

2022年09月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

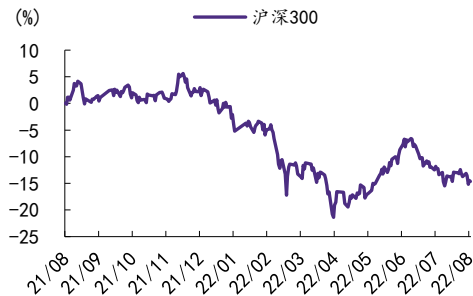
从量价结构拆解出口韧性

—宏观专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《华鑫证券*宏观报告*宏观深度报告：美国衰退：多远多深影响多大？*20220804*谭倩》
- 2、《华鑫证券*宏观报告*宏观专题报告：本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望*20220416*谭倩》
- 3、《华鑫证券*宏观专题报告*2022年两会十大看点：5.5%左右的底气与机遇*20220305*谭倩》

从量跌价涨到量价齐跌，出口增速放缓

8月出口增速较上月回落10.9个百分点，外需走弱压力显现，出口韧性迎来挑战。疫情以来，出口持续高速增长，除了低基数的贡献之外，价格因素也是重要的支撑因素，价涨在一定程度上对冲了量跌。但近期价格支撑难以为继，量价齐跌冲击逐渐显现，导致出口增速放缓。

PPI下行和汇率承压，出口价格支撑边际减弱

成本端和汇率端因素使得年内出口价格优势减弱。成本端，将继续跟随PPI下行；汇率端，由于中美货币周期背离，人民币汇率有贬值压力，对应出口价格也会越来越便宜，价格效应开始退潮。

主要贸易伙伴需求回落，外需走弱拖累出口

海外鹰派加息压制需求，衰退预期加剧，能源问题愈演愈烈，外需明显走弱，对三大主要贸易伙伴东盟、欧盟、美国出口增速明显放缓。8月对美出口同比增速转负，对欧盟和东盟出口同比增速也有明显下滑。

欧盟：能源危机叠加衰退冲击，供需双降

欧盟能源危机叠加经济衰退，对欧消费品和中间品出口同步下行风险加大。由于高通胀和消费信心走低，预计对欧消费品出口同比增速走负，全年同比增速在7%左右。四季度能源危机对制造业冲击凸显，导致对欧盟中间品出口承压，预计同比增速走负，全年中间品同比增速15%左右。

美国：低需求与高库存并存，支撑不足

美国激进加息直接冲击消费需求，再加上疫情期间的牛鞭效应导致库存高企，使得对美国消费品出口承压，预计增速降至3%左右，全年增速在14%附近。经济衰退预期下，美国企业生产需求逐步走低，也会影响对美中间品出口，预计同比增速在5%左右，全年增速在11%附近。

东盟：制造业景气度回落，难再亮眼

东盟当前总体PMI仍在景气度区间，但内部明显分化。菲律宾、越南、新加坡等主要进口国均有明显的回落压力，对东

盟出口的亮眼数据缺乏支撑。同时要警惕全球粮食价格上行和能源危机带来的冲击。预计年内对东盟出口增速回落至14%附近，全年同比增速在16%左右。

■ 全年出口增速 10%左右，贡献了近一半的经济增长

预计下半年对美国 and 欧盟出口同比增速分别回落至 5.6%和 5.45%。东盟则是仍会保持当前的当量，全年维持在 10%左右。下半年总体出口增速在 7%左右，全年在 10%左右，对经济的贡献度再次提升至 50%左右。

■ 风险提示

- 1) 能源危机进一步恶化
- 2) 海外衰退加速实现
- 3) 地缘政治风险再起

正文目录

1、 现状分析：8月出口增速回落，量跌继续价涨趋缓	5
2、 疫后复盘：从防疫到新能源，从量涨到价涨	6
3、 价格展望：价格优势难存，出口支撑边际减弱	8
4、 下半年展望：全球需求减少，出口量继续下行	10
4.1、 欧盟：能源危机叠加衰退冲击，供需双降	12
4.2、 美国：低需求与高库存并存，支撑不足	15
4.3、 东盟：制造业景气度回落，难再亮眼	18
5、 增速测算：下半年在7%左右，全年在10%左右	20
6、 风险提示	24

图表目录

图表 1：8月份主要贸易伙伴出口同比均出现下滑（%）	5
图表 2：主要商品显示出商品价格的上行的放缓	6
图表 3：疫情期间出口商品结构完成了从防疫到新能源的切换	7
图表 4：出口的量价效应：由2021年上半年的数量支撑变为2022年的价格支撑	8
图表 5：三大行业出口价格同比增速分化（%）	9
图表 6：制造业是国内出口的主要组成部分	9
图表 7：制造业出口价格落后于PPI变化	10
图表 8：HS分类中三大贸易伙伴的出口类别分化	11
图表 9：美国进口了最多的消费品	11
图表 10：欧盟地区电价在两个月的时间翻倍（欧元/兆瓦时）	13
图表 11：天然气价格持续创新高	13
图表 12：欧盟主要制造国PMI均开始不景气	14
图表 13：中间品进口和PMI高度相关	14
图表 14：零售数据与消费者信心指数同步	15
图表 15：疫情后美国出现了商品的超额恢复	16
图表 16：个人消费支出往往领先于消费品进口	16
图表 17：美国零售商库存处在拐点	17
图表 18：制造业出现了新订单减少库存积累的情况	17
图表 19：GDP走负往往带来中间品的快速下行	18
图表 20：越南是最大的贸易伙伴	19
图表 21：中间品是东盟的主要进口	19
图表 22：东盟出现了PMI的分化	20

图表 23: 消费者信心是消费品进口的前瞻指标 21

图表 24: 根据 PMI 和中间品出口的历史规律, 可以推断出下半年对欧中间品增速 21

图表 25: 零售数据的下行带动消费品进口的走低 22

图表 26: 当前美国已经出现连续的 PMI 走低, 将带动中间品金额下行 23

图表 27: 东盟出口金额下半年预计走平, 整体增速维持在相对高位 24

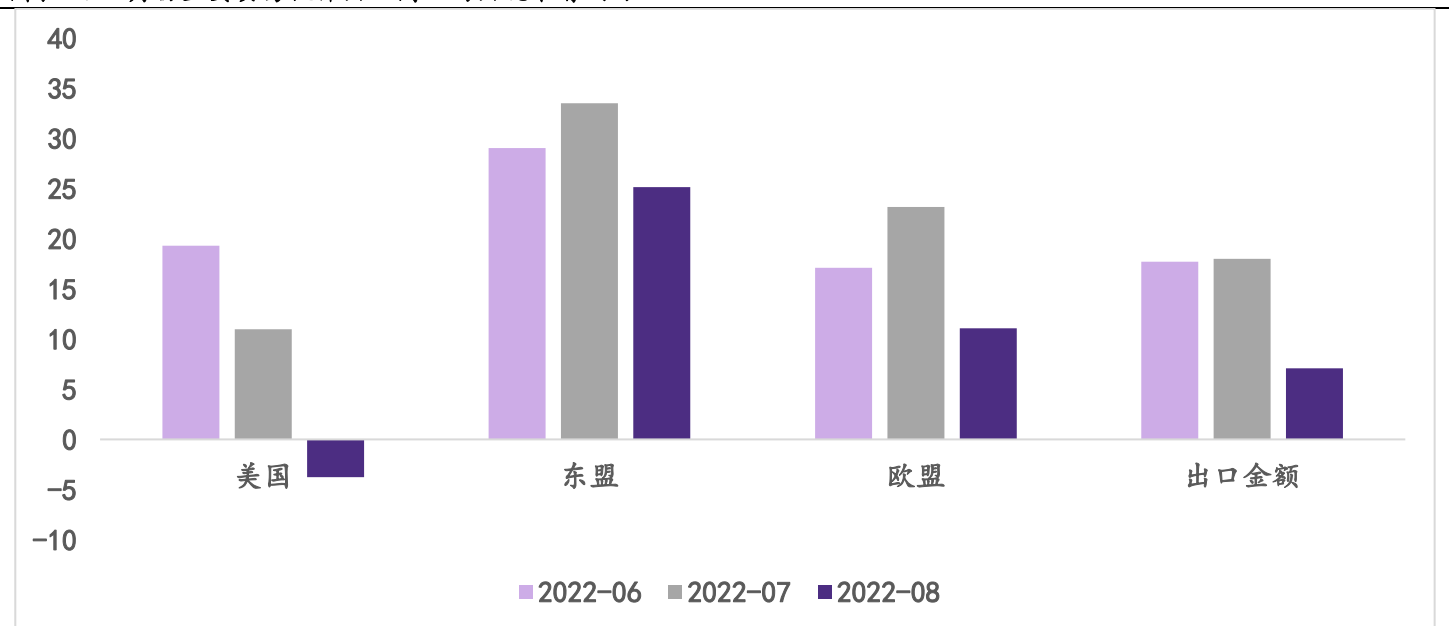
1、现状分析：8 月出口增速回落，量跌继续价涨趋缓

8 月出口增速放缓，对美出口年内首次负增长。8 月份出口金额 3149 亿美元，较去年同期增长 7.1%，1-8 月累计出口金额 2.38 万亿美元，较去年同期增长 13.5%。从主要出口国来看，三大贸易伙伴仅有东盟仍维持在较高的增速，维持了 5 月份以来的高光表现，8 月份同比增速 25.1%。而欧盟在能源危机的压制下对出口的贡献开始逐渐减弱，单月出口额同比增速从上月的 20%至 9.9%，对美出口也出现了年内的首次负增长，8 月份同比减少 3.8%。

从主要的出口品来看，大部分商品延续量跌价涨的逻辑，但是出现了量跌的加速和价涨的放缓。从数量来看，大部分的出口品继续延续数量下行的趋势，且量跌加速。8 月份 12 种主要重点出口商品中，仅有成品油、手机以及汽车三项出口数量环比增长。陶瓷、铝材、家用电器以及液晶显示模组四类商品则是出现了数量环比增速的转负，显示出量跌逻辑的加速。从价格的因素来看，12 中商品中依然有 9 种商品保持了价格正增长，但是箱包、鞋靴、汽车以及液晶显示模组这四类商品价格同比增速下行，价涨的逻辑减弱得到印证。

8 月份出口数据显示出了发达国家需求快速回落，预计后续将继续对我国出口产生压力。从量价的角度来说，当前量跌价涨的逻辑还在，但是出现量跌加速而价涨不足的情况，我们预计下半年出口逻辑将从量跌价涨转变为量价齐跌，继续给出口增速产生压力。

图表 1：8 月份主要贸易伙伴出口同比均出现下滑 (%)



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：主要商品显示出商品价格的上行的放缓

	数量同比变化		价格同比变化	
	2022年8月	2022年7月	2022年8月	2022年7月
箱包及类似容器	19%	38%	4%	2%
成品油	28%	-26%	83%	89%
鞋靴	5%	22%	11%	13%
陶瓷产品	1%	10%	-2%	2%
钢材	22%	18%	27%	26%
未锻轧铝及铝材	10%	39%	10%	14%
手机	-3%	-15%	25%	6%
家用电器	-19%	-5%	3%	-3%
集成电路	-23%	-13%	8%	9%
汽车包括底盘	47%	59%	13%	3%
船舶	1%	-11%	36%	-22%
液晶平板显示模组	18%	20%	-25%	-21%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、疫后复盘：从防疫到新能源，从量涨到价涨

出口结构在疫情期间的两年经历了风格的切换。2020 年，中国出口在一季度受到疫情的打击，同比增速大幅回落，但是在疫情得到控制后，出口增速逐渐企稳并创下历史新高的数据。从主要的出口品来看，2020 年的出口品呈现出了防疫与制造并重的局面。作为最早从疫情中恢复的国家，中国不断地给世界各地出口防疫物资。因此可以看到防疫相关的出口都有比较明显的增长。其中口罩所属的 63 章-其他纺织制成品，防疫测试相关的 98 章-特殊交易品及未分类商品以及 30 章药品的 2020 年出口额较去年同期分别增加了 171%、112%和 44%。与此同时，中国开始承担起全球替代生产的任务，84 章和 85 章的机械电子产品，39 章的塑料制品，94 章 95 章的玩具家具等杂项商品以及 90 章的光学和医疗设备等类别的出口额均较 2019 年出现了比较明显的上行。而非必要的消费品和原料则是出现了比较明显的回落，比如 50 章的蚕丝，24 章的烟草以及 91 章节的钟表及其零件等，出口额均在 2020 年出现了比较明显的回落，分别同比减少了 49%、45%和 27%。总结下来，机电作为中国主要的出口品，在 2020 年快速走出疫情和替代生产的角度下保持了一定的韧性。同时防疫物资的出口也弥补了疫情导致其他出口品的减少，因此 2020 年中国出口额能在疫情的情况下保持少增的态势，较 2019 年增加 3.62%。

2021 年中国出口结构再次出现变化，主要体现在两方面：一方面，新能源相关产业链的出口开始增加，铅和锡作为新能源电池的重要组成部分，其出口增速在 2021 年分别达到了 548%和 292%，光伏和医学相关的 90 章出口品虽然在 2020 年保持了正增长，但是其 2021 年增加值要快过 2020 年（169.67 亿美元 VS 77.36 亿美元），可以看出新能源的拉动要强于医疗器械的部分；另一方面，在世界各国从疫情中逐渐恢复的背景下，2020 年被压抑的出口类别开始出现了复苏迹象：2020 年出口同比减少的章目有 55 个，而 2021 出口金额同比减少的章目则仅有 8 个：针织品，鞋类，箱包类等消费属性比较强的出口品均出现了

出口金额的正增长，分别较 2019 年多增了 150、39 和 34 亿美元。从出口金额的角度来看，84 章和 85 章的机电项目的出口金额同比分别多增了 1073 亿美元和 1878 亿美元，贡献了 38% 的全年出口增长。除此之外，汽车极其零部件（不含铁道车辆）的出口金额同比多增 437 亿美元，贡献了 5% 的出口增长。根据中汽协的数据，2021 年中国车辆出口 201.5 万辆，首次突破 200 万辆。其中新能源汽车出口 31 万辆，同比增长 3 倍，占总出口量的 15.4%。因此 2021 年的出口是在整体恢复的情况下加上新能源产业链的强势，全年出口额 3.36 万亿美元，同比增速 29.85%。

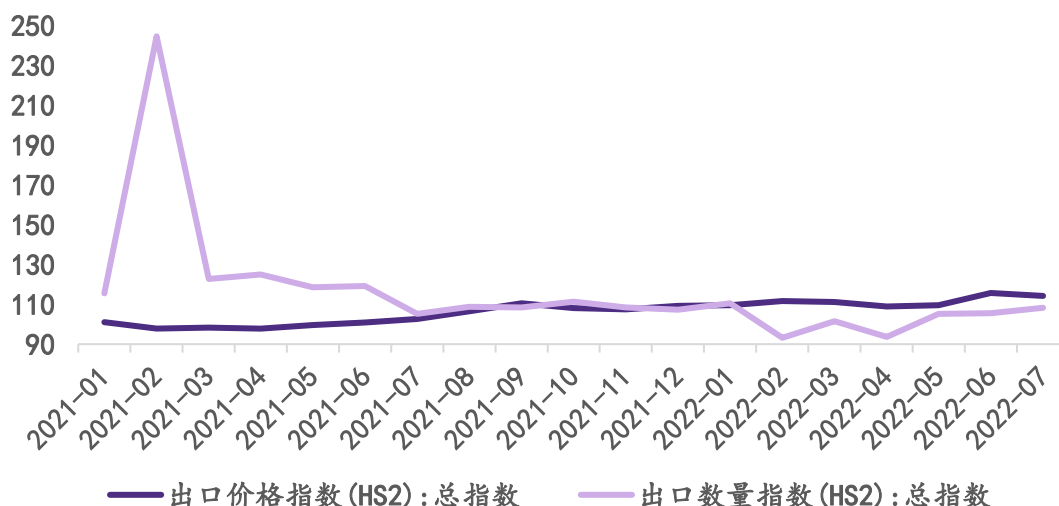
图表 3：疫情期间出口商品结构完成了从防疫到新能源的切换

2020年同比增加前五名（亿美元）		2020年同比增速前五名（%）	
63章 其他纺织制成品	478.226	63章 其他纺织制成品	171.3%
85章 电机、电气、音像设备及其零附件	431.0785	98章 特殊交易品及未分类商品	111.7%
84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	236.7064	30章 药品	44.2%
98章 特殊交易品及未分类商品	124.448	56章 絮胎、毡呢及无纺织物；线绳索缆及其制品	34.9%
39章 塑料及其制品	121.8882	38章 杂项化学产品	29.9%
2021年同比增加前五名（亿美元）		2021年同比增速前五名（%）	
85章 电机、电气、音像设备及其零附件	1878.365	78章 铅及其制品	548.7%
84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	1073.263	80章 锡及其制品	292.4%
87章 车辆及其零附件，但铁道车辆除外	437.863	97章 艺术品、收藏品及古物	251.4%
39章 塑料及其制品	346.8609	30章 药品	191.3%
72章 钢铁	336.1391	86章 铁道车辆；轨道装置；信号设备	166.9%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

中国出口在量价贡献方面也经历了一定的切换。如果说 2020 年之后中国作为世界工厂带来的出口额的大增主要是出口数量的贡献，那进入到 2022 年以后这个趋势得到了根本的扭转，出口的主要推动力从走量转变为了抬价。根据海关总署的数据可以看出，2021 年上半年出口数量优势大于价格，但是进入到了 2022 年以来，价格优势要强于数量，在出口价格的支撑下，国内出口得以在量缩的情况下取得超预期的增长。HS 分类的价格指数中，价格上行的章目由 2021 年的 68 个增加到了 2022 年的 85 个，其中机电产品价格通过比增幅 11%，汽车及零部件增幅 8.9%。HS 分类数量指数中，数量下行的章目也由 2021 年的 6 个增加至了 25 个，其中机电类出口数量增速放缓明显，84 章机械相关的数量同比增速从 2021 年的 27%降低到了同比减少 3.1%，85 章机电相关的出口数量同比增速从 2021 年的 19%降低到了 2022 年的 2.9%。

图表 4: 出口的量价效应: 由 2021 年上半年的数量支撑变为 2022 年的价格支撑



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、价格展望：价格优势难存，出口支撑边际减弱

成本端和汇率端均将使得出口价格的优势在下半年减弱。首先从价格结构来说，制造业出口价格指数在 2022 年以来就不断上行，创下了数据以来的最高值，而采矿行业的出口价格指数则是在海外大宗商品价格的推动下出现了一定的震荡走势，目前总体仍维持在高位。农林牧渔相关的出口价格则是一直下行。但因为采矿业和农林牧渔在我国出口金额中占比较少，而制造业是主要的出口品，因此制造业出口价格指数是我们主要的分析对象：按照 SITC 分类，2022 年前七个月包含农林牧渔和采矿业的初级产品累计出口额为 902.6 亿美元，而制造业代表的工业制品则是累计出口 1.98 万亿，占 1-7 月总出口额的 95.6%。从总出口价格指数和制造业出口价格指数的高度相关中，也可以看出制造业价格指数对于整体价格的影响。

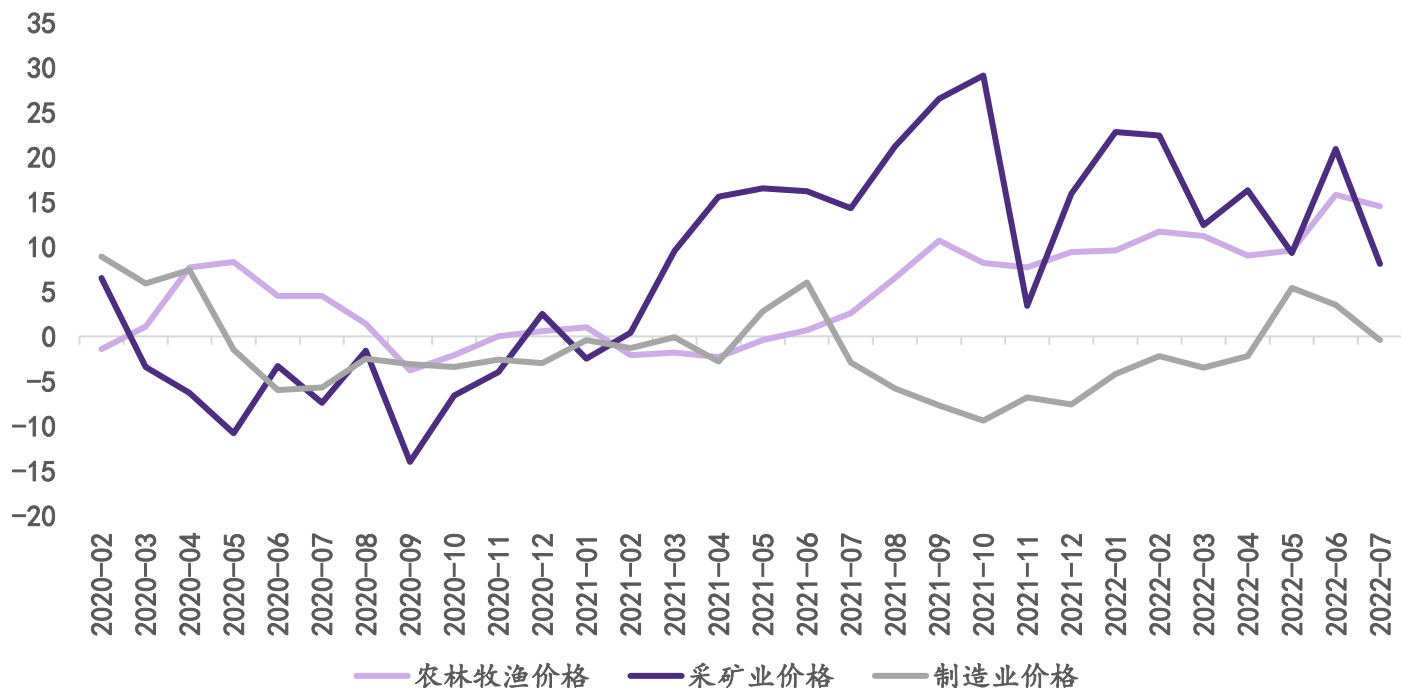
制造业出口价格由多方因素影响：上游原材料价格以及汇率带来的相对价格的变动都会影响并决定下半年国内出口价格优势能否延续，而航运成本以及集装箱价格等属于境外价格，并不包含在出口价格指数之中。从成本的角度来说，制造业的出口价格与 PPI 高度相关，但受制于出口的订单-生产-交货周期，往往滞后出口价格指数 1-2 个月，国内 PPI 在海外大宗商品价格下行的影响下在 2022 年出现了连续的下跌，出口价格虽然出现过短暂的背离，但是当前也出现了价格的回调，预计出口价格将同步 PPI 的走势。

展望下半年 PPI 趋势，一方面，在去年高基数和海外衰退担忧带来的大宗商品价格回落压力下，国内 PPI 仍会延续下行的态势；另一方面，俄乌冲突和冬季供需不平衡带来的能源危机又会对能源商品价格有所支撑，使得 PPI 的下行速度趋缓，预计 PPI 全年保持在 5.5 左右的平均值，但中枢下移会推动制造业出口价格下行。

从汇率的角度来说，当前海内外货币周期继续分化，进一步推动人民币汇率下行，进一步降低了出口的价格优势。在 8 月 22 号-8 月 28 号的一周先后出现了国内降息的货币宽

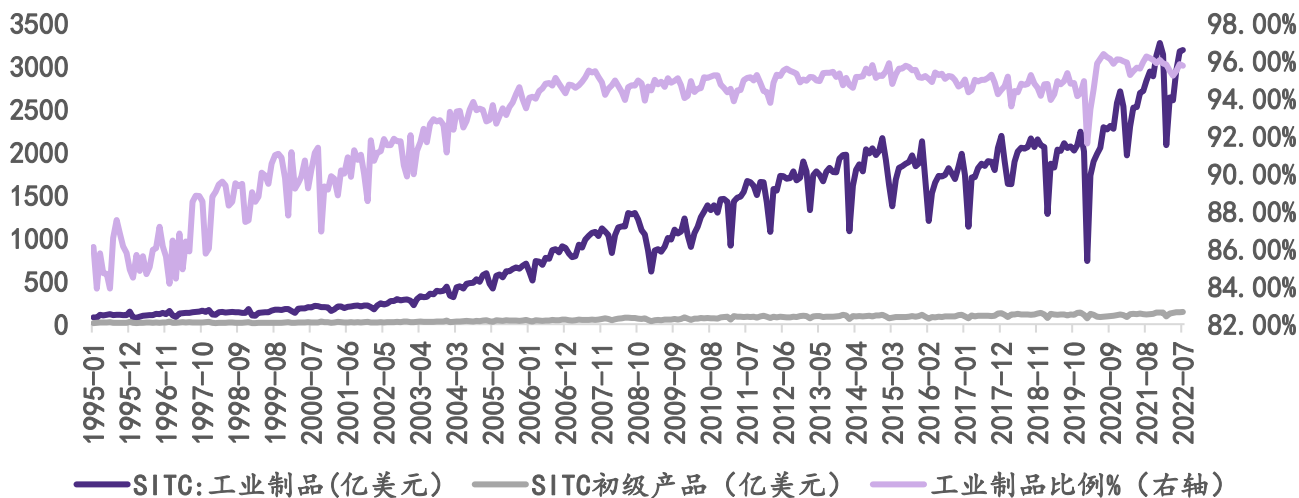
松和鲍威尔杰克逊霍尔会议讲话带来的鹰派预期，中美货币周期进一步背离。同时在海外衰退预期逼近的预期下，美元再次成为全球避险资产，人民币美元汇率突破了 6.9 的水位线，短期承压。后续来看，下半年国内经济的企稳恢复和央行外汇工具箱的支撑下，预计贬值空间有限。但是 2023 年美联储货币紧缩难转向，而国内货币较为宽松，经济修复力度较弱，因此汇率还有贬值压力，可能会出现阶段性破 7 的情况，汇率贬值仍将继续降低出口的价格优势。

图表 5：三大行业出口价格同比增速分化 (%)



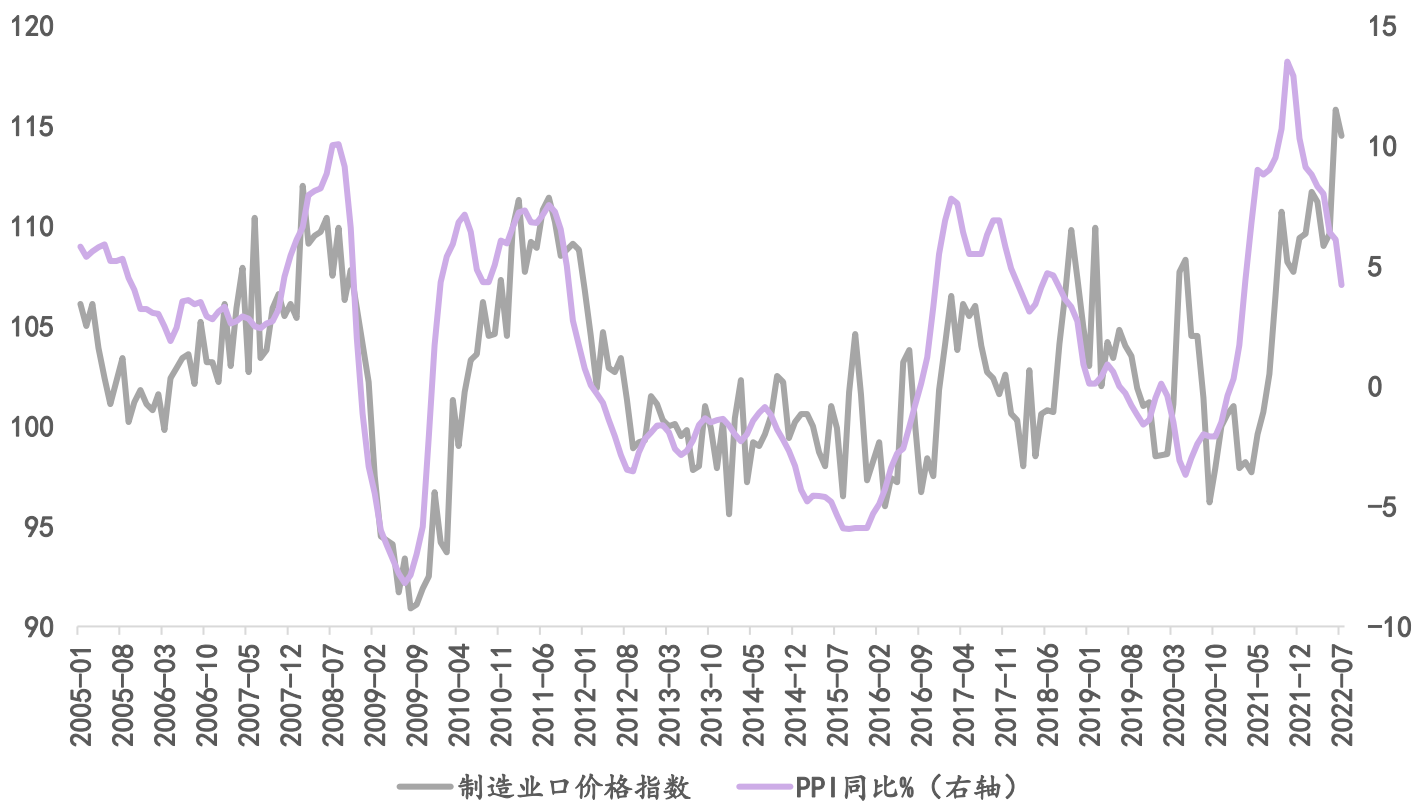
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 6：制造业是国内出口的主要组成部分



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7: 制造业出口价格落后于 PPI 变化



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4、下半年展望：全球需求减少，出口量继续下行

由于我国对三大主要贸易伙伴东盟、欧盟和美国的出口占比超过 50%，出口量的变化分析由此展开。东盟和欧盟主要进口的是生产制造相关的中间品，我国平均 1/3 的中间品出口是流向了东盟和欧盟，中间品分别占据中国 2021 年对东盟和欧盟出口额的 53%和 42%。

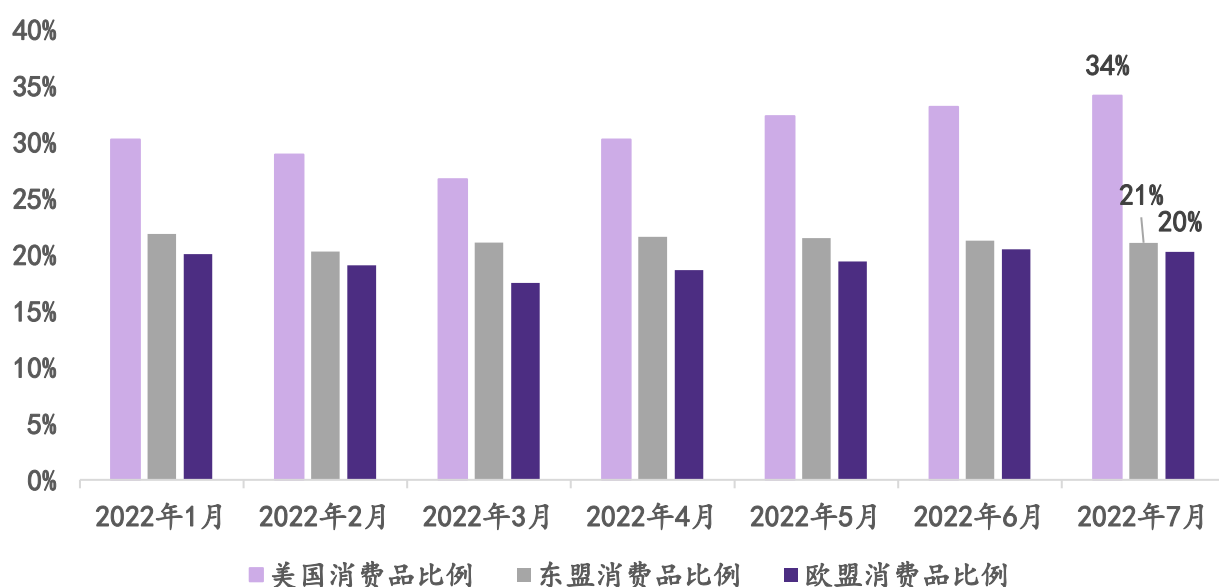
从具体分项上来看，欧盟主要的进口品除了机电以外，还有光学、运输设备等偏高端的生产品。而东盟则是进口了更多的矿产品、食品饮料、纺织陶瓷等劳动密集型的工业产品。美国则是进口了更多的消费品，从品类上来看，美国的杂项制品和鞋帽等消费相关度高的产品金额占比是在三个地区中最高的，其中杂项主要包含了家具和玩具等消费品。从 BEC 分类上来看，美国进口消费品的占比是三个地区中最高的，7 月份美国消费品进口占总进口量的 34%，2022 年以来平均占比 31%，而东盟和欧盟对于消费品进口反而比较少，平均只占进口额的 20%和 25%。因此从分析的角度来说，对于东盟我们要更关注生产条件的变化，而欧盟和美国则是要同时关注消费品的需求以及中间品的生产意愿。

图表 8: HS 分类中三大贸易伙伴的出口类别分化

	美国	东盟	欧盟
活动物;动物产品	0.26%	0.61%	0.40%
植物产品	0.34%	1.43%	0.48%
动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	0.02%	0.14%	0.38%
食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	1.11%	2.07%	0.66%
矿产品	0.16%	3.18%	0.76%
化学工业及其相关工业的产品	4.48%	7.09%	7.72%
塑料及其制品;橡胶及其制品	5.54%	5.86%	3.75%
革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	1.21%	1.05%	1.37%
木及制品;木炭;软木;编结品	0.81%	0.55%	0.67%
木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	1.04%	1.37%	0.65%
纺织原料及纺织制品	9.23%	9.51%	8.67%
鞋帽伞等	3.94%	1.73%	2.74%
矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	1.87%	2.47%	1.44%
珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	0.44%	0.20%	0.32%
贱金属及其制品	6.14%	12.49%	7.03%
机电、音像设备及其零件、附件	41.89%	38.20%	45.44%
车辆、航空器、船舶及运输设备	4.23%	4.28%	5.70%
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	2.29%	1.70%	2.48%
武器、弹药及其零件、附件	0.03%	0.00%	0.01%
杂项制品	13.47%	4.94%	7.90%
艺术品、收藏品及古物	0.03%	0.00%	0.10%
特殊交易品及未分类商品	1.49%	1.11%	1.32%

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 9: 美国进口了最多的消费品



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4.1、 欧盟：能源危机叠加衰退冲击，供需双降

欧盟的下半年的主线将是能源危机和经济衰退的叠加，因此可能会出现消费品和中间品出口的不同步下行。能源危机下，欧盟天然气价格再次出现了上行的趋势：荷兰 TTF 天然气价格在 8 月 25 日价格突破了 300 元的门槛，创下了 313 欧元每兆瓦的历史新高。进一步加大了欧盟的制造业成本：根据 Nord Pool 的数据，欧盟平均电价已经从 6 月 20 日的 217 欧元每兆瓦时上升到了 8 月 26 日的 578 欧元每兆瓦时。其中德国和法国的电价均创了历史新高，来到了 699 和 706 欧元的历史高位。欧盟主要的生产国德国，意大利和法国已经在限电前就出现了企业生产意愿不强的情况，PMI 均来到荣枯线以下，高企的电价将会进一步推动 PMI 的走低，同时预计在后续冬季用气紧张和经济衰退的影响下，企业生产不景气将贯穿四季度，持续在国内对欧盟中间品的出口上造成压力。

从消费品的角度来说，三四季度本是欧盟消费品进口的旺季，但是在高通胀和消费信心走低的背景下，对欧盟的消费品出口将承受比较大的下行压力。从历史数据来看，三四季度往往消费品的增速快于中间品，过去五年欧盟下半年中间品的平均环比增速仅为 11%，是消费品环比增速 22% 的一半，但疫情的出现使得中国制造替代的作用凸显，中间品的涨幅开始超过消费品。从产品的角度来说，过去五年三四季度欧盟进口往往伴随着杂项（家具玩具）和纺织品（衣服）占比的提升，分别平均上行 2.57% 和 2.17%。从长期的趋势来看，欧盟进口消费品的趋势与消费者信心指数呈现比较明显的正相关关系，且每次消费者信心指数冲低走负的时候都会伴随着进口消费品增速的走负。当前欧盟的居民消费信心在高通胀和能源危机的双重挤压下，已经来到了次贷危机后的新低，超过了 2020 年疫情时 -22 来到 -27 的位置。居民消费意愿的收缩也可以从高位回落的销售数据中得到印证，6 月份欧盟零售指数同比增速时隔 16 个月之后再次出现了负增长。

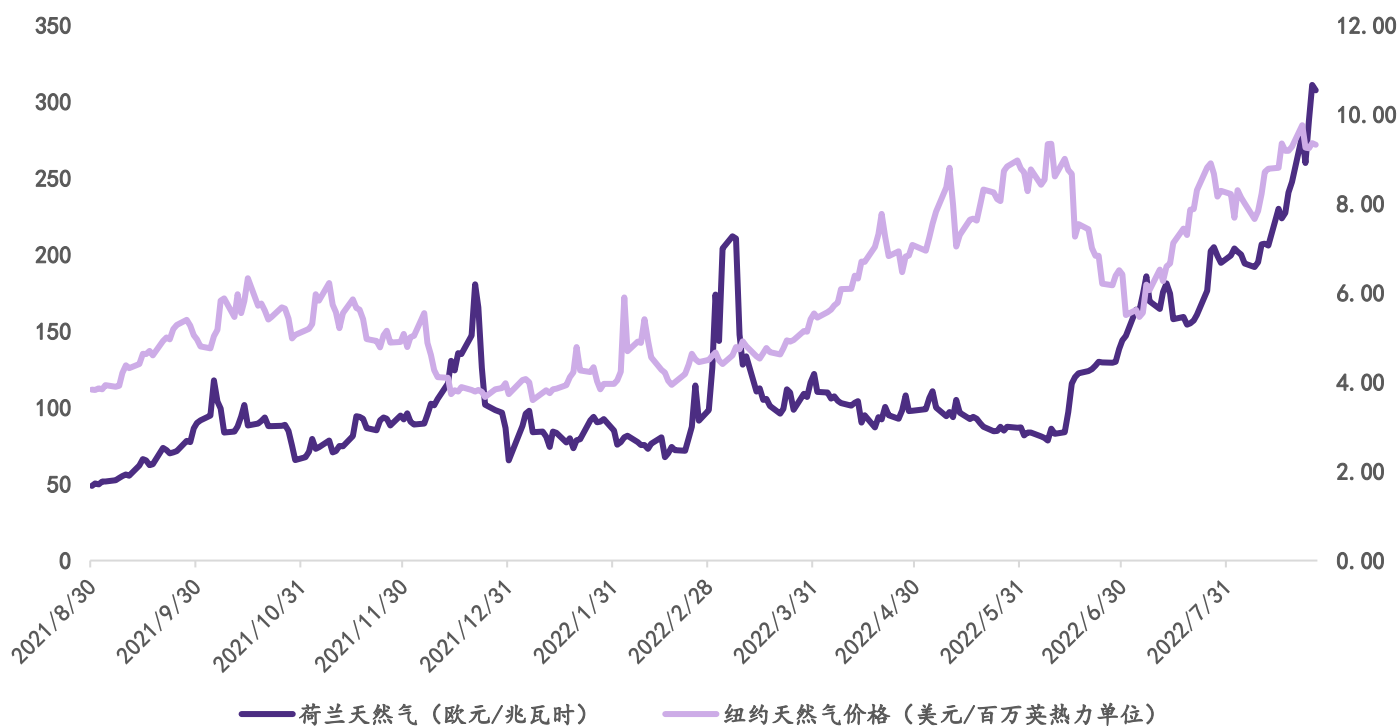
国内廉价能源带来的制造成本优势能否进一步推动对欧盟的生产替代，从而使得出口实现逆势上行？我们认为成本带来的能源替代将是一个长期过程，但下半年可能还不足以显现。以服装行业为例，从订单-设计-生产-运输的过程来看，要经历半年或者一个季度的时间，因此往往都是冬季订夏装，夏季订冬装的思路。从时间的角度来说，即使当前已经有欧盟的订单开始积累，但从出口上可能要等到 2022 年四季度末或者 2023 年一季度的时候才能有所体现。同时，生产替代的逻辑只有在消费意愿依然旺盛的情况下才能实现，而当前欧盟消费者信心指数在能源危机、经济衰退和通胀加息的多重打击下创次贷危机以来的新低，宏观需求收缩的情况下生产替代的空间也将被压缩。因此我们保持下半年对欧盟出口下行的观点。

图表 10：欧盟地区电价在两个月的时间翻倍（欧元/兆瓦时）

	6月20日	8月29日	涨幅
挪威	191.2	613.1	220.6%
芬兰	226.2	307.7	36.0%
瑞典	219.7	318.1	44.8%
爱沙尼亚	254.3	307.7	21.0%
拉脱维亚	272.4	619.6	127.4%
立陶宛	276.4	619.6	124.1%
波兰	229.3	218.8	-4.6%
奥地利	287.1	764.2	166.2%
比利时	264.5	630.9	138.5%
荷兰	241.3	630.6	161.3%
丹麦	267.4	658.4	146.3%
法国	304.0	733.6	141.4%
德国	267.4	658.4	146.3%
欧洲地区平均	253.9	544.7	114.5%

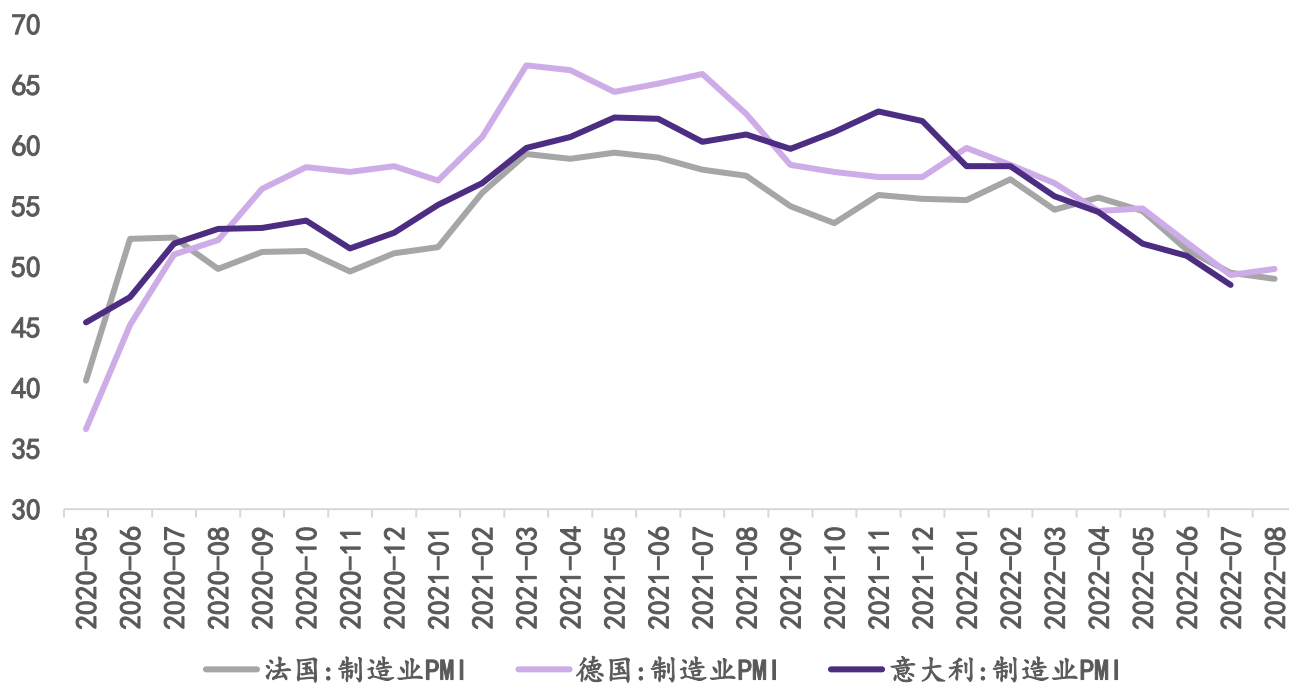
资料来源：Nord Pool，华鑫证券研究

图表 11：天然气价格持续创新高



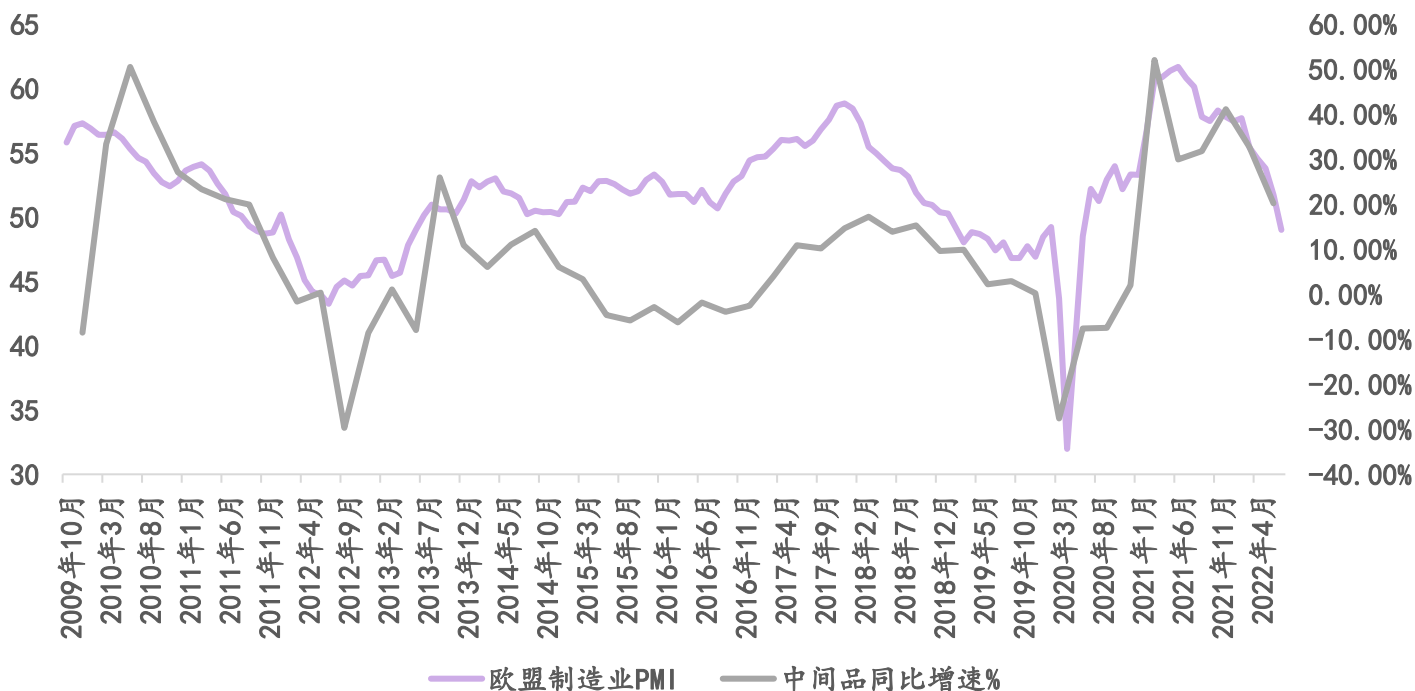
资料来源：Bloomberg，华鑫证券研究

图表 12: 欧盟主要制造国 PMI 均开始不景气



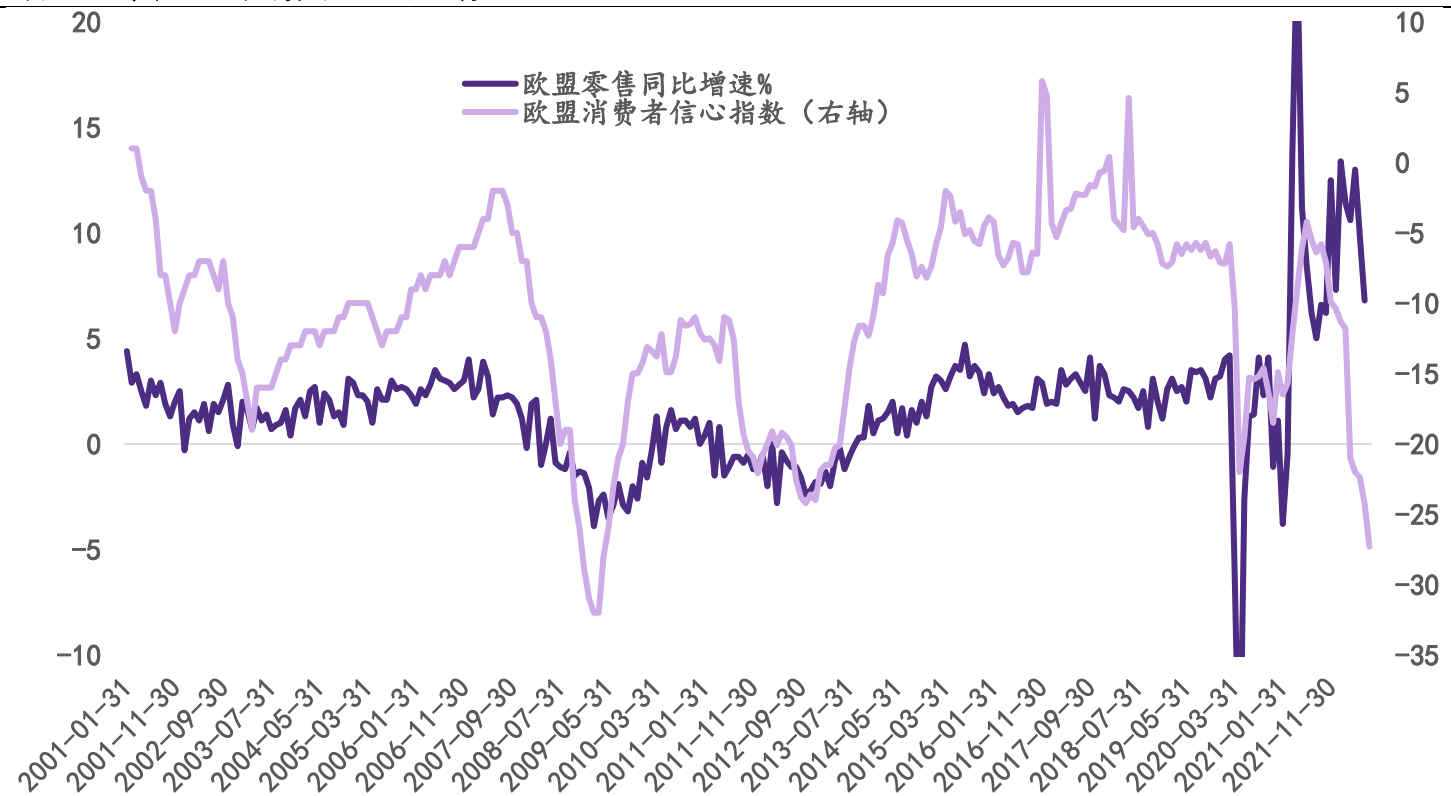
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 13: 中间品进口和 PMI 高度相关



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 14: 零售数据与消费者信心指数同步



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4.2、美国：低需求与高库存并存，支撑不足

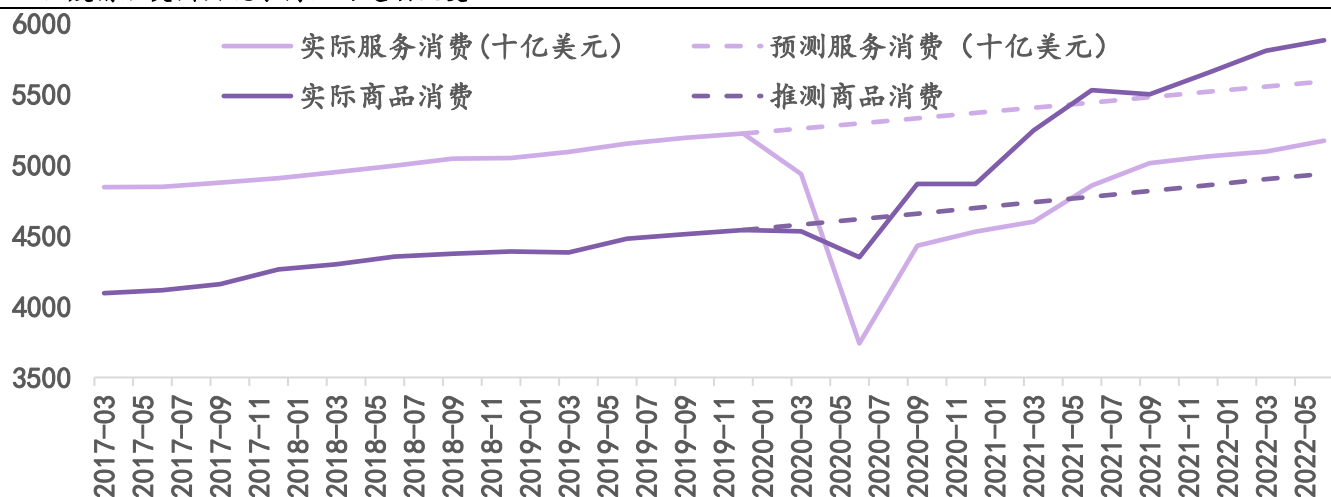
加息导致的消费需求衰退以及疫情期间牛鞭效应造成的库存积累将带动美国消费品进口下行。从消费品出口的角度来说，美国的商品消费在财政转移支付的支撑下实现了快速的反弹并出现了一定的透支现象：商品超额消费了 9430 亿美元。消费开始出现从商品向服务的转移：零售数据同比增速已经跌破二位数的增速并连续两个月下行，环比增速则是趋近于 0，7 月份零售环比增速 0.03%。从中国消费品进口和美国商品消费的增速来看，商品消费往往变化领先于进口消费品的增速，主要是由于消费品出口经历了订单-生产-运输的时差。当前美国商品消费已经开始走负，在后续美国的商品消费的下行压力下，预计中国对美国的消费品出口也将经历同比增速的快速回落。

同时，美国零售商正在经历牛鞭效应的阵痛，预计将很快结束当前被动补库存的周期，开始去库存。美国上一轮去库存周期从 2019 年下半年开始，并在 2020 年下半年开始了主动补库存周期。但是受制于疫情造成的供应链问题，零售商补库存的行为被打断，补库存的进程远远落后于商品零售的恢复。同时供应链问题更是使得美国被动补库存的周期被拉长，也就是所谓的牛鞭效应。过去被动补库存的动力主要是需求下降带来的仓储积累，疫情后零售商的库存高企也有运输时间变长带来的货物迟到，因此对美国的消费品出口将同时面临需求下行和零售商去库存的挤压。

经济衰退预期下，企业生产需求逐步走低，影响对美中间品出口。美国的工业生产则是出现了景气度的回落，美国制造业 PMI 已经连续四个月回落：从 2022 年 4 月份 59% 的高位下降到 8 月份的 51.3%，制造业景气下降的同时在商品消费放缓的影响下，制造业出现了

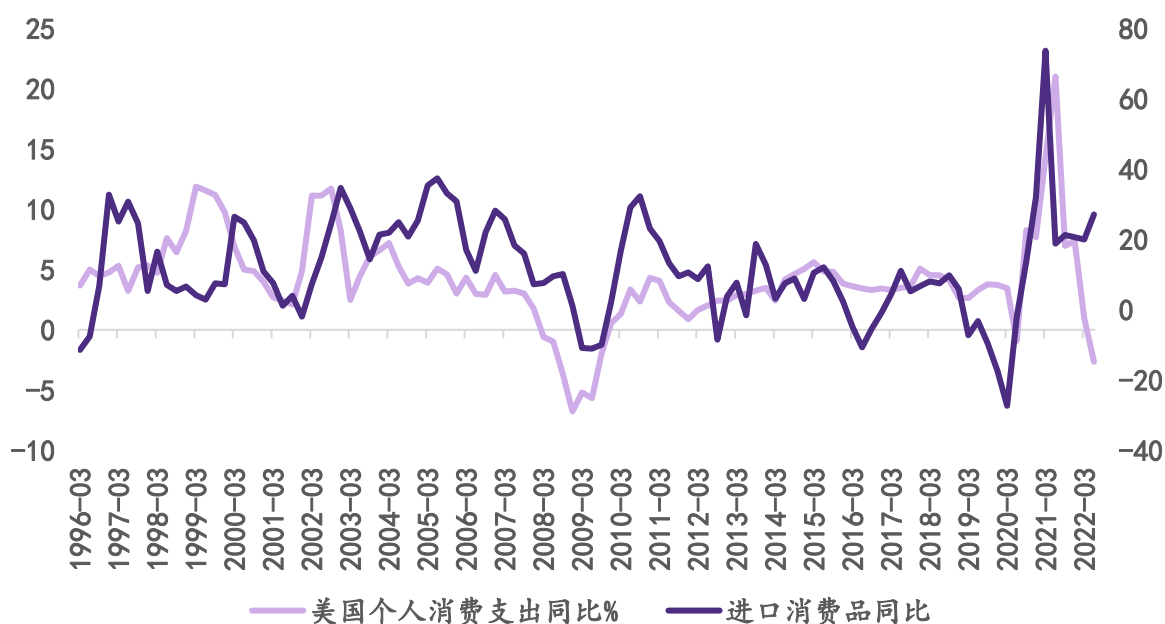
订单减少库存累计的情况，美国新订单指数快速回落至景气区间之下，7月份新订单指数48%；制造业的库存则是逐步上行，库存指数从4月份的51.6%上升到了7月份的57.3%。从实际库存来看，美国制造业的库存也处在疫情后的最高位，对美中间品的出口也将有所减少。从经济的情况来看，当前美联储对于经济和通胀的态度仍然是更偏向于抗通胀，鲍威尔在2022年杰克逊霍尔会议上表示美国将会经历较长时间的经济低速运行，我们也在过去的报告中预测美国衰退最早可能会在2022年四季度到来，中间品出口将伴随着经济下行出现回落。

图表 15: 疫情后美国出现了商品的超额恢复



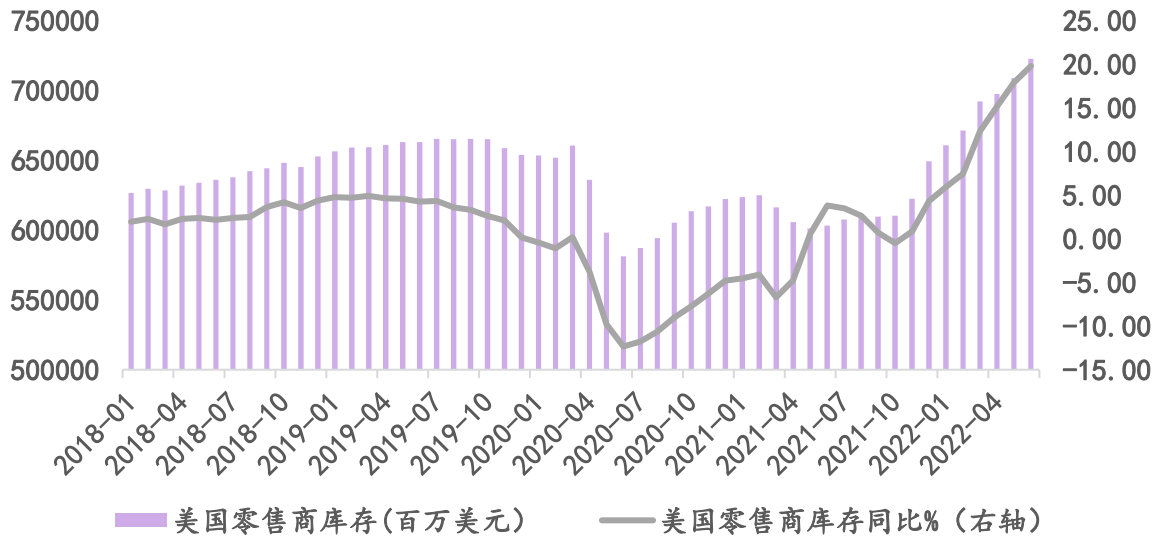
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 16: 个人消费支出往往领先于消费品进口



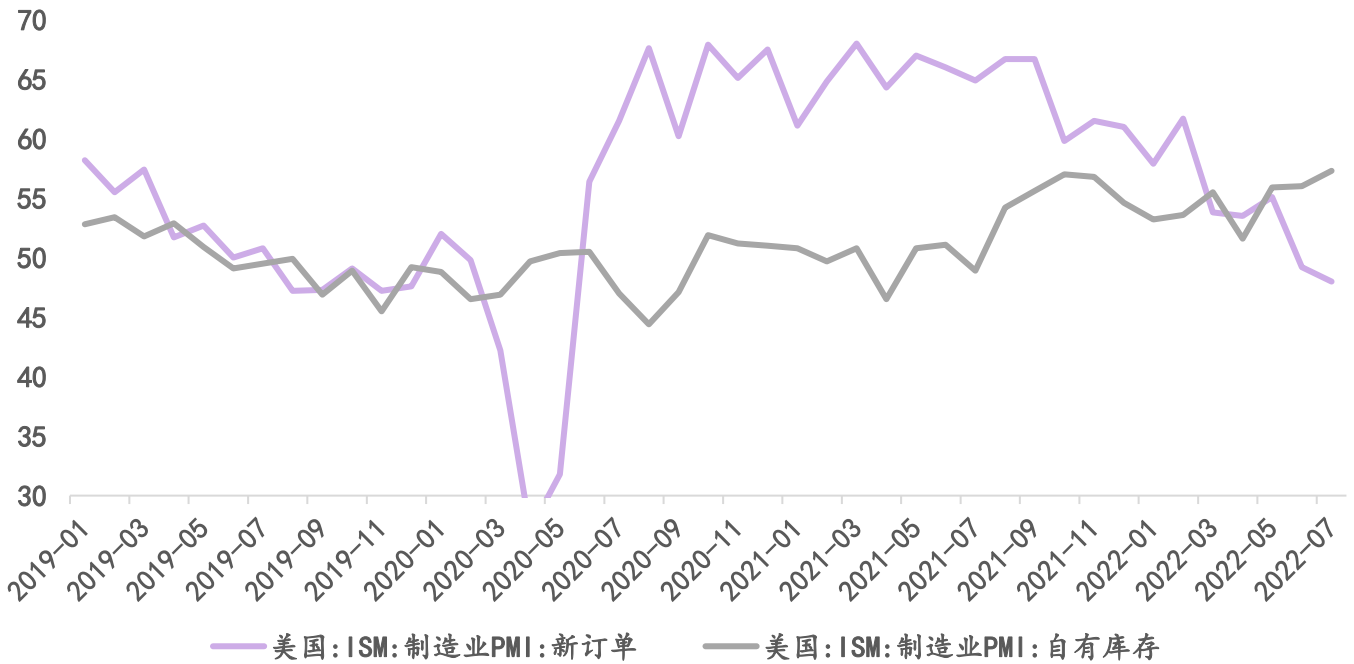
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 17: 美国零售商库存处在拐点



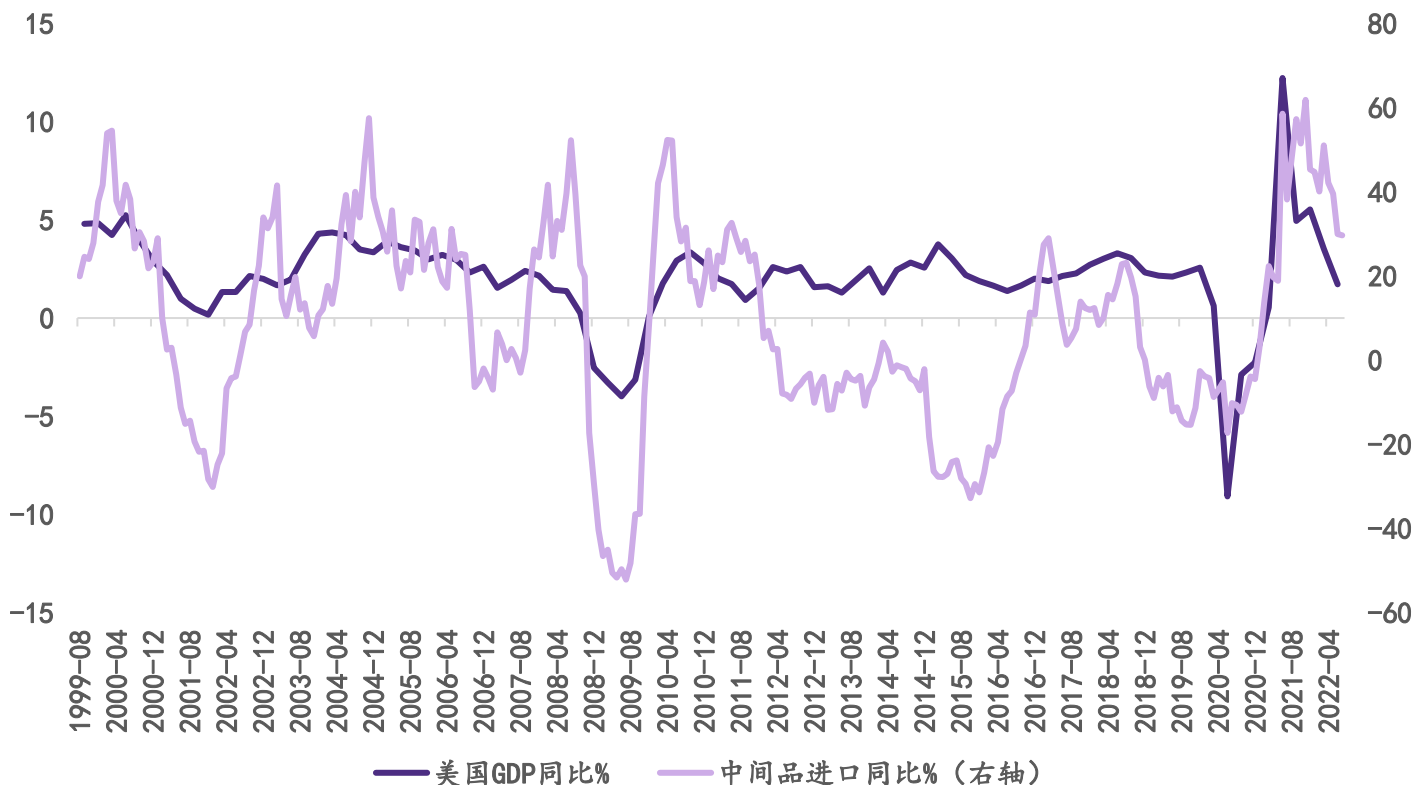
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 18: 制造业出现了新订单减少库存积累的情况



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 19: GDP 走负往往带来中间品的快速下行

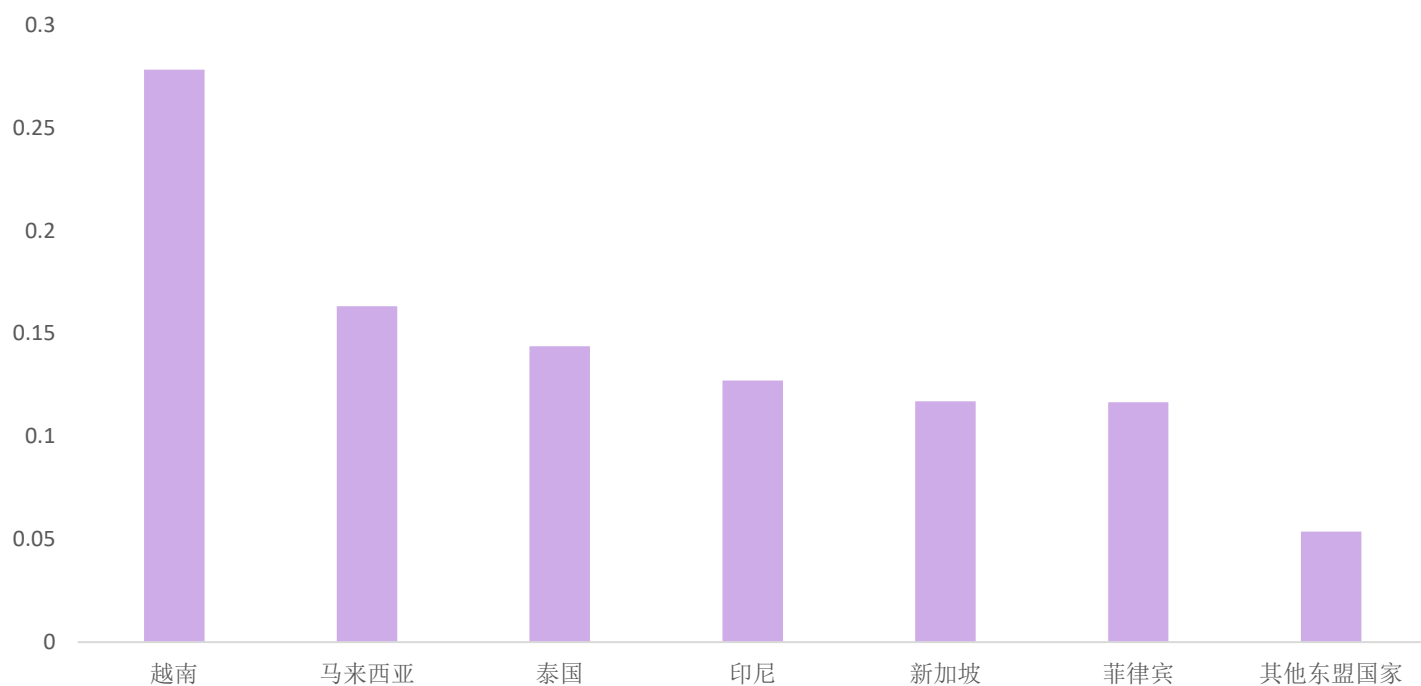


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4.3、东盟：制造业景气度回落，难再亮眼

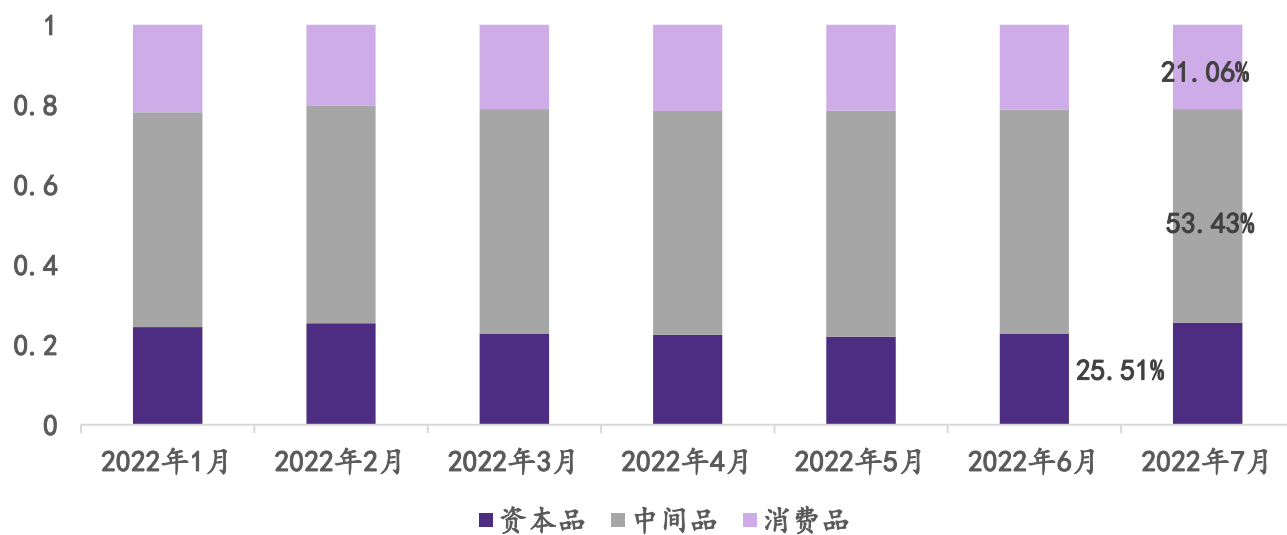
东盟出口韧性仍在，但冲高动能不足，预计下半年出口走平。东盟国家的进口货物中绝大部分是中间品，2022 年以来超过 55%的东盟进口归属于中间品。从主要的进口国家来看，越南进口金额占东盟总金额的 1/3，2022 年以来平均美元出口金额 119 亿美元。马来西亚、泰国、印尼、新加坡和菲律宾的出口金额则稳定贡献 13%左右，平均每月出口 57 亿美元。出口替代一直是东盟对中国进口的支撑，因此制造业的生产经营状况决定了后续国内对东盟的出口。当前 7 月份东盟制造业 PMI 较前月略有上行 0.2 个百分点来到 52.2%，已经连续 10 个月处在景气区间，但菲律宾、越南、新加坡均出现了制造业 PMI 的高速回落，越南制造业 PMI 从 6 月份的 54%降到 7 月份的 51.2%；菲律宾也从 53.8%降低到了 50.8%，新加坡则是进一步贴近了景气区间的分隔线，7 月份 PMI 50.1%。因此虽然当前东盟总体 PMI 仍在景气度区间内，但内部开始出现分化。后续来看，外部需求将持续减弱，进一步从订单侧给东盟制造业出口带来压力，进而对国内中间品出口造成影响。我们认为下半年对东盟的出口将在目前东盟经济较好的预期下继续保持当前的体量，但是在外部需求减弱的影响下并没有更多继续冲高的支撑，再次出现像上半年一样亮眼数据的可能性不高。反而需要警惕全球粮食价格上行和能源危机带来的黑天鹅影响。

图表 20：越南是最大的贸易伙伴



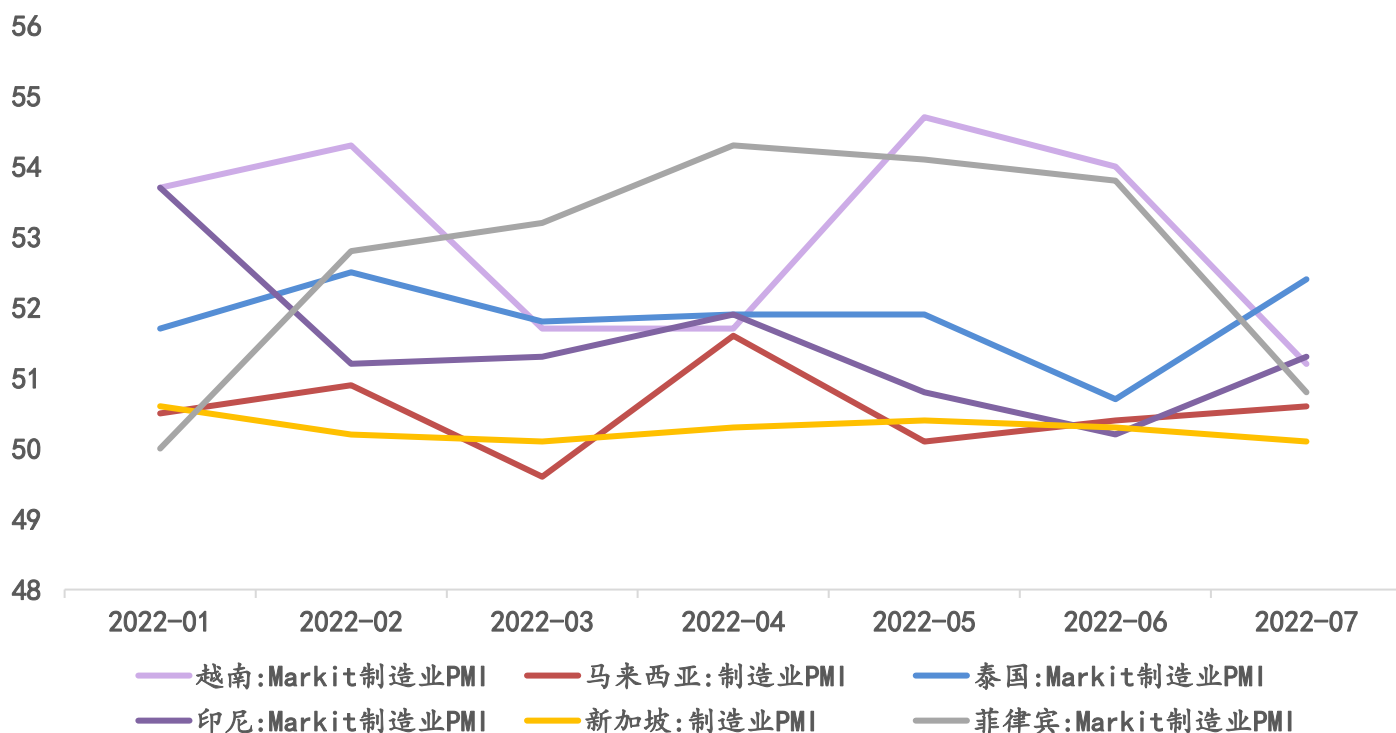
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 21：中间品是东盟的主要进口



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 22: 东盟出现了 PMI 的分化



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

5、增速测算：下半年在 7%左右，全年在 10%左右

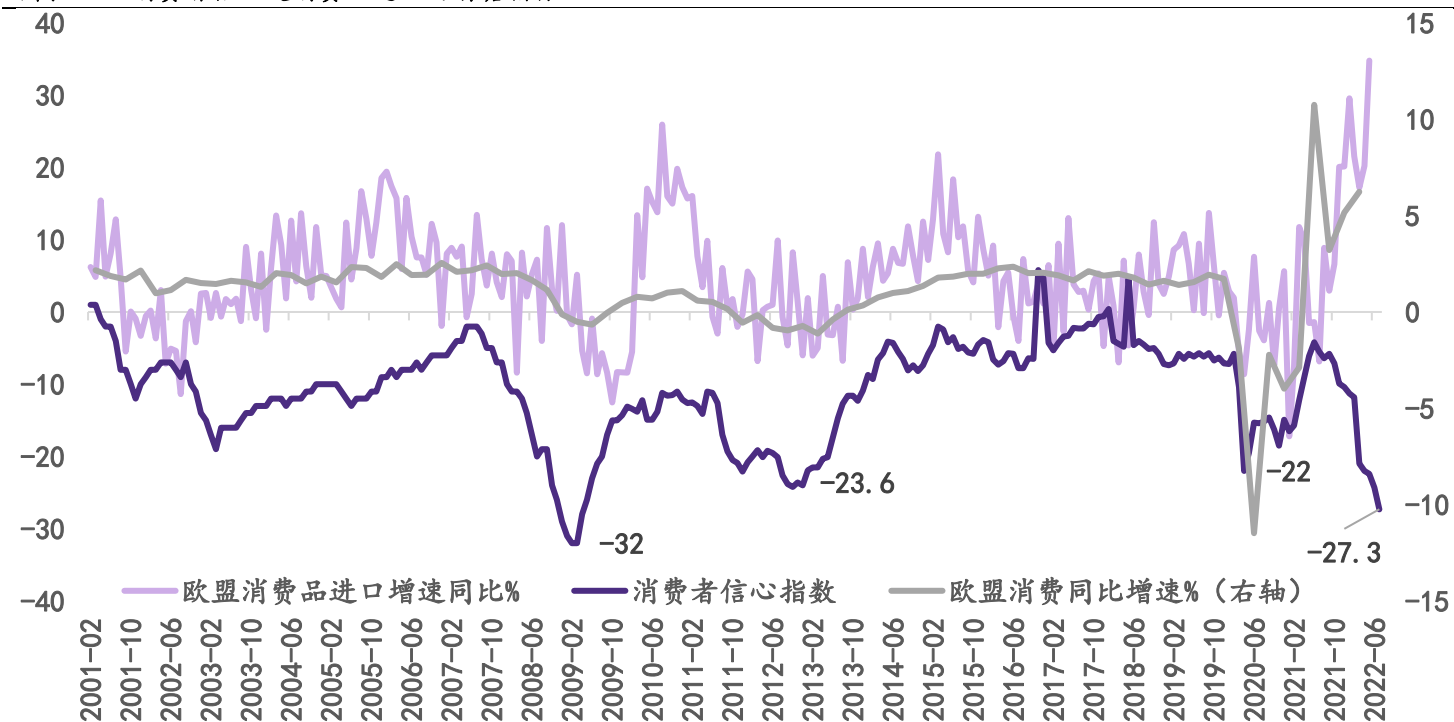
下面我们将通过回顾历史相同时期的表现，判断主要的三大贸易伙伴下半年的出口增速变化，从而推导整体出口额的趋势。

从欧盟的角度来说，因为季度更新的消费数据比较慢，因此我们选择消费者信心指数来判断下半年对欧盟消费品出口。从趋势上看，消费者信心指数在 2021 年 7 月份触顶回落，其与消费品进口往往有两个季度的时差，叠加当前高通胀高电价的环境，我们认为对欧盟的消费品出口会在下半年加速回落。从回落的程度上来说，2008 年次贷危机导致欧盟消费品进口增速同比减少了 12.5%，欧债危机则是导致消费品进口增速同比减少到了 6%。当前消费者信心指数已经低于欧债危机，且居民消费环境进一步恶化，但还达不到次贷危机的程度，因此我们预计对欧盟的消费品出口最低同比增速将达到负 8%-10%左右，8-12 月平均同比增速预计在负 1.2%-3%的范围。

从中间品的角度来说，欧盟中间品进口在衰退时期的表现在出口时差的影响下往往分为两个阶段，先是增速的持平：2008 年三季度欧盟 PMI 从 50%来到 46.67%，出口品同比增速依然维持在相对高度，同比增速从第二季度的 21%上升到了 23%；次贷危机时 PMI 从 54.87%跌到 49.3%，中间品的出口增速从上季度的 21%降低到了 19%。第二阶段则是增速的快速回落，2008 年四季度同比增速 0.33%，2011 年四季度同比增速 8.13%。当前欧盟 PMI 已经连续两个月处于 50%以下（7 月份 49.8%，8 月份 49.6%），且能源危机对生产的直接影响将继续拖累 PMI 走低，因此我们预计三季度对欧盟中间品出口金额同比增速仍有所支撑，维持

在 15%左右的水平，而四季度则会开始体现能源危机的影响，预计中间品出口增速将降低到 0%左右，下半年平均增速维持在 7.5%。综合来看，预计下半年对欧盟的出口金额将保持在 5.2%的左右。

图表 23：消费者信心是消费品进口的前瞻指标



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 24：根据 PMI 和中间品出口的历史规律，可以推断出下半年对欧中间品增速

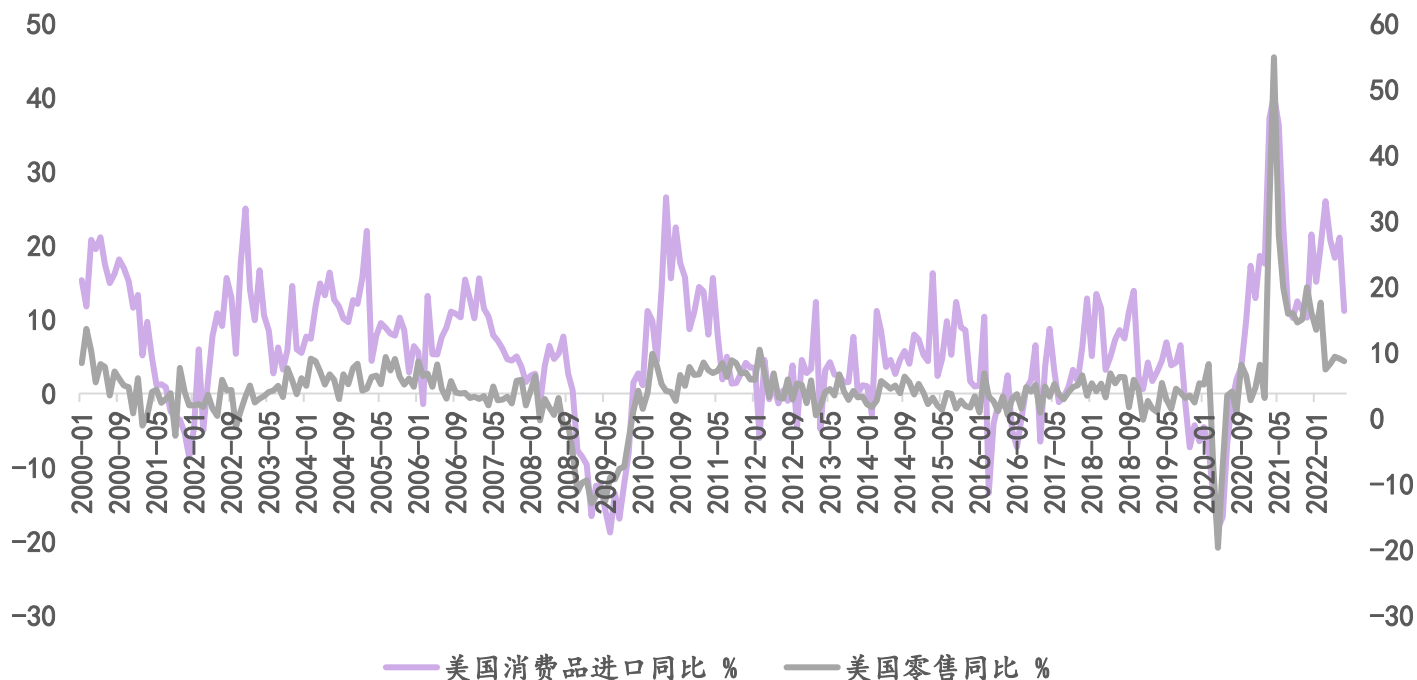
次贷危机	中间品出口增速%	欧盟PMI
2008年6月	21.18%	50.17
2008年9月	23.66%	46.67
2008年12月	0.33%	36.87
欧债危机		
2011年6月	21.15%	54.87
2011年9月	19.93%	49.30
2011年12月	8.13%	46.80
2012年3月	-1.61%	48.50
2019年衰退		
2018年12月	9.63%	51.73
2019年3月	9.88%	49.10
2019年6月	2.23%	47.73
2019年9月	2.92%	46.40
2019年12月	0.21%	46.37
2022年能源危机		
2022年3月	32.66%	57.80
2022年6月	20.22%	54.07
2022年9月	15.00%	49.00
2022年12月	0.00%	46.00

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

对美国的消费品出口，我们也可以用同样的逻辑推算，将消费品的出口与零售数据相对应，中间品出口与美国制造业 PMI 相对应，从而推断出下半年对美出口增速。从消费品的角度来看，零售数据的快速下行往往伴随着消费品进口增速的转负：2000 年互联网泡沫时期销售同比增速从 7% 降低到了 1%，消费品进口增速也从 19% 降低到了 9%。平均零售增速降低 1 个百分点将带动消费品进口增速降低 1.9 个百分点，下半年来说，美国销售数据在加息推进通胀持续以及去年高基数的影响下进一步走低，预计同比增速将来到 0% 左右，叠加当前销售库存的高位，预计下半年对美消费品同比增速降低到 6% 左右。

从中间品的角度来看，美国 PMI 的走势与中间品进口呈现正相关关系，每当出现 PMI 的连续回落（每季度下降超过 2%）时就会相对应的出现中间品出口的增速下滑（5% 左右），当前美国 PMI 已经连续两个季度大幅走低，在商品需求收缩的影响下，下半年制造业 PMI 将延续下行的趋势，从而带动中间品出口的下行。中国在 2022 年一季度对美中间品出口增速为 18%，二季度为 14%，预计下半年中间品同比增速在 5% 左右，全年增速 11%，整体来看下半年对美出口增速预计在 5.5% 左右。

图表 25：零售数据的下行带动消费品进口的走低



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

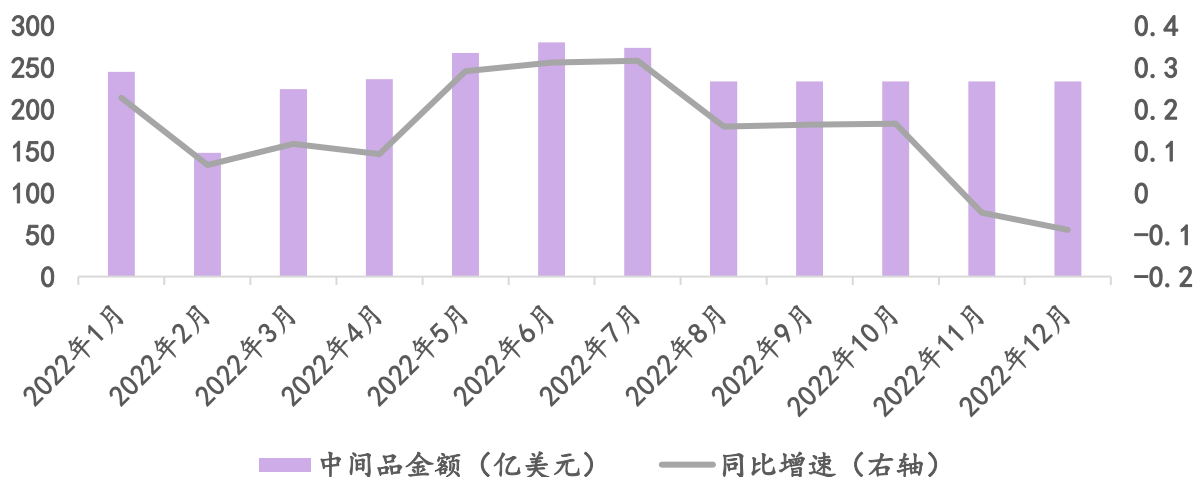
图表 26：当前美国已经出现连续的 PMI 走低，将带动中间品金额下行

互联网泡沫 PMI 变动%		美国中间品进口增速%
2000-06	-2.70	38.19
2000-09	-2.40	31.58
2000-12	-3.67	24.47
2001-03	-4.53	13.25
2004 年美经济扩张周期		
2004-09	-2.23	34.01
2004-12	-2.03	47.48
2005-03	-0.73	30.03
2005-06	-4.03	24.62
次贷危机后的弱复苏		
2011-06	-2.73	28.94
2011-09	-3.50	27.72
2019 年衰退		
2018-12	-2.63	5.98
2019-03	-1.73	-6.48
2019-06	-3.17	-7.37
2019-09	-2.83	-13.63
		中国对美中间品出口增速%
2022-03	-2.47	18.46
2022-06	-2.93	14.17

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

对东盟的出口主要是以中间品为主，因此全球的需求和东盟的需求息息相关，进而影响到国内对于东盟的出口。当前海外激进加息抑制需求，这会给东盟制造业出口带来压力。但同时当前东盟经济仍处于相对强劲的区间，IMF 也上调了对于东盟国家的经济预期。同时在 RCEP 的作用下，我们认为中国-东盟的贸易额有一定的支撑，但在世界需求缩水的情况下将不会有冲高的动力，预计下半年出口额将与上半年平均量持平，在去年高基数的影响下，下半年国内对东盟出口将维持在 9.6% 的平均增速。

图表 27: 东盟出口金额下半年预计走平, 整体增速维持在相对高位



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

综合来看, 从主要的贸易伙伴的角度, 下半年国内出口将在量价齐跌的逻辑下出现一定下行, 其中对美国和欧盟的出口预计将在多方因素的压制下会持续走低, 下半年出口同比增速分别回落至 5.6%和 5.45%。东盟则是仍会保持当前的当量, 但是也并没有太多的冲高动能, 预计全年维持在 10%左右。总体来说下半年出口增速将保持在 7%左右。全年保持在 10%左右, 对经济的贡献度再次提升至 50%左右。

6、风险提示

- (1) 能源危机进一步恶化
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 地缘政治风险再起

■ 宏观策略组介绍

谭倩: 11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹: 经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置（宏观）、产业政策与行业配置（中观）、全球资金流动追踪与市场风格判断（微观），全方位挖掘市场机会。

朱珠: 会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

周灏: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁: 金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

张帆: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。