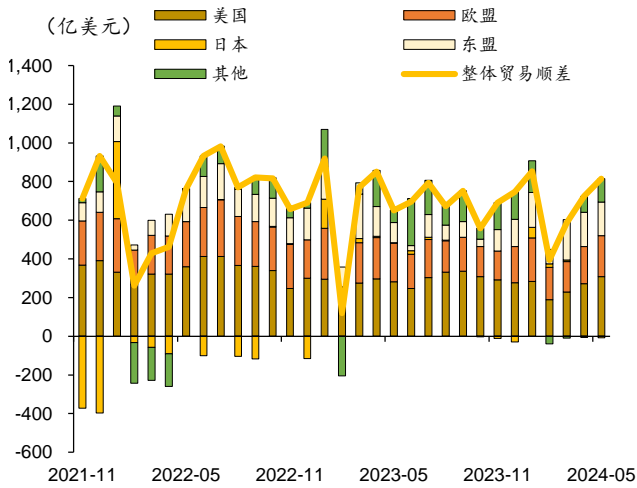
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3：进出口价格指数同比



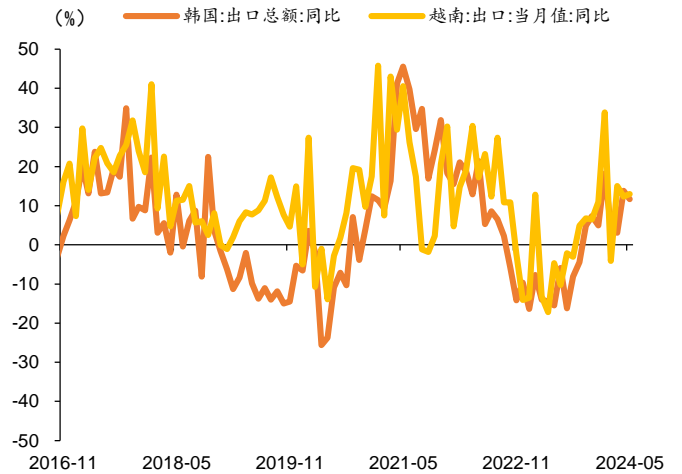
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4：中国与主要贸易国贸易差额



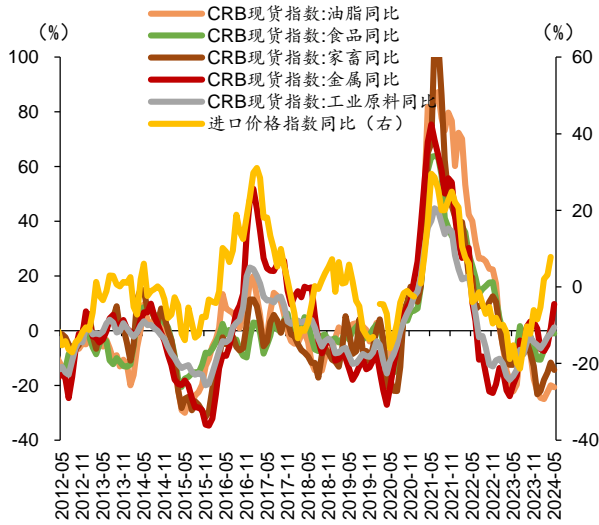
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：5 月韩国和越南出口金额同比



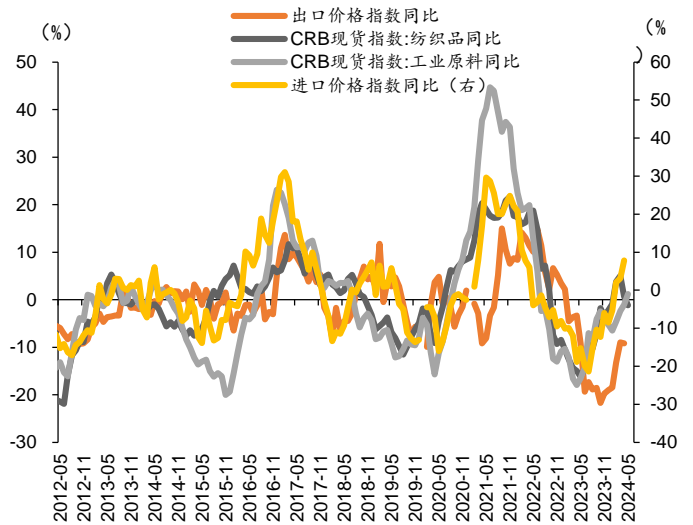
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：油脂食品等现货指数同比与进口价格指数同比走势接近



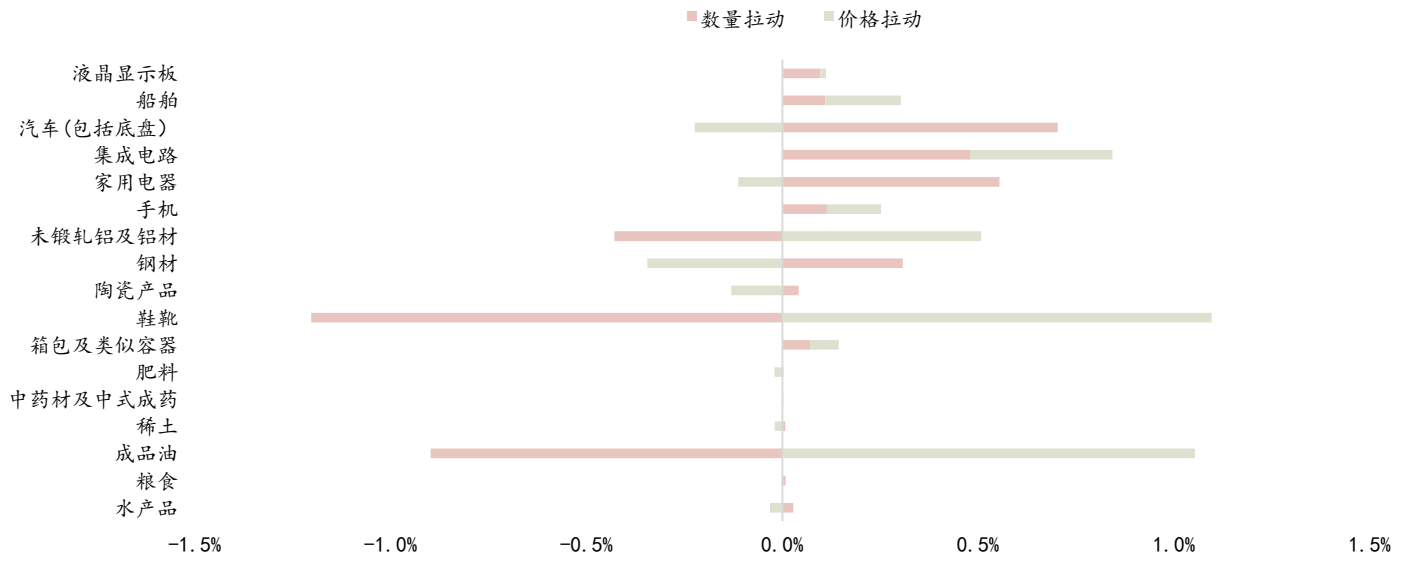
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：纺织和工业原料等现货指数同比与进口价格指数同比走势接近



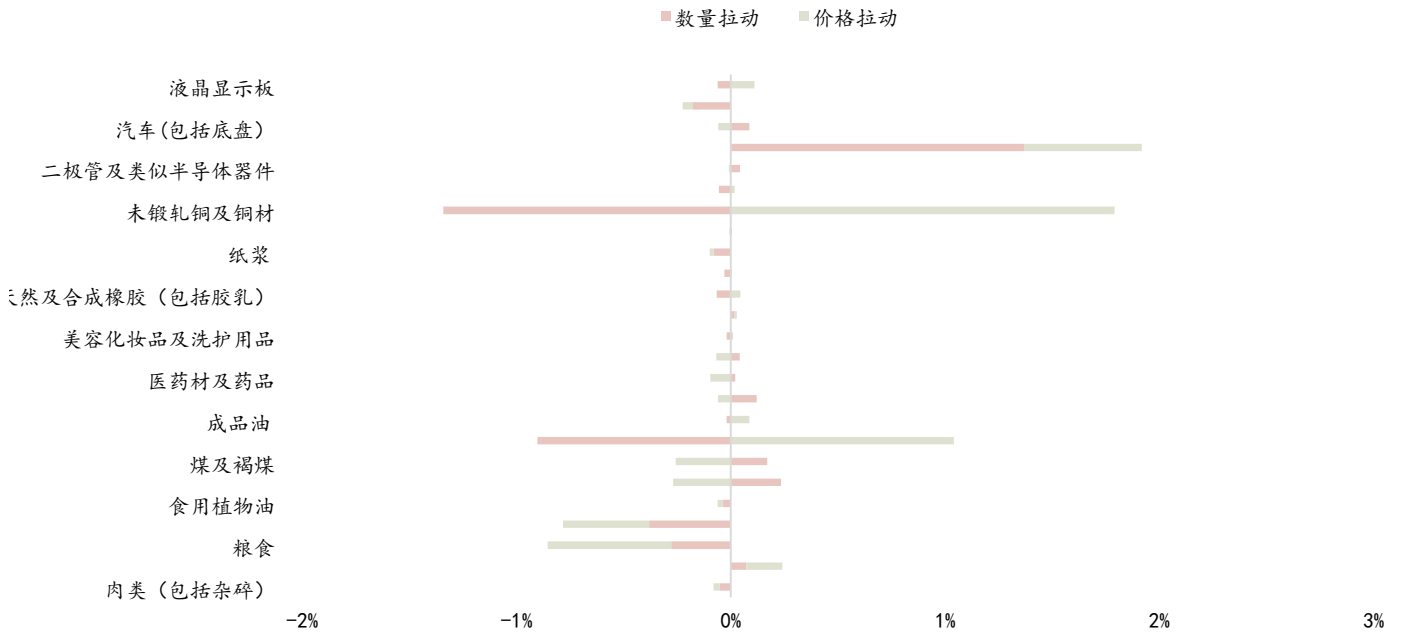
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2024 年 5 月主要商品出口量价图



资料来源：海关总署，德邦研究所

图 9：2024 年 5 月主要商品进口量价图



资料来源：海关总署，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。