研究所
证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人 : 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

出口金额年内或难以显著下行

——8 月贸易数据点评

相关报告

《8 月 PMI 数据点评：订单加速回落值得关注》——2021-08-31

《7 月工业企业利润数据点评：工业企业利润增速下行过程中的小反弹》——2021-08-31

《7 月财政数据点评：经济下行影响或已显现》——2021-08-22

《7 月经济数据点评：经济回落的原因不止是疫情》——2021-08-16

《《二季度货币政策执行报告》点评：如何理解降准后仍“稳字当头”的货币政策？》——2021-08-12

事件：

9 月 7 日，海关总署公布 8 月份中国以美元计价的货物贸易出口、进口增速分别为 25.6%（前值 19.3%）和 33.1%（前值 28.1%），超出市场一致预期，其中出口尤其明显。我们认为 PMI 出口订单因为大小企业的差异近期可能不能很好地代表出口的真实需求。部分地与德尔塔疫情在东南亚的肆虐有关，一些订单有继续向中国转移；叠加运力造成的订单和货物积压，我们预计四季度出口金额经季调有望保持平稳，同比增速的下行主要与基数有关，短期仍较维持较高景气。鉴于出口部门短期不会显著下行，我们推后关于降息的预测到明年一季度之后。

投资要点：

■ **出口增速高于预期，物流制约出口增长**

从经过季节调整的数据来看，中国的出口从今年 1-2 月份以来就在单月 2600-2800 亿美元的平台上下震荡，8 月出口数据较 7 月明显反弹，且创出新高处于这个平台的上限，很大程度上验证了我们关于 7 月出口下行更多受到台风因素的影响，并不能完全反映出基本面因素，判断出口已经出现趋势拐点为时过早的观点（《7 月贸易数据点评》）。

从近期的情况来看，大型企业的订单仍然比较充裕，虽然小型和小微企业的状况确实不太乐观。这也很大程度上解释了 PMI 出口订单和出口数据的背离：如果若干个小企业订单下滑只有一个大型企业订单反弹，PMI 出口订单由于所有企业的权重都一样会出现下行，但是出口金额受到的影响则可能弱很多甚至可能和 PMI 订单所指示的方向相反。近期出口整体需求不弱的一个重要因素是德尔塔疫情再次向东南亚和印度等区域的扩散继续导致海外供给收缩，订单向中国转移。实际上越南 8 月出口增速已经急转直下。从企业的反馈来看，当前制约出口的一个主要因素反而是物流——集装箱船运价格持续创出新高——一些出口订单被迫取消或者积压，货物积压的现象也比较明显。这意味着如果物流的状况改善，出口数据可能更加强劲一些。

从出口的品类来看，由于基数方面的原因，含有抗疫物资的纺织品 8 月同比负增长，但是服装等出口同比增速在基数大幅上升的情况下

仍有所反弹，或与订单转入中国有关。在剔除掉基数因素之后，高技术产品和机电产品的出口也稳中略有回升。从国别的情况来看，在排除了基数的影响之后，无论是对美欧日等发达国家，还是对巴西俄国等新兴市场国家，乃至于对东盟和印度等受疫情冲击的国家出口都有所改善。

■ **进口增速反弹不改整体转弱趋势**

经季节调整以后的 7 月进口环比增速有所反弹，也导致了同比数据的反弹，继续维持在从 3 月以来形成的单月 2200-2400 亿美元的平台水平上。但是整体而言，进口环比增速的趋势趋近于 0 增长，与国内需求放缓保持一致。

从进口量来看，部分地与去年基数偏高有关，石油、铁矿石等进口出现了一定的负增长，但是由于价格的因素，进口金额的同比增速仍然较高。高科技产品的进口整体比较平稳。

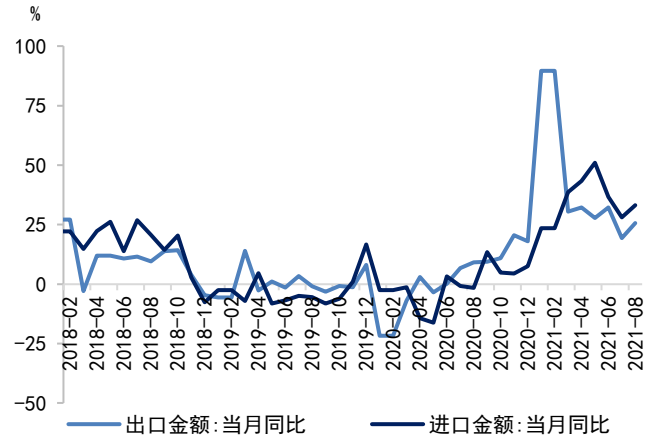
■ **预计年内出口金额或保持平稳，推迟关于降息的预测**

考虑到德尔塔疫情的扩散和大企业普遍感觉订单比较充裕，叠加物流的约束产生了一些订单和货物的堆积，我们预计年底之前出口金额经季调仍有望维持在单月 2600-2800 亿美元的平台上——即使四季度真实的需求有所下滑，积压订单和货物的出口也有望形成一定对冲，更何况目前看大中型出口企业还感受不太到订单下行的压力。我们的预测好于市场一致预期。这样看来，因为基数效应，未来几个月出口同比增速会有所下滑，但是年底出现负增长的概率很低。当然，企业对 2022 年的出口持有相当谨慎的态度。

考虑到短期出口景气程度较高可能仍能对经济增长和制造业用工构成一定支持，我们推迟关于降息的预测到 2022 年一季度以后。

风险提示：海外经济复苏低于预期，政策低于预期，国内外疫情恶化

图 1：8 月进出口增速超出市场预期

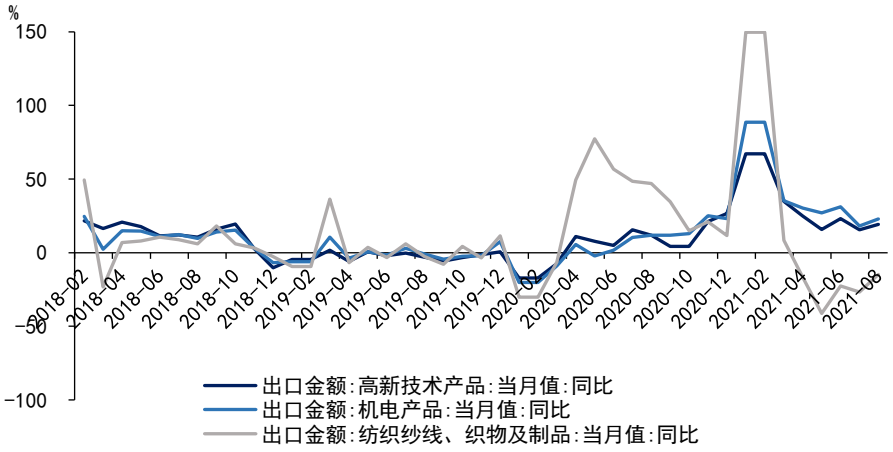


资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：当月贸易差额

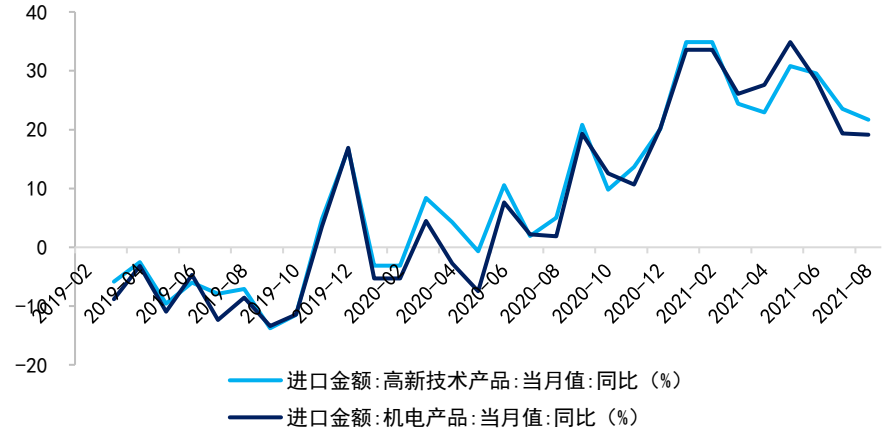
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：主要出口商品同比增速



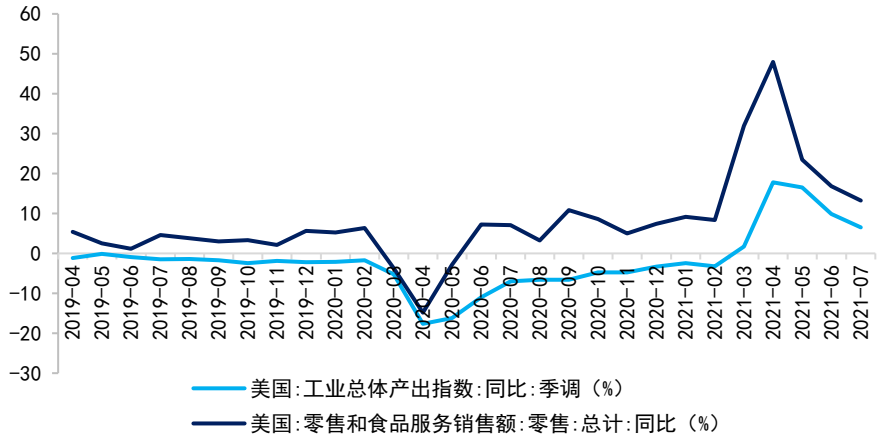
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：主要进口商品同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：美国工业与零售数据



资料来源：Wind，国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26183