



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：张鑫楠

执业证号：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

➤ **6月的出口（大陆地区，下同）同比再度上行，8.6%的读数已经是2023年3月以来的“最高水平”，贸易顺差是有数据以来的“最高水平”。**面对年初以来出口的“大幅波动”，市场对于6月出口的预期仅有7.4%，相对于8.6%的确存在差距。相比于其他的经济指标，出口表现更好，比如6月进口金额再度转为下降，为-2.3%、PMI水平较弱等。在市场关注美国经济放缓和贸易摩擦的背景下，为什么6月的出口数据这么强？我们观察到以下出口景气度的重要线索：

➤ **线索一：财新和中采PMI的背离指向出口好于内需。**从去年10月开始，制造业财新PMI和中采PMI已经连续9个月出现背离，财新PMI一直在50%以上，且持续高于中采PMI。统计口径上，财新覆盖的企业多为东南沿海的中小型企业，可以指向出口企业，而中采覆盖的企业的行业更加全面且规模更大，因此两者的背离往往指向出口景气度好于内需。而上一次出现财新PMI连续高于中采PMI的阶段是2020年5月-2021年2月，当时的出口增速同样高歌猛进，从个位数的增速上升到20%以上。

➤ **线索二：出口企业“价换量”。**2022年开始，我国出口价格同比持续下行，而2023年以来出口数量同比出现回升。由于国内市场竞争激烈，企业大力开拓海外市场，相比于其他国家，我国PPI水平偏低、工业和基建体系更完备，出口的价格优势明显，其他国家可以以更低的成本从我国进口优质商品。可以看到，当前我国的出口价格增速处于历史偏低水平，并且少见的明显低于世界出口平均价格增速，出口端存在以价换量的情况。

➤ **线索三：企业是否正在抢出口？**回顾2018年的中美贸易摩擦，三季度之前，美国的前两轮关税涉及到的商品总额是500亿美元，体量相对不大。但9月开始，规模扩大，美国对我国的平均关税从5.6%上升到9.8%。所以，当时国内企业在二-三季度存在抢出口现象，出口增速连续超预期，到四季度开始明显回落。今年6月出口的环比是1.9%，和前几个月一样，基本符合季节性，抢出口现象暂不明显。**目前的情况可能和2018年有所不同，5月贸易政策的影响暂时较小。**5月，美国对301调查开展了4年复核，对半导体、电池等180亿美元的商品加征关税。本次加征的关税数额不大，且部分在2026年生效，简单估算2024年生效的商品，美国对我国商品的平均关税税率可能从18%上升到19%左右，上升幅度是历次最小的。另外，相比于2018年，目前我国出口的集中度下降较多，对单一国家的依赖度显著下降。

➤ **我国对多数地区的出口都保持了正增速。**其中对于一些新兴国家和地区的增速仍保持前列，比如东盟、拉丁美洲。此外，对于中国台湾的出口增速已经连续两个月超过了20%。从份额的角度，东盟、欧盟、美国的前三地位仍然牢固。对美国 and 欧盟的出口份额略有扩大，对东盟的出口份有所下降。

相关研究

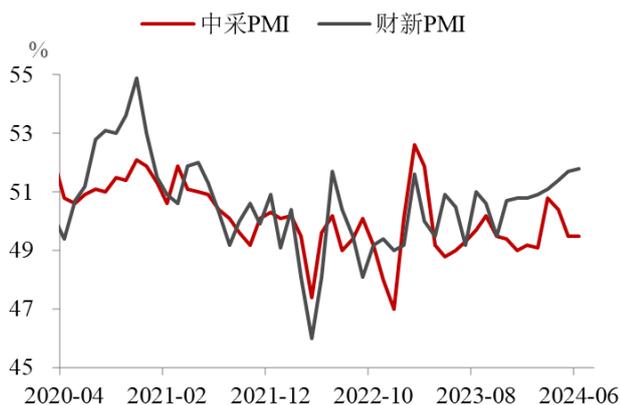
- 1.央行动态点评：央行“临时回购”的新义与深意-2024/07/08
- 2.宏观事件点评：6月非农：繁花落？降息定？-2024/07/06
- 3.宏观事件点评：微妙的均衡：股市和汇率谁先破局？-2024/07/05
- 4.央行动态点评：央行借债的“玄机”-2024/07/01
- 5.宏观事件点评：美国大选首辩：中局还是终局？-2024/06/28

➤ **技术密集型和资本密集型产品仍然是出口的主力。**集成电路、通用设备、船舶等商品的出口增速都比较靠前，技术密集型产品和资本密集型产品的出口多数保持正增。相对而言，劳动密集型产品和消费品的增速就“稍弱一筹”，箱包、服装、鞋靴、玩具等商品的出口都出现了不同程度的下降。

➤ **三条线索：外需、国内企业的以价换量和贸易争端下的企业抢出口，是看出口景气度能强多久久的“关键因素”。**首先，沿海中小企业的景气度较高，来源于海外制造业周期整体处在触底回升的阶段。但目前美国的经济也有反复，要观察回升的幅度和斜率。如果外需的恢复比较顺畅，企业出海、转出口和出口集中度的分散，都可以抵消一定程度的关税影响。PMI 的公布时间早于出口，可以领先观测出口景气度。如果沿海中小企业的景气度回落，那出口改善可能就会放缓。其次，长期需要关注美国大选之后的政策影响和贸易壁垒。如果只以 5 月的贸易政策的规模来看，影响可能暂时不大。但后续如果贸易政策加码，企业预期变弱，反而可能会造成企业短期抢备货、抢出口，从而推动出口增速的情况。最后，企业的以价换量，较低的商品价格和成本短期对出口存在支撑。因此，在年底美国大选落地之前，短期出口可能仍有韧性。

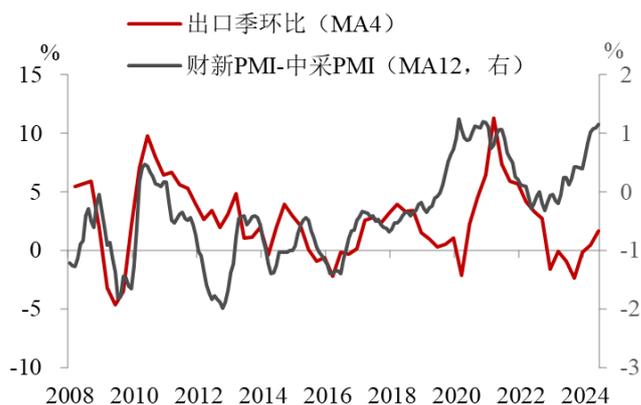
风险提示：后续贸易政策变化超预期；全球制造业回升不及预期。

图1：财新 PMI 和中采 PMI 持续背离



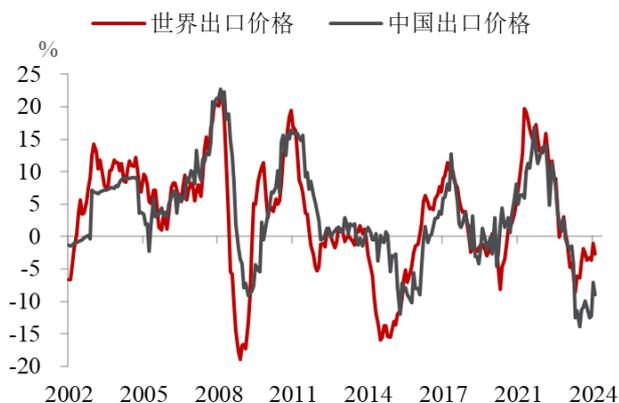
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：财新 PMI 持续高于中采 PMI 指向出口转向



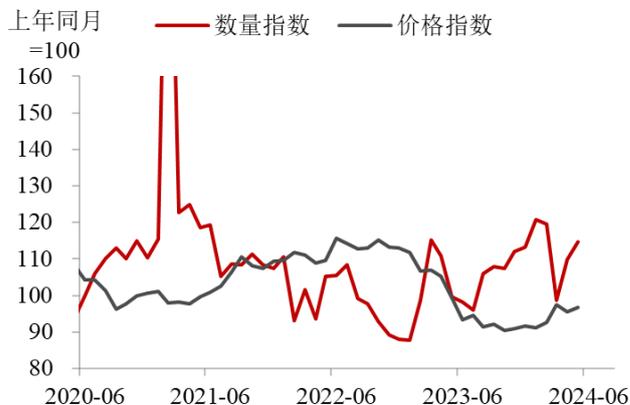
资料来源：wind，民生证券研究院（2024 年截至到 6 月）

图3：中国出口价格显著低于全球



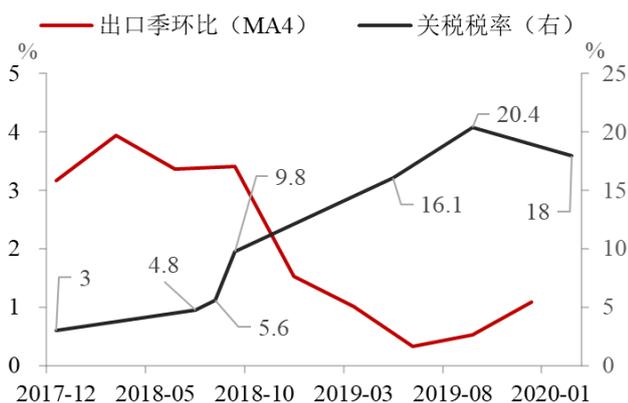
资料来源：wind，民生证券研究院（截至到 2024 年 6 月）

图4：国内出口的以价换量比较明显



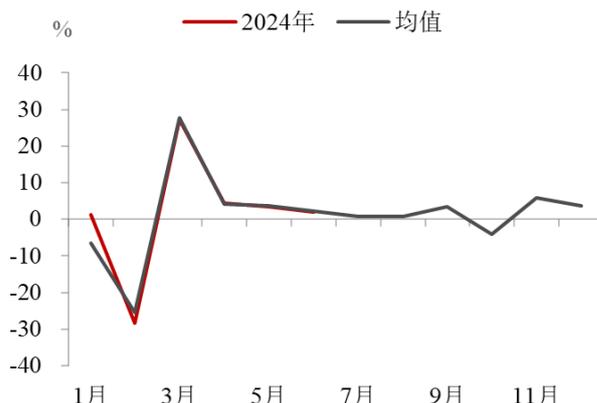
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2018 年，关税向上，出口向下



资料来源：PIIE, USTR, wind，民生证券研究院

图6：今年以来企业并没有明显的抢出口



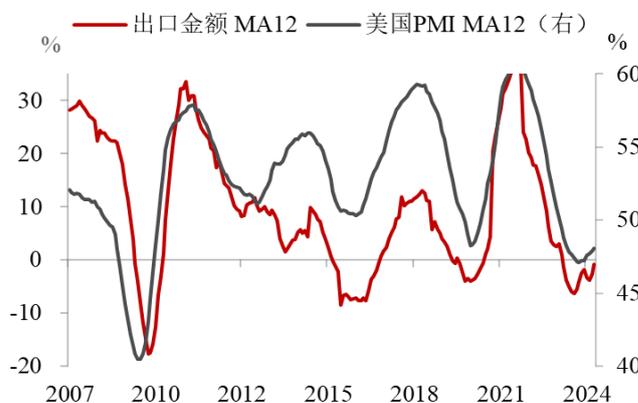
资料来源：wind，民生证券研究院（截至 2024 年 6 月）

图7：我国出口集中度下降



资料来源：wind，民生证券研究院（2024 年截至到 6 月）

图8：出口因素也在于海外制造业周期



资料来源：wind，民生证券研究院（2024 年截至到 6 月）

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。本报告清晰准确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