

出口短期承压 进口有望修复

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2022年09月12日

投资摘要:

每周一谈:

贸易顺差增速放缓。8月当月贸易顺差794亿美元，环比下降21.6%，同比增速34.1%，较7月下降47.4个百分点。

出口增速承压。8月当月出口金额3149亿美元，环比下降5.4%，同比增长7.1%，较7月下降10.8个百分点。

- ◆ **对香港、台湾和美国出口拖累整体增速。**8月当月对香港、台湾和美国出口金额分别同比下降22.5%、5.5%和3.8%，共拉低出口增速3.0个百分点。考虑以下原因：对台湾的贸易制裁措施；对香港出口金额占比较高的深圳8月受疫情影响严重。除阶段性不利因素外，全球需求疲软的基本面预计将对我国的出口贸易造成长期影响，其中对美国的出口贸易多通过香港进行转口，体现为对香港出口增速走低。
- ◆ **预计出口贸易将短期承压。**波罗的海干散货指数和集装箱指数高频数据显示全球贸易景气度不高，叠加OECD领先指标今年以来持续走低，受需求端影响预计未来我国出口压力将逐步显现。

内需修复有望为进口增速提供上行动力。8月当月进口金额2355亿美元，环比增长1.7%，同比增速0.3%，较7月下降2.0个百分点。

- ◆ **需求边际改善。**进口增速自年初回落后保持低位，8月末制造业PMI及社融扩张均超季节性，其中，产成品库存PMI指数下降，新订单、原材料库存、原材料价格PMI小幅提升，符合“被动去库存”特征；社会融资规模存量增速高于去年同期，企业部门人民币中长期贷款同比多增2138亿元。
- ◆ **综合来看，PMI和社融数据传递需求端修复信号，**如能得后续经济数据确认，则未来进口增速有望脱离底部。

增长动力转换值得关注。今年以来进出口价格指数持续高于数量指数，或因国外的高通胀环境以及持续的供给冲击，价格已成为对进出口增速的主要拉动力量。在以价格为主要驱动因素的增长逻辑下，国外物价波动对进出口增速的影响将被放大。后续需重点关注美国、欧洲等主要经济体货币政策的实施情况以及上游原材料的价格变动。

下阶段应重点关注承接上下游的中游制造业，PMI显示中游企业库存周期的有利轮转。

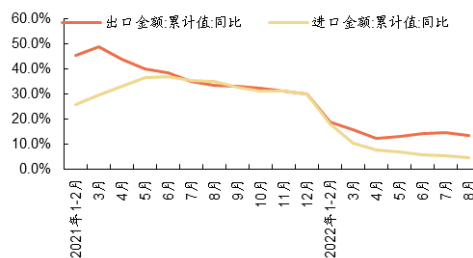
风险提示：汇率不利变动、疫情封控

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

进出口累计值同比增速



资料来源：wind，申港证券研究所

内容目录

1. 每周一谈：8月进出口数据点评.....	3
1.1 贸易顺差增速放缓.....	3
1.2 出口增速承压，进口有望修复.....	3
1.3 增长动力转换值得关注.....	5
2. 8月经济数据点评.....	5
2.1 PMI 显示景气度修复.....	5
2.2 社融总量、结构改善.....	6
2.3 流动性保持稳定，货币活性有待提升.....	6

图表目录

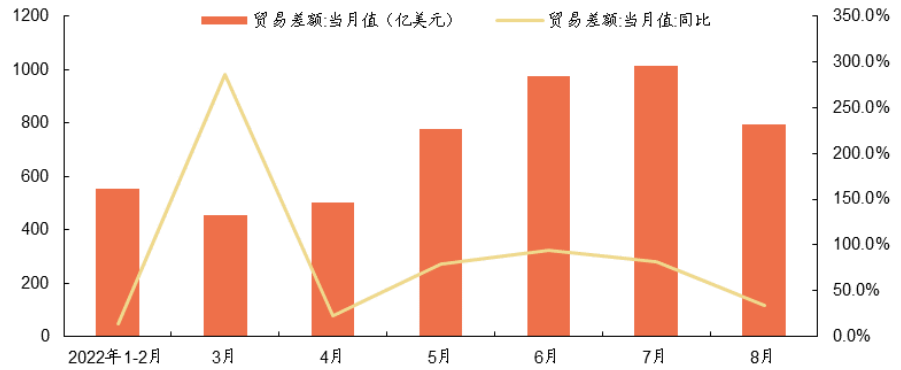
图 1： 2022 年贸易顺差及增速.....	3
图 2： 出口金额当月值和累计值同比增速.....	3
图 3： 进口金额当月值和累计值同比增速.....	3
图 4： 主要国家和地区出口增速拉动点数.....	4
图 5： OECD 领先.....	4
图 6： 波罗的海干散货指数 (BDI).....	4
图 7： 出口、进口集装箱运价指数 (CCFI、CICFI).....	4
图 8： 制造业 PMI 走势.....	4
图 9： 社会融资规模存量同比增速.....	4
图 10： 出口价格指数与数量指数.....	5
图 11： 进口价格与数量指数.....	5
图 12： 制造业 PMI 及历史均值.....	5
图 13： 非制造业 PMI 及历史均值.....	5
图 14： PMI:出厂价格、PMI:采购量.....	6
图 15： PMI:新订单、PMI:产成品库存.....	6
图 16： 社融分项-当月新增.....	6
图 17： 人民币贷款分项-当月新增.....	6
图 18： 社融分项-当月新增.....	7
图 19： 人民币贷款分项-当月新增.....	7

1. 每周一谈：8月进出口数据点评

1.1 贸易顺差增速放缓

当月贸易顺差规模环比下降，增速自高位回落。8月当月贸易顺差794亿美元，环比下降21.6%，同比增速34.1%，较7月下降47.4个百分点（图1）。

图1：2022年贸易顺差及增速

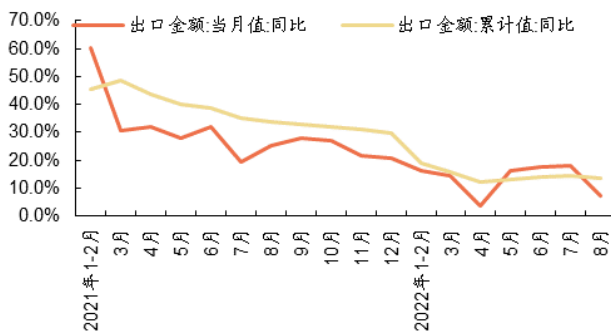


说明：由于春节原因对1、2月贸易金额取均值计算，下同。资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 出口增速承压 进口有望修复

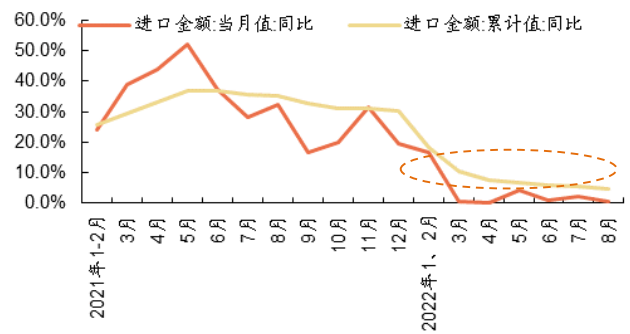
进出口金额增速较上月回落，进口金额环比小幅增长。8月当月出口金额3149亿美元，环比下降5.4%，同比增速7.1%，较7月下降10.8个百分点（图2）；进口金额2355亿美元，环比增长1.7%，同比增速0.3%，较上月下降2.0个百分点（图3）。

图2：出口金额当月值和累计值同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

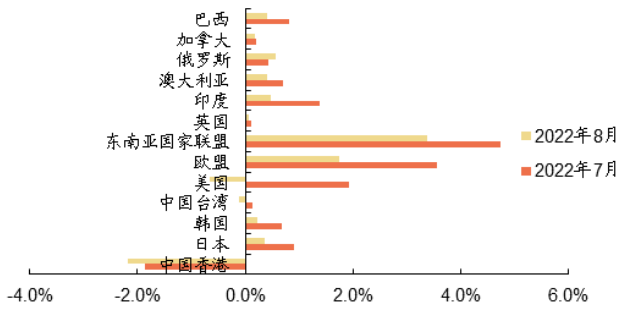
图3：进口金额当月值和累计值同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

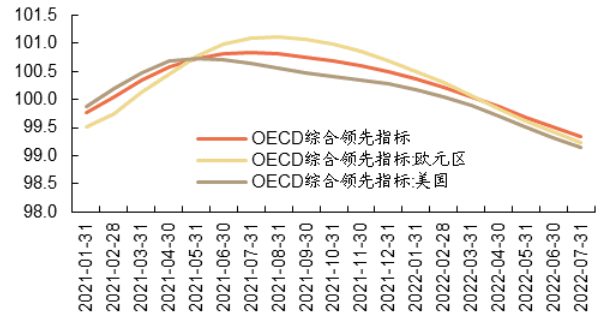
对香港、台湾和美国出口拖累整体增速。8月当月对香港、台湾和美国出口金额分别同比下降22.5%、5.5%和3.8%，共拉低出口增速3.0个百分点（图4）。考虑以下原因：对台湾的贸易制裁措施；对香港出口金额占比较高的深圳8月受疫情影响严重。除阶段性不利因素外，全球需求疲软的基本面预计将对我国的出口贸易造成长期影响（图5），其中对美国的出口贸易多通过香港进行转口，体现为对香港出口增速走低。

图4：主要国家和地区出口增速拉动点数



资料来源：Wind，申港证券研究所

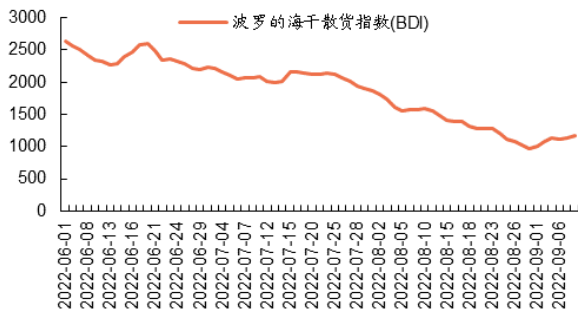
图5：OECD 领先



资料来源：Wind，申港证券研究所

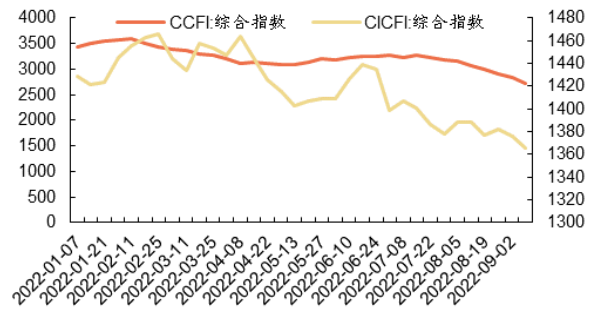
预计出口贸易将短期承压。高频数据显示全球贸易景气度不高（图6和图7），叠加OECD领先指标今年以来持续走低（图5），受需求端影响预计未来我国出口压力将逐步显现。长期来看，我国制造业在全球的优势地位不会动摇，出口增长的核心动力不变，人民币汇率的走低也将对出口形成一定的支撑。

图6：波罗的海干散货指数（BDI）



资料来源：Wind，申港证券研究所

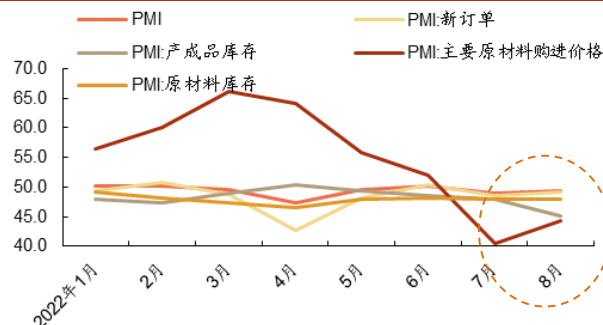
图7：出口、进口集装箱运价指数（CCFI、CICFI）



资料来源：Wind，申港证券研究所

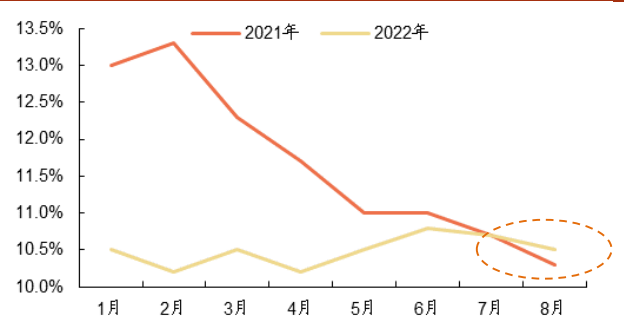
内需修复有望为进口增速提供上行动力。进口增速自年初回落后保持低位，8月末制造业PMI及社融扩张均超季节性，其中，产成品库存PMI指数下降，新订单、原材料库存、原材料价格PMI小幅提升（图8），符合“被动去库存”特征；社会融资规模（下称社融）存量增速高于去年同期（图9），企业部门人民币中长期贷款同比多增2138亿元。综合来看，PMI和社融数据传递需求端修复信号，如能得后续经济数据确认，则未来进口增速有望脱离底部。

图8：制造业PMI走势



资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：社会融资规模存量同比增速

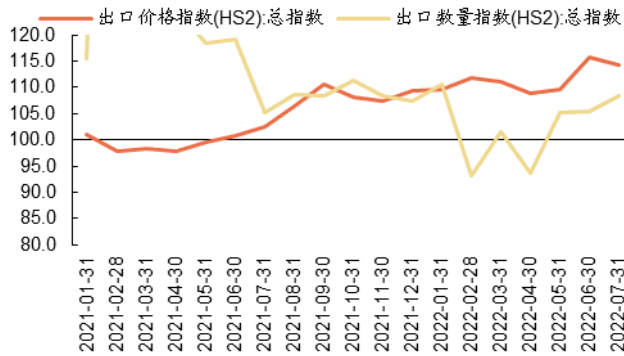


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 增长动力转换值得关注

贸易规模由“数量”驱动转换为“价格”驱动。今年以来进出口价格指数持续高于数量指数，或因国外的高通胀环境以及持续的供给冲击，价格已成为对进出口增速的主要拉动力量。在以价格为主要驱动因素的增长逻辑下，国外物价波动对进出口增速的影响将被放大。后续需重点关注美国、欧洲等主要经济体货币政策的实施情况以及上游原材料的价格变动。

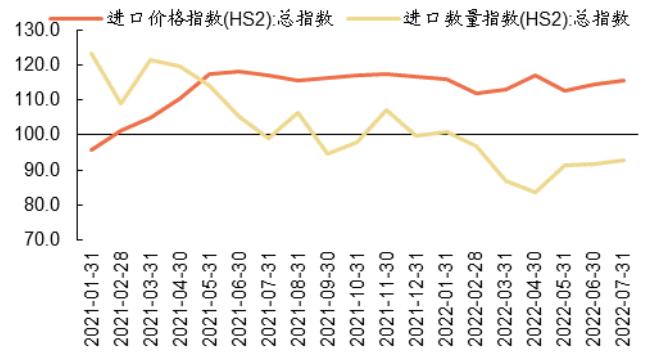
图10: 出口价格指数与数量指数



说明: 2020年2月为出口低点, 导致2021年2月数据异常, 未在图中显示。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 进口价格与数量指数



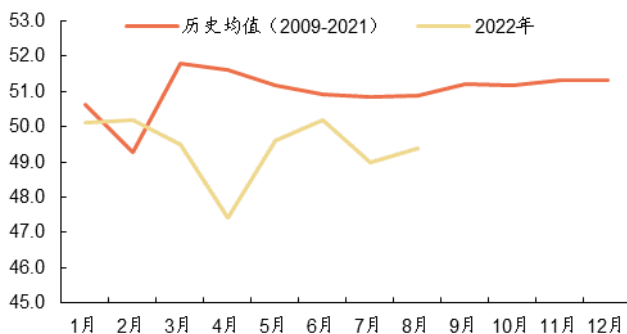
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 8 月经济数据点评

2.1 PMI 显示景气度修复

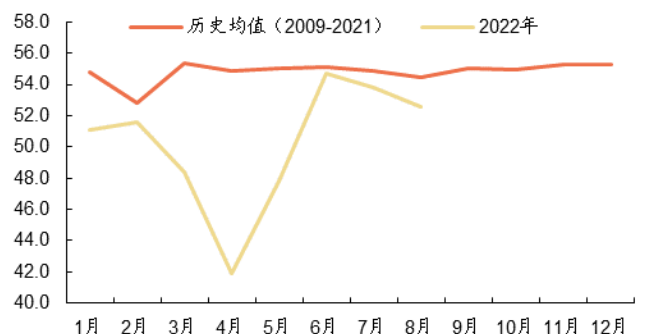
8月末制造业 PMI49.4 低于荣枯线但较7月提升 0.4(图 12), 非制造业 PMI52.6, 较7月下降 1.2, 变动超出历史趋势(图 13)。

图12: 制造业 PMI 及历史均值



资料来源: Wind, 申港证券研究所

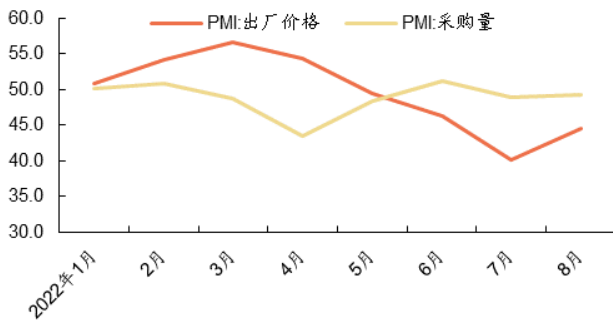
图13: 非制造业 PMI 及历史均值



资料来源: Wind, 申港证券研究所

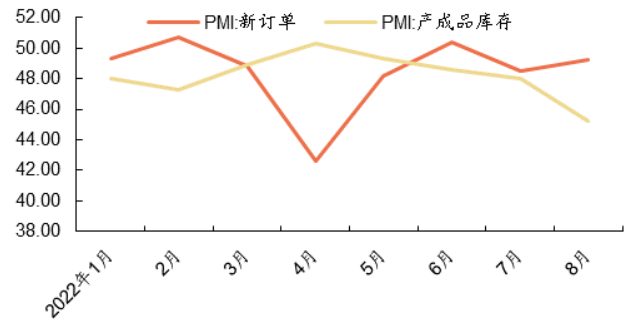
分项来看, 新订单、原材料库存、主要原材料购进价格 PMI 均环比提升(图 8), 出厂价格及采购量 PMI 上行(图 14)显示企业向上修复经营活动预期。新订单 PMI 和产成品库存 PMI 剪刀差在 8 月走阔, 需求好带动库存流转。

图14: PMI:出厂价格、PMI:采购量



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图15: PMI:新订单、PMI:产成品库存



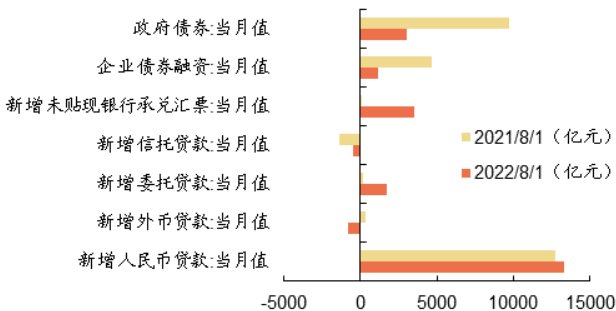
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 社融“质”“量”改善

8月末新增社融2.43万亿元,前值7561亿元,同比少增5593亿元,其中新增人民币贷款1.33万亿元,前值4088亿元,同比多增587亿元(图16)。存量社融增速10.5%,较去年同期提升0.2个百分点。

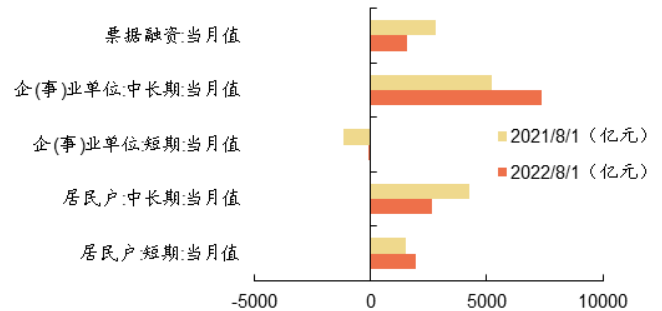
值得关注的是未贴现银行承兑汇票新增3485亿元,同比多增3385亿元。未贴现银行承兑汇票属于表外融资,期限较短,更多体现的是企业流动性管理的需求,同时作为开票担保的企业存款能为银行带来稳定负债,因此银行本身也有做大、冲量的动力。9月末为银行考核时点(数据10月初公布),较大增量的未贴现银行承兑汇票提供了票据融资的放量潜力。

图16: 社融分项-当月新增



说明: 外币贷款折合人民币。资料来源: Wind, 申港证券研究所

图17: 人民币贷款分项-当月新增



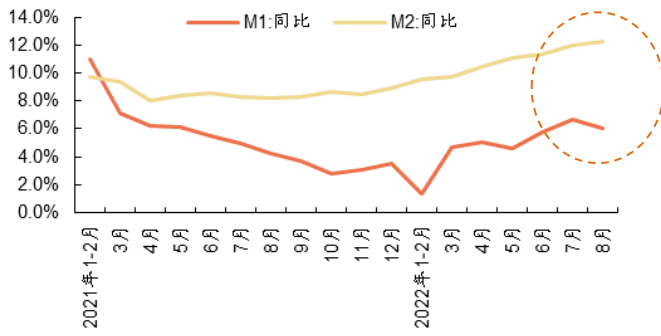
资料来源: Wind, 申港证券研究所

票据融资收缩,企业中长期贷款同比提升。8月新增票据融资新增1591亿元,前值3136亿元,同比少增1222亿元;企业中长期贷款新增7353亿元,前值3459亿元,同比多增2138亿元。在经历7月的低点后企业部门的生产融资需求有所提振。

2.3 流动性保持稳定 货币活性有待提升

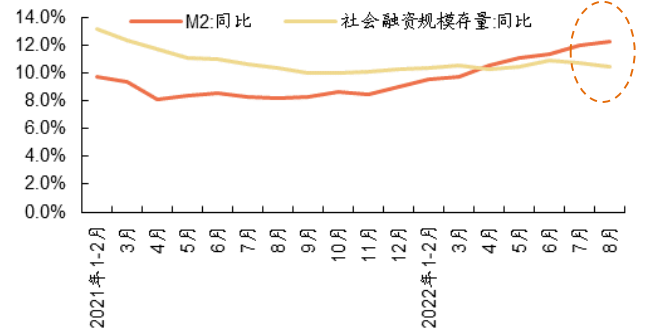
8月末M2同比增长12.2%,前值12.0%;M1同比增长6.1%,前值6.7%,M2增速-M1增速剪刀差有走阔趋势,货币活性弱化(图18)。社融增速-M2增速剪刀差为负,实体经济信贷需求弱于货币供给。

图18: 社融分项-当月新增



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图19: 人民币贷款分项-当月新增



资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上