

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

外需走弱拖累出口的逻辑不变

2022年9月8日

- **出口增速下滑在于外需走弱的变化。**8月全球摩根大通综合 PMI 为 2020 年 7 月以来首次跌入收缩区间, 外需进一步走弱导致我国对外出口受到一定冲击。从贡献度上看, 东南亚对出口的贡献度仍然较高, 但欧盟和美国对出口的贡献度继续走弱, 需要注意的是, 美国对出口的贡献度年内首次转为负数, 可见对美国出口增速的下滑拖累整体出口增速。分类别看, 与 7 月增速相比, 除成品油、肥料和稀土外, 其余重点出口商品的同比增速均出现回落。多数出口商品同比增速较 7 月下降的主要原因: 一是海外整体需求走弱拖累多数出口商品增速。二是高温限电措施可能制约了部分企业的生产。受影响的产业主要集中在科技产业的上游原材料产业, 这可能会影响下游产业链以及相关产品的出口。
- **进口同比小幅增长是内需弱修复的表现。**第一, 8 月多点疫情散发, 抑制国内进口需求。8 月中下旬多地疫情散发, 疫情形势更加严峻。奥密克戎变异毒株 BA.2.76 的高传染性和传播速度, 扩大了疫情波及范围, 疫情的分散爆发使得居民消费、社会集团消费都受到一定的影响, 内需下滑拖累了进口需求。第二, 分产品看, 一方面, 工业需求缩减拖累铁矿砂和原油进口。另一方面, 高温限电拉动煤及褐煤进口。煤与褐煤等与能源相关的产品进口增加较多, 与国内的高温限电密不可分。此外, 美妆化妆品、纺织纱线等进口同比下降也是消费需求萎缩的体现。总体而言, 受到疫情和高温限电影响, 上游工业需求和居民消费需求都有缩减。
- **重申外需走弱拖累出口的逻辑不变, 预计出口在四季度将面临中枢下移压力。**在我国的主要出口贸易伙伴中, 欧美的 PMI 自今年五月以来, 都进入了明显的下行通道, 进一步向荣枯线去靠拢。在美国因抗通胀继续加息、多重风险拖累欧洲经济复苏的背景下, 我们认为外需走弱拖累出口的逻辑没有发生变化。在外需继续走弱和四季度出口高基数的影响下, 我们认为四季度的出口同比增速会面临趋势回落的压力。虽然 8 月中旬以来人民币对美元加速贬值可能会影响出口增速的局部变化, 但从 9 月央行下调外汇存款准备金以稳汇率的角度来看, 央行稳汇率的工具众多, 汇率贬值失控的局面很难出现。汇率的短期贬值可能并不足以扭转出口的趋势性回落, 而是影响出口增速回落的斜率。我们认为, 受汇率贬值和疫情修复的反弹影响, 9、10 月的出口增速下行空间可能有限。而 11 月的出口基数较高, 后续出口增速的低点可能会出现在 11 月, 12 月出口增速或再反弹, 四季度整体可能呈 V 型反转形态, 年末的当月出口增速大概率在 3% 左右的水平波动。
- **风险因素:** 国内疫情再度反弹, 东盟景气度超预期等。

目录

一、出口增速下滑在于外需走弱的变化	3
二、进口同比小幅增长是内需弱修复的表现	6
三、预计出口在四季度将面临中枢下移压力	7
风险因素	9

表目录

表 1: 8 月出口重点商品金额同比增速对比	6
表 2: 8 月进口重点商品金额同比增速对比	7

图目录

图 1: 主要目的地出口增速下滑, 美国尤为严重	3
图 2: 美国对我国的出口贡献度年内首次转负	4
图 3: 8 月美国商业零售销售偏离了前期的增长趋势	4
图 4: 8 月运价指数回落幅度较大	5
图 5: 国内生产与新订单 PMI 弱修复	7
图 6: 8 月中旬以来人民币对美元加速贬值	8
图 7: 欧美 PMI 进入下行通道	9
图 8: 预计出口在四季度将面临中枢下移压力	9

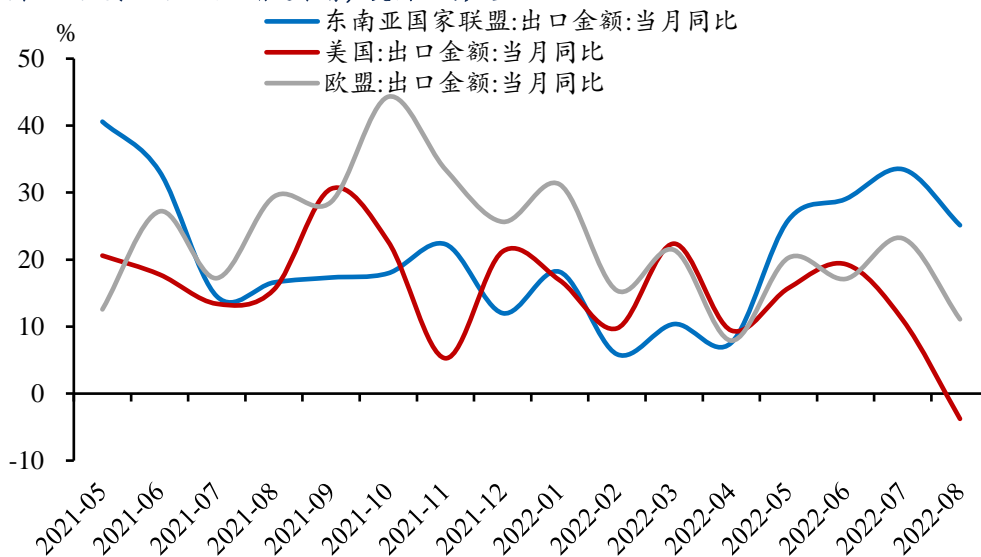
一、出口增速下滑在于外需走弱的变化

8月出口金额(美元计价)同比增速为7.1%，与7月增速相比下降了10.9个百分点；出口环比变化继续下降，跌入负区间，环比增速为-5.42%。

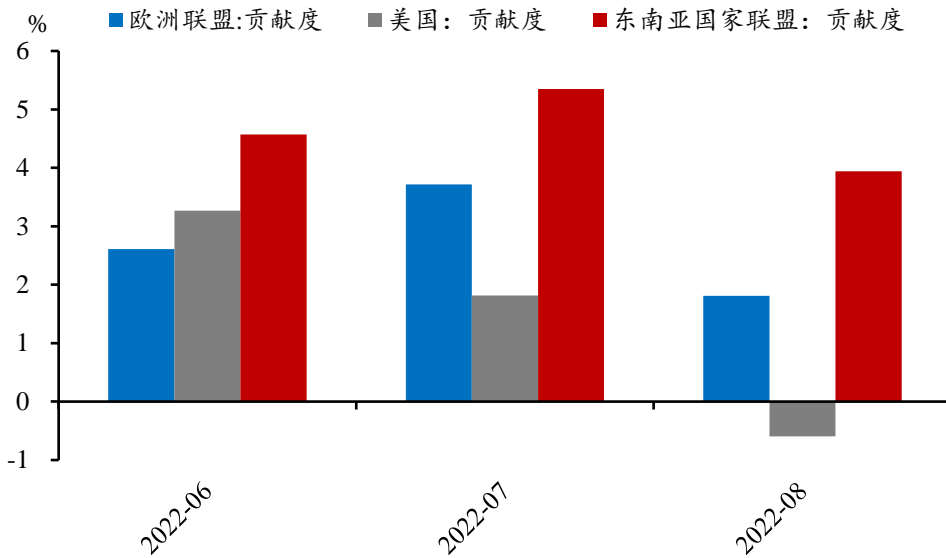
第一，美国对我国出口贡献度年内首次转负数，拖累出口同比下滑。8月出口同比增速7.1%，远低于市场预期的13.5%。出口表现走弱主要是受到外需走弱的影响。从外需看，8月全球摩根大通综合PMI进一步下滑至49.3%，为2020年7月以来首次跌入收缩区间，外需进一步走弱导致我国对外出口受到一定冲击。分国别看，8月我国对东盟、美国、东盟出口同比增速皆较上月下降，其中，对欧美出口减速较快。8月我国对东盟出口同比增速为25.13%，是主要贸易伙伴中同比增速最高的地区，这继续支撑我国出口。从贡献度上看，东南亚对出口的贡献度仍然较高，但欧盟和美国对出口的贡献度继续走弱，需要注意的是，美国对出口的贡献度年内首次转为负数，可见对美国出口增速的下滑拖累了整体出口增速。从美国零售销售数据上看，8月美国的红皮书商业零售销售数据同比也偏离了前期的增长趋势。

第二，外贸运输需求增长放缓，市场运价高位回落。外需走弱的变化也部分体现在了运价指数的下降上。航运价格指数上，自8月份以来，CCFI运价指数大幅回落，进入下行通道，且下降斜率陡峭。具体而言，8月中国出口集装箱综合运价指数(CCFI)平均值为3033.60点，较上月平均值下跌了6.4%，而上海出口集装箱综合指数(SCFI)平均值为3471.62点，较上月平均下跌14.5%。此外，波罗的海干散货指数BDI仍处于今年五月中下旬以来构筑的下降通道，从8月初到8月底为止其下降幅度近50%，目前仍处于相对的低位。

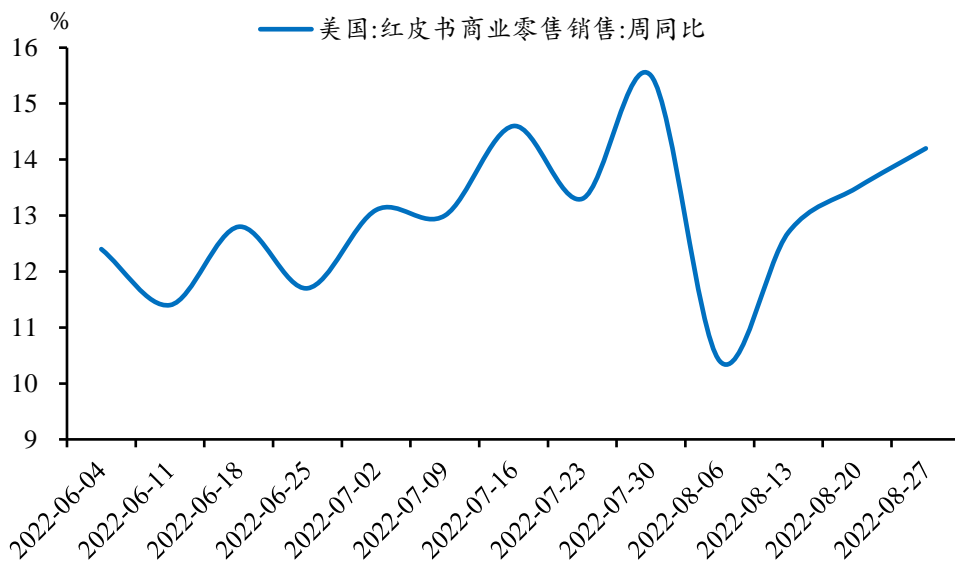
图 1：主要目的地出口增速下滑，美国尤为严重



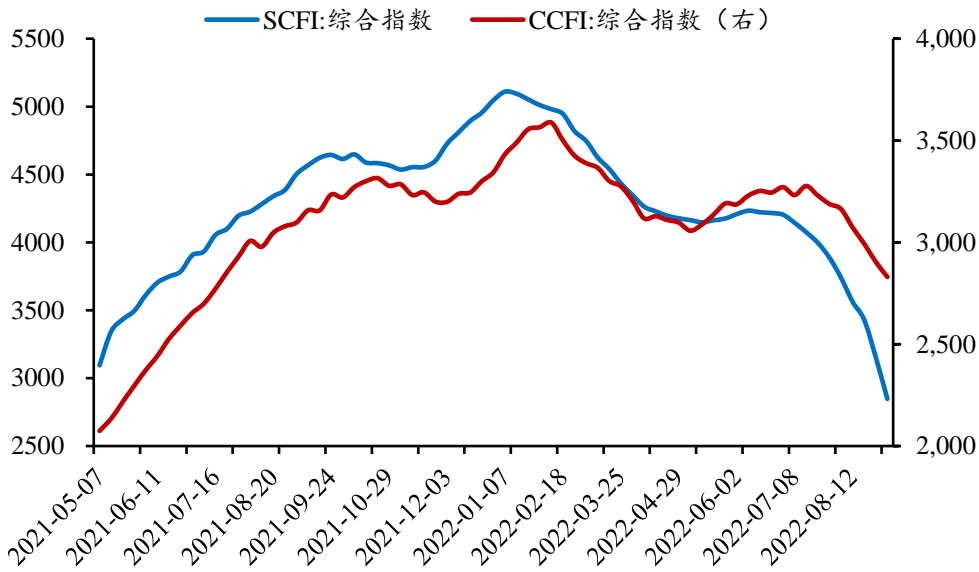
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：美国对我国的出口贡献度年内首次转负


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：8月美国商业零售销售偏离了前期的增长趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：8 月运价指数回落幅度较大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，8 月多数出口商品增速较 7 月回落，机电和高新技术产品对出口增速的拖累尤其严重。与 7 月增速相比，8 月出口重点商品金额的同比增速几乎全部回落。其中，高新技术产品继续上月的回落趋势，增速跌入负区间。机电也没能延续 7 月两位数的增长趋势，出口金额同比增速回落至 4.3%。多数出口商品金额同比增速下降的主要原因：一是海外整体需求走弱拖累多数出口商品增速，二是高温限电措施可能制约了部分企业的生产。今年多地出现高温现象，干旱的气候不仅导致水电发电量骤减，也直接拉高了用于降温的电力负荷。作为水电大省的四川，除了保安负荷外，对多个企业实施生产全停。受影响的产业主要集中在科技产业的上游原材料产业，这可能会影响下游产业链以及相关产品的出口。目前，全国除四川外还有黑龙江、辽宁等地也下达了限电令，影响范围较广。

第四，出口商品最大的结构性亮点是成品油，但其出口高增的本质还是价格支撑。从出口结构上看，8 月出口金额同比变化超 7 月增速表现的分项并不多，其中，成品油、肥料和稀土的 8 月出口金额同比增速都较 7 月进一步增加，其中，成品油出口金额同比变化尤其亮眼，同比增速为 134.24%。与去年同期相比，成品油出口量价齐升，但出口增速高增的主要贡献在于价格。而肥料和稀土与去年同期相比，则为量跌价涨，产品价格也支撑了这两项的出口金额同比增速变化。

表 1：8 月出口重点商品金额同比增速对比

	出口金额当月同比 (2022-08)	出口金额当月同比 (2022-07)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	4.30	13.20	-8.90	56.17
高新技术产品	-3.88	2.60	-6.48	24.43
服装及衣着附件	5.04	18.50	-13.46	5.87
纺织纱线织物及其制品	-0.27	16.20	-16.47	3.97
钢材	32.59	41.50	-8.91	3.07
塑料制品	3.24	20.60	-17.36	2.87
农产品	19.22	29.00	-9.78	2.65
家具及其零件	-12.70	-1.90	-10.80	1.73
鞋靴	16.37	37.50	-21.13	1.73
玩具	2.20	28.20	-26.00	1.67
箱包及类似容器	23.97	41.50	-17.53	1.01
成品油	134.24	37.30	96.94	1.57
未锻轧铝及铝材	21.14	58.90	-37.76	0.67
陶瓷产品	-0.54	11.70	-12.24	0.88
肥料	23.80	-25.20	49.00	0.44
稀土	80.71	43.90	36.81	0.03
中药材及中式成药	2.35	4.46	-2.11	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

二、进口同比小幅增长是内需弱修复的表现

8 月进口金额（美元计价）同比增长 0.3%，环比增长 1.65%，与 8 月产、需 PMI 反映出的内需弱修复相一致。

第一，8 月多点疫情散发，抑制国内进口需求。8 月中下旬多地疫情散发，疫情形势更加严峻。对比一下 7、8 月的疫情，7 月全国新增确诊病例是 0.39 万，8 月新增确诊病例变成了近 1.4 万。近期疫情大多与奥密克戎变异毒株 BA.2.76 有关，而 BA.2.76 毒株的高传染性和传播速度扩大了疫情波及范围，疫情的分散爆发使得居民消费、社会集团消费都受到一定的影响，内需出现一定程度的下滑，国内消费需求疲软拖累了进口需求。而 8 月制造业的生产和新订单指数仍处于收缩区间，但新订单指数有所回升表明需求仍处于弱修复状态，收缩的速度正在放缓。

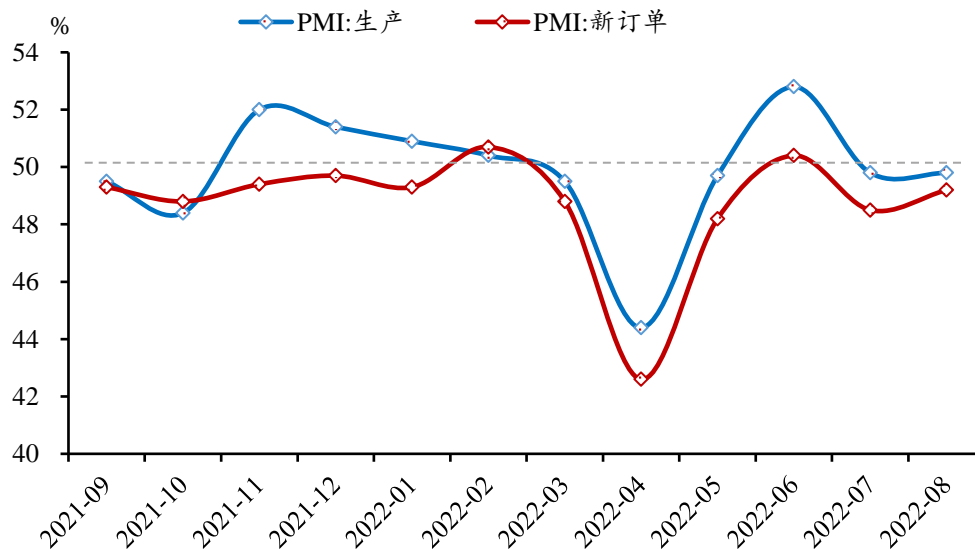
第二，分产品看，工业需求缩减拖累铁矿砂和原油进口，高温限电拉动煤及褐煤进口。在 8 月进口分项中，一方面，工业需求缩减拖累铁矿砂和原油进口金额同比增速。原油、铁矿砂及其精矿、成品油 8 月进口金额同比增速均较 7 月走弱，分别比 7 月少了 9.55、9.61、2.88 个百分点，8 月初级塑料进口金额同比增速也下滑至 -13.32%，我们认为这背后的原因可能是国内的工业需求缩减。另一方面，高温限电拉动煤及褐煤进口金额同比增速。煤与褐煤等与能源相关的产品进口金额同比上涨，或与国内的高温限电密不可分。另外，美妆化妆品进口金额同比下降 10.12%，纺织纱线等进口金额同比下降超 30%，也是消费需求萎缩的体现。总体而言，受到疫情和高温限电影响，上游工业需求和居民消费需求都有缩减。

表 2：8 月进口重点商品金额同比增速对比

进口重点商品	进口金额当月同比		同比增速差值	当月金额占比
	(2022-08)	(2022-07)		
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-9.30	-8.30	-1.00	37.98
高新技术产品	-7.90	-7.20	-0.70	27.98
原油	37.50	77.30	-39.80	12.25
农产品	8.80	12.90	-4.10	8.72
铁矿砂及其精矿	-4.10	-24.10	20.00	5.15
未锻轧铜及铜材	0.30	6.90	-6.60	2.29
铜矿砂及其精矿	-4.10	15.10	-19.20	2.24
天然气	27.20	48.90	-21.70	2.05
初级形状的塑料	-4.30	-0.30	-4.00	2.08
医药材及药品	4.00	24.30	-20.30	1.88
煤及褐煤	28.20	87.20	-59.00	1.30
美容化妆品及洗护用品	0.90	-4.30	5.20	0.76
纸浆	-1.40	-3.80	2.40	0.77
成品油	-9.80	26.50	-36.30	0.63
原木及锯材	-24.08	-2.75	-21.33	0.61
钢材	-4.20	-12.10	7.90	0.59
纺织纱线、织物及制品	-34.20	-8.00	-26.20	0.47
天然及合成橡胶(包括胶乳)	10.90	4.40	6.50	0.44
肥料	114.60	101.90	12.70	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 5：国内生产与新订单 PMI 弱修复


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、预计出口在四季度将面临中枢下移压力

我们重申外需走弱拖累出口的逻辑不变。我国的主要出口贸易伙伴中, 欧美的 PMI 自今年五月以来, 都进入了明显的下行通道, 进一步向荣枯线去靠拢。其中, 欧元区制造业 PMI 已经连续两个月低于荣枯线, 在收缩区间徘徊;

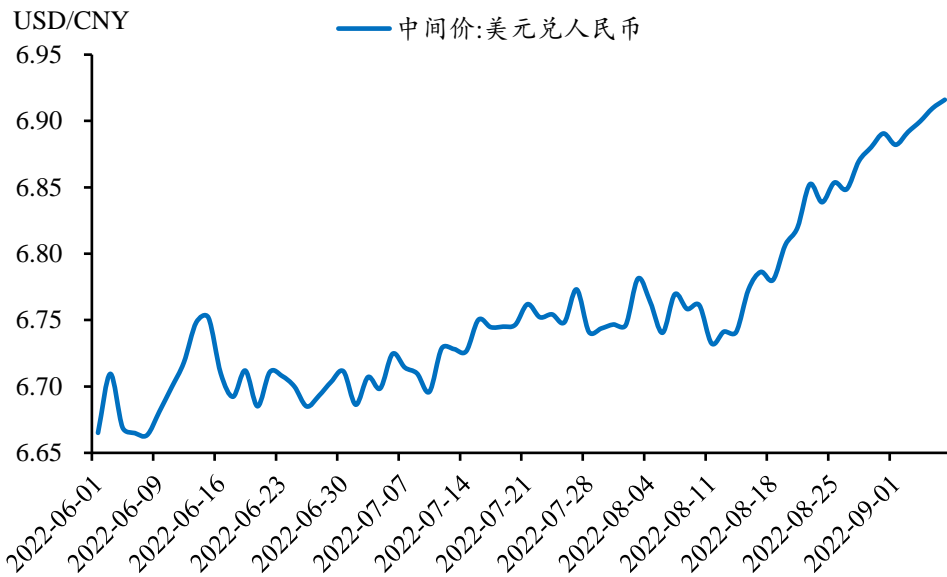
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

而 8 月美国制造业 PMI 与 7 月持平，未出现进一步好转。再加上鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上释放了鹰派信号，我们认为美国可能会为抗通胀继续加息，以致其不得不直面衰退的风险。而欧洲地区高温天气加剧能源紧张，通胀水平或将继续高位徘徊，多重风险也会拖累欧洲地区的经济复苏。我们认为，在全球景气度逐步回落的背景之下，外需走弱拖累出口的逻辑仍没有发生变化。

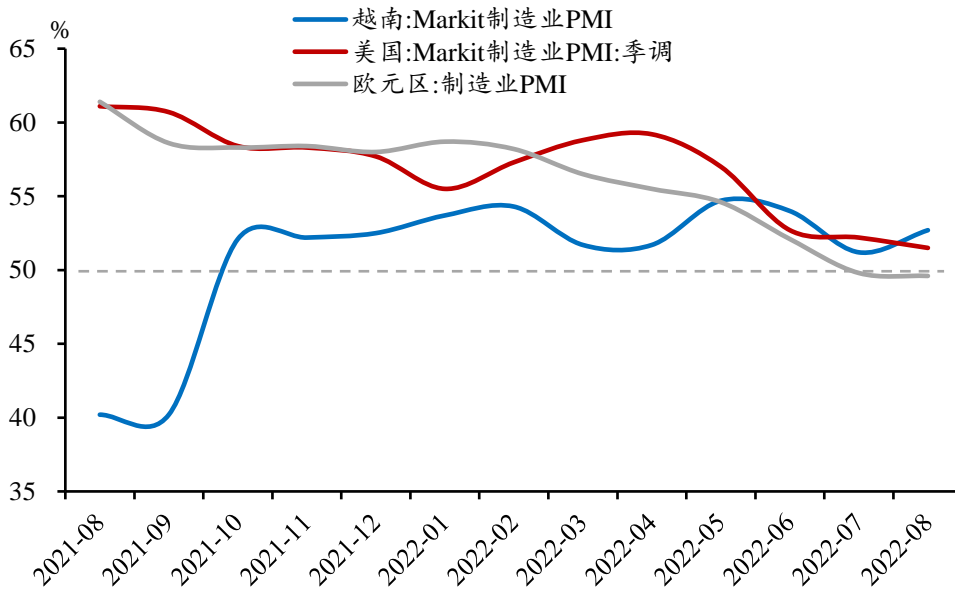
预计出口在四季度将面临中枢下移压力。在外需继续走弱和四季度出口高基数的影响下，我们认为四季度的出口同比增速会面临趋势回落的压力。虽然 8 月中旬以来人民币对美元加速贬值，这可能会影响后续出口增速的局部变化，但从 9 月央行下调外汇存款准备金以稳汇率的角度来看，央行稳汇率的工具众多，汇率贬值失控的局面很难出现，我们认为汇率的短期贬值可能并不足以扭转出口的趋势性回落，而是影响出口增速回落的斜率。

我们认为，受汇率贬值和疫情修复的反弹影响，9、10 月的出口增速下行空间可能有限。而 11 月的出口基数较高，后续出口增速的低点可能会出现在 11 月，12 月出口增速或再反弹，四季度整体可能呈 V 型反转形态，年末的当月出口增速大概率在 3% 左右的水平波动。

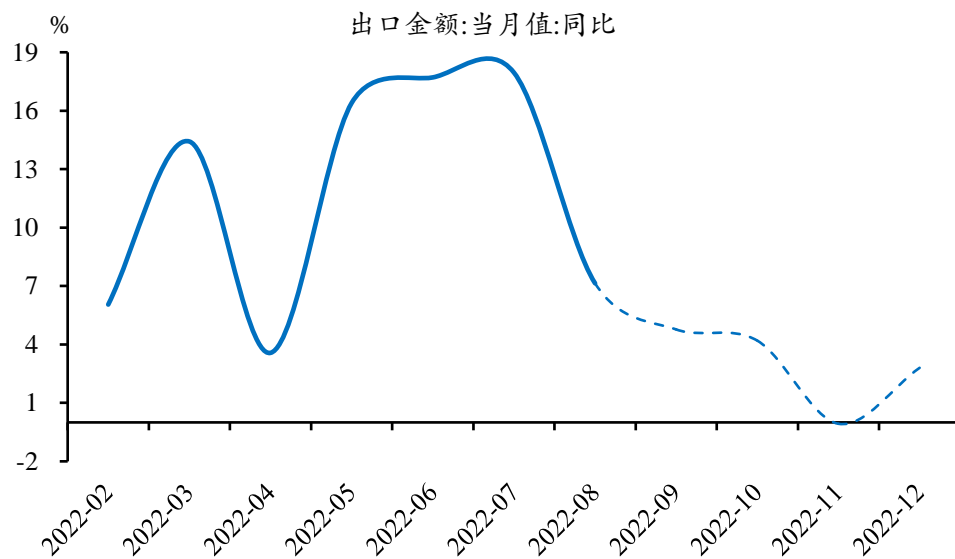
图 6：8 月中旬以来人民币对美元加速贬值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：欧美 PMI 进入下行通道


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：预计出口在四季度将面临中枢下移压力


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 虚线为预测值

风险因素

国内疫情再度反弹，东盟景气度超预期等。

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。