

## 成本上升、运价上涨：8月外贸数据超预期背后的结构性隐忧

### 基本结论

- **8月外贸数据超预期。**8月，我国出口增速再超市场预期，同比增长25.6%（按美元计算，下同），前值19.3%，预期增长19.6%；进口同比增长33.1%，前值28.1%，预期增26.9%；贸易顺差583.4亿美元，前值565.89亿美元。从总量来看，8月出口金额为2943.2亿美元，创下历史单月新高，环比增长4.1%，各项数据均指向8月我国出口表现强劲。

从出口商品结构看，一是防疫物资出口表现强劲，纺织纱线制品、医疗仪器及器械等8月份同比增速较高，这与7、8月份德尔塔变异毒株持续肆虐全球有关，防疫物资需求同步增加。二是纺织服装、玩具、灯具照明装置及类似品等劳动密集型商品出口金额较7月均增加，反映7月份以来东南亚国家在疫情形势持续严峻的背景下，产能恢复几乎停滞，出口替代红利依旧在发挥作用。三是机电类生产设备维持较高增速。尽管德尔塔病毒侵袭全球，但欧美发达国家受益于较高的疫苗接种率，变异病株的致死率远低于发展中国家，对生产复苏的负面影响也相对较弱，复工复产下对机电类生产设备产品有较高的需求。

- **成本上升、运价上涨：外贸数据超预期背后的结构性隐忧。**8月中旬以来，大宗商品再度迎来涨价潮，南华工业品指数和南华综合商品指数纷纷突破历史新高，与此同时国际运价指数大幅攀升并创下历史新高。7月中旬以来，国际运价指数大幅攀升，中国出口集装箱运价指数、上海出口集装箱运价指数、宁波出口集装箱运价指数均大幅上行并创下历史新高，分别较6月末上涨19.5%、18.9%和21.6%。成本上升、运价上涨，给中下游的中小制造业企业带来了巨大的成本压力。这也导致近期市场频频传出“运费超出商品价值”、“出口商仓库积压大量货物”的信息。

结合8月制造业PMI中原材料库存持续低位而产成品库存小幅反弹的情况来看，与出口商的行为相互印证，原材料成本的抬升在不断限制出口商生产的动力，而运价的大幅上涨导致出口商被动补库存的情况出现。如果这种局面短期无法化解，即使外需订单能够保持，后续企业的生产供给也将受到冲击，对后续出口景气度产生负面影响。

- **对策与展望。**我们认为，当前外需整体并无明显下滑迹象，但外贸高景气度背后所折射出的结构性问题，仍然值得警惕。现在的环境有些类似滞胀，即价格上涨，供给却在减少，如果这个链条无法理顺，外贸的高景气度恐难以持续。当前国内消费需求疲弱，投资受房地产政策和财政投放速度的影响，也难以有明显起色，若外需受上述问题影响景气度下降，那么经济下行的压力将会大幅增加。

7月7日的国常会上已经较为前瞻性的关注到了这个问题，提出要“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持”，试图通过释放政策红利的方式，让银行业让利中小微企业。从目前的实际情况来看，效果并不好。在“美丽去杠杆”的窗口期，在“货币向宽、财政托底”的政策框架下，要想成功引导银行宽信用、将政策红利传导至实体经济，降息可能是比降准效果更好的政策选择。对于利率而言，除非财政开始大兴基建，否则今年后半段利率很难存在持续上行的基础。

- **风险提示：**疫情的不确定性；经济表现不及预期；政策超预期调整。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
 (8621)61038260  
 duanxiaole@gjzq.com.cn

9月7日，海关总署公布8月份进出口数据，其中出口同比增长25.6%（以美元计，下同），进口同比增长33.1%，贸易顺差583.4，均超市场预期。我们对此解读如下，供投资者参考。

## 一、8月外贸数据超预期

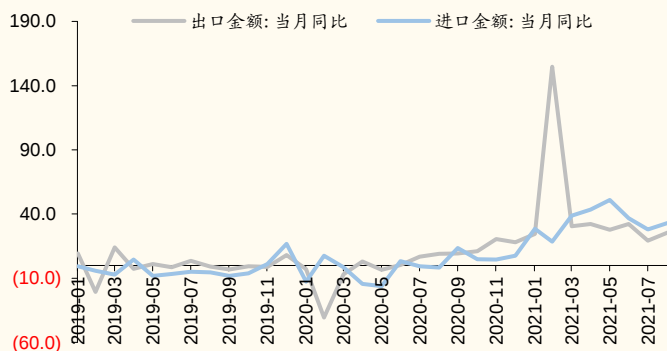
8月，我国出口增速再超市场预期，同比增长25.6%（按美元计算，下同）前值19.3%，预期增长19.6%；进口同比增长33.1%，前值28.1%，预期增长26.9%；贸易顺差583.4亿美元，前值565.89亿美元。从总量来看，8月出口金额为2943.2亿美元，创下历史单月新高，环比增长4.1%，各项数据均指向8月我国出口表现强劲。

从出口商品结构看，一是防疫物资出口表现强劲，纺织纱线制品、医疗仪器及器械等8月份同比增速较高，这与7、8月份德尔塔变异毒株持续肆虐全球有关。此轮全球疫情从发达国家到发展中国家无一未能幸免，全球每日新增确诊曾多日站上70万例，防疫物资需求同步增加。

二是纺织服装、玩具、灯具照明装置及类似品等劳动密集型商品出口金额较7月环比增加，反映7月份以来东南亚国家在疫情形势持续严峻的背景下，产能恢复几乎停滞，而中国凭借完整的产业链和稳定的供应链，受到海外贸易商的青睐，出口替代红利依旧在发挥作用。

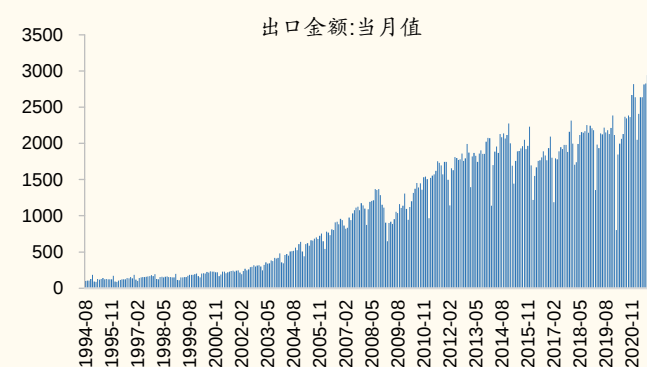
三是机电类生产设备维持较高增速。8月机电产品、通用机械设备等商品增速较快，分别同比增长为23.0%和24.9%；尽管德尔塔病毒侵袭全球，但欧美发达国家受益于较高的疫苗接种率，变异病株的致死率远低于发展中国家，对生产复苏的负面影响也相对较弱，复工复产下对机电类生产设备产品有较高的需求。

图表1：进口和出口同比增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：出口金额绝对值（亿美元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：出口商品结构

| 分项      | 同比增速（%）       |         |         |         |         |         |         |         | 绝对值（千万美元） |          |          |          |          |          |          |          |
|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|         | 2021-08       | 2021-07 | 2021-06 | 2021-05 | 2021-04 | 2021-03 | 2021-02 | 2021-01 | 2021-08   | 2021-07  | 2021-06  | 2021-05  | 2021-04  | 2021-03  | 2021-02  | 2021-01  |
| 防疫物资    | 纺织纱线、织物及制品    | -14.9   | -26.78  | -22.54  | -41.29  | -16.82  | 8.42    | 284.77  | 14.62     | 125.24   | 116.98   | 125.15   | 121.23   | 121.55   | 96.74    | 130.76   |
|         | 医疗仪器及器械       | 17.89   | -17.11  | -19.51  | -17.57  | 6.60    | 38.96   | 222.01  | 28.15     | 18.76    | 16.73    | 17.21    | 17.12    | 16.09    | 14.84    | 15.52    |
| 纺织服装    | 箱包及类似容器       | 48.19   | 31.72   | 39.19   | 45.51   | 47.32   | 15.03   | 256.22  | -14.52    | 25.66    | 24.75    | 24.02    | 21.96    | 20.15    | 14.80    | 22.69    |
|         | 服装及衣着附件       | 8.59    | 8.21    | 17.66   | 36.96   | 65.03   | 42.18   | 320.90  | 0.03      | 175.99   | 165.75   | 151.48   | 121.97   | 111.23   | 92.53    | 135.41   |
|         | 玩具            | 31.03   | 14.35   | 40.54   | 68.93   | 66.80   | 36.69   | 332.98  | 46.63     | 51.56    | 40.50    | 35.03    | 31.31    | 30.20    | 25.49    | 30.84    |
| 家具用品    | 家具及其零件        | 16.52   | 9.27    | 25.27   | 50.53   | 59.65   | 48.92   | 384.16  | 27.55     | 62.36    | 60.43    | 61.81    | 62.94    | 62.36    | 51.99    | 65.63    |
|         | 灯具、照明装置及类似品   | 27.07   | 11.37   | 22.43   | 30.53   | 35.02   | 52.10   | 502.16  | 52.64     | 47.46    | 43.48    | 39.78    | 37.68    | 33.55    | 24.90    | 45.43    |
| 机电产品及设备 | 机电产品          | 23.02   | 18.11   | 31.19   | 27.02   | 30.27   | 35.37   | 146.31  | 30.66     | 1,690.01 | 1,638.08 | 1,628.04 | 1,533.43 | 1,547.28 | 1,457.12 | 1,246.83 |
|         | 通用机械设备        | 24.88   | 17.91   | 30.42   | 28.27   | 16.90   | 15.12   | 158.70  | 12.46     | 44.80    | 43.12    | 46.28    | 44.54    | 42.76    | 37.74    | 34.29    |
|         | 手机            | -24.91  | -9.32   | 11.33   | 12.88   | 37.89   | 30.65   | 105.18  | 37.81     | 74.14    | 100.27   | 102.80   | 96.63    | 111.12   | 109.09   | 94.49    |
|         | 家用电器          | 33.21   | 25.82   | 47.31   | 56.48   | 60.20   | 83.54   | 322.25  | 76.73     | 96.71    | 82.74    | 82.86    | 82.48    | 83.07    | 81.49    | 80.17    |
|         | 集成电路          | 38.87   | 25.49   | 32.06   | 25.05   | 38.25   | 33.04   | 18.88   | 42.37     | 143.05   | 134.37   | 119.58   | 112.73   | 117.35   | 116.93   | 88.69    |
| 汽车      | 自动数据处理设备及其零部件 | 12.77   | 11.52   | 13.50   | -4.00   | 0.70    | 45.90   | 136.60  | 51.00     | 210.25   | 213.72   | 202.10   | 188.10   | 192.80   | 203.00   | 160.10   |
|         | 汽车和汽车底盘       | 187.72  | 128.88  | 149.83  | 129.88  | 88.87   | 127.91  | 203.33  | 53.74     | 36.87    | 29.19    | 30.50    | 27.57    | 25.86    | 21.24    | 21.65    |

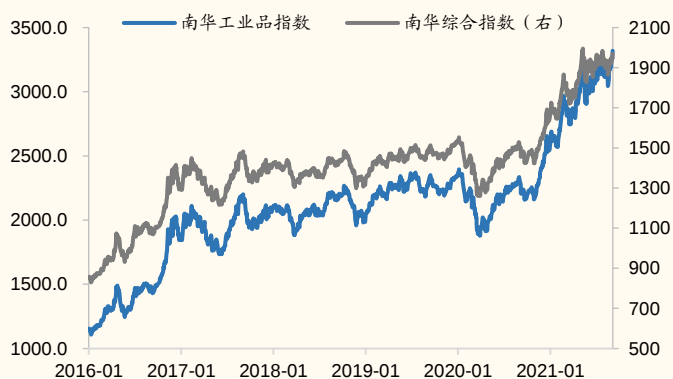
来源：Wind，国金证券研究所

## 二、成本上升、运价上涨：外贸数据超预期背后的结构性隐忧

8月外贸数据大超市场预期，与PMI中新出口订单指数走势再度背离。我们此前多次强调，PMI是调查指数，疫情后新出口订单指数与实际出口情况多次出现背离，这可能是出于出口商对疫情发展和全球贸易形势的判断和信心有误差所致，但本次出口商信心的转弱，可能还额外增加了对原材料成本上升和近期运价大幅上行的担忧。

8月中旬以来，大宗商品再度迎来涨价潮，南华工业品指数和南华综合指数双双突破历史前高，而ICE布油价格指数也从低点再度反弹回70美元以上。原材料的价格上行，给中下游的中小制造业企业带来了巨大的成本压力。无独有偶，7月中旬以来，国际运价指数大幅攀升，中国出口集装箱运价指数（CCFI）、上海出口集装箱运价指数（SCFI）、宁波出口集装箱运价指数（NCFI）均大幅上行并创下历史新高，分别较6月末上涨19.5%、18.9%和21.6%，较去年末上涨86.8%、61.8%和72.5%。这也导致近期市场频频传出“运费超出商品价值”、“出口商仓库积压大量货物”的信息。成本上升、运价上涨，可能是导致目前出口商对未来出口信心不足的重要原因。

图表4：南华工业品指数和南华综合指数突破历史前高



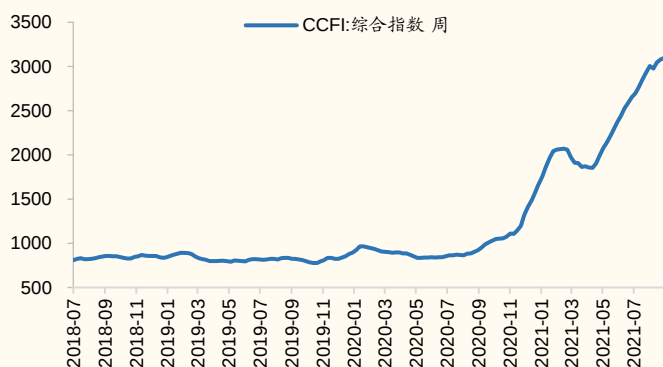
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：布伦特原油价格再度反弹



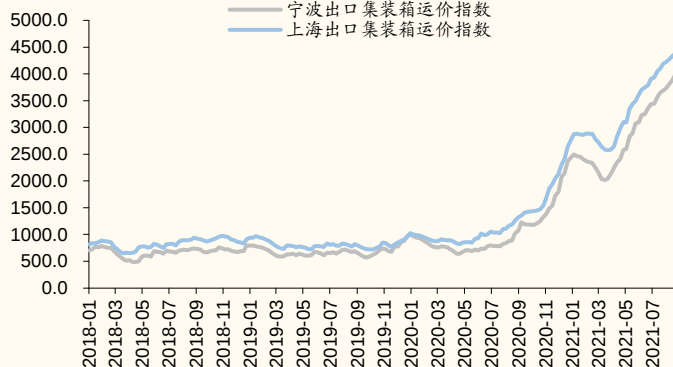
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：中国出口集装箱运价指数创历史新高



来源：Wind，Wind 国金证券研究所

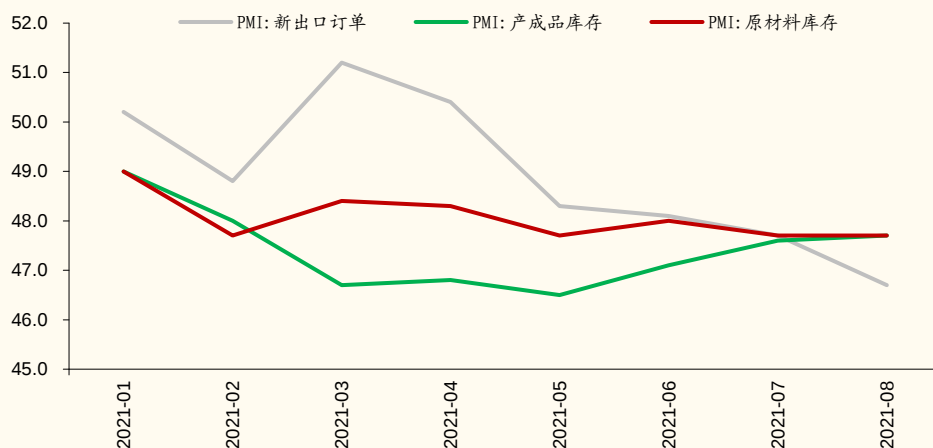
图表7：上海和宁波出口集装箱运价指数创历史新高



来源：Wind，国金证券研究所

结合8月制造业PMI中原材料库存持续低位而产成品库存小幅反弹的情况来看，与出口商的行为相互印证，原材料成本的抬升在不断限制出口商生产的动力，而运价的大幅上涨导致出口商被动补库存的情况出现。如果这种局面短期无法化解，即使外需订单能够保持，后续企业的生产供给也将受到冲击，对后续出口景气度产生负面影响。

图表 8：制造业 PMI 分项指数

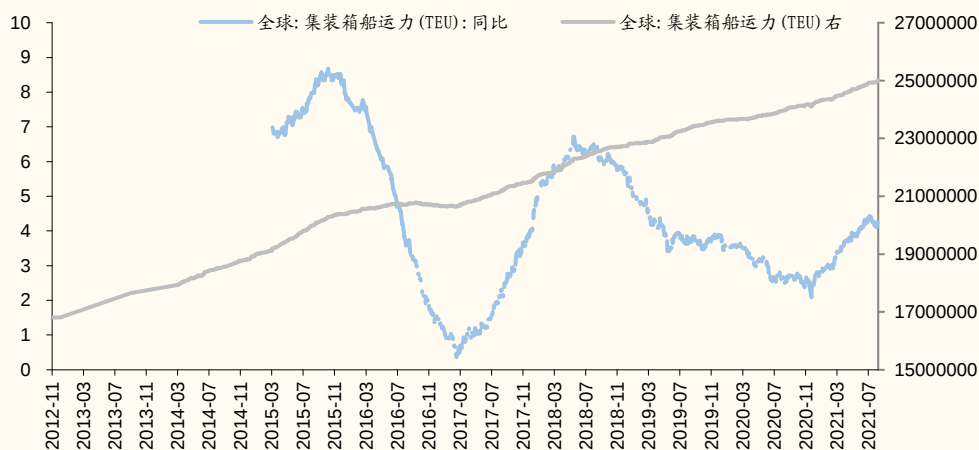


来源：Wind，国金证券研究所

### 三、对策与展望

我们认为，当前整体的外需并无明显下滑迹象，全球集装箱船运力指数（TEU，见图）始终保持较高增长，而根据“物流巴巴”的信息，美国各港口的吞吐量也已达创纪录水平。但目前外贸高景气度背后所折射出的结构性问题，仍然值得警惕。现在的环境有些类似滞胀，即价格上涨，供给却在减少，如果这个链条无法理顺，外贸的高景气度恐难以持续。当前国内消费需求疲弱，投资受房地产政策和财政投放速度的影响，也难以有明显起色，若外需受上述问题影响景气度下降，那么经济下行的压力将会大幅增加。

图表 9：TEU 指数始终保持较高增长



来源：Wind，国金证券研究所

7月7日的国常会上已经较为前瞻性的关注到了这个问题，提出要“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持”，试图通过释放政策红利的方式，让银行业让利中小微企业。但从目前的实际情况来看，效果并不好，降准并未起到引导企业贷款利率（LPR）下调的作用，而“宽信用”的目标也未能达到预期。银行业本身就存在政策性贷款（潜在）不良压力高企且净息差收窄的经营压力，降准对宽信用并进一步降低实际贷款利率的作用越来越有限。

在“美丽去杠杆”的窗口期，在“货币向宽、财政托底”的政策框架下，要想成功引导银行宽信用、将政策红利传导至实体经济，降息可能是比降准效果更

好的政策选择。9月1日的国常会强调要“加强政策储备，做好跨周期调节”，那么当经济数据呈现出超预期下滑的态势时，可能就是政策靴子落地之时。

9月7日下午，10年期国债期货突然下跌（0.25元），与大宗火热和股票逼近前高有关，也与前期期货表现超出现券有关。但除非财政开始大兴基建，否则今年后半段利率很难存在持续上行的基础。

#### 四、风险提示

1. 疫情的不确定性;
2. 经济表现不及预期;
3. 政策超预期调整。

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\\_26257](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26257)

