

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

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

出口超预期源于外需韧性的预期差

2022年7月14日

- **外需有所回温拉动出口，内需偏弱拖累进口表现。**1) 出口层面：6月出口金额同比增速继续维持韧性，出口超预期源于两个方面。一是在企业复工复产有序推进之下，生产PMI重新回到扩张区间，给出口回升打下供给基础。二是整体外需景气度较上月有所回温，对出口有带动作用。2) 进口层面：6月进口同比增速表现偏弱，主要是后疫情时代内需的恢复速度要弱于复工复产的推进速度。与去年同期相比，天然气、原油、成品油、粮食和煤等进口均出现量跌价涨，此轮进口的增速下滑，更多是由数量缩减引起，我们认为这可能是疫情、地缘政治冲突和新一轮粮食危机交织下的结果。
- **超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差。**5月疫情有所修复后，5、6月的出口表现较好，出口的超预期表现源于市场对外需韧性的低估。影响出口最重要的因素是全球经济动能，市场上基于欧美发达国家需求回落拖累中国出口的逻辑，调低了对中国出口增速的预期。但实际上，市场可能低估了外需的韧性。从运价指数上来看，6月运价较5月表现有所抬升，表明6月的整体外需还是对出口存在一定支撑作用。从中国的出口份额上看，中国对主要经济体的出口份额较年初有所下降，此轮出口的超预期更多是源于市场对外需韧性存在预期差。
- **东南亚联盟对我国出口的高贡献可能源于其国内的生产需求。**6月新出口订单PMI录得49.5%，较前值环比增加3.3个百分点，显示出海外订单量较上月继续出现回暖。从外需的国别结构来看，出口至主要国家的同比增速有所分化，东南亚联盟、美国和欧盟对6月出口的贡献度分别为4.57%、3.27%、2.71%。其中，对欧盟出口的同比增速出现回落，我们认为这主要与6月欧洲疫情的形势恶化有关；而对东南亚国家和美国的出口同比增速均向好，对东南亚的出口同比变化的斜率尤为陡峭，我们认为这主要是因为东南亚国家的制造业正在加速修复。
- **未来外需走弱的逻辑没有发生转变，但对回落时点的预期或需要做调整。**短期内外需韧性可能会对出口回落有支撑，但是我们认为未来外需走弱的方向仍未发生变化。这主要在于三个层面：1) 主要经济体政策收紧步伐没有停止。美国6月CPI继续“破9”，为了抗击爆表的通胀，美联储对货币政策的态度更加鹰派，其他主要发达经济体收紧货币政策的进程也正在加快，刺激政策退出需求将缺乏支撑。2) 去年四季度基数明显垫高对出口后续增速有压制作用。3) 东南亚的结构性高景气在生产修复完成后需求也会面临回落。当前越南等东南亚国家的制造业景气度正处于较高的区间，短期或会对出口有扰动，东盟本身的制造业修复完成后对我国的出口拉动将会减弱。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。

目录

一、外需有所回温拉动出口，内需偏弱拖累进口表现	3
二、超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差	6
三、外需走弱的逻辑不变，但对回落时点的预期或需要调整	8
风险因素	8

表目录

表 1：出口重点商品对比	4
表 2：进口重点商品对比	5

图目录

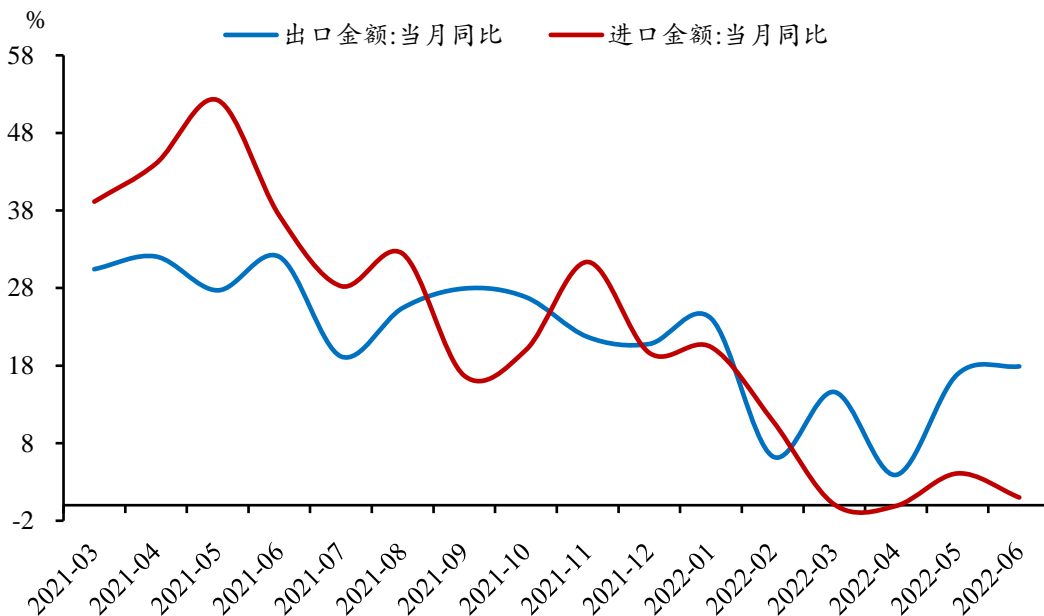
图 1：出口继续超预期，进口表现不及市场预期	3
图 2：6 月全球综合 PMI 触及上半年高位	4
图 3：国内生产与新订单 PMI 重回扩张区间	5
图 4：6 月运价指数显示出外需韧性犹在	6
图 5：中国对主要经济体和美国的出口份额较年初有所下降	7
图 6：对欧盟的出口走弱，对东盟和美国的出口仍较好	7
图 7：6 月东南亚国家联盟对我国出口起着主要贡献	8

一、外需有所回温拉动出口，内需偏弱拖累进口表现

出口增速超预期是国内复工复产和整体外需有所回温的结果。6月出口金额（美元计价）同比增速为17.9%，比5月增速高出1个百分点，继续维持较高的韧性。我们认为出口超预期源于两个方面：一是在企业复工复产有序推进之下，生产PMI重新回到扩张区间，给出口回升打下供给基础。二是整体外需景气度较上月有所回温，对6月出口有带动作用。6月全球综合PMI触及上半年的数据高位，录得53.5，外需景气度的回暖对出口存在支撑作用。从出口类别来看，多数产品出口同比增速较上月均有回落，但出口占比最高的机电产品和高新技术产品表现较为强劲，分别拉动了出口1.66和0.73个百分点。

进口表现低迷源于国内需求恢复速度偏慢。6月进口金额（美元计价）同比增速从上月4.1%回落至1.0%，6月新订单回升幅度小于生产指数，表明6月制造业生产的恢复速度要快于需求，这显示出后疫情时代内需的恢复速度较弱。从分项上看，上月进口表现较好的天然气、原油、成品油、农产品和煤及褐煤的增速表现均出现了明显萎缩，增速分别较上月减少了22.38、33.45、17.97、12.41和70.72个百分点。与去年同期相比，天然气、原油、成品油、粮食和煤等进口均出现量跌价涨，此轮进口的增速下滑更多是由数量缩减引起，这与需求的弱修复相一致。我们认为这可能是疫情、地缘政治冲突和新一轮粮食危机交织下的结果。

图 1：出口继续超预期，进口表现不及市场预期



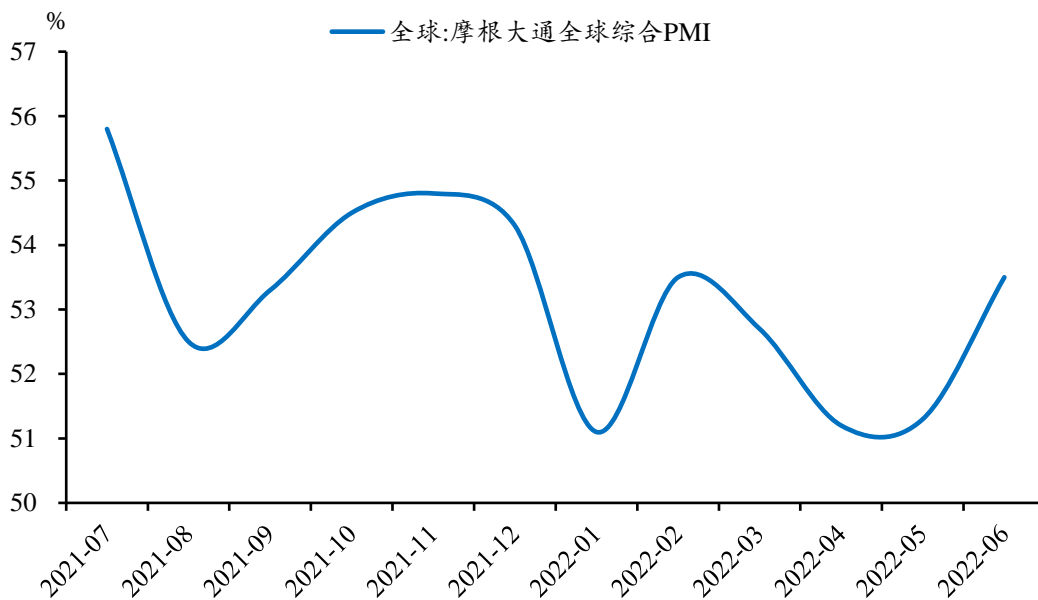
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：出口重点商品对比

出口重点商品	当月同比(2022-06)	当月同比(2022-05)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	12.51	9.50	3.01	55.29
高新技术产品	7.45	4.50	2.95	24.92
服装及衣着附件	19.10	24.90	-5.80	5.45
纺织纱线织物及其制品	7.90	15.80	-7.90	4.08
钢材	41.19	78.20	-37.01	3.53
塑料制品	18.70	18.00	0.70	3.00
农产品	23.96	27.60	-3.64	2.54
家具及其零件	-0.29	0.50	-0.79	1.86
鞋靴	45.70	49.70	-4.00	1.74
玩具	35.29	33.10	2.19	1.43
箱包及类似容器	47.14	50.80	-3.66	1.07
成品油	-9.97	5.90	-15.87	0.94
未锻轧铝及铝材	62.69	96.90	-34.21	0.76
陶瓷产品	18.48	14.40	4.08	0.91
肥料	-23.95	-39.20	15.25	0.30
稀土	44.65	124.00	-79.35	0.02
中药材及中式成药	30.78	27.05	3.73	0.00

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

图 2：6月全球综合 PMI 触及上半年高位


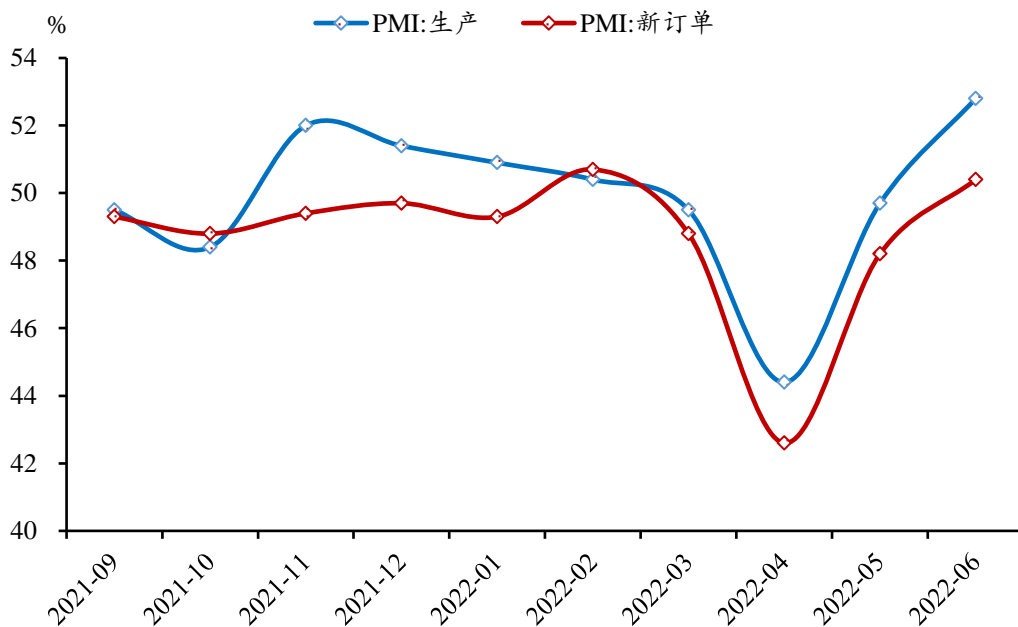
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2：进口重点商品对比

进口重点商品	当月同比(2022-06)	上月同比(2022-05)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-11.29	-8.30	-2.99	37.98
高新技术产品	-9.74	-7.20	-2.54	27.98
原油	43.85	77.30	-33.45	12.25
农产品	0.49	12.90	-12.41	8.72
铁矿砂及其精矿	26.17	-24.10	50.27	5.15
未锻轧铜及铜材	22.03	6.90	15.13	2.29
铜矿砂及其精矿	26.17	15.10	11.07	2.24
天然气	26.52	48.90	-22.38	2.08
初级形状的塑料	-0.15	-0.30	0.15	2.08
中药材及药品	16.43	24.30	-7.87	1.88
煤及褐煤	16.48	87.20	-70.72	1.30
美容化妆品及洗护用品	-6.11	-4.30	-1.81	0.76
纸浆	-2.84	-3.80	0.96	0.77
成品油	8.53	26.50	-17.97	0.63
原木及锯材	-9.10	-2.75	-6.35	0.70
钢材	-14.90	-12.10	-2.80	0.59
纺织纱线、织物及制品	-15.16	-8.00	-7.16	0.47
天然及合成橡胶(包括胶乳)	17.85	4.40	13.45	0.44
肥料	112.23	101.90	10.33	0.17

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

图 3：国内生产与新订单 PMI 重回扩张区间


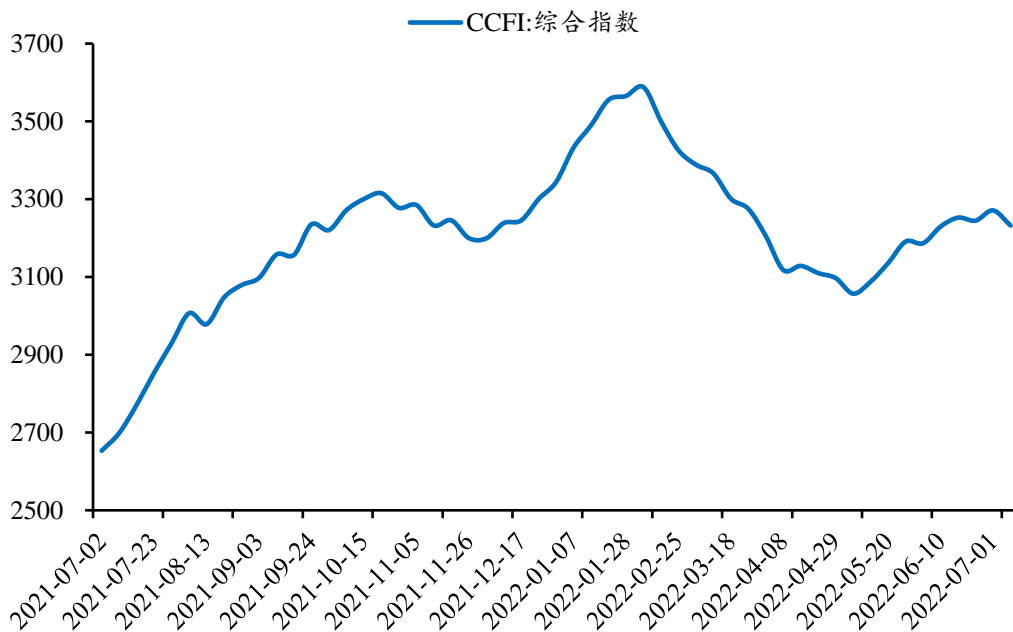
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差

超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差。5月疫情有所修复后，5、6月的出口表现较好，出口的超预期表现源于市场对外需韧性的低估。影响出口最重要的因素是全球经济动能，市场上基于欧美发达国家需求回落进而拖累中国出口的逻辑，调低了对中国出口增速的预期。但实际上，市场可能低估了外需的韧性。从运价指数上来看，6月运价较5月表现有所抬升，表明6月的整体外需还是对出口存在一定支撑作用。从中国的出口份额上看，中国对主要经济体的出口份额较年初有所下降，此轮出口的超预期更多是源于市场对外需韧性存在预期差。

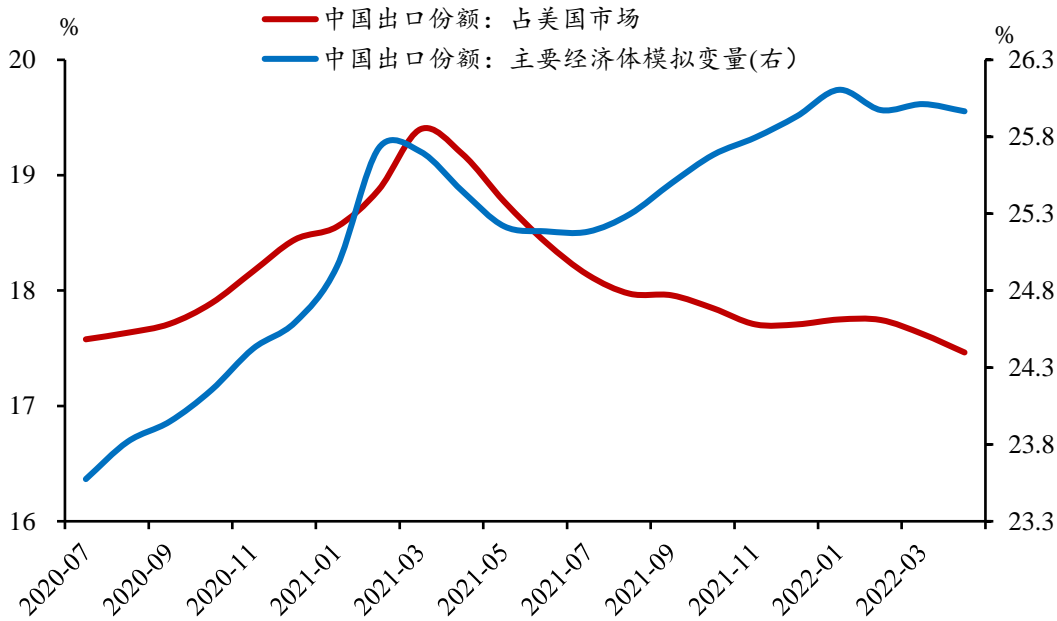
东南亚联盟对我国出口的高贡献可能源于其国内的生产需求。6月新出口订单PMI录得49.5%，较前值环比增加3.3个百分点，显示出海外订单量较上月继续出现回暖。从外需的国别结构来看，东南亚联盟、美国和欧盟对6月出口的贡献度分别为4.57%、3.27%、2.71%。出口至主要国家的同比增速有所分化，其中，对欧盟出口的同比增速出现回落，我们认为这主要与6月欧洲疫情的形势恶化有关；而对东南亚国家和美国的出口同比增速均向好，对东南亚的出口同比变化的斜率尤为陡峭，我们认为这主要是因为东南亚国家的制造业正在加速修复。从越南制造业的PMI来看，制造业PMI已连续多月处于扩张区间，6月的54.0%处于较高的水平。

图 4：6月运价指数显示出外需韧性犹在



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

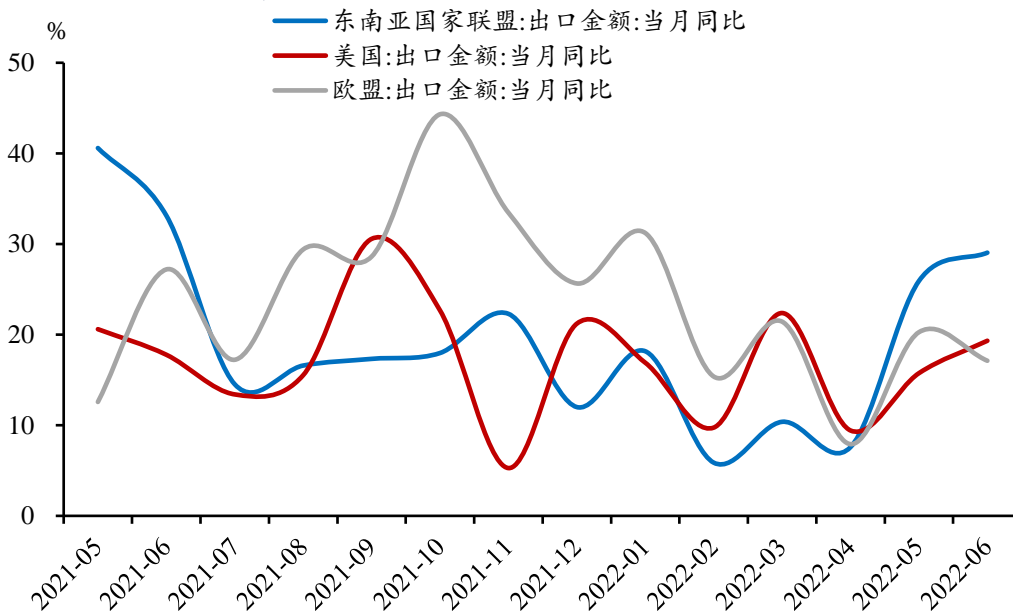
图 5：中国对主要经济体和美国的出口份额较年初有所下降



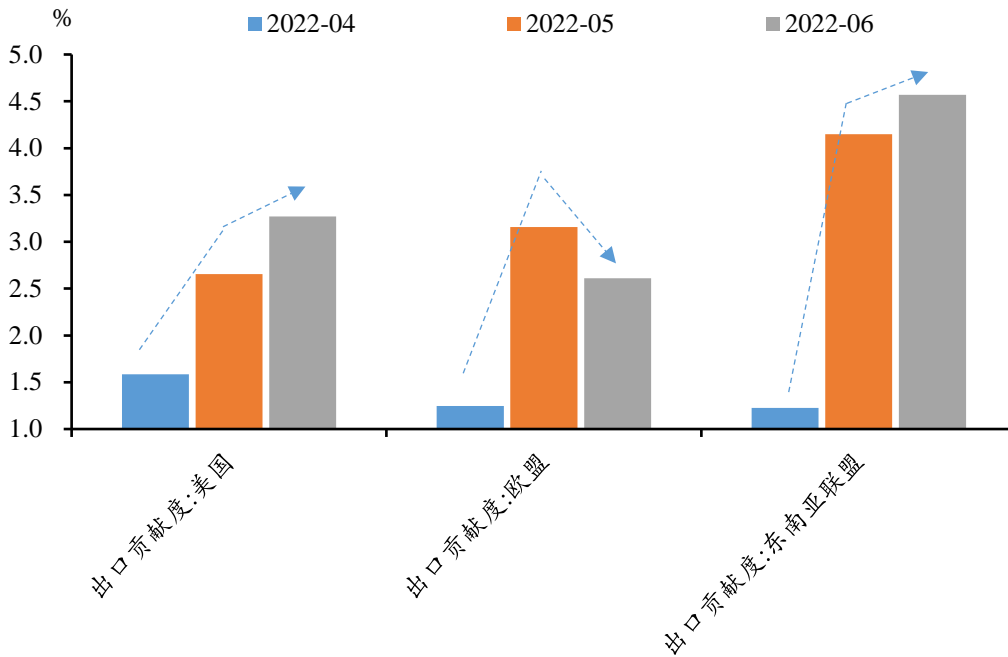
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注：主要经济代理变量，系用美国、欧盟、英国、日本、中国出口作为全球代理变量

图 6：对欧盟的出口走弱，对东盟和美国的出口仍较好



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：6 月东南亚国家联盟对我国出口起着主要贡献


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、外需走弱的逻辑不变，但对回落时点的预期或需要调整

未来外需走弱的逻辑没有发生转变，但对回落时点的预期或需要做调整。我们认为未来外需走弱的方向仍未发生变化，但是短期内外需韧性可能会对出口回落有支撑。这主要在于三个层面：1) 主要经济体政策收紧步伐没有停止。美国 6 月 CPI 继续“破 9”，为了抗击爆表的通胀，美联储对货币政策的态度可能更加鹰派，其他主要发达经济体收紧货币政策的进程也正在加快，刺激政策退出需求将缺乏支撑。2) 去年四季度基数明显垫高对出口增速有一定压制作用。3) 东南亚的结构性高景气在生产修复完成后进口需求也会面临回落。当前越南等东南亚国家的制造业景气度正处于较高的区间，短期或会对出口有扰动，但东盟本身的制造业修复完成后对我国的出口拉动将会减弱。

风险因素

国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。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。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

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 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	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。