

出口超预期反而要谨慎

——8月进出口数据的背后

核心观点

预期差：8月出口超预期，超预期主因在于圣诞订单效应提前和德尔塔病毒导致供需缺口边际走扩，预计持续性有限，供需缺口收敛决定了下半年出口下行特征。

下半年，我们认为货币政策逐渐走向放松，通过推动再次降准、定向降息等方式降低中小企业融资成本，10年期国债收益率有望触及2.5%左右，无风险利率继续下行带动科技成长股发力。

□ 8月出口超预期可能是个坏消息

8月人民币计价出口同比达到15.7%，显著高于前值，呈现出超预期特征，我们认为超预期主要源于以下两个原因：其一，船运周期拉长导致圣诞订单提前出货。下游品牌商考虑船期提前可能对年末大型促销购物（圣诞和新年订单）提前安排订单并要求提前出货，圣诞订单效应较往年提前反映，对8月数据形成支撑，8月26日商务部新闻发言人高峰也表示部分订单已较往年提早出运、完成交货。其二，疫情导致短期供需缺口走扩，对出口有适当支撑。我们认为8月出口超预期可能是个坏消息，更多反映的是阶段性的利多兑现，圣诞订单的提前反映意味着后续持续性和强度下降，疫情冲击新兴市场供给带来的订单转移也难以持续。

□ 供需缺口收敛决定了下半年出口回落趋势

我们认为当下供需缺口仍是解释出口景气的原因，预计发达经济体的耐用品消费需求将逐步走弱，一方面疫情时期由于服务业消费需求灭失而新增的商品需求，会随着服务业消费的修复而逐步下降，另一方面，因为美国大量财政补贴计划带来的消费品需求前置，会导致后续商品消费持续性下降。同时发展中经济体受疫苗限制影响，供给修复较慢，导致供需缺口仍存。后续发展中经济体的供给修复加速和美国为首的发达经济体需求回落将导致供需缺口收敛，我国出口大概率逐步回落。

□ 内需逐步回落决定了进口震荡下行趋势

海外供给的扰动不断下降，内需拉动逐步成为进口的主导逻辑。进入下半年，消费、地产投资等主要经济数据及克强指数等高频指标开始呈现出回落特征，市场“衰退”预期也开始Price in，预计今年三、四季度GDP实际同比增速分别回落至6.1%、5.2%，我们认为内需回落决定了下半年进口大概率渐进下行特征，8月进口数据的环比回升主要受益于上游大宗商品进口增多及涨价效应支撑，较难持续。

□ 逻辑持续兑现，关注股债双牛

我们继续提示，出口短期回升不改变下半年下行趋势，消费与投资难以递补经济下行趋势，财政难以发力，通过货币政策宽松应对经济下行是大势所趋。目前来看，出口、降准、财政防风险等逻辑不断验证，判断持续兑现。

展望下半年，我们认为，货币政策逐渐走向放松，通过推动再次降准、定向降息等方式降低中小企业融资成本，10年期国债收益率有望触及2.5%左右，无风险利率继续下行带动科技成长股发力，形成股债双牛。

风险提示：中美贸易战超预期恶化，疫情超预期变异冲击全球经济，全球财政、货币政策超预期收紧

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

正文目录

1. 核心观点：下半年聚焦股债双牛	3
2. 出口超预期可能是个坏消息	3
2.1. 出口结构：机电产品与劳动密集型产品仍占主流	6
3. 内需逐步回落决定了进口震荡下行趋势	6
3.1. 进口结构：初级产品仍是主要贡献项	7
4. 8月贸易顺差环比微升，Q3对名义GDP或形成拖累	8

图表目录

图 1：进出口热力图	3
图 2：我国外贸吞吐量震荡变化	4
图 3：运费及 CCFI 指数持续走高	4
图 4：2021 年以来平均租赁价格不断上升，反映出运力需求强	4
图 5：PMI 新出口订单与出口数据长期关系稳定	4
图 6：8 月进出口适当超预期	5
图 7：我国对主要经济体出口同比	5
图 8：美国耐用品消费数据走势显示，部分耐用品消费高峰已经逐步过去	5
图 9：8 月出口结构——机电产品和劳动密集型产品出口均保持增长	6
图 10：美国库存走势及我国出口表现	7
图 11：我国对主要贸易国进口	7
图 12：全球海运持续修复	7
图 13：主要发达经济体生产端积极修复	7
图 14：8 月进口结构——初级产品仍是主要贡献项	8
图 15：8 月贸易顺差环比微升，预计下半年将低于去年同期	9

1. 核心观点：下半年聚焦股债双牛

坚定提示市场持续关注——流动性宽松和利率下行催生股债双牛。下半年出口渐进回落(8月短期回升较难持续),消费与投资难以递补,经济下行趋势下,财政难以发力,通过货币政策宽松应对经济下行是大势所趋,目前7月初降准已有兑现。展望下半年市场走势,我们认为,货币政策逐渐走向放松,通过推动再次降准、定向降息等方式降低中小企业融资成本,10年期国债收益率有望触及2.5%左右,无风险利率继续下行带动科技成长股发力。**我们再次坚定提示市场应持续关注,流动性宽松和利率下行催生股债双牛。**

图 1: 进出口热力图

进出口数据(当月)		单位	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09
进出口(美元)	%		28.80	23.10	34.20	-11.00	37.10	34.40	67.70	26.20	13.35	13.25	8.20	11.18
出口(美元)	%		25.60	19.30	32.20	-17.20	32.20	30.50	154.70	24.60	18.04	20.54	10.92	9.35
进口(美元)	%		33.10	28.10	36.70	-4.00	43.40	38.70	18.50	28.40	7.49	4.48	4.80	13.42
贸易差额(美元)	亿美元		583.30	565.89	515.53	452.02	419.55	125.80	359.78	622.63	759.61	743.97	573.64	354.46
进出口(人民币)	%		18.90	11.50	21.90	26.80	26.70	24.20	57.70	17.90	6.32	7.50	4.41	9.80
出口(人民币)	%		15.70	8.10	20.20	18.00	22.10	20.60	139.30	16.50	10.76	14.44	7.20	8.15
进口(人民币)	%		23.10	16.10	24.20	39.40	32.60	28.30	11.50	19.90	0.78	-0.84	0.94	11.81
贸易差额(人民币)	亿元		3,763	3,627	3,329	2,938	2,706	802	2,350	4,083	5,024	5,003	3,946	2,470
中国与主要国家间贸易(当月)		单位	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09
美国	对美国出口	%	15.52	13.40	17.78	20.60	31.16	53.34	245.74	36.22	34.50	46.09	22.46	20.54
	从美国进口	%	33.27	25.62	37.55	40.53	51.65	75.05	54.19	78.12	47.72	32.71	33.37	24.75
	贸易差额	亿美元	376.85	354.28	325.81	317.78	281.08	213.68	230.14	282.48	299.18	374.18	313.75	307.54
欧洲	对欧洲出口	%	29.40	17.23	27.20	12.57	23.81	45.90	205.50	16.54	4.33	8.62	-7.05	-7.77
	从欧洲进口	%	12.42	19.79	34.10	57.72	43.28	33.86	23.85	40.80	15.46	4.49	9.03	11.08
	贸易差额	亿美元	209.52	174.34	153.61	126.68	131.24	90.38	127.46	150.83	135.23	113.60	108.32	89.00
东盟	对东盟出口	%	16.59	14.52	33.14	40.59	42.16	14.42	90.12	35.41	18.37	9.99	7.28	14.40
	从东盟进口	%	26.65	27.68	33.69	53.77	40.64	38.39	19.96	38.79	21.67	9.28	2.70	13.20
	贸易差额	亿美元	67.12	90.17	66.28	60.63	97.22	46.33	36.58	105.96	120.71	107.50	85.39	35.50
日韩	对日韩出口	%	31.69	19.47	30.76	15.45	10.08	13.37	103.20	22.49	11.89	7.29	5.58	4.33
	从日韩进口	%	23.33	12.12	22.67	32.72	27.38	26.60	10.29	39.65	9.69	6.53	2.98	15.27
	贸易差额	亿美元	-81.52	-84.92	-100.71	-73.42	-97.86	-118.88	-67.07	-57.47	-90.68	-83.11	-75.01	-122.91
主要国家PMI(当月)		单位	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09
美国	制造业PMI	%	59.90	59.50	60.60	61.20	60.70	64.70	60.80	58.70	60.50	57.50	59.30	55.40
	服务业PMI	%	61.70	64.10	60.10	64.00	62.70	63.70	55.30	58.70	57.70	55.90	56.60	57.80
欧元区	制造业PMI	%	61.40	62.80	63.40	63.10	62.90	62.50	57.90	54.80	55.20	53.80	54.80	53.70
	服务业PMI	%	59.00	59.80	58.30	55.20	50.50	49.60	45.70	45.40	46.40	41.70	46.90	48.00
日本	制造业PMI	%	52.70	53.00	52.40	53.00	53.60	52.70	51.40	49.80	50.00	49.00	48.70	47.70
	服务业PMI	%	42.90	47.40	48.00	46.50	49.50	48.30	46.30	46.10	47.70	47.80	47.70	46.90
全球	制造业PMI	%	54.10	55.40	55.50	56.00	55.90	55.00	53.90	53.60	53.80	53.80	53.00	52.40
	服务业PMI	%	52.90	56.30	57.50	59.60	57.00	54.70	52.80	51.60	51.80	52.20	52.90	52.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 颜色随数值变化而变化, 数值越大则越偏绿色, 数值越小则越偏红色。

2. 出口超预期可能是个坏消息

8月人民币计价我国出口额同比增15.7%,前值为8.1%,两年复合增13.4%。我们认为,下半年出口走势核心关注供需缺口,发展中经济体供给修复和发达经济体耐用品消费景气走弱决定了我国出口渐进下行特征,短期8月出口超预期是昙花一现,源于船运周期拉长后海外圣诞订单提前出货带来的短期回升。

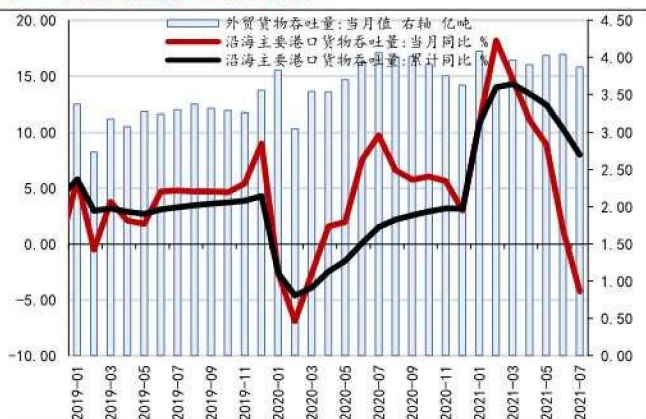
8月出口超预期可能是个坏消息。8月人民币计价出口同比达到15.7%,显著高于前值,呈现出超预期特征,我们认为主要源于以下两点:其一,船运周期拉长导致圣诞订单提前出货。今年以来,全球经济修复带动贸易需求的相对旺盛,疫情和防疫政策导致供给端有效运力不足(反映在集装箱价格指数不断上升、集装箱供需缺口、租船价格不断上涨),船运周期被动拉长,下游品牌商考虑船期提前可能对年末大型促销购物(圣诞和新年订单)提前安排订单并要求提前出货,因此圣诞订单效应较往年提前反映,对8月数据形成支撑。此外,8月26日商务部新闻发言人高峰指出,每年6-8月是圣诞用品出

货高峰期，但今年考虑到海运滞港风险，海外客户普遍通过线上看货和签单的方式提前下单，部分订单已较往年提早出运、完成交货。

其二、疫情导致短期供需缺口走扩，对出口有适当支撑。需求端，虽然发达经济体耐用消费品逐步走弱并向服务消费转移，供给端的持续修复带动了资本品和中间品需求，供给端，德尔塔病毒扩散对新兴市场国家工业生产和出货产生影响，东南亚国家表现明显，供需缺口的边际走扩对我国出口有支撑。

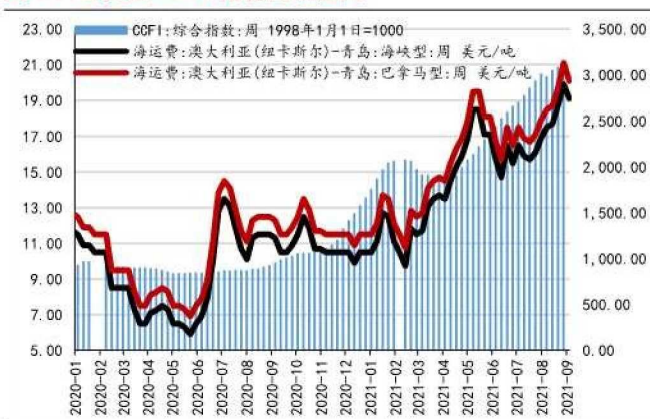
我们认为，8月出口超预期可能不是个好消息，更多反映的是阶段性的利多兑现，圣诞订单的提前反映意味着后续持续性和强度下降，疫情冲击新兴市场供给带来的订单转移也难以持续，因此不能以8月出口数据的超预期来推断后续出口的强劲。

图 2：我国外贸吞吐量震荡变化



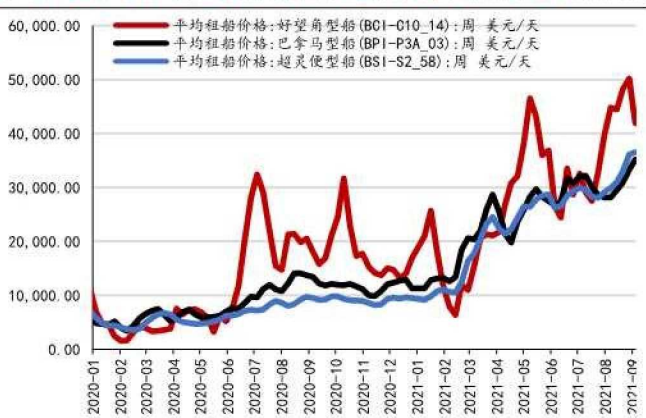
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：运费及 CCFI 指数持续走高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2021 年以来平均租价不断上升，反映出运力需求强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：PMI 新出口订单与出口数据长期关系稳定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

如何理解 8 月 PMI 新出口订单与出口同比的背离？ 2021 年以来，PMI 新出口订单自 3 月起连续 5 个月保持下行特征，8 月已经回落至 46.7% 的低位，预示我国未来出口订单持续下滑，但 8 月出口同比数据与 PMI 新出口订单背离，如何解读？我们认为，PMI 新出口订单数据是一个较好的领先性指标，可以较好的反映出口数据的方向和幅度，但较难反映出节奏变化对出口的影响，年内 PMI 新出口订单的逐步下降反映了由于供需缺口收敛我国企业获得的订单开始边际走弱，预示着出口方向是向下的，逐步下降反映出出口断崖式下降的概率较低。但由于订单并非实际出货，PMI 新出口订单自然无法有效的反映出出货节奏变化带来的出口数据走高，我们认为 8 月出口超预期主因是海外圣诞新年订单的提前交货所致，因此两个数据出现背离也不难理解。

2.1. 出口结构：机电产品与劳动密集型产品仍占主流

机电产品和劳动密集型产品出口均增长。前8个月,我国出口机电产品7.98万亿元,增长23.8%,占出口总值的58.8%。手机5331.7亿元,增长9.2%;汽车(包括底盘)1377亿元,增长111.1%。同期,出口劳动密集型产品2.46万亿元,增长10%,占18.2%。其中,服装及衣着附件6840.9亿元,增长17.9%;包括口罩在内的纺织品6008.3亿元,下降18.4%。

图9：8月出口结构——机电产品和劳动密集型产品出口均保持增长

出口品类	8月当月值	7月当月值	6月当月值	5月当月值	4月当月值	3月当月值	1-2月平均	12月当月值	11月当月值	10月当月值	1-8月累计复合增速	2021年1-8月累计值	2019年1-8月累计值
单位	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	亿元人民币	%	亿元人民币	亿元人民币
机电产品	109.50	109.50	111.00	118.90	112.90	98.10	95.15	128.30	131.10	110.10	-2.53%	850.20	894.90
粮食	8.40	8.40	10.60	10.60	9.60	11.10	8.85	11.00	10.40	10.90	-15.78%	76.40	107.70
中药材及中成药	6.10	6.10	5.90	6.80	7.40	6.40	5.90	8.50	7.50	6.60	-0.39%	50.50	50.90
稀土	4.20	4.20	3.40	3.50	3.50	3.80	2.55	2.60	1.90	1.50	12.72%	27.70	21.80
成品油	165.40	165.40	222.90	183.90	225.80	211.70	147.30	140.70	116.70	139.40	-5.41%	1,469.70	1,642.70
肥料	90.10	90.10	83.30	86.40	59.80	48.80	27.95	43.90	49.10	56.70	23.10%	514.20	339.30
塑料制品	523.10	523.10	538.70	531.50	520.10	438.90	455.75	637.80	617.80	547.50	13.16%	3,986.90	3,113.30
箱包及皮革制品	158.80	158.80	154.80	142.80	130.70	95.40	126.55	155.00	143.50	125.80	-4.49%	1,094.40	1,199.80
纺织纱线、织物及制品	750.60	750.60	806.20	788.30	788.60	623.80	722.20	819.40	808.20	796.30	5.46%	5,952.50	5,351.80
服装及衣着附件	1,063.30	1,063.30	975.20	793.10	722.00	596.80	784.60	916.30	842.00	899.80	2.38%	6,782.90	6,471.30
鞋靴	279.10	279.10	255.20	221.70	192.10	161.70	246.15	268.70	217.80	215.80	-3.90%	1,881.20	2,036.80
家用电器	531.30	531.30	534.10	536.40	539.10	525.90	476.75	455.90	463.80	423.20	30.24%	4,151.60	2,447.60
陶瓷产品	170.70	170.70	164.50	161.10	155.00	116.00	133.65	212.90	204.70	163.00	6.80%	1,205.30	1,056.70
钢材	487.40	487.40	534.10	391.30	479.80	407.90	288.60	302.90	273.50	248.00	15.20%	3,365.10	2,530.50
金属铝及铝材	104.80	104.80	100.00	93.60	91.10	88.60	83.65	87.30	80.60	78.20	2.68%	750.20	711.60
通用机械	276.90	276.90	298.10	289.60	277.50	243.60	254.50	300.20	256.90	230.40	11.50%	2,171.60	1,746.90
手机	643.20	643.20	660.30	628.10	721.80	703.00	747.95	944.60	1,379.50	871.60	10.64%	5,495.50	4,489.40
视听设备及其零件	212.30	212.30	196.20	205.20	215.10	186.40	200.15	405.20	396.80	370.20	-15.15%	1,627.80	2,261.00
集成电路	861.30	861.30	768.40	733.20	762.30	753.30	644.10	886.40	767.30	721.50	17.34%	6,028.20	4,378.00
自动数据处理设备及其零件	1,370.20	1,370.20	1,301.10	1,223.00	1,251.10	1,308.00	1,169.90	1,467.00	1,420.70	1,338.40	10.57%	10,163.40	8,313.50
汽车(包括底盘)	188.00	188.00	195.90	179.20	168.50	137.10	136.00	114.20	122.20	100.40	36.17%	1,328.70	716.40
汽车零部件	396.70	396.70	407.30	389.10	389.30	383.90	386.55	391.90	400.50	377.80	7.03%	3,136.10	2,737.90
船舶	123.70	123.70	171.20	124.20	115.30	85.20	110.40	104.00	116.40	86.30	6.13%	964.10	855.90
液晶显示屏	155.90	155.90	165.30	138.90	152.30	154.20	124.15	136.70	128.30	124.20	8.81%	1,170.80	988.80
家具及其零件	387.80	387.80	398.50	409.20	404.30	335.30	359.75	491.30	461.40	386.60	14.84%	3,042.40	2,306.90
灯具、照明装置及其零件	279.00	279.00	256.40	245.00	217.60	160.60	255.30	319.90	299.10	239.30	16.60%	1,948.40	1,433.00
玩具	259.80	259.80	225.80	203.60	195.90	164.40	163.90	223.10	261.80	286.50	12.92%	1,637.10	1,283.80
医疗仪器及器械	107.40	107.40	110.80	111.30	104.40	95.70	91.45	107.40	109.70	95.40	21.03%	819.90	559.70
*农产品	428.50	428.50	437.50	447.00	430.10	408.70	384.15	498.50	502.40	447.20	-0.20%	3,348.60	3,362.30
*机电产品	10,513.70	10,513.70	10,480.20	9,970.50	10,043.10	9,396.60	9,225.80	11,342.90	11,162.90	9,856.70	11.93%	79,369.40	63,350.70
*高技术产品	5,139.20	5,139.20	4,942.60	4,743.70	4,942.50	4,887.70	4,452.25	5,630.80	5,769.90	4,938.10	11.68%	38,699.40	31,030.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 颜色随数值变化而变化, 数值越大则越偏绿色, 数值越小则越偏红色。

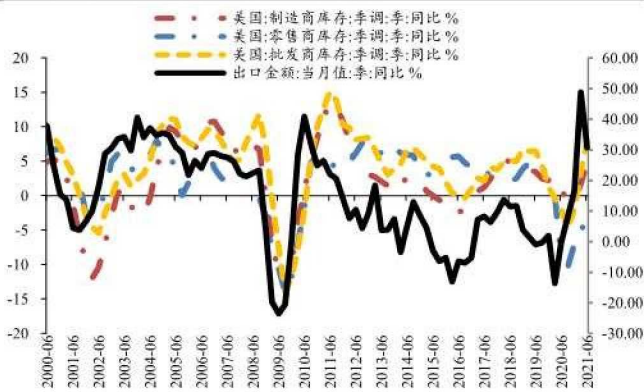
3. 内需逐步回落决定了进口震荡下行趋势

8月人民币计进口同比23.1%,前值16.1%,两年复合增速10.94%。8月环比回升但仍处于下行通道之中,继续印证5月“进口已过高点,后续渐进回落”的观点。

海外供给的扰动不断下降。海外供给不畅是扰动2020年进口的主因,当前海外供给的持续修复使得对我国进口的扰动不断下降。我们在此前多篇报告提示,可以从以下线索观察,1、全球船运运力持续修复;2、疫苗摄入加快,海外发达经济体工业生产、库存等供给能力渐进修复;3、新兴市场经济体随着疫苗摄入的增加,海外供给保持修复特征,Q3德尔塔病毒扩散适当产生一些负面扰动,但未改修复趋势。

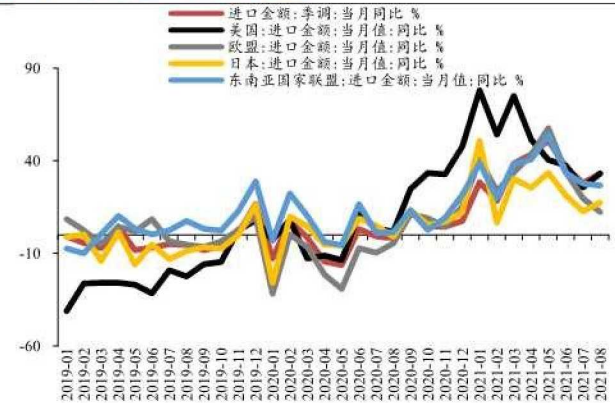
内需拉动逐步成为进口的主导逻辑,8月回升较难持续。进入下半年,消费、地产投资等主要经济数据及克强指数等高频指标开始呈现出回落特征,市场“衰退”预期也开始Price in,考虑上游大宗商品涨价是潜在的“灰犀牛”,持续高位的PPI会对经济施压且前期信用收缩的冲击也将陆续兑现,预计今年三、四季度GDP实际同比增速分别回落至6.1%、5.2%。我们认为内需回落决定了下半年进口大概率渐进下行特征,8月进口数据的环比回升较难持续,主要受益于铁矿石、原有、褐煤等大宗商品的进口增多,源于Q3居民企业用电高峰期和工业生产强度较高导致季节性需求利好影响,也有大宗商品名义价格较高带来的正向贡献支撑,我们认为不论是季节性还是名义价格,持续性均有限。

图 10：美国库存走势及我国出口表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：我国对主要贸易国进口



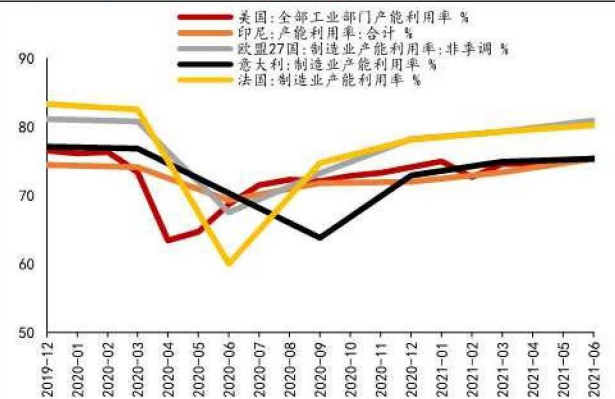
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：全球船运持续修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：主要发达经济体生产端积极修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 进口结构：初级产品仍是主要贡献项

铁矿砂、原油、煤等商品进口量减价扬，天然气进口量增价跌，大豆进口量价齐升。前 8 个月，我国进口铁矿砂 7.46 亿吨，减少 1.7%，进口均价每吨 1153.7 元，上涨 71.2%；原油 3.46 亿吨，减少 5.7%，进口均价每吨 3036.3 元，上涨 30.7%；煤 1.98 亿吨，减少 10.3%，进口均价每吨 560.7 元，上涨 13.4%；天然气 7930.6 万吨，增加 22.2%，进口均价每吨 2401.7 元，下跌 1.7%；大豆 6709.9 万吨，增加 3.6%，进口均价每吨 3474.2 元，上涨 27.8%；初级形状的塑料 2289.8 万吨，减少 12.7%，进口均价每吨 1.13 万元，上涨 20.2%；成品油 1706.2 万吨，减少 12.1%，进口均价每吨 2812.1 元，上涨 21.1%。铜矿

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_26245

