

出口维持韧性

——对6月外贸数据的思考与未来展望

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

核心观点：

6月出口规模在季节性调整后基本保持平稳（环比-0.4%，前值+1.8%）。尽管航运价格的继续上涨与部分“抢出口”需求的结束，影响了一些品类在6月的出口。但我们认为外需的景气扩张可能对冲了运价与“抢出口”需求下降的影响，使得6月出口整体保持了平稳。展望未来，我们认为在外需景气扩张与海外补库存需求的支撑下，三季度出口或有望保持温和的环比正增长，进口也有望随内需的修复出现回升。

➤ 6月出口总量保持平稳

6月中国出口同比增速为8.6%（美元计价），较5月（7.6%）进一步回升，部分原因是去年基数偏低。季节性调整以后，6月以美元计价的出口金额环比下降0.4%（前值+1.8%），出口规模总体保持平稳。

➤ 出口结构分化

季节性调整后，不同品类的商品出口情况明显分化，原材料、农产品、高新技术产品的出口都继续走强，环比分别增长3.9%、2.2%、2.8%，但机电产品的出口出现回落，轻工产品的出口也进一步放缓，环比分别下降2.7%、3.6%。我国对主要贸易对象的出口也出现分化，其中，对发达经济体的出口总体继续回升（环比+2.0%，前值+0.9%），对转口贸易对象和其他新兴经济体的出口则有所回落，两者分别环比下降1.7%、2.4%（前值0%、+9.2%）。

➤ 6月进口有所回落

6月进口同比增速为-2.3%（美元计价，前值+1.8%），较上月有所回落。季节性调整后，6月进口规模环比下降4.5%（前值-2.0%），主要进口商品普遍有所回落。其中，铁矿砂、成品油、铜材等大宗原材料（三者环比分别为-4.2%、-15.3%、-9.7%）、机电与高新技术产品（两者环比分别为-4.0%、-1.4%），以及农产品的进口（环比-2.0%）都出现了回落，只有原油的进口与上月持平，铜矿砂的进口有所回升（环比+6.6%，前值-1.6%）。

➤ 出口有望保持韧性，进口有望出现回升

尽管航运价格的上涨与部分“抢出口”需求的结束，影响了一些品类在6月的出口，但我们认为外需的景气可能对冲了这一部分的影响，使得6月出口整体保持了较为平稳的状态（环比-0.4%，前值+1.8%）。展望未来，我们认为在外需景气扩张与海外补库存需求的支撑下，三季度中国出口或有望保持温和的环比正增长。而6月进口的偏弱可能主要与二季度经济修复有一定的放缓有关，后续进口有望随内需的修复而回升。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

相关报告

- 1、《制造业产出或保持平稳：——对6月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.07.02
- 2、《美国信用卡逾期率和失业率上行：——美国经济的再观察（一）》2024.06.29

正文目录

1.	6月出口总量平稳，结构分化	3
1.1	6月出口基本保持平稳	3
1.2	不同品类出口分化，轻工产品偏弱	4
1.3	对发达经济体出口较强	5
2.	6月进口有所回落	7
2.1	6月进口环比下降	7
2.2	主要品类进口普遍回落	8
3.	出口有望保持韧性，进口有望出现回升	10
3.1	如何理解6月出口的总量平稳与结构分化？	10
3.2	三季度出口有望保持韧性	12
3.3	进口有望随内需修复回升	13
4.	风险提示	14

图表目录

图表 1:	中国出口同比增速（美元计价）	3
图表 2:	中国出口金额（季调）	4
图表 3:	轻工产品出口金额（季调）	5
图表 4:	高科技和机电产品出口金额（季调）	5
图表 5:	部分机电产品出口金额（季调）	5
图表 6:	农产品和原材料的出口金额（季调）	5
图表 7:	对发达国家与地区的出口（季调）	6
图表 8:	对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）	6
图表 9:	中国进口同比增速（美元计价）	7
图表 10:	中国进口规模（季调）	7
图表 11:	铁矿砂、铜矿砂与铜材的进口金额（季调）	8
图表 12:	原油和成品油进口金额（季调）	8
图表 13:	主要产成品进口金额（季调）	8
图表 14:	农产品进口金额（季调）	9
图表 15:	全球制造业 PMI	10
图表 16:	美国批发商库存与进口金额高度趋同	11
图表 17:	中国出口集装箱运价指数	11
图表 18:	国际干散货运价指数	11
图表 19:	主要进口商品季调环比	13
图表 20:	制造业投资（季调）	14

1. 6月出口总量平稳，结构分化

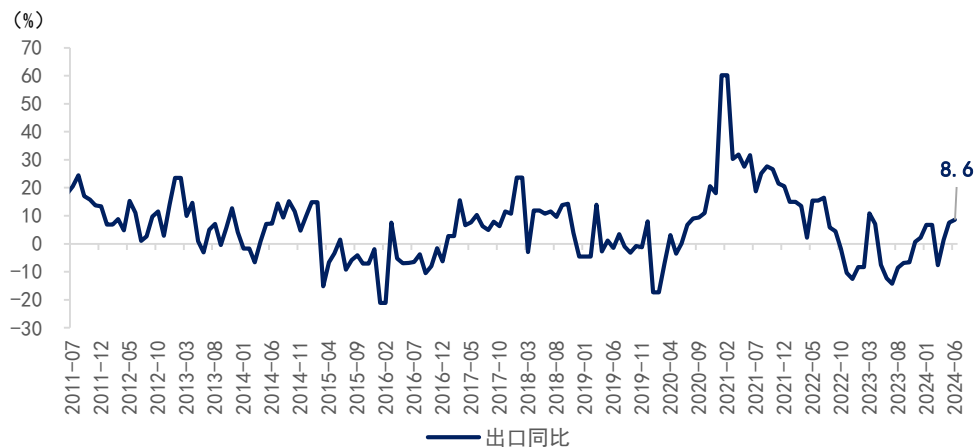
6月以美元计价的出口规模在季节性调整后总体保持平稳。从结构上来看，季节性调整后，6月在出口的商品品类、贸易对象方面都出现了明显分化：其中，原材料、农产品、高新技术产品的出口都继续走强，但机电产品的出口出现回落，轻工产品的出口也进一步放缓；对发达经济体的出口总体继续回升，对转口贸易对象和其他新兴经济体的出口则有所回落。

1.1 6月出口基本保持平稳

6月中国出口同比增速为8.6%（美元计价），较5月（7.6%）进一步回升，部分原因是受到去年基数偏低的支撑。

季节性调整后，6月出口基本与上月持平。从剔除季节性因素影响后的数据来看，6月以美元计价的出口金额环比下降0.4%（前值+1.8%），出口规模总体保持平稳。

图表1：中国出口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 不同品类出口分化，轻工产品偏弱

季节性调整后，不同品类的商品出口情况明显分化：其中，原材料、农产品、高新技术产品的出口都继续走强；但机电产品的出口出现回落，轻工产品的出口也进一步放缓，可能与汽车“抢出口”在6月以前已经基本完成、航运价格过高抑制低货值商品出口有关。

具体而言，经过季节性调整后，在6月：

- 原材料出口继上月的大幅反弹后进一步回升，环比增长3.9%（前值+13.0%）。
- 农产品出口继续回升，环比增长2.2%（前值+0.8%）。
- 机电产品出口继上月的明显回升后有所回落（环比-2.7%，前值+4.9%）。

其中，医疗仪器及器械的出口继续回升，环比增长2.4%（前值+3.4%）；集成电路的出口在上月的明显反弹后略有放缓，其出口金额环比下降0.8%（前值+5.0%）。

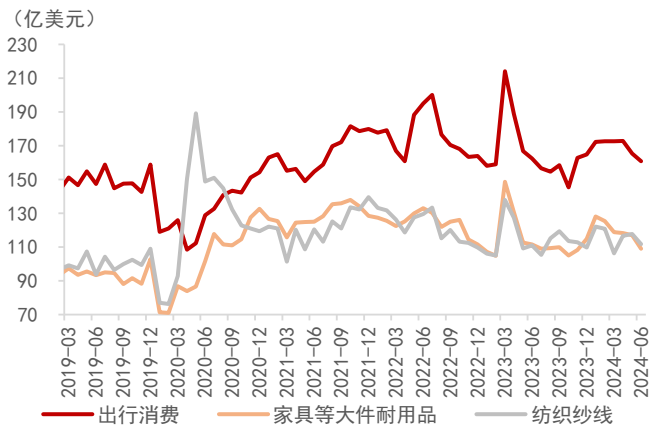
最值得关注的是汽车的出口，在其3-4月的大幅环比上行（3、4月环比分别为：+7.5%、+3.4%），以及5月（环比-0.3%）的平稳后，6月汽车出口金额环比明显下降（-4.1%）。

- 轻工产品的出口总体继续回落（环比-3.6%，前值-2.3%）。

其中，家具照明等地产后周期产品、鞋服箱包等出行相关产品的出口均继续回落，其在6月的环比增速分别为-6.8%、-2.7%（前值-1.1%、-4.3%）；纺织纱线产品的出口也出现明显下降，较上月环比下降5.1%（前值+0.9%）。

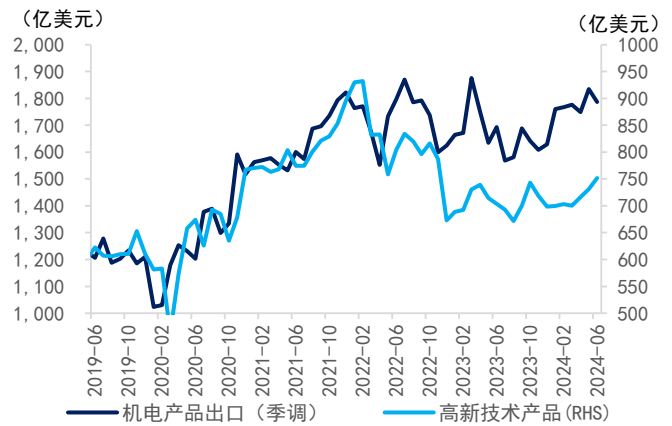
- 高新技术产品出口进一步回升（环比+2.8%，前值+2.1%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）



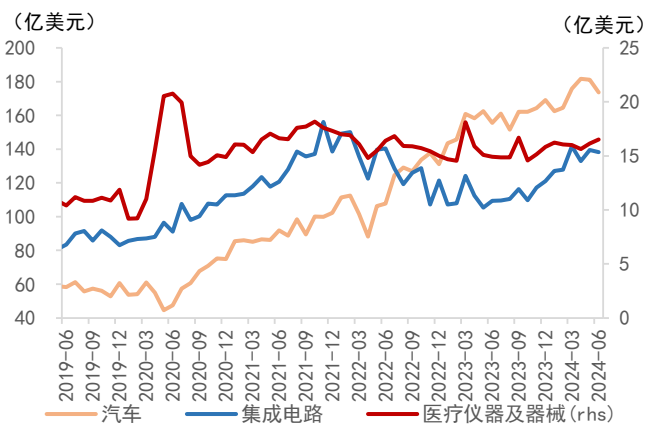
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



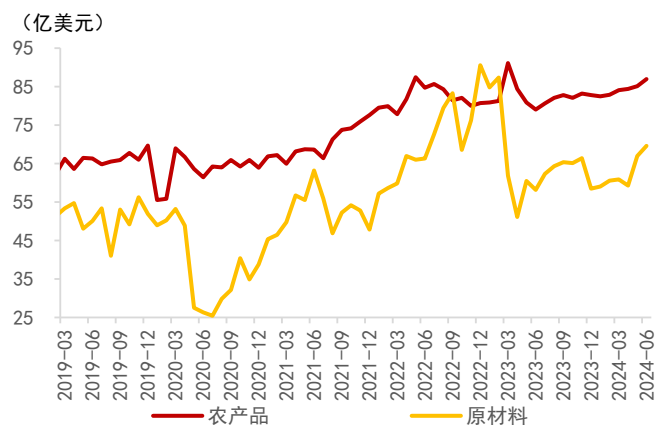
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：部分机电产品出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：农产品和原材料的出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 对发达经济体出口较强

季节性调整后，6月我国对主要贸易对象的出口出现分化。其中，对发达经济体的出口总体继续回升，对转口贸易对象和其他新兴经济体的出口则有所回落，部分与对巴西的汽车“抢出口”在6月以前已经基本完成有关。

具体而言，经过季节性调整后，6月我国对主要贸易对象的出口情况分别是：

- 对发达经济体的出口总体继续回升（环比+2.0%，前值+0.9%）。

其中，对欧盟的出口继续增长（环比+2.1%，前值+0.7%）；对美国的出口也进

一步回升，环比增长 0.6%（前值+0.2%）；对日本出口进一步上行，环比增长 6.7%（前值+4.2%）。

● 对转口贸易对象的出口有所回落（环比-1.7%，前值 0%）。

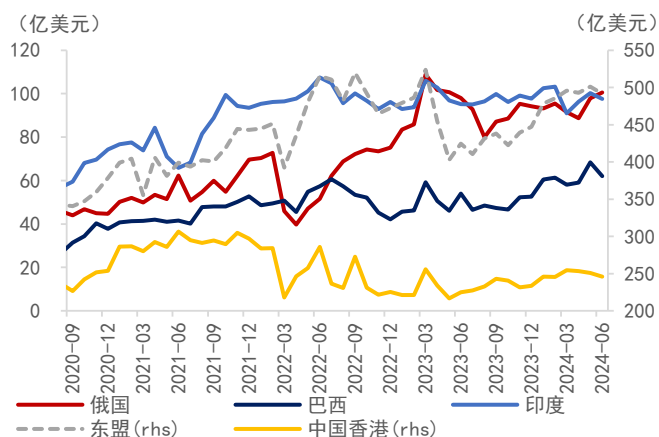
其中，对东盟的出口有所回落，环比下降 1.9%（前值+1.7%）；对中国香港、韩国的出口都进一步回落，6 月环比增速分别为-1.9%、-0.6%（前值-1.0%、-4.2%）。

● 对其他新兴经济体的出口也继上月的大幅上行后出现回落（环比-2.4%，前值+9.2%）。

其中，对巴西的出口在上月的明显回升后有所回落，其 6 月环比增速为-9.3%（前值+15.7%），我们认为一定程度与汽车出口数据的回落相一致，反映巴西在下半年加征汽车关税导致的汽车“抢出口”在 6 月以前已经提前完成。

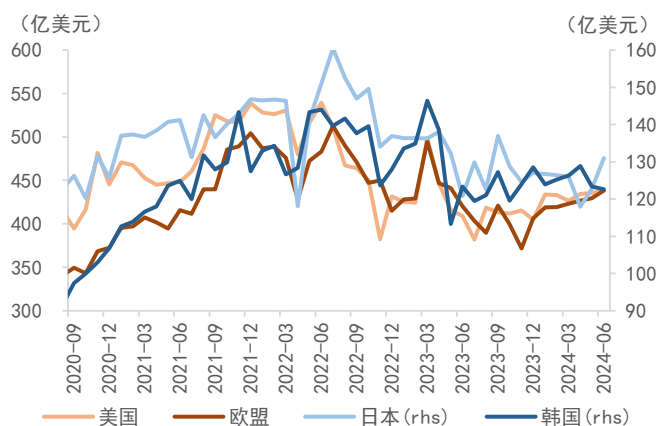
同时，对印度的出口也在此前的回升后出现了一定的放缓，环比下降 2.7%（前值+4.1%）；此外，对俄罗斯的出口则继续增长，环比上行 2.7%（前值+10.3%）。

图表7：对发达国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

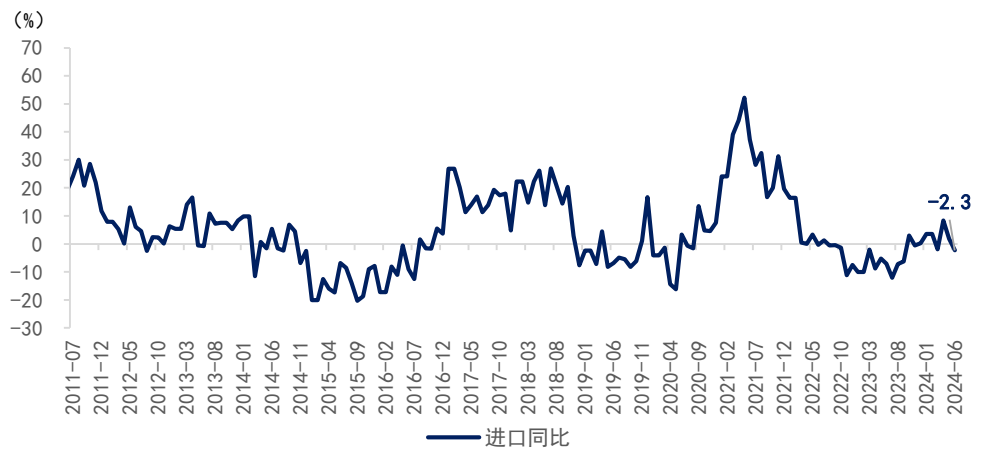
2. 6月进口有所回落

6月进口规模季调之后环比有所回落。主要进口商品中，铁矿砂、成品油、铜材等大宗原材料、机电产品与高新技术产品以及农产品的进口都出现了回落，只有铜矿砂的进口有所回升。

2.1 6月进口环比下降

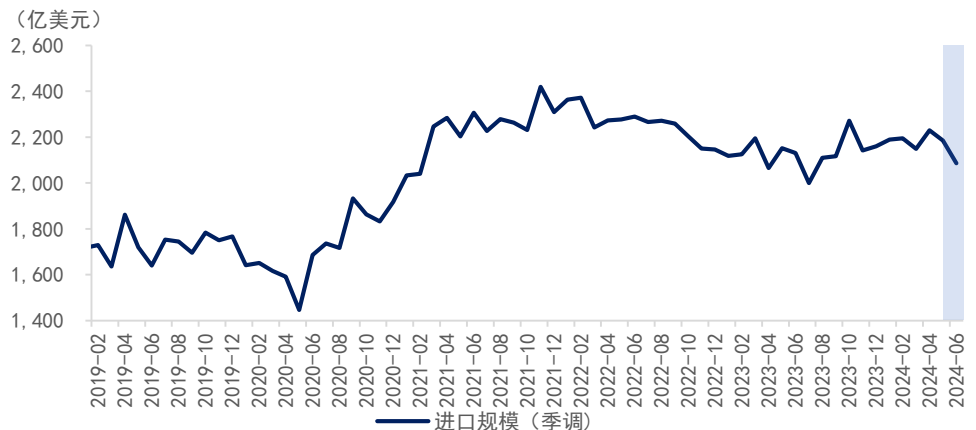
6月进口同比增速为-2.3%（美元计价，前值+1.8%），较上月有所回落。季节性调整后，6月进口规模较5月环比下降4.5%（前值-2.0%）。

图表9：中国进口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国进口规模（季调）



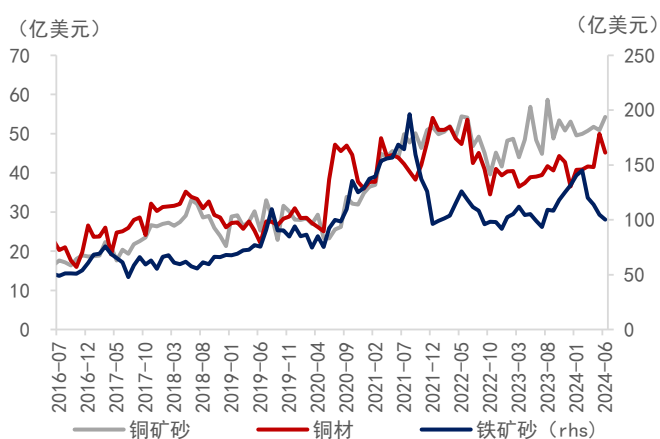
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 主要品类进口普遍回落

从主要的进口商品来看（占进口总额的95%以上），6月铁矿砂、成品油、铜材等大宗原材料、机电与高新技术产品，以及农产品的进口都出现了回落，只有铜矿砂的进口有所回升。

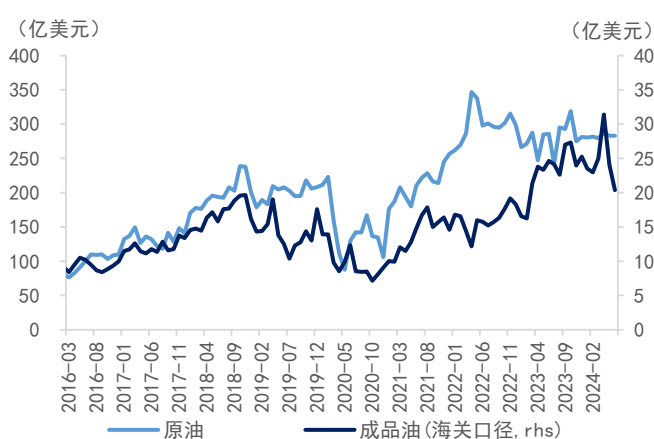
多数的大宗原材料进口在6月都有所下行。季节性调整后，6月铁矿砂进口环比下降4.2%（前值-8.1%），成品油进口金额环比下降15.3%（前值-23.4%），未锻轧铜及铜材进口金额环比下降9.7%（前值+20.5%）。只有原油的进口保持平稳（环比0%），铜矿砂的进口有所回升（环比+6.6%，前值-1.6%）。

图表11：铁矿砂、铜矿砂与铜材的进口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

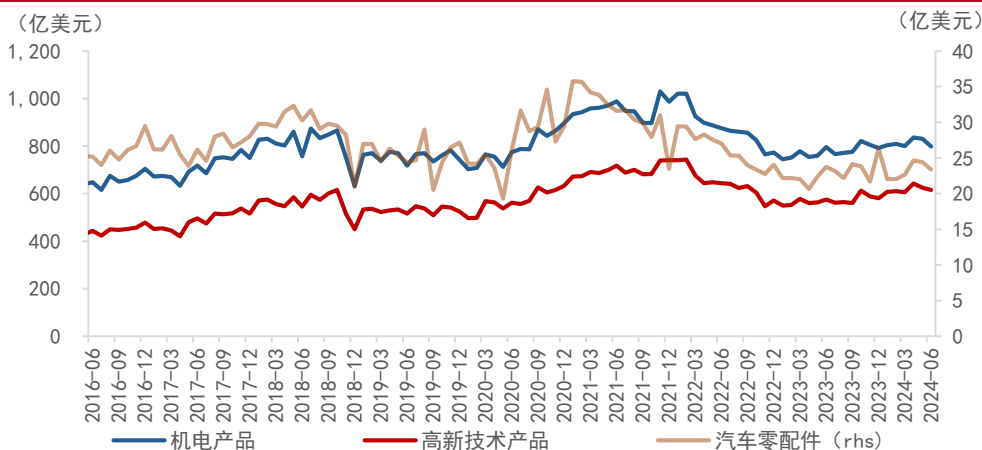
图表12：原油和成品油进口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

主要产成品中，高新技术与机电产品的进口都环比回落。从季节性调整后的数据来看，6月机电产品进口环比回落4.0%（前值-0.6%），高新技术产品进口环比回落1.4%（前值-2.7%）。此外，汽车零配件进口金额也环比下降4.3%（前值-0.9%）。

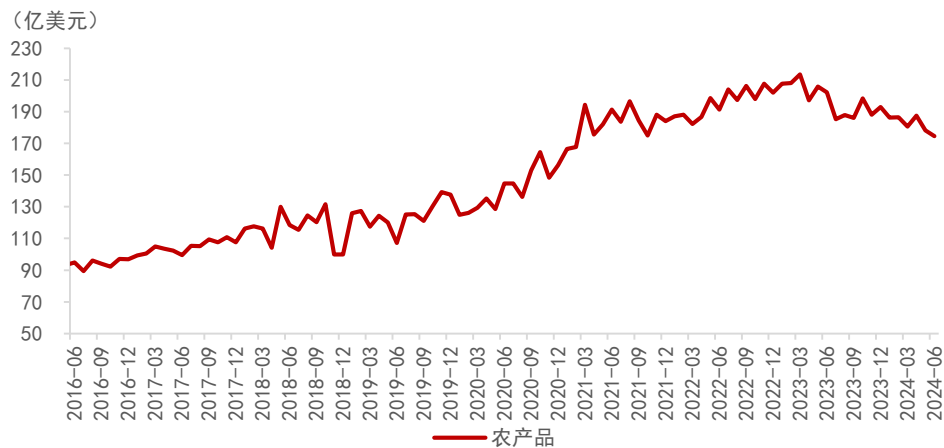
图表13：主要产成品进口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

农产品的进口也继续回落。6月季节性调整后的农产品进口金额环比下降2.0%(前值-4.9%)。

图表14: 农产品进口金额(季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 此处的增速为以2019年为基期的复合同比增速。

3. 出口有望保持韧性，进口有望出现回升

尽管航运价格的继续上涨与部分“抢出口”需求的结束，影响了一些品类在6月的出口。但我们认为外需的景气扩张可能对冲了运价与“抢出口”需求下降的影响，使得6月出口整体保持了平稳。而6月进口的偏弱可能主要与二季度经济修复有一定的放缓有关。

展望未来，我们认为在外需景气扩张与海外补库存需求的支撑下，三季度中国出口或有望保持温和的环比正增长，后续进口也有望随内需的修复出现回升。

3.1 如何理解6月出口的总量平稳与结构分化？

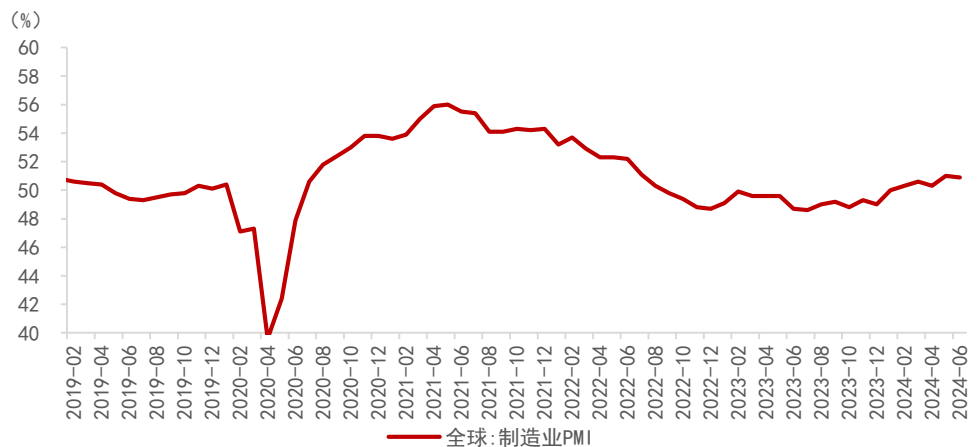
3.1.1 需求端的积极因素对冲供给端限制

6月以美元计价的出口规模在季节性调整后基本保持平稳（环比-0.4%，前值+1.8%）。尽管航运价格的上涨与部分“抢出口”需求的结束，影响了一些品类在6月的出口，但我们认为外需的景气可能对冲了这一部分的影响，使得6月出口整体保持了较为平稳的状态。

6月出口的积极因素主要包括外需的景气，以及美国等地的补库存需求。

首先，外需仍处于景气扩张区间。6月摩根大通全球制造业PMI保持高位（50.9%，前值51.0%），且明显高于4月水平（50.3%）。

图表15：全球制造业 PMI

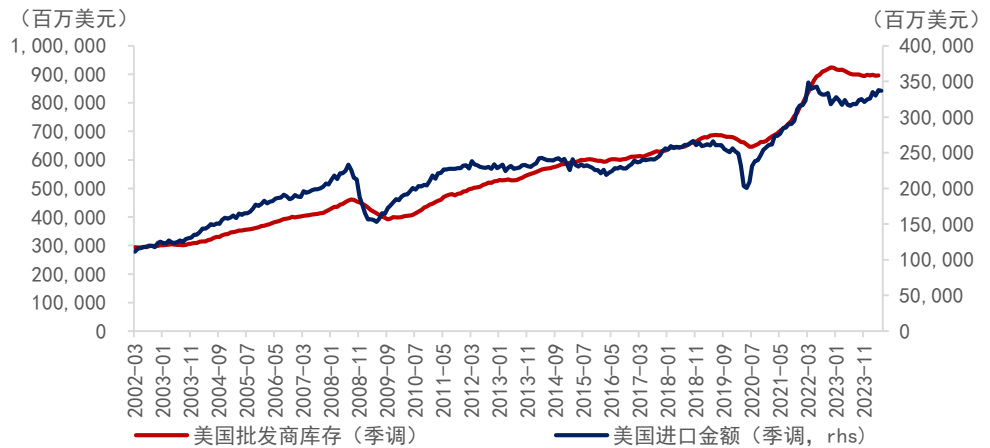


资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，美国也仍处于补库存周期中。从历史经验观察，美国的进口情况领先于其批发商库存情况。从最新的情况来看，美国的进口规模自去年下半年以来已经出现了

一些回升，而批发商库存仍处于近两年来的历史低位水平。

图表16：美国批发商库存与进口金额高度趋同



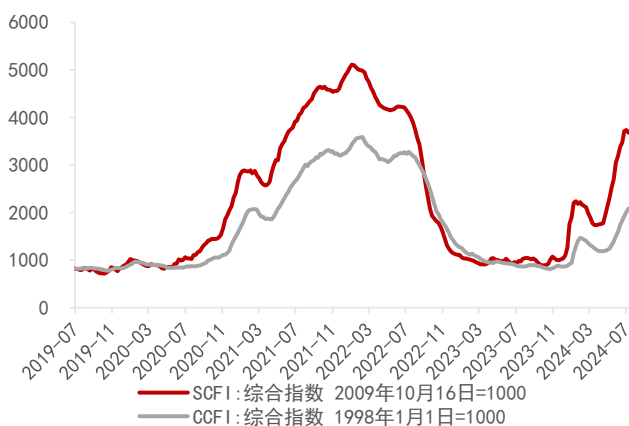
资料来源：Wind，国联证券研究所

此外，一些额外的因素可能还增加了海外的库存需求，包括：1) 在红海通航问题导致航运运力紧张的情况下，一些进口商可能增加订单确保自己能够及时获得商品；2) 美国大选等不确定因素导致的关税风险可能推动一些美国进口商提前备货。

但与此同时，一些供给端的因素对6月的出口构成了限制。

6月上海出口集装箱运价指数、中国出口集装箱运价指数分别较上月环比增长30.1%、30.2%（前值+46.6%、14.3%），再创近两年来的新高。6月波罗的海干散货运价指数也进一步环比上行（环比+1.4%、前值+9.4%）。运价的高企与集装箱的紧张，导致企业推迟一些低货值产品的出口。这也导致了6月出口结构的分化。

图表17：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

综合而言，需求端的积极因素对冲了航运供给方面的限制，6月出口规模在季节性调整后保持了平稳。

3.1.2 高运价、抢出口导致结构分化

从结构上看，6月出口在商品品类、贸易对象方面都出现了明显分化。

从出口品类上看，季节性调整后，原材料、农产品、高新技术产品的出口都继续走强，但机电产品的出口出现回落，轻工产品的出口也进一步下行。其中，机电产品中环比下降最为明显的是汽车（环比-4.1%），这一定程度上可能与巴西等国在下半年加征关税而引发的汽车“抢出口”在6月以前已经基本完成有关。而轻工产品出口的放缓可能与航运价格过高，导致企业推迟低货值、耐存放的轻货出口有关。从微观的一些反馈来看，一些低货值的产品确实存在积压的现象。

从出口对象上看，季节性调整后，我国6月对发达经济体的出口总体继续回升。在美国二季度经济增速有所放缓的情况下，补库存可能一定程度支撑了对美出口；此外，微观的反馈显示，电子商务对美出口、中间品对美出口的增速都比较高，可能有助于规避一些贸易壁垒，扩大部分中国产品在美国的市场份额。而欧盟对中国电动汽车的增加临时关税到20.8%或37.6%于7月5日生效，不能排除6月仍有一些抢出口的行为。

对转口贸易对象和其他新兴经济体的出口则环比有所回落。其中，我国对巴西的出口下滑最为明显（环比-9.3%，前值+15.7%），这与汽车出口数据的环比回落相一致，可能都反映出，企业针对巴西7月加征汽车关税的“抢出口”的安排已经基本上在6月以前完成。

3.2 三季度出口有望保持韧性

展望未来，在外需保持景气的支撑下，季节性调整后的出口规模或在三季度保持温和的环比正增长。

6月的情况也验证了，尽管对巴西的汽车“抢出口”已经结束，且航运价格还抑制了一些货值较低的轻工产品的出口，但在外需保持景气和补库存需求的支撑下，6月出口仍表现出了较强的韧性。

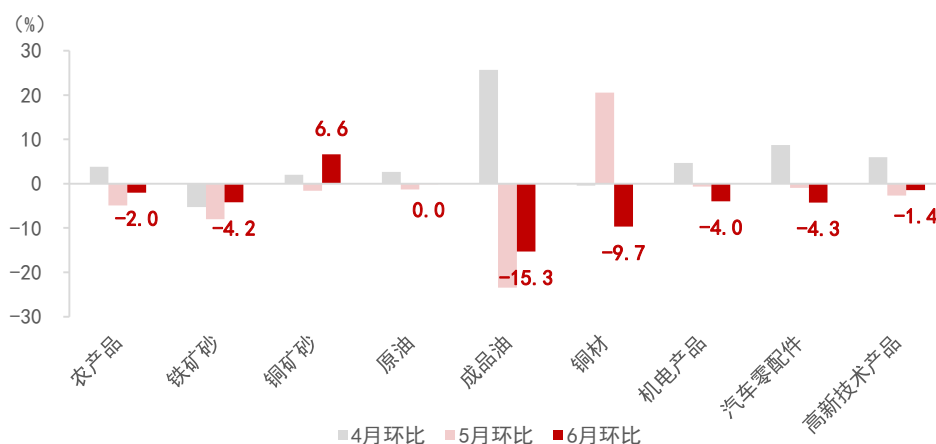
从我们追踪的一些大型企业的出口订单情况来看，目前订单水平仍然维持在高位，并无明显下行的迹象。但一些小企业订单情况的走弱，可能导致市场对出口更偏悲观。总体而言，我们预计，出口至少在三季度仍有望保持韧性，更长期的情况或有待密切观察。

当然，考虑到出口下半年基数有所回升，特别是四季度，出口的同比数据可能会受到一定影响。

3.3 进口有望随内需修复回升

从季节性调整后的数据来看，6月进口进一步环比回落，主要的进口品类出现了普遍的回落。这可能主要与二季度内需修复有所放缓有关。

图表19：主要进口商品季调环比

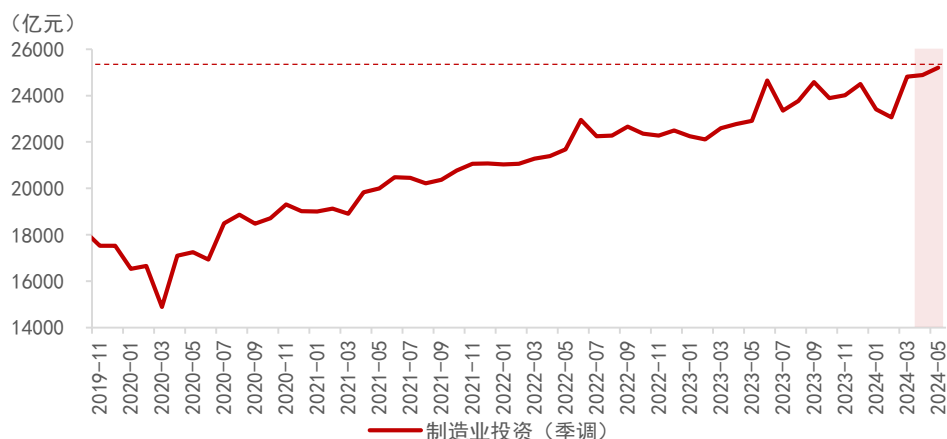


资料来源：Wind，国联证券研究所

尽管短期经济存在一定波动，但展望未来，我们整体而言仍维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。而内需的修复也将对进口构成支撑。

一方面，我们认为以资本支出为中心的宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。例如，从4-5月制造业投资环比持续扩张，并在5月绝对规模达到了历史新高，对需求端构成支撑（《供需如期回升——5月经济数据点评》）。

图表20: 制造业投资 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面,稳增长措施也仍在持续推出落地,改善内需。近期,北京等核心城市进一步优化调整房地产政策,降低首付比例¹;财政支出也有望在下半年追赶进度。这一系列稳增长措施的落地将对下半年经济增长起到支撑作用。

此外,即将举行的三中全会也值得密切关注。期待会议进一步深化改革,推出市场化、法治化的新举措,这也将有利于提振消费者与企业家风险偏好,推动经济更快复苏。

4. 风险提示

海外经济与预期不一致,政策与预期不一致

¹ https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zcid/202406/t20240627_3729888.html

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼