

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

下半年，出口明显回落的可能性不大

2024年7月13日

- **市场对6月出口的担忧已被打破。**6月以美元计价的出口同比增速录得8.6%，高于5月出口增速1.0个百分点。在出口数据公布前，市场曾担心6月出口增速可能会回落，一是担心抢出口效应消退，会导致出口增速从6月开始回落；二是担心全球补库周期放缓。但6月公布的数据打破了这一担忧。分国家来看，6月出口增速能在5月的基础上再上升，欧美都有贡献，包括欧盟、美国和英国，以及加拿大和俄罗斯。
- **6月出口上行的支撑不是机电和劳密产品。**一般而言，出口增速的上升和下降趋势和机电产品增速相同，或由劳动密集型产品支撑总出口增速。海外对中国加征关税的产品也大多集中在机电和劳密产品，抢出口应体现在这部分，但6月机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品出口同比增速均较5月有所回落。这表明6月的出口增速提升，可能既不源自整个机电产品，也不源自整个劳动密集型产品。反而是钢材、农产品、成品油等初级商品出口增速提升。
- **下半年出口增速明显回落的可能性不大。**市场对8月以后的出口增速有担忧，一是8月开始低基数影响逐步消退；二是关税的影响。我们认为，下半年出口增速或将横盘，可能不会出现非常明显的回落。第一，不宜过度解读全球制造业PMI单月的波动，其整体向上方向确定性较大。第二，关税或对我国出口增速会有扰动，但全球制造业周期补库或能对冲。6月涉及关税的机电和劳密产品未提振出口，反而是初级产品提升，这显示全球制造业周期的补库或能对冲加征关税带来的出口扰动。
- **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、市场对 6 月出口的担忧已被打破.....	3
二、下半年，出口明显回落的可能性不大.....	4
三、附录.....	6
风险因素.....	8

表 目 录

表 1：加征关税情况对比.....	5
附表 1：2024 年 6 月中国出口重点商品金额同比增速表.....	6
附表 2：2024 年 6 月中国进口重点商品金额同比增速表.....	7

图 目 录

图 1：6 月出口增速继续抬升.....	3
图 2：欧美对 6 月出口增速回升有贡献.....	4
图 3：全球制造业 PMI 仍在回升趋势.....	5

一、市场对6月出口的担忧已被打破

6月出口再超市场预期，打破了市场对6月出口增速可能会回落的担忧。6月以美元计价的出口同比增速录得8.6%，高于5月出口增速1.0个百分点。在出口数据公布前，市场曾担心6月出口增速可能会回落，但6月公布的数据打破了这一担忧。分国家来看，6月出口增速能在5月的基础上再上升，欧美都有贡献，包括欧盟、美国和英国，以及加拿大和俄罗斯（图2）。

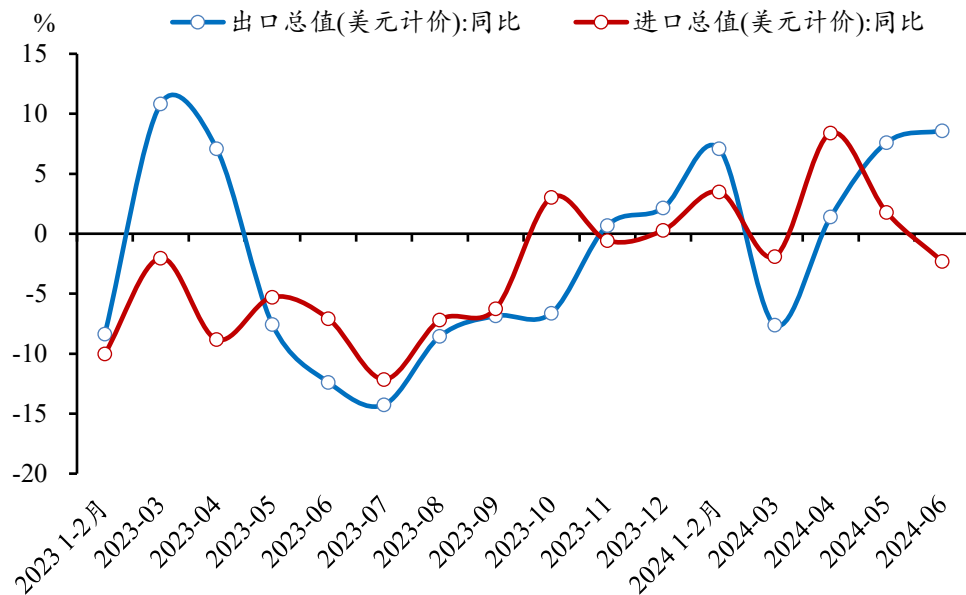
我们认为，数据公布前市场对6月出口存在担忧，主要是两个方面。

第一，担心抢出口效应消退，会导致出口增速从6月开始回落。在5月出口增速明显上升时，部分市场人士认为这是抢出口效应带来的增长。而抢出口透支后，6月出口增速有回落的风险。但我们认为，5月出口高增，一是基数提振，二是全球制造业回暖带来的需求。抢出口行为可能存在，但不是5月出口强的主要影响因素。

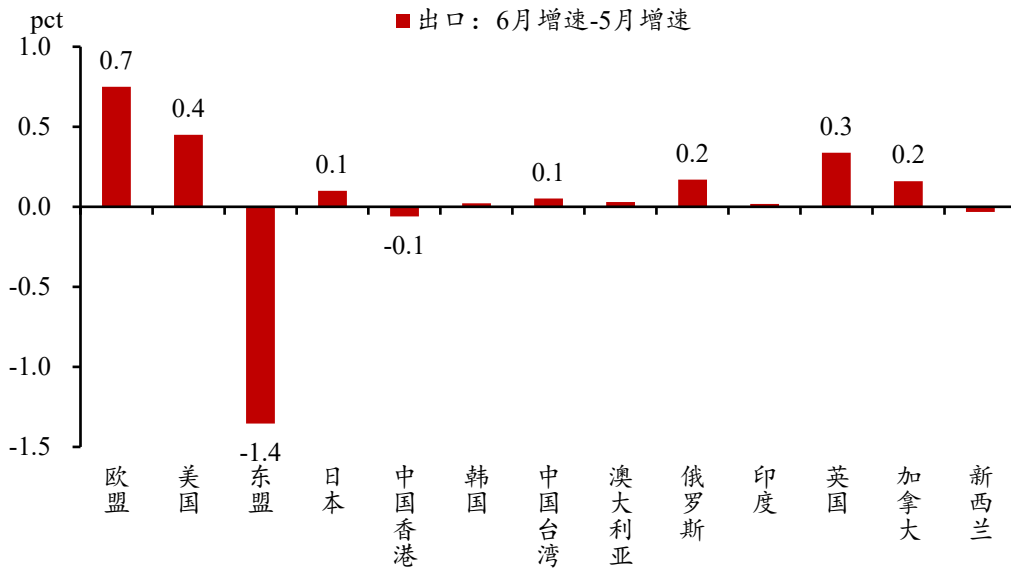
第二，担心全球补库周期放缓。由于欧元区制造业PMI指数放缓、全球制造业PMI略有回落，市场担心全球补库周期可能会放缓，进而影响我国对外出口增速。但我们认为，目前，全球制造业PMI仍处于扩张区间，尽管单月有波动，但从趋势上来看仍是上涨阶段。

而6月出口增速超预期，显示抢出口效应消退对6月出口形成压力的担忧并不成立。

图 1：6月出口增速继续抬升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：欧美对 6 月出口增速回升有贡献


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

出口增速和进口增速的背离，反映出当前外贸形势优于国内需求的现状。与之形成鲜明对比的是，6月的进口增速未能跟随出口增速回落，反而再次陷入负增区间。6月进口同比增速从5月的1.8%进一步回落至-2.3%，进口和出口数据表现，显示国内需求和海外需求延续分化的局面。

除了出口增速和进口增速出现背离外，6月出口数据也出现两个背离：

1) 总体上看，人民币计价的出口增速回落，美元计价的出口增速抬升。6月美元计价的出口增速从7.6%回升至8.6%，人民币计价的出口增速从11.2%回落至10.7%。由于汇率处于动态变化之中，以人民币计价统计的同比增长速度和以美元计价的同比增长速在具体数值、甚至增长或下降的趋势上都有可能不同。以人民币计价和以美元计价统计的同比增长速的差异，主要是受人民币兑美元汇率波动的方向和程度的影响。

2) 商品结构上看，机电、劳密产品出口增速均和总出口增速相背离。一般而言，出口增速的上升和下降趋势和机电产品增速相同，或由劳动密集型产品支撑总出口增速。但6月出口增速进一步提升之下(美元计价，下同)，机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品出口同比增速均较5月有所回落。这表明6月的出口增速提升，可能既不源自整个机电产品，也不源自整个劳动密集型产品。反而是钢材、农产品、成品油等初级商品出口增速提升。

二、下半年，出口明显回落的可能性不大

往后看，我们认为，下半年出口同比增速大幅回落的可能性较小。市场对8月以后的出口增速有担忧，一是8月开始低基数影响逐步消退；二是美国近期对中国180亿商品加征关税的部分将自今年8月开始生效。

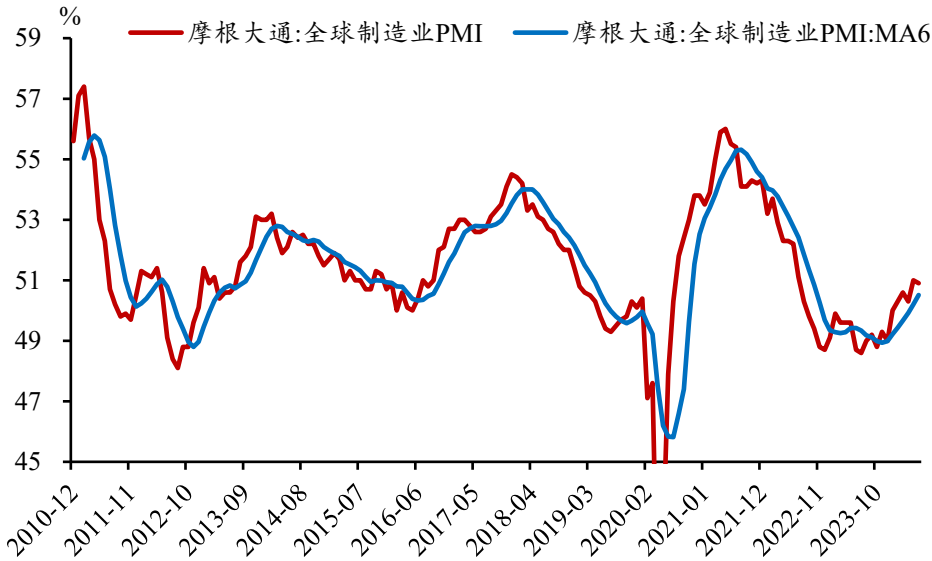
第一，对6月全球制造业回落0.1个百分点可能存在过度解读。6月全球制造业PMI小幅回落，引起市场对全球制造业周期回升进程受阻的担忧。我们认为，虽然全球PMI上行的过程可能存在波折，但5月全球制造业PMI为51%，6月仅回落0.1个百分点，不宜过度解读单月的波动，而整体向上看，全球制造业PMI的回升方向确定性较大。

第二，拜登政府加征的关税对我国出口增速可能会有扰动，但全球制造业周期补库或能对冲。拜登政府对中国价值180亿商品加征关税，按2023年对美出口金额(5060.2亿)来看，加征范围的影响占比仅3.6%。再加上，中国电动汽车直接出口的主要市场并非美国，且此次加征关税措施不具备穿透性。2023年下半年，全球制造业

PMI 一直盘旋在低位，此情况下再加征关税的影响或较大，但现在全球制造业处于上升阶段，因此我们认为全球制造业周期的补库或能对冲拜登政府加征关税带来的扰动。

总体上，我们认为，下半年出口增速或将横盘，可能不会出现非常明显的回落。

图 3：全球制造业 PMI 仍在回升趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 1：加征关税情况对比

国家/地区	商品	关税比例	实施时间	备注
美国	显卡、主板、机箱	恢复关税	2023 年 6 月 15 日	恢复征收关税
泰国	低价跨境商品	7%	2023 年 7 月 1 日	针对低价跨境商品
欧盟	中国电动汽车	临时关税	2023 年 7 月 4 日	临时关税措施
土耳其	中国电动汽车	10%→50%	2023 年 7 月 7 日	加征 40%的关税
土耳其	中国电动汽车	50%→10%	2024 年 7 月 8 日	取消加征关税
欧盟	中国电动汽车	17.4% - 38.1%	2024 年 7 月 4 日	各品牌不同税率
欧盟	150 欧元以下商品	取消免征关税	近期	计划取消免征关税门槛
印尼	中国部分商品	100%-200%	2024 年 7 月 28 日	贸易战升级措施
加拿大	中国电动汽车	未明确	近期	跟随美国和欧盟
巴西	跨境商品	20%	近期	Temu 上线巴西
越南	40 美元以下商品	征收关税	近期	针对低价商品
南非	太阳能电池板	10%	近期	保护本地制造商

资料来源: 中国国际贸易促进委员会东莞市委员会, 澎湃新闻, 中国贸易救济信息网, 浙江省服装行业协会, 信达证券研发中心

三、附录

附表 1：2024 年 6 月中国出口重点商品金额同比增速表

出口重点商品	6月同比	5月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	7.5	8.3	-0.8	58.2
高新技术产品	6.3	8.6	-2.3	23.7
服装及衣着附件	-1.8	1.6	-3.4	4.9
纺织纱线织物及其制品	5.9	8.1	-2.2	4.0
鞋靴	-5.4	-10.5	5.1	1.4
家具及其零件	5.6	18.1	-12.5	1.8
塑料制品	7.2	10.5	-3.3	3.0
玩具	-2.2	-2.3	0.1	1.1
箱包及类似容器	-3.2	2.5	-5.7	1.1
钢材	0.8	-3.3	4.1	2.2
农产品	10.2	5.8	4.4	2.8
成品油	23.6	17.6	6.0	1.3
未锻轧铝及铝材	25.0	14.5	10.5	0.7
陶瓷产品	-23.5	-14.9	-8.6	0.5
肥料	-6.3	-9.2	2.9	0.3
稀土	-17.1	-55.1	38.0	0.0
中药材及中式成药	-3.0	5.6	-8.6	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, 5 月为海关公布增速, 6 月为当月值计算增速

附表 2：2024 年 6 月中国进口重点商品金额同比增速表

进口重点商品	6月同比	5月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	-0.2	9.7	-9.9	38.6
高新技术产品	5.5	13.3	-7.8	29.6
原油	0.2	-2.3	2.5	13.5
成品油	-16.7	2.7	-19.4	0.9
天然气	-1.0	0.6	-1.6	2.4
煤及褐煤	-3.4	-8.4	5.0	2.1
农产品	-14.3	-12.2	-2.1	8.7
纸浆	-8.1	-15.9	7.8	0.8
原木及锯材	-16.4	-8.4	-8.0	0.0
铁矿砂及其精矿	2.8	2.2	0.6	5.0
铜矿砂及其精矿	14.4	-5.8	20.2	2.6
未锻轧铜及铜材	15.3	30.6	-15.3	2.1
钢材	-9.0	-4.1	-4.9	0.4
医药材及药品	24.7	-7.3	32.0	2.3
美容化妆品及洗护用品	-5.5	-4.6	-0.9	0.6
初级形状的塑料	-7.0	-1.1	-5.9	1.7
纺织纱线、织物及制品	-11.6	-8.4	-3.2	0.4
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-13.4	-9.8	-3.6	0.4
肥料	-39.7	-16.7	-23.0	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, 5 月为海关公布增速, 6 月为当月值计算增速

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。