

2024年07月13日

## 外需弱修复，出口同比温和回升

——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

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**以美元计，中国6月出口同比+8.6%，前值+7.6%；6月进口同比-2.3%，前值+1.8%；6月贸易顺差990.4亿美元，前值为826.2亿美元。

### ● 外需回升速度放缓，出口同比温和回升

**1.外需回升速度放缓，出口同比温和回升。**2024年6月我国出口同比+8.6%，较前值进一步回升，我们认为，同比数据难以完全反映外需状态，综合其他指标，真实外需回升速度已有所放缓：**(1)同比回升主因基数效应，复合同比增速均回落：**2023年6月，出口同比-12.4%，较前值(-7.6%)明显下滑；同时，从两年复合同比与三年复合同比来看，出口增速均较前值有所回落。**(2)外部领先指标亦显示真实外需回升速度有所放缓：**6月摩根大通全球制造业PMI指数为50.9%，相较于前值(51%)稍有回落，韩国出口同比较前值明显回落。外部领先指标显示，外需回升方向未发生改变，但回升速度或有所放缓。

**2.我国对发达地区出口同比边际大幅改善，持续性存疑。**从边际变化来看，我国出口边际改善的地区主要为美欧日韩等发达地区，对东盟、巴西等发展中地区出口同比较前值有所回落。但PMI数据显示6月海外发达国家需求回升速度放缓，预计后续我国对发达国家出口同比大幅回升表现或难持续。

**3.生产资料与消费电子出口延续回暖，汽车“抢出口”表现不明显。**从边际变化来看，原材料、通用机械、音像设备与汽车零部件等生产资料与消费电子产品出口增速延续边际改善趋势，上述各类产品2024年6月出口同比较前值分别提升了2.3、9.8、5.2、0.2个百分点。此外，7月起欧盟将对我国电动汽车征收反补贴税，而从数据表现看，6月我国汽车“抢出口”表现尚不明显，汽车出口同比+12.6%，较前值(16.6%)有所回落。

**4.量价拆分来看，6月出口价格呈边际改善趋势。**绝对贡献方面，6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，在纳入统计的16类产品中，7类产品出口数量贡献边际改善，10类产品出口价格贡献边际改善。

### ● 进口：同比有所回落

6月进口同比有所回落，较前值下降4.1个百分点至-2.3%。反映当前我国内需仍有待提振。**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。

### ● 高利率环境下外需动能有限，全年出口或温和回升

**1.出口回升方向仍然较为确定。**全球制造业PMI仍处在荣枯线以上，越南、韩国等地区出口保持正增长，叠加2023年低基数效应，我们认为直至年末出口回升的大方向仍然较为确定。

**2.高利率环境下外需动能有限，出口或仅为弱修复。**美国制造业连续3个月下行，下半年欧美整体保持较高利率环境，在此背景下外需回升动能或有限。我们注意到，2024年5月与6月出口环比均低于2019-2023年同期环比均值1.4个百分点，指向外需回升动能有限的基本事实，我们据此预计**7月出口同比将延续回升至两位数，后将在4%-8%区间波动，全年出口同比在5%左右。**

**3.美墨联合钢铝产品进口禁令对总量影响较小。**美国和墨西哥宣布实施“北美熔化和浇注”标准，阻止中国和其他通过墨西哥运输钢铝产品的国家规避关税。**2023年**，以上两类产品出口墨西哥占我国出口总额0.16%，对总量影响较小。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

### 相关研究报告

《通胀连续下行有助于提升美联储9月降息概率——美国6月CPI点评》-2024.7.12

《消费增长延续以价换量——宏观经济点评》-2024.7.10

《新建房成交同比转正——宏观周报》-2024.7.7

## 目 录

1、 外需回升速度放缓，出口同比温和回升.....	3
1.1、 外需回升速度放缓，出口同比温和回升.....	3
1.2、 我国对发达地区出口同比边际大幅改善，持续性存疑.....	3
1.3、 生产资料与消费电子出口延续回暖，汽车“抢出口”表现不明显.....	4
2、 进口：同比有所回落.....	6
3、 高利率环境下外需动能有限，全年出口或温和回升.....	7
4、 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1： 2024 年 6 月出口两年与三年复合同比均有所回落.....	3
图 2： 外部领先指标亦显示真实外需回升速度有所放缓.....	3
图 3： 从绝对来看，美国、欧盟、东盟对我国出口同比均有较大贡献.....	4
图 4： 从边际变化来看，我国出口边际改善的地区主要为发达地区.....	4
图 5： 海外 PMI 数据显示 6 月发达地区需求回升速度放缓.....	4
图 6： 从绝对贡献来看，我国 2024 年 6 月同比为正由生产资料与耐用品支撑.....	5
图 7： 从边际变化来看，我国 2024 年 6 月生产资料与消费电子出口延续边际改善.....	5
图 8： 2024 年 6 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负.....	5
图 9： 绝对贡献方面，6 月出口为正主要为数量支撑.....	6
图 10： 边际贡献方面，16 类产品中，10 类产品出口价格贡献边际改善.....	6
图 11： 2024 年 5 月进口价格同比上涨 3.7%.....	6
图 12： 2024 年 6 月美国 ISM 制造业 PMI 等数据延续回落.....	7

事件：以美元计，中国 6 月出口同比+8.6%，前值+7.6%；6 月进口同比-2.3%，前值+1.8%；6 月贸易顺差 990.4 亿美元，前值为 826.2 亿美元。

## 1、外需回升速度放缓，出口同比温和回升

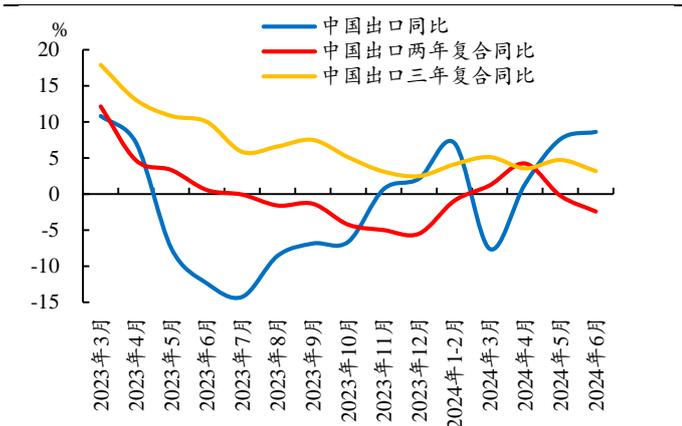
### 1.1、外需回升速度放缓，出口同比温和回升

2024 年 6 月我国出口同比+8.6%，较前值(+7.6%)进一步回升，我们认为，同比数据难以完全反映外需状态，综合其他指标，真实外需回升速度已有所放缓：

**(1)同比回升主因基数效应，复合同比增速均回落。**2023 年 6 月，出口同比-12.4%，较前值(-7.6%)明显下滑，同期低基数影响下 2024 年 6 月出口+8.6%，与前值(+7.6%)较为接近；同时，从两年复合同比与三年复合同比来看，出口增速均较前值有所回落。

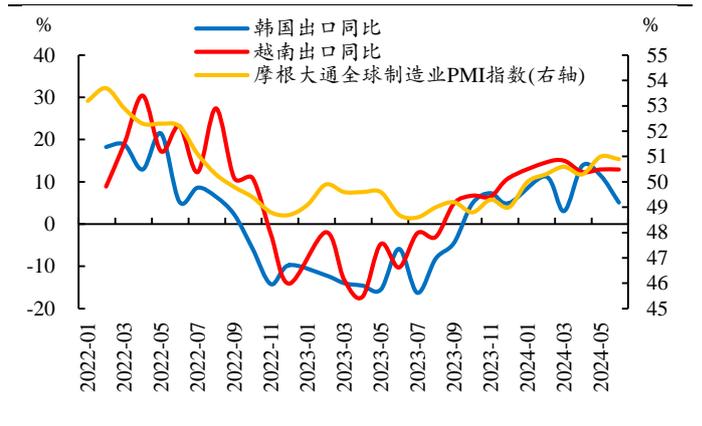
**(2)外部领先指标亦显示真实外需回升速度有所放缓。**6 月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 50.9%，相较于前值(51%)稍有回落，韩国出口同比+5.1%，较前值(+11.5%)明显回落，越南出口同比+12.9%，与前值持平。外部领先指标显示，外需回升方向未发生改变，但回升速度或有所放缓。

图1：2024 年 6 月出口两年与三年复合同比均有所回落



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2：外部领先指标亦显示真实外需回升速度有所放缓

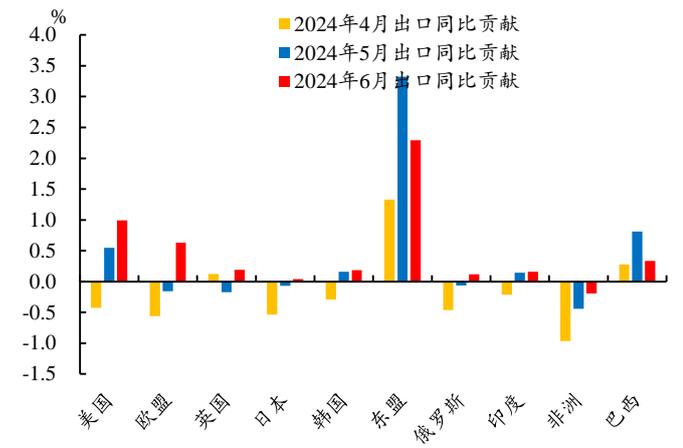


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

### 1.2、我国对发达地区出口同比边际大幅改善，持续性存疑

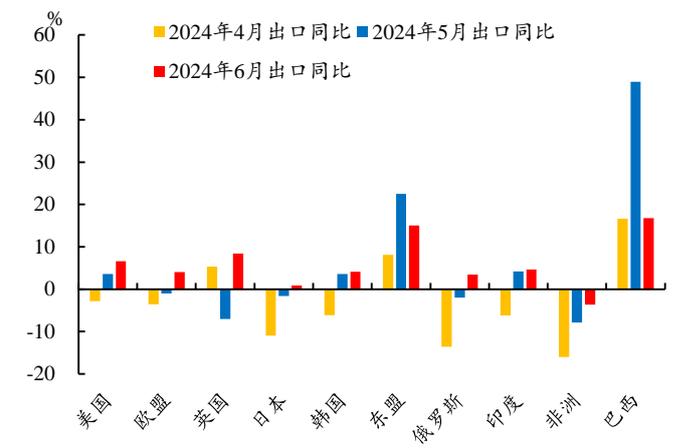
从绝对贡献来看，2024 年 6 月，美国、欧盟、东盟对我国出口同比均有较大贡献，分别拉动我国出口同比 1.0、0.6、2.3 个百分点；从边际变化来看，我国出口边际改善的地区主要为美欧日韩等发达地区，对东盟、巴西等发展中地区出口同比较前值有所回落。

图3: 从绝对来看, 美国、欧盟、东盟对我国出口同比均有较大贡献



数据来源: Wind、开源证券研究所

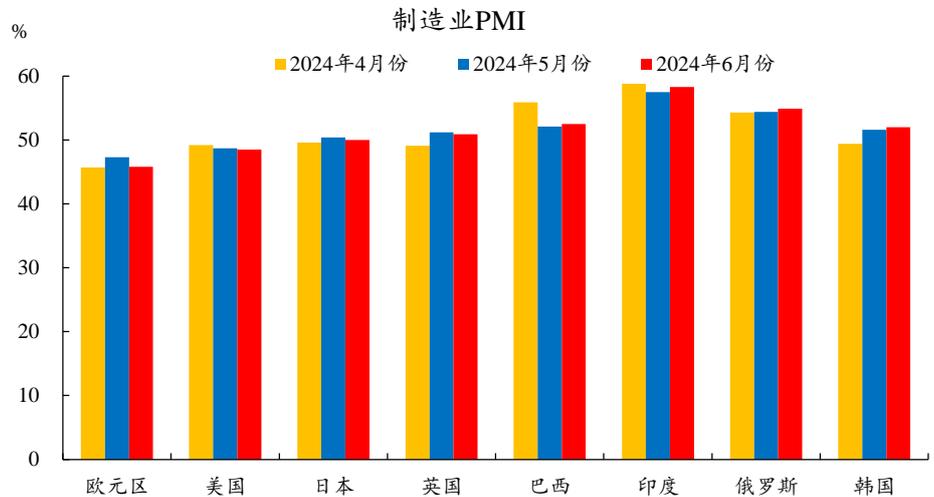
图4: 从边际变化来看, 我国出口边际改善的地区主要为发达地区



数据来源: Wind、开源证券研究所

海外 PMI 数据显示 6 月发达地区需求回升速度放缓, 我国对发达国家出口同比大幅回升表现或难持续。2024 年 6 月全球主要经济体制造业 PMI 多数下跌, 其中发达国家表现更为明显, 美国制造业 PMI 回落至 48.5%, 欧元区回落至 45.8%, 日本、英国相较于前值均有所回落, 指向发达国家需求回升速度放缓, 后续来看, 类似于本月我国对发达国家出口同比大幅回升的表现或难以持续。

图5: 海外 PMI 数据显示 6 月发达地区需求回升速度放缓



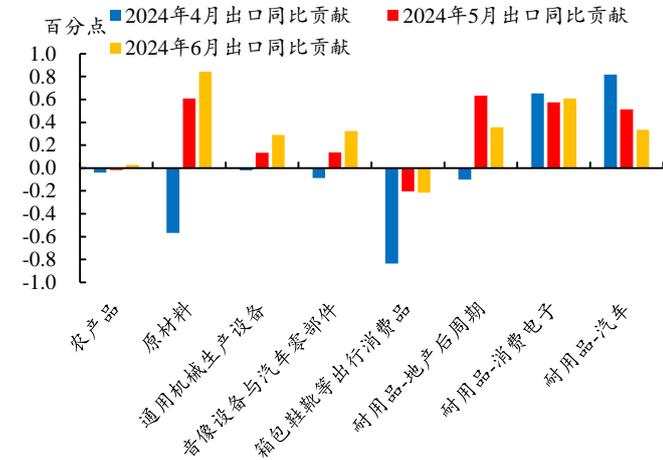
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、生产资料与消费电子出口延续回暖, 汽车“抢出口”表现不明显

从绝对贡献来看, 2024 年 6 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等生产资料以及地产后周期产品、消费电子产品与汽车等耐用消费品共同支撑。从边际变化来看, 原材料、通用机械、音像设备与汽车零部件等生产资料与消费电子产品出口增速延续边际改善趋势, 上述各类产品 2024 年 6 月出口同比分别为+7.5%、+17.3%、+9.1%、+7.2%, 较前值分别提升了 2.3、9.8、5.2、0.2 个百

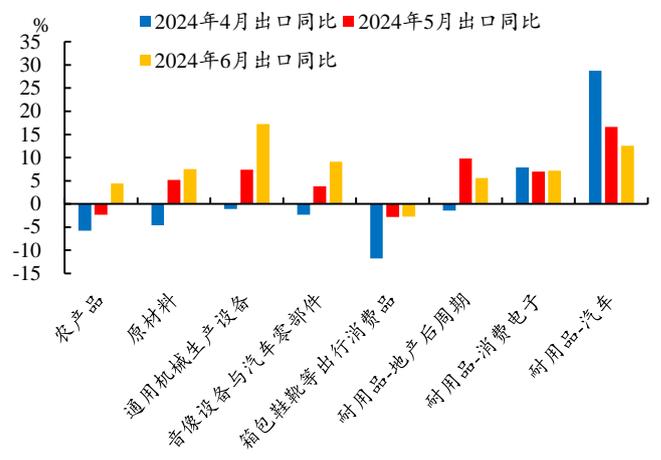
分点。此外，7月起欧盟将对我国电动汽车征收反补贴税，而从数据表现看，6月我国汽车“抢出口”表现尚不明显，汽车出口同比+12.6%，较前值(16.6%)有所回落。

图6: 从绝对贡献来看, 我国 2024 年 6 月同比为正由生产资料与耐用品支撑



数据来源: Wind、开源证券研究所

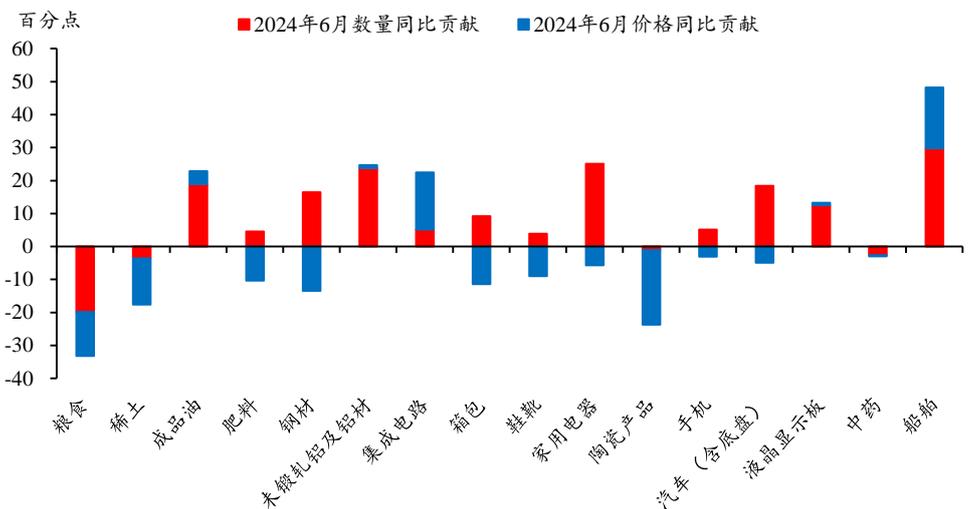
图7: 从边际变化来看, 我国 2024 年 6 月生产资料与消费电子出口延续边际改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

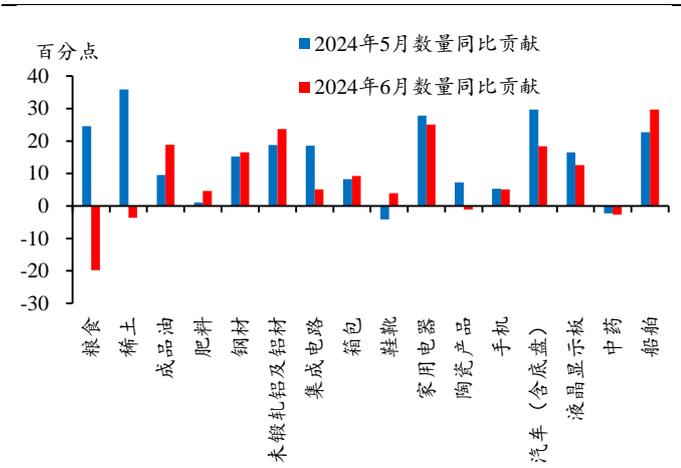
量价拆分来看, 6月出口价格呈边际改善趋势。将6月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。绝对贡献方面, 6月出口为正主要为数量贡献支撑, 边际贡献方面, 出口价格贡献边际改善更为明显, 在纳入统计的16类产品中, 7类产品出口数量贡献边际改善, 10类产品出口价格贡献边际改善。

图8: 2024 年 6 月多数产品出口数量贡献为正, 价格贡献为负



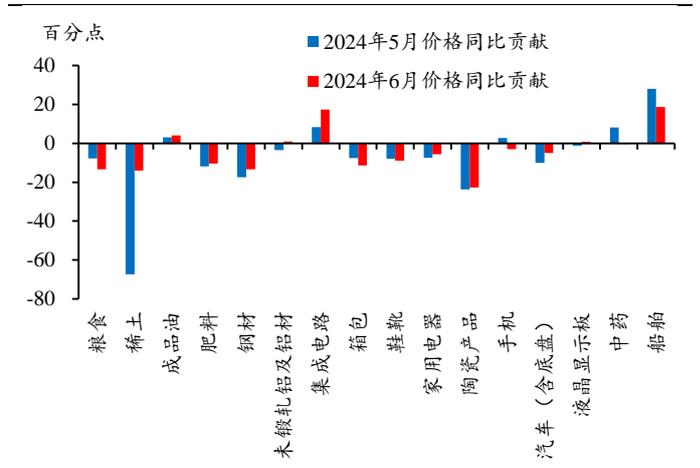
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9：绝对贡献方面，6月出口为正主要为数量支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：边际贡献方面，16类产品中，10类产品出口价格贡献边际改善



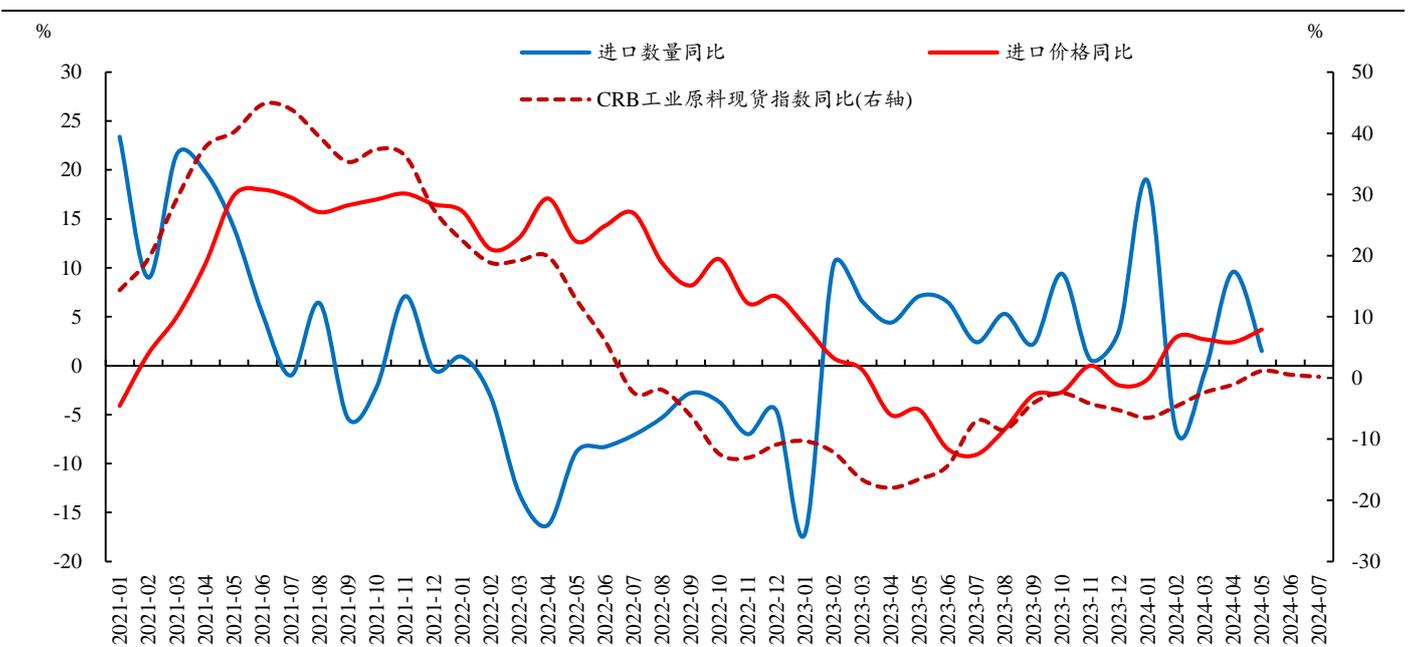
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、进口：同比有所回落

6月进口同比有所回落，较前值下降 4.1 个百分点至-2.3%。反映当前我国内需仍有待提振。

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，进口整体或呈改善趋势。

图11：2024年5月进口价格同比上涨3.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、高利率环境下外需动能有限，全年出口或温和回升

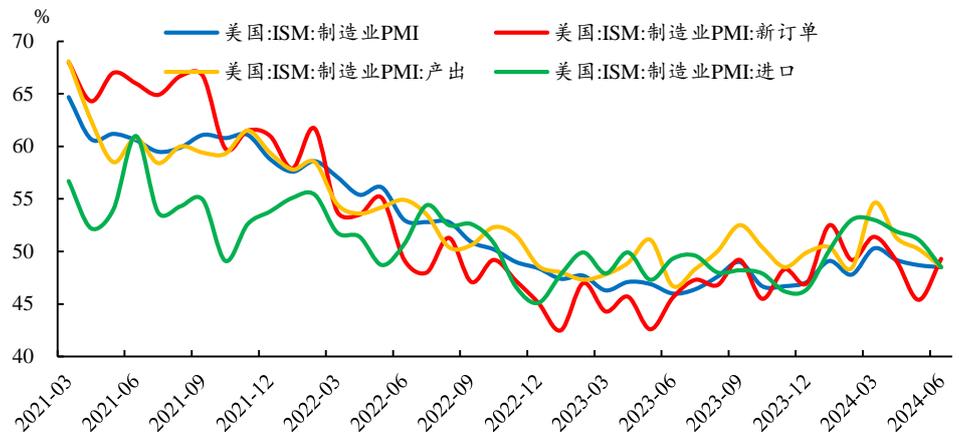
(1)出口回升方向仍然较为确定。从外部指标看，全球制造业 PMI 仍处在荣枯线以上，越南、韩国等地区出口保持正增长，叠加 2023 年三季度低基数效应，我们认为直至年末出口回升的大方向仍然较为确定。

(2)高利率环境下外需动能有限，出口或仅为弱修复。2024 年 6 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 48.5%，连续 3 个月下行且处于荣枯线以下，同时 2024 年欧美整体或将保持较高利率环境，我们认为在此背景下外需回升动能有限。

我们注意到，2024 年 6 月出口环比+1.6%，低于 2019-2023 年同期环比均值 1.4 个百分点，2024 年 5 月同样低于环比均值 1.4 个百分点，虽存在一定巧合因素，但均指向外需回升动能有限的基本事实，假设 2024 年下半年均按照此环比规律，预计 7 月出口同比将延续回升至两位数，后将在 4%-8%区间波动，全年出口同比在 5%左右。

(3)美墨联合钢铝产品进口禁令对总量影响较小。7 月 10 日，美国和墨西哥宣布实施“北美熔化和浇注”标准，阻止中国和其他通过墨西哥运输产品的国家规避美国对于钢铁和铝征收的关税。2023 年，我国出口墨西哥钢铁与钢铁制品 32.2 亿美元，占该品类总出口 1.9%；出口墨西哥铝及铝制品 20.6 亿美元，占该品类总出口 5.9%；以上两类产品出口墨西哥占我国出口总额 0.16%，对总量影响较小。

图12：2024 年 6 月美国 ISM 制造业 PMI 等数据延续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 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3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