

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

这一轮持续增长的出口更多源于东盟和价格贡献

2022年8月8日

- **出口增速基本与上月持平，增速边际收窄。**7月出口金额（美元计价）同比增速与上月基本持平，同比增速变化正边际收窄。我们认为出口变化边际收窄源于两个方面：一是国内生产 PMI 跌落收缩区间，从供给端压制出口增速；二是主要贸易伙伴的景气度较上月有所下调。分项上看，机电产品维持强劲，高新技术产品转弱。同比增速变化中，成品油同比增速大幅改善，而中药材及中式成药同比增速明显转弱。
- **进口增速受疫情压制，反弹幅度有限。**7月进口金额同比增速从上月小幅度反弹，这主要是因为疫情频发下内需修复受到牵制，具体体现在7月新订单和生产 PMI 双双跌落收缩区间。从分项上看，在进口数量同比增速拖累下成品油进口金额同比增速年内首次跌入负区间，在价格提升之下，天然气、粮食和煤等分项的进口同比增速继续维持增长，而铁矿砂及其精矿与去年同期相比则出现量增价缩的局面。不难看出，进口增速的小幅反弹中有价格的部分贡献。
- **这一轮持续增长的出口更多源于东盟和价格贡献。**1) 国别贡献上：东盟高景气复苏成为出口增速的主要贡献，美国的拉动作用减弱。从外需的国别结构来看，东盟继续维持主要贡献的位置，超越美国和欧盟，同时对冲欧美对我国出口贡献度的回落。2) 量价特征上：出口增长的主要因素由去年的数量主导切换至今年的价格主导。2021年早期出口高增长由数量变动所主导，出口数量指数远高于出口价格指数。今年以来，出口数量指数走弱，低于出口价格指数。今年出口增长的主要因素由去年的数量主导切换至今年的价格主导。3) 结构性特征：机电产品继续拉动出口增速，汽车出口进一步增长，成为结构性亮点。汽车（含底盘）出口金额同比高增，接近年内高点，成为出口的一大结构性亮点。
- **价格支撑下，年内出口的回落幅度可能有限。**今年以来，出口增速超预期，一是价格贡献因素不可忽视；二是市场对外需存在预期差，5-6月数量贡献转好。随着海外央行收紧金融条件，下半年的海外需求可能面临较大压力，若8月主要贸易伙伴的 PMI 继续下行，景气度扩张幅度放缓或对出口数量增速形成压力。但短期内，价格贡献还有支撑，预计年内出口回落幅度有限。PPI 同比增速变化领先于出口价格指数，现在 PPI 同比增速已经出现回调，出口价格指数后续或将迎来回调。考虑到当下价格处于较高位置，我们预计年内出口的回落幅度可能比较有限。
- **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、出口增速边际收窄，疫情压制进口增速反弹	3
二、这一轮持续增长的出口更多源于东盟和价格因素	6
三、在价格支撑下，预计年内出口回落幅度有限	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	4

图目录

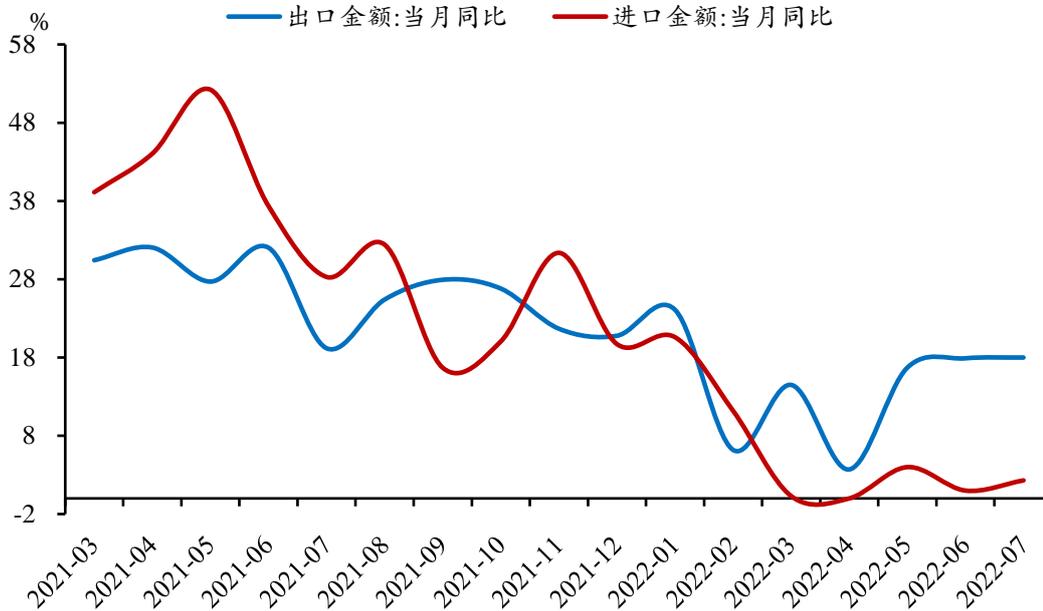
图 1：出口增速基本与上月持平，进口增速反弹幅度有限	3
图 2：成品油出口金额的大幅改善由价格变化主导	5
图 3：国内生产与新订单 PMI 跌入收缩区间	5
图 4：进口大多分项的同比变化由价格贡献	6
图 5：东盟继续拉动出口，美国的拉动作用减弱	6
图 6：东盟贡献度上升对冲了欧美贡献度的回落	7
图 7：出口增长的主要因素由去年的数量主导切换至今年的价格主导	7
图 8：7 月主要贸易伙伴的 PMI 下行	8
图 9：PPI 同比增速领先于出口价格指数	8

一、出口增速边际收窄，疫情压制进口增速反弹

出口增速基本与上月持平，增速边际收窄。7月出口金额（美元计价）同比增速为18.0%，与6月增速相比仅增加了0.1个百分点，同比增速变化正边际收窄。我们认为出口增速变化边际收窄源于两个方面：一是国内生产PMI 跌落收缩区间，从供给端压制出口增速；二是主要贸易伙伴的景气度较上月有所下调。分项上看，机电产品维持强劲，高新技术产品转弱。其中，机电产品类别下的手机、集成电路等分项的价格同比增速维持正增长，而数量同比变化仍处于负区间。从同比增速变化上看，成品油同比增速大幅改善，主要是价格高增长贡献，而中药材及中式成药同比增速明显转弱。

进口增速受疫情压制，反弹幅度有限。7月进口金额（美元计价）同比增速从上月1.0%小幅度反弹至2.3%，7月新订单和生产PMI 双双跌落收缩区间，这主要是因为疫情频发下内需修复受到牵制。从分项上看，在进口数量同比增速拖累下成品油进口金额同比增速年内首次跌入负区间，在价格提升之下，天然气、粮食和煤等分项的进口同比增速继续维持增长，而铁矿砂及其精矿与去年同期相比则出现量增价缩的局面。不难看出，进口增速的小幅反弹中有价格的部分贡献。

图 1：出口增速基本与上月持平，进口增速反弹幅度有限



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(2022-07)	上月同比(2022-06)	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	13.02	12.70	0.32	55.60
高新技术产品	2.42	7.50	-5.08	24.64
服装及衣着附件	18.48	19.10	-0.62	5.90
纺织纱线织物及其制品	16.12	8.00	8.12	4.08
钢材	41.16	41.40	-0.24	3.22
塑料制品	20.46	18.90	1.56	2.95
农产品	28.98	24.00	4.98	2.59
家具及其零件	-2.09	-0.10	-1.99	1.78
鞋靴	37.47	45.80	-8.33	1.80
玩具	27.92	35.70	-7.78	1.56
箱包及类似容器	41.25	47.40	-6.15	1.05
成品油	39.35	-10.90	50.25	1.08
未锻轧铝及铝材	58.93	62.70	-3.77	0.78
陶瓷产品	11.54	18.60	-7.06	0.89
肥料	-25.26	-23.90	-1.36	0.31
稀土	44.00	44.60	-0.60	0.03
中药材及中式成药	4.44	30.79	-26.35	0.03

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

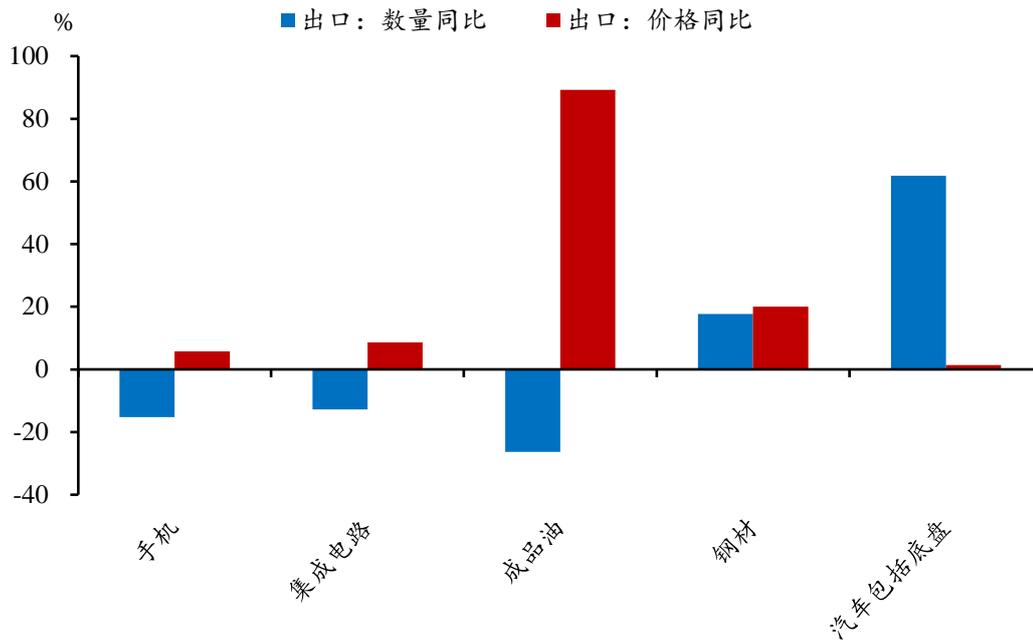
注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

表 2：进口重点商品对比

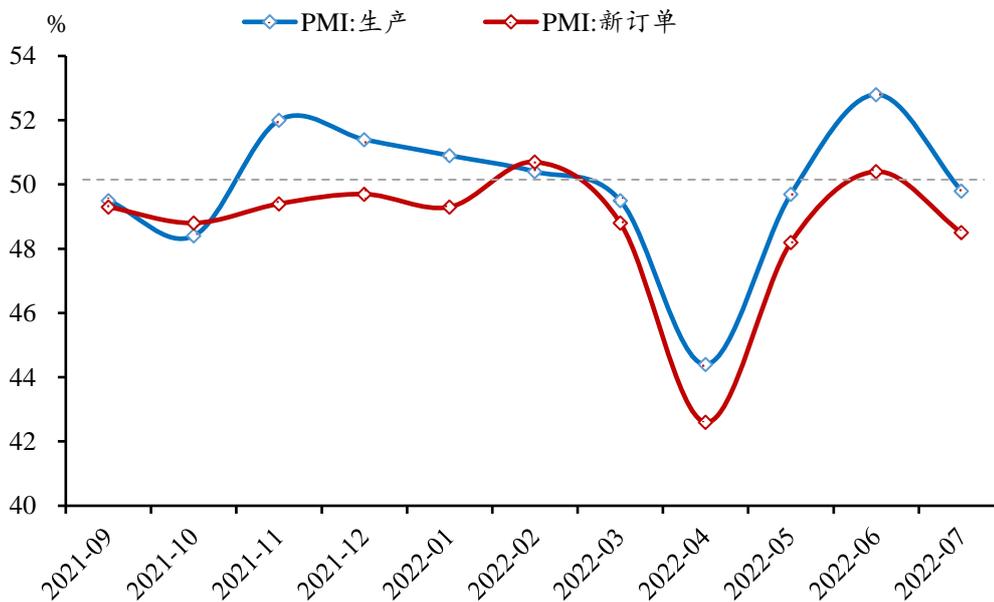
进口重点商品	当月同比(2022-07)	上月同比(2022-06)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-9.37	-11.29	1.92	37.39
高新技术产品	-7.87	-9.74	1.87	27.62
原油	38.88	43.85	-4.97	13.02
农产品	8.71	0.49	8.22	9.04
铁矿砂及其精矿	-7.25	-28.43	21.18	4.98
未锻轧铜及铜材	-0.42	22.03	-22.45	1.81
铜矿砂及其精矿	-7.25	26.17	-33.42	1.96
天然气	27.27	26.52	0.75	2.06
初级形状的塑料	-4.29	-0.15	-4.14	1.99
医药材及药品	4.04	16.43	-12.40	1.70
煤及褐煤	28.92	16.48	12.44	1.63
美容化妆品及洗护用品	0.66	-6.11	6.78	0.77
纸浆	-1.41	-2.84	1.43	0.75
成品油	-9.06	8.53	-17.59	0.61
原木及锯材	-24.08	-9.10	-14.97	0.61
钢材	-4.28	-14.90	10.62	0.58
纺织纱线、织物及制品	-34.21	-15.16	-19.05	0.39
天然及合成橡胶(包括胶乳)	10.91	17.85	-6.94	0.46
肥料	115.01	112.23	2.77	0.20

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

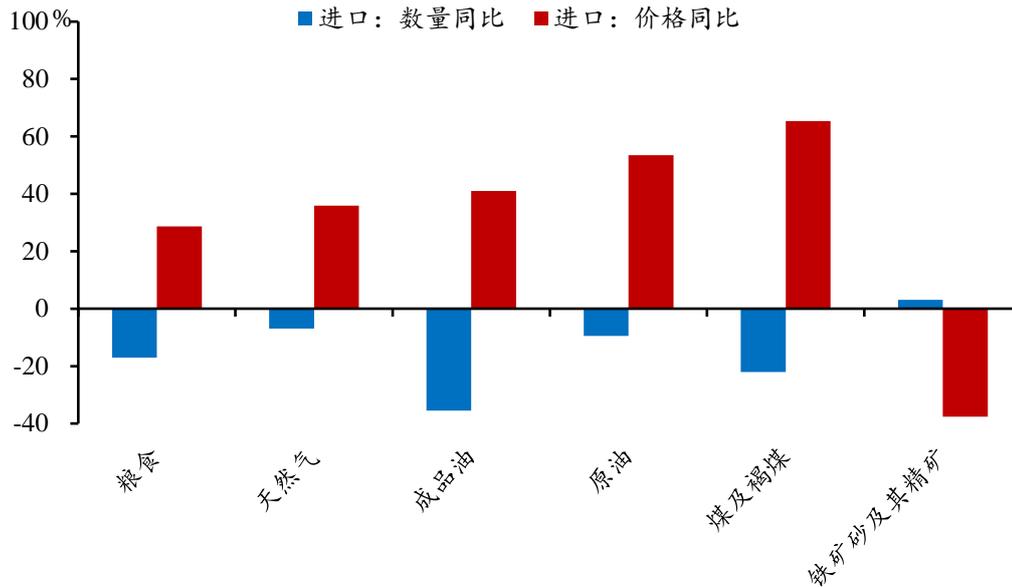
注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

图 2：成品油出口金额的大幅改善由价格变化主导


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：国内生产与新订单 PMI 跌入收缩区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

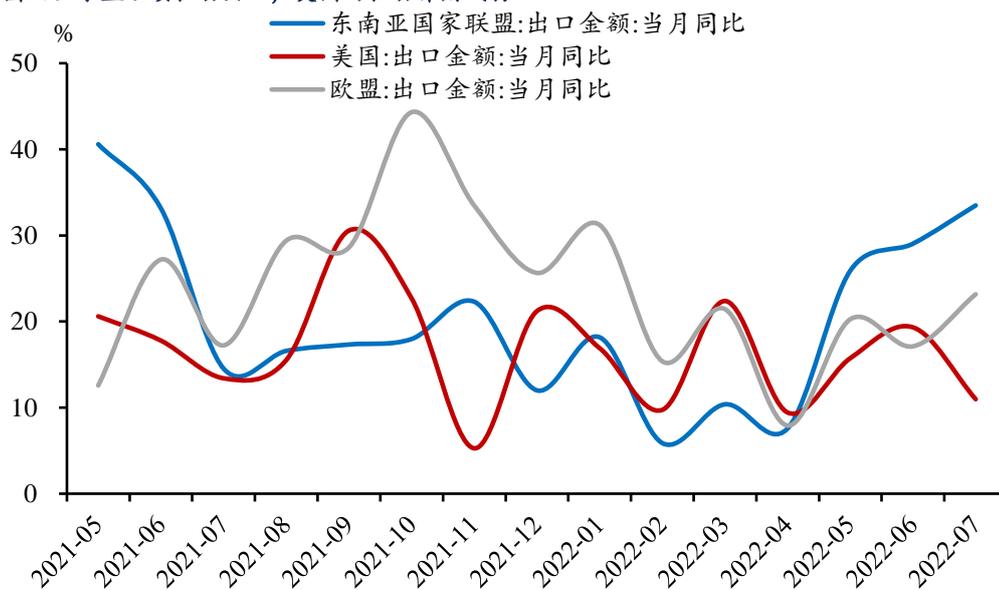
图 4：进口大多分项的同比变化由价格贡献


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

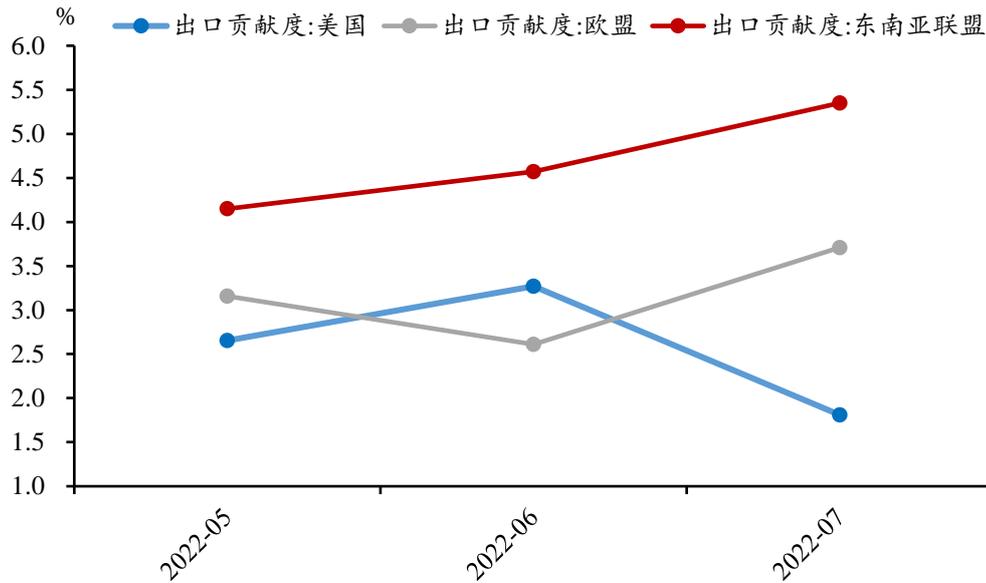
二、这一轮持续增长的出口更多源于东盟和价格因素

回顾这一轮持续增长的出口，我们从国别贡献、量价特征和结构性变化三个方面总结了以下几个特征。

1) 国别贡献上：东盟高景气复苏成为出口增速的主要贡献，美国对我国的出口拉动减弱。从外需的国别结构来看，东南亚联盟成为我国出口的主要拉动，贡献度超越美国和欧盟。5-7月欧盟和美国的贡献度出现交替式削弱，欧盟和美国二者的贡献度由5、6月的5.8%下滑至7月的5.5%，而东盟近三月一直占据我国出口拉动的第一位，且贡献占比由4.15%一直提升至5.35%。东盟贡献度继续上升，对冲了欧美贡献度的回落。

图 5：东盟继续拉动出口，美国的拉动作用减弱


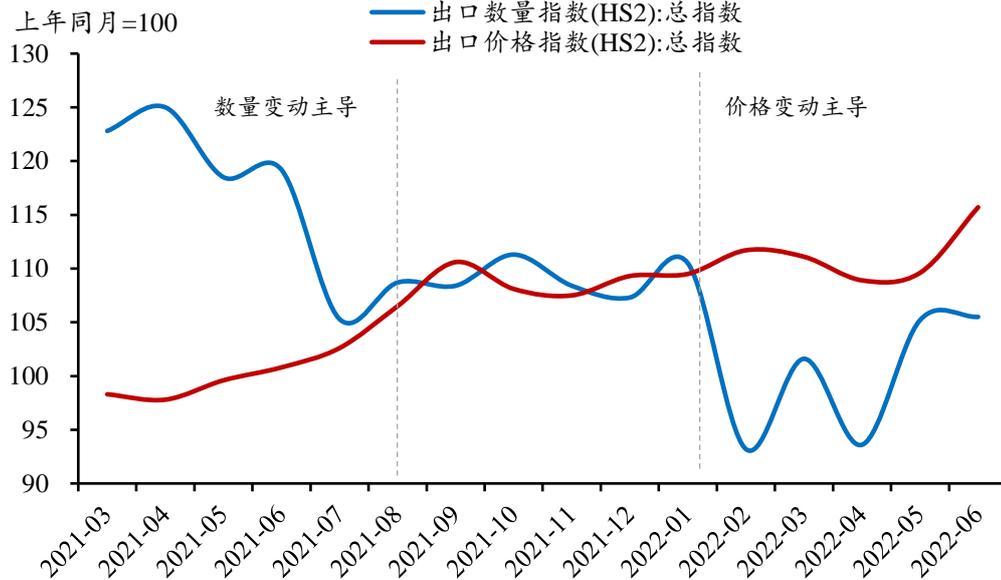
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：东盟贡献度上升对冲了欧美贡献度的回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 量价特征上：出口增长的主要因素由去年的数量主导切换至今年的价格主导。5月疫情有所修复后，5、6月的出口表现较好，既有价格因素，也存在市场对外需韧性的低估。2021年早期出口高增长由数量变动所主导，出口数量指数远高于出口价格指数。2021年3月后二者差距逐渐收窄。今年以来，出口数量指数走弱，低于出口价格指数。尽管5-6月的数量指数有所上扬，显示出超预期韧性，但整体上看，出口数量指数仍低于出口价格指数。今年出口增长的主要因素由去年的数量主导切换至今年的价格主导。

3) 结构性特征：机电产品继续拉动出口增速，汽车出口进一步增长，成为结构性亮点。机电产品一直是出口占比最高的分项，自5月疫情好转、出口反弹后，机电产品一直处于9%以上的同比增速。其中，手机和集成电路等分项与去年同期相比，仍然处于量缩价涨的状态。而汽车（含底盘）出口金额同比增速达64%，数量同比变化为61%，接近年内高点，成为出口的一大结构性亮点。

图 7：出口增长的主要因素由去年的数量主导切换至今年的价格主导


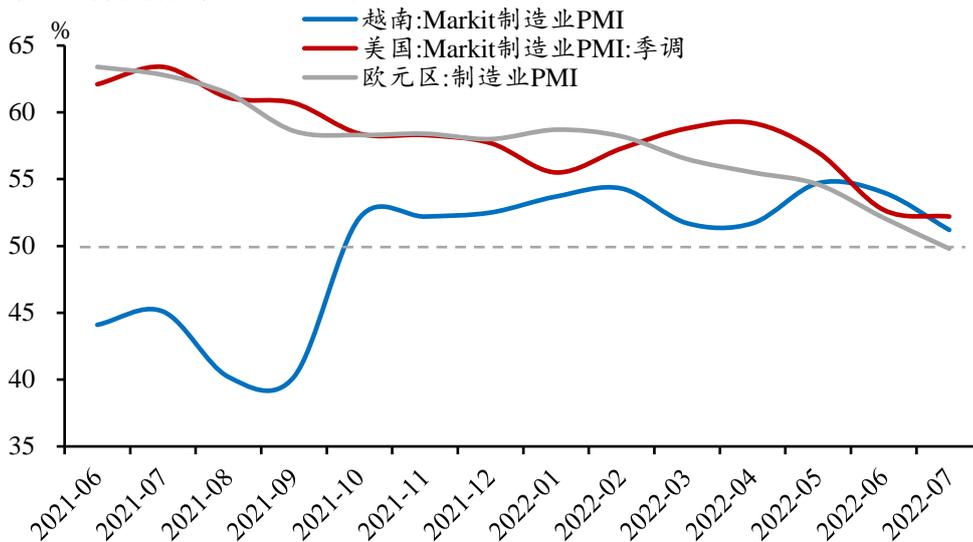
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、在价格支撑下，预计年内出口回落幅度有限

今年以来，出口增速超预期，一是价格贡献因素不可忽视；二是市场对外需存在预期差，5-6月数量贡献转好。

短期来看，价格贡献还有支撑，预计年内出口回落幅度有限。随着海外央行收紧金融条件，下半年的海外需求可能面临较大压力，若8月主要贸易伙伴的PMI继续下行，景气度扩张幅度放缓或将继续给出口数量增速施压。短期来看，价格贡献还有支撑，预计年内出口回落幅度有限。PPI同比增速变化领先于出口价格指数大约3-4个月，现在PPI同比增速已经出现回调，出口价格指数后续或将迎来回调。考虑到当下价格处于较高位置，我们预计年内出口的回落幅度可能比较有限。

图 8：7月主要贸易伙伴的 PMI 下行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：PPI 同比增速领先于出口价格指数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。