

宏观点评 20220807

出口的利好，未必是稳增长的利好

2022年08月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 尽管市场对于美欧衰退的预期升温，但从5至7月连续三个月超15%的我国出口同比增速上看，海外需求仍强劲。外贸基本盘稳下来之后，下一步稳增长可能的变化是什么？从历史上看，出口强劲时，基建和地产投资增速往往会放缓，而出口超预期市场预期，或导致下半年稳增长政策的发力不及市场预期。本文在对外贸数据进行解析的基础上，探讨了下一步稳增长的方向和可能的举措。

■ 美欧度假季来袭，被压抑需求的释放对我国出口构成强支撑。

从区域维度，7月印度、东盟和欧盟的需求对我国出口构成强支撑。我国对印度出口同比增速（下同）录得52.6%的高位，对东盟和欧盟的出口增速分别为33.5%、23.2%（图2）。我国对美出口增速回落至11.0%（前值19.3%），结合我们此前报告提出的美国对我国进口依存度的下降以及东盟对我国进口的强劲，部分对美订单或转口至东盟。

从产品维度，7月钢材和服装出口持续强劲，保持在拉动力前两名，汽车的贡献较6月大幅提升（1.3% vs 0.5%）；集成电路转为拖累项，和家电、手机共同成为出口的三大拖累（图3）。出行类产品的强劲表现主要受到得益于欧美度假季的来临以及解封后被压抑的需求的释放。此外值得关注的是，全球通胀高涨下，价格上涨对我国出口构成强支撑，其贡献大于出口产品数量的增加（图4）。

■ 进口增速再次不及市场预期透露了什么？从拉动率来看，最大拖累来自铁矿砂、集成电路和自动数据处理设备，分别拖累2.8%、0.4%和0.4%（图5）。大宗价格回落对进口的支撑逐渐退却后，内需的疲软已经显现在持续不及预期的进口数据上。作为韩国的第一大出口国，我国进口的疲软也反应在了韩国对华出口增速的下滑上。

■ 反观持续超市场预期的出口，从基本面上来看，这体现出我国外贸基本盘的企稳。这点从交通运输的维度也可以观测到，疫情得到控制下，全国高速公路和港口航道保持畅通：

全国物流保通保畅工作取得了阶段性成效，绝大部分指标修复至2019年同期水平。交通运输部数据显示，7月1日至26日，全国铁路货物发送量、公路货运量、监测港口完成货物吞吐量、主要国际航空口岸货邮运输量分别达到2019年同期的111%、96%、116%、104%（图6）。

而此前受疫情影响最严重的上海港方面，据上港集团数据，上海港7月日均吞吐量接近14万标准箱，已恢复至疫情发生前水平，7月集装箱吞吐量完成超430万标准箱，创历史同期新高。

■ 那么，两位数的高出口增速又能持续多久？参考2020年疫情爆发前的历史数据，上一次出口增速连续三个月超15%还是在2010-2011年（图7）。彼时我国经济开始了金融危机后的复苏，在2009年的低基数下，2010年1月至2011年10月我国出口增速均值高达27.6%。2011年下半年，在欧债危机发酵下，海外消费者信心持续低迷，外部需求回落，我国出口增速才逐步回落。

从当前的形势来看，海外需求的放缓只是初露端倪。越南和韩国的出口增速也显示出外需的强劲，尽管增速较5月放缓，但欧美需求的强支撑下仍维持高位（图8）。从先行指标来看，欧美PMI数据显示需求增速放缓。美欧PMI新订单与产出之差处于历史低位，体现了需求增长放缓，后续随着企业根据需求而调整产能，工业生产或将放缓（图9-图10）。但上述传导需要时间，或要到四季度才能体现。

■ 而我国出口屡屡超市场预期，可能导致下半年稳增长政策的发力不及市场预期。728政治局会议淡化了今年经济增长的目标，“稳就业和稳物价则是下半年经济工作的重中之重”。而从历史上看，出口和“基建+地产”作为我们经济的两大动力具有明显的轮动性——尤其是当出口强劲时，作为稳增长手段的基建+地产投资增速往往会放缓（图11）。

■ 今年稳增长政策的主角是财政政策和基建。出口的持续稳健很可能意味着下半年财政发力可能不如市场预期，其中重要一点是2023年的专项债额度很可能不会在今年提前下达。728政治局会议明确表示“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，我们估算截至6月，这一限额的剩余空间约为1.5万亿

相关研究

《非农数据点评：强劲的非农，美联储年内加息至4%的底气？》

2022-08-06

《DR001和1%的纠葛，还能持续多久？》

2022-08-04

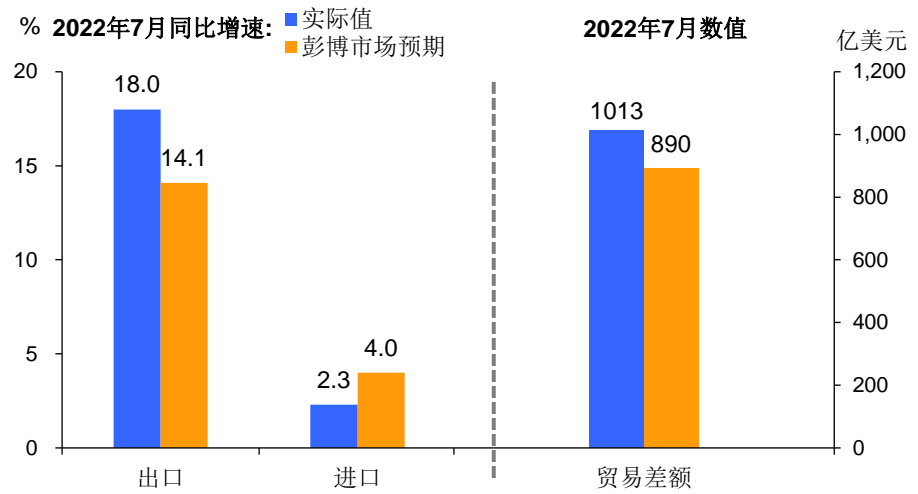
《为何上半年美国“衰退”，欧洲却没有？》

2022-08-01

元（图 12），考虑到地区分布的不均匀以及为置换存量债务留有余地，实际可用空间会更加有限。

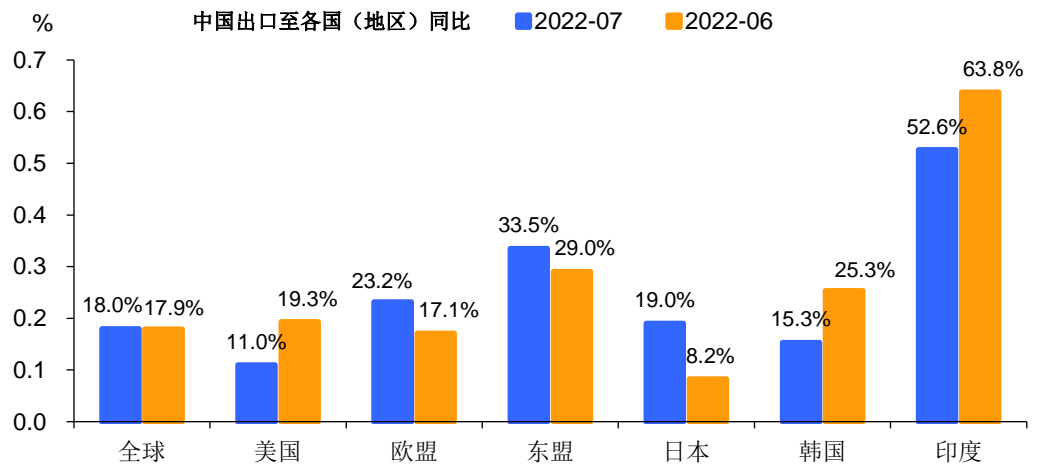
- **风险提示：** 疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

图1: 2022年7月我国出口实际增速和彭博市场预期增速



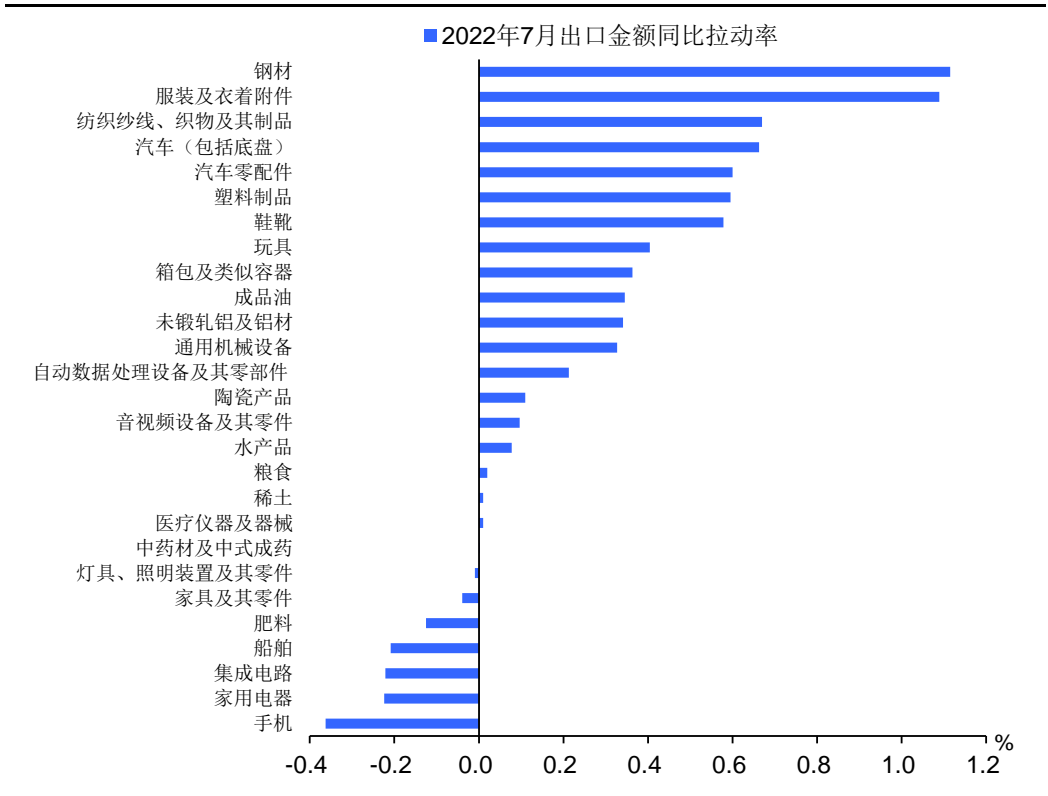
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 我国出口至各国家或地区增速



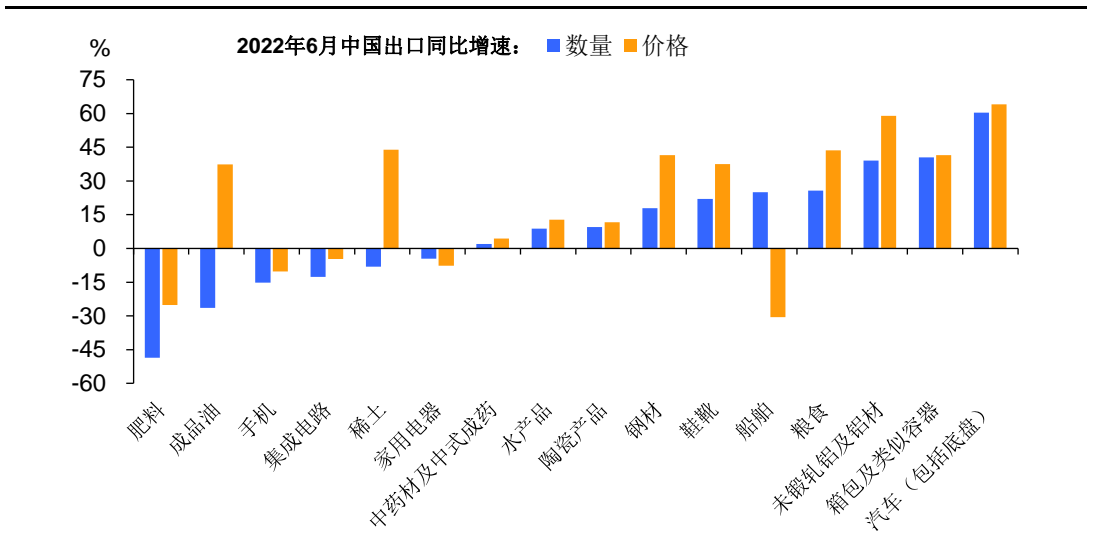
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 我国出口金额同比拉动率



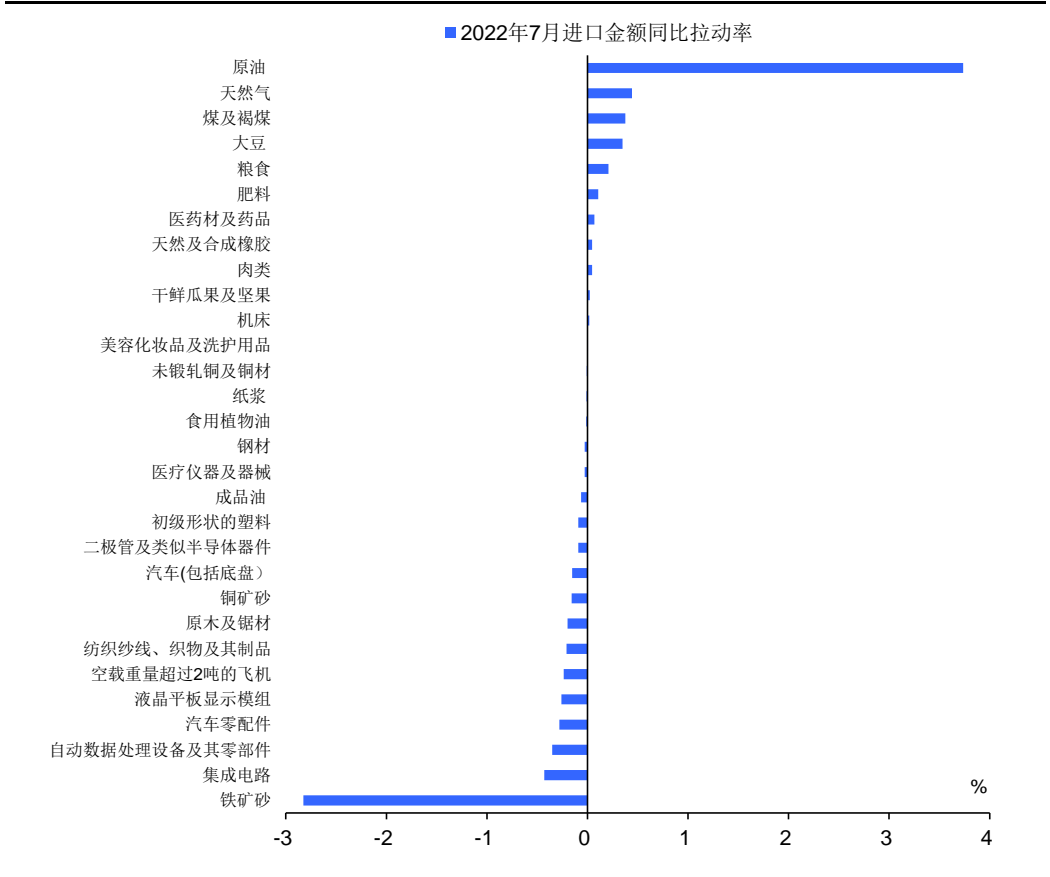
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图4: 我国部分出口产品同比增速



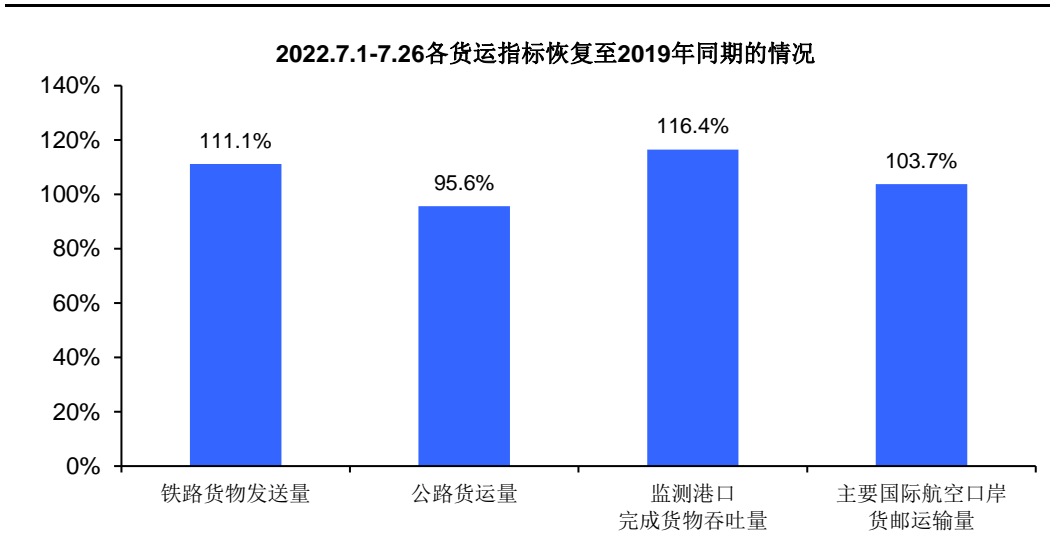
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图5: 我国进口金额同比拉动率



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图6: 绝大部分货运指标修复至2019年同期水平



注: 基期为 2019.7.1-2019.7.26

数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图7: 疫情爆发前的上一次出口增速连续三个月超 15%还是在 2010-2011 年

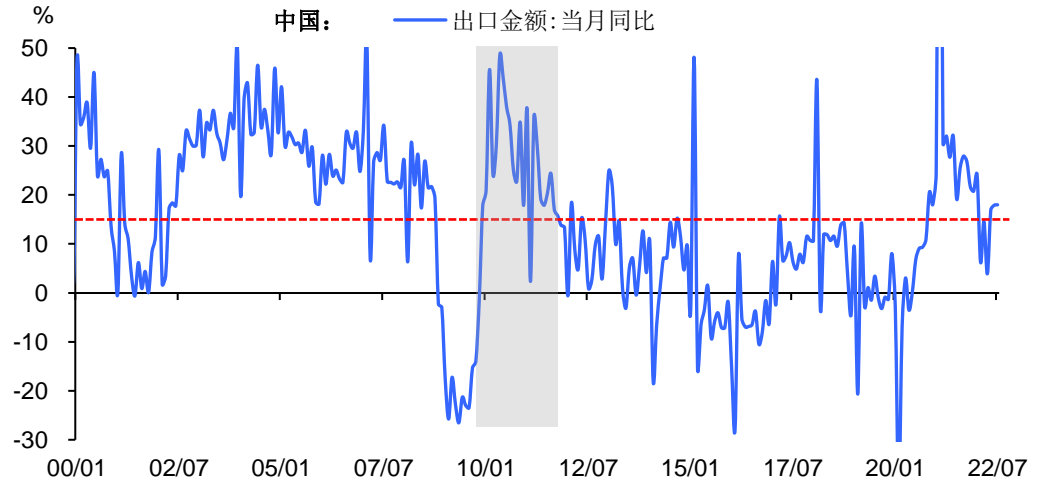
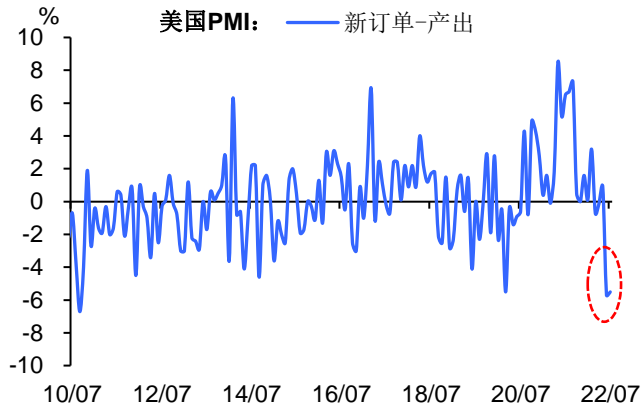
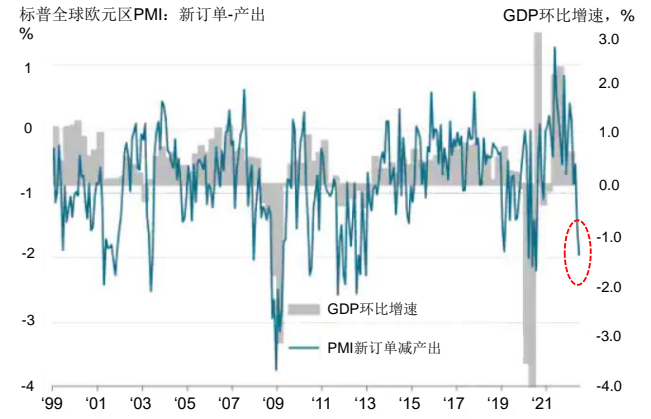


图9: PMI 数据显示美国需求增长放缓



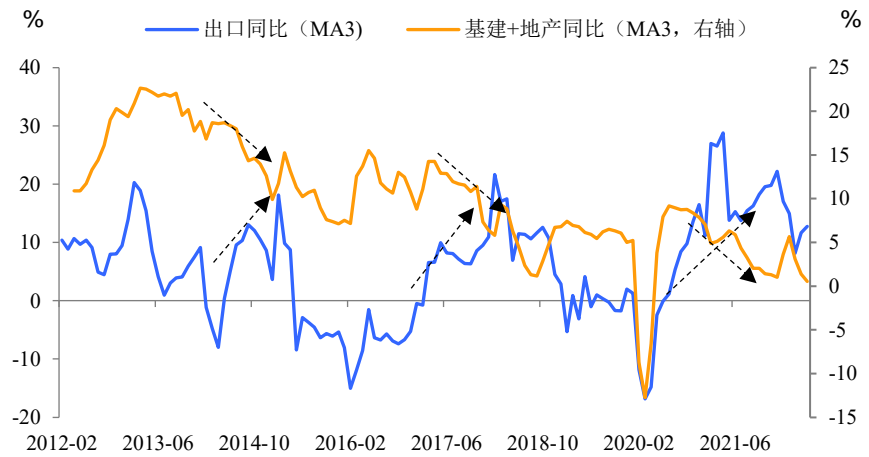
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: PMI 数据显示欧元区需求增长放缓



数据来源: 标普全球, Eurostat, 东吴证券研究所

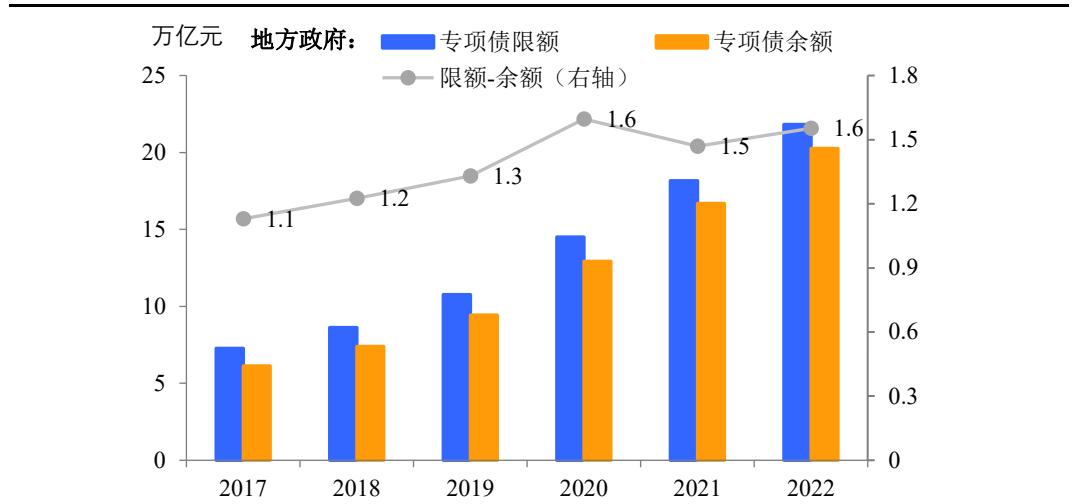
图11: 出口强劲时, 基建+地产的稳增长发力往往会放缓



注: 2021 年的数据为两年复合均值。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 截至 2022 年 6 月, 全国专项债限额约剩余 1.5 万亿元



注: 2022 年专项债余额为截至 6 月的数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>