

9月出口超预期，但仍需警惕四季度出口波动加大

数据：10月13日海关总署公布：按美元计价，9月我国出口同比增长28.10%，高于前值25.6%；进口同比增长17.6%，低于前值33.1%。贸易顺差667.60亿美元，高于前值583.30亿美元。按人民币计价，9月我国出口同比增长19.9%，高于前值15.7%；进口同比增长10.10%，低于前值23.1%。

一、9月出口同比增速超预期。分国别来看，对美国出口涨幅明显扩大。且从两年平均增速来看，对美国和东盟的出口增速上行，对日本和欧盟的出口涨幅回落。从商品类别来看，机电和高新技术依然为主要提振分项，其他分项数据环比表现均不佳。首先，高新技术和机电出口金额为支撑因素，和本月PMI高新技术表现较好能够相呼应。第二，疫情相关的产品随着全球新增病例数呈下降态势，本月环比表现不佳。第三，服装及衣着附件的出口金额环比进一步回落。

二、海外疫情的滞后效应推迟了我国出口回落的时间和幅度。首先，“产业链效应”持续强化，虽然“替代效应”减退，但海外疫情持续时间超预期，使得我国出口增速回落的时间延后。其次，外需韧性仍存，但是趋势放缓方向不变。1) 9月欧元区 Markit 制造业继续回落；2) 相较之下，美国 ISM 制造业虽然上行，但是主要是由于价格和交货时间推动，新订单、新出口订单以及产出的环比表现均不佳，分别为0.0%、-3.2%和-0.6%。

三、受能耗双控以及内需回落影响，9月进口低于预期。分产品来看，9月进口商品基本数量跌幅走扩，金额涨幅收窄。价格主要受到去年基数逐渐抬高影响。分国别来看，我国出口当月同比对主要国家的涨幅收窄，但是两年平均增速回升。

四、四季度需警惕出口波动加大，但是长期放缓趋势不变：

虽然9月出口当月同比超预期，但3个月移动平均已经连续3个月回落。首先，从供给端层面来看，全球产能基本已经恢复至疫情前的水平，但是受到产量的制约，均会对进出口产生影响。其次，从需求端来看，全球资本开支的高点已经显现，经济层面的分化也将逐渐趋同。今年以来，出口数据主要受到了出口金额和统计口径两方面的支撑，但是从3个月移动平均来看，出口表现和PMI新订单指数的趋势还是相同的，数据显示出口金额3个月的移动同比增速已经从6月的30.73%回落至9月的24.33%。往后看，我们认为出口回落的时间和幅度主要还是取决于供给端缓和的时间点。一方面从全球供应链的角度来看，目前美国ISM制造业分项中客户库存指数已经小幅回升、拐点已显，待供给端缓和，之前积压的订单可能会受到释放，然后随着全球复苏放缓，需求回落趋势确定性形成。所以我们认为很有可能会看到欧美制造业出现阶段性回升之后回落，进而对我国出口也会形成连锁反应。另一方面，我国供给端的束缚最终还是需要靠产业政策来舒缓，后续需要关注10月中央政治局会议释放的信号。进口的支撑主要来自于大宗商品价格，但是随着基数和内需放缓，进口回落的趋势不变。疫情局部地区的反复、行业监管、限电停产、汛情多点发生不断打断内需复苏的路径，使得消费意愿持续低迷，带动本月进口大幅回落。往后看，滞胀环境对中小企业形成的压力愈发明显，随着经济增速下行，长端收益率随之下行的必要性上行，货币流动性稳中偏松的基调不变。

风险提示：国内疫情反复、海外政策风险不确定性加大。

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

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

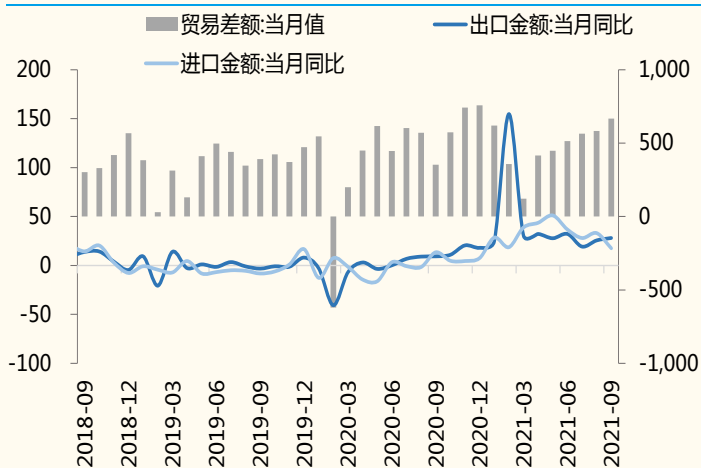
数据：按美元计价，9月我国出口同比增长28.10%，高于前值25.6%；进口同比增长17.6%，低于前值33.1%。贸易顺差667.60亿美元，高于前值583.30亿美元。按人民币计价，9月我国出口同比增长19.9%，高于前值15.7%；进口同比增长10.10%，低于前值23.1%。

一、9月出口同比增速超预期

数据显示中国9月出口（以美元计）9月我国出口同比增长28.10%，高于前值的25.6%和预期的21.5%。

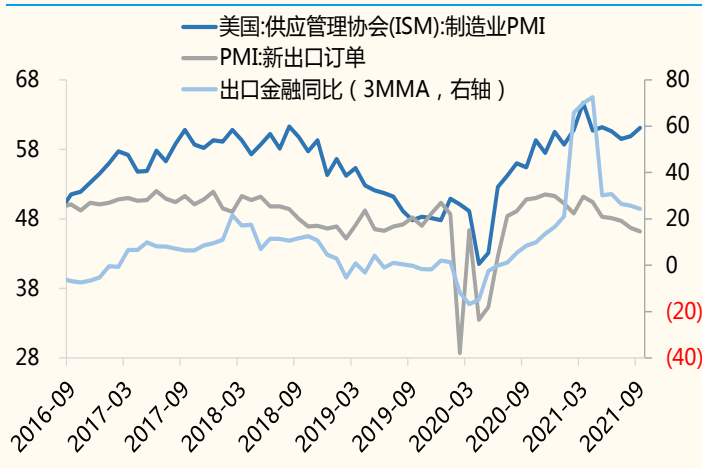
分国别来看，对美国出口涨幅明显扩大。数据显示，对美国出口金额同比增长30.56%（前值15.52%）；对日本出口同比增长15.13%（前值19.41%）；对欧盟出口同比增长28.61%（前值29.40%）；对东盟出口同比增长17.33%（前值16.59%）。且从两年平均增速来看，对美国 and 东盟的出口增速上行，对日本和欧盟的出口涨幅回落。

图表 1：9月中国出口同比增速高于预期



来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

图表 2：本月出口和PMI中新出口订单走势背离

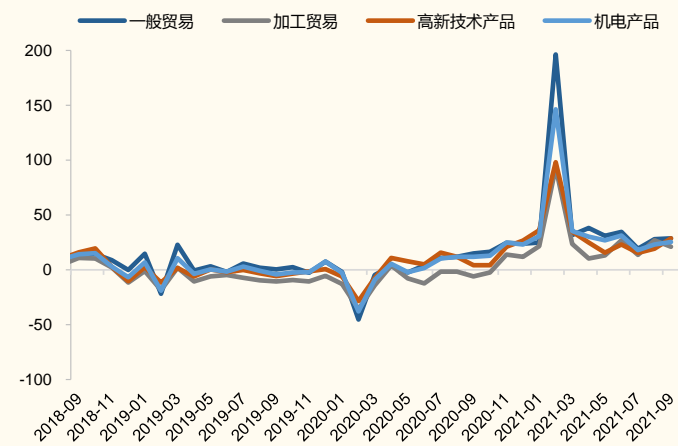


来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

从贸易方式上看，一般贸易出口同比28.8%，较前值的28.2%回升，进料加工贸易出口同比从前值的9.0%回升至18.5%。

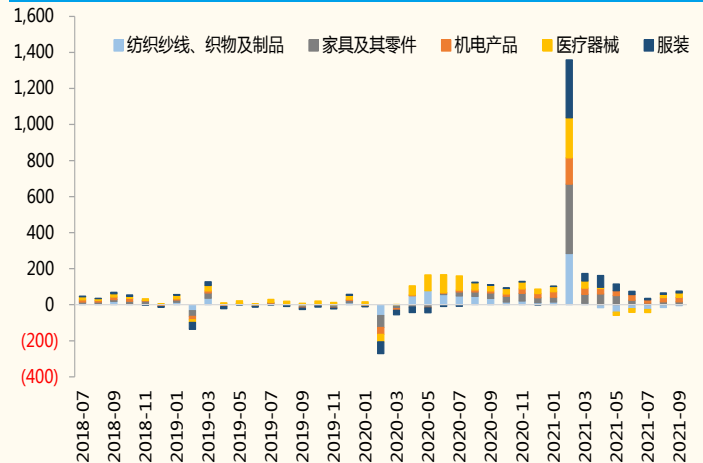
从商品类别来看，机电和高新技术依然为主要提振分项，其他分项数据环比表现均不佳。首先，高新技术和机电出口金额为主要支撑因素，和本月PMI高新技术表现较好能够相呼应。机电产品出口金额同比增长从前值的23.02%回升至25.29%，两年平均增速从17.30%回升至18.38%；高新技术产品出口金额同比增长28.59%，也高于前值的19.23%，两年平均较前值的15.53%进一步上升至15.76%。第二，疫情相关的产品随着全球新增病例数呈下降态势，本月环比表现不佳。数据显示，虽然纺织纱线、织物及制品和医疗器械的出口金额当月同比均好于前值，但是纺织品的环比增速从前值的7.06%回落至-0.92%，医疗仪器设备环比增速也从前值的12.15%回落至-0.74%。第三，服装及衣着附件的出口金额环比进一步回落。数据显示，虽然服装及衣着附件同比增速从前值的8.59%回升至9.83%，且两年平均增速从前值5.88%回升至6.46%，但主要是由于基数原因，环比增速从前值的6.18%回落至-4.98%。

图表 3：9月高新技术产品和机电产品扩张加速



来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要商品出口金额同比走势 (%)



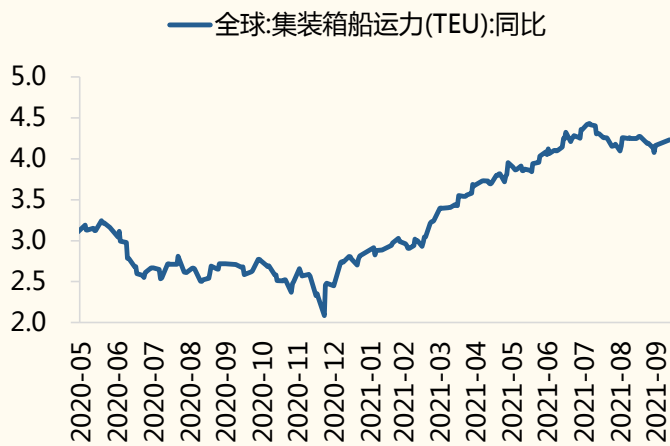
来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

二、海外疫情的滞后效应推迟了我国出口回落的时间和幅度

首先，“产业链效应”持续强化，虽然“替代效应”减退，但海外疫情持续时间超预期，使得我国出口增速回落的时间延后。从9月越南的出口来看，虽然新增病例在9月下降但是之前长期疫情发酵使得工厂的开工率大幅下降、以及全球范围的用工荒、原材料涨价和海运成本上行都对出口企业形成压力，数据显示1-9月越南累计出口两年复合增速为11.24%，单月的两年复合增速为8.35%，虽然好于受疫情扰动的8月，但是低于7月的表现，其中纺织品和鞋包制造业出口当月同比较8月进一步回落。相较之下，韩国出口当月复合增速为11.80%，表现好于前值，按照出口分类来看，半导体、电动汽车还有芯片依然是主要推力。

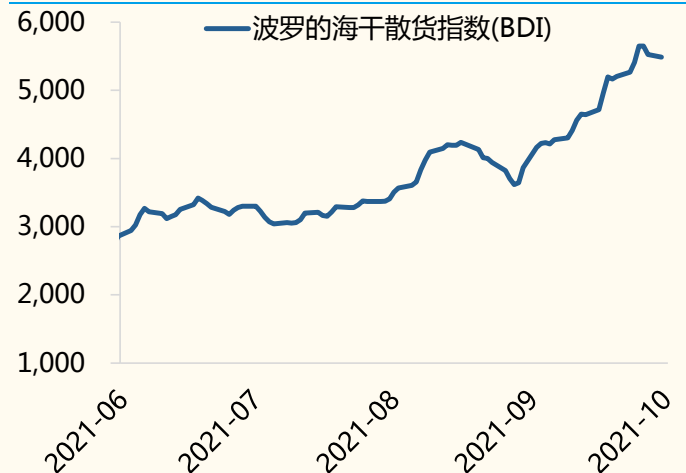
其次，外需韧性仍存，但是趋势放缓方向不变。1) 9月欧元区 Markit 制造业继续回落；2) 相较之下，美国 ISM 制造业虽然上行，但是主要是由于价格和交货时间推动，新订单、新出口订单以及产出的环比表现均不佳，分别为0.0%、-3.2%和-0.6%。另外，中港协公布的9月中下旬沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比分别增长-15.1%和11.7%，较8月的-1.1%和2.5%表现不相上下。

图表 5: 9月全球集装箱船运力同比增速震荡回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 9月波罗的海干散货指数高位徘徊



来源: Wind, 国金证券研究所

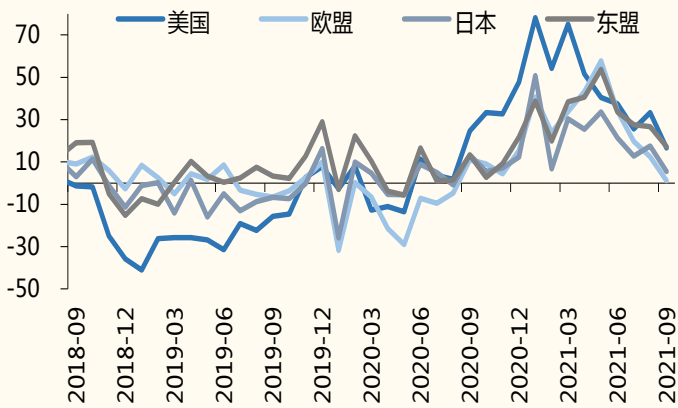
三、受能耗双控以及内需回落影响，9月进口低于预期

数据显示9月进口（以美元计价）进口同比增长17.6%，低于前值33.1%。

9月进口商品基本数量跌幅走扩，金额涨幅收窄，价格主要受到去年基数逐渐抬高影响。分产品来看，9月未锻造的铜及铜材价量齐跌。数据显示进口金额同比为-19.38%，进口数量同比增速为-43.80%，且金额和数量两年平均速度均回落。**铁矿砂及其精矿价量齐跌。**数据显示进口金额同比涨幅回落至41.11%，进口数量同比跌幅从前值的-2.86%扩大至-11.92%，金额和数量两年平均速度均有所回落。**原油价格价量齐跌。**数据显示进口金额同比从前值的59.77%涨幅回落至34.93%，进口数量跌幅从前值的-6.21%扩大至-15.32%，且金额和数量两年平均速度均有所回落。**大豆价格价量齐跌。**数据显示进口金额从前值的53.77%涨幅回落至10.17%，进口数量跌幅从前值的-1.15%扩大至-29.77%，且金额和数量两年平均速度均有所回落。**钢材价格和数量跌幅走阔。**数据显示进口金额同比跌幅从前值的-4.84%扩大至-13.09%，进口数量跌幅从前值的-52.68%扩大至-56.39%，但从两年平均增速来看，价格和数量较前值有所回升。

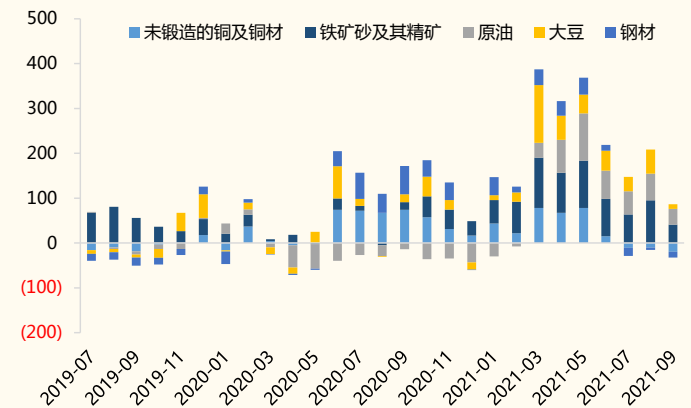
分国别来看，我国出口当月同比对主要国家的涨幅收窄，但是两年平均增速回升。数据显示，对美国的进口金额同比增速回落至16.60%（前值33.27%）、对欧盟为1.13%（前值12.42%）、对日本为5.48%（前值17.63%）、对东盟为17.28%（前值26.65%）。但是从两年平均增速来看，对主要国家的进口增速均有所回升。

图表 7: 9月进口表现低于预期 (%)



来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

图表 8: 主要进口商品数量情况 (万吨, 百万个)



来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

四、四季度需警惕出口波动加大, 但是长期放缓趋势不变

虽然9月出口超预期, 但是3个月移动平均已经连续3个月回落。首先, 从供给端层面来看, 全球产能基本已经恢复至疫情前的水平, 但是受到产量的制约, 均会对进出口产生影响。其次, 从需求端来看, 全球资本开支的高点已经显现, 经济层面的分化也将逐渐趋同。今年以来, 出口数据主要受到了出口金额和统计口径两方面的支撑, 但是从3个月移动平均来看, 出口表现和PMI新订单指数的趋势还是相同的, 数据显示出口金额3个月的移动同比增速已经从6月的30.73%回落至9月的24.33%。

往后看, 我们认为出口回落的时间和幅度主要还是取决于供给端缓和的时间点。一方面从全球供应链的角度来看, 目前美国ISM制造业分项中客户库存指数已经小幅回升、拐点已显, 待供给端缓和, 之前积压的订单可能会受到释放, 然后随着全球复苏放缓, 需求回落趋势确定性形成。所以我们认为很有可能会看到欧美制造业出现阶段性回升之后回落, 进而对我国出口也会形成连锁反应。另一方面, 我国供给端的束缚最终还是需要靠产业政策来舒缓, 后续需要持续关注10月中央政治局会议释放的信号。

进口的支撑主要来自于大宗商品价格, 但是随着基数和内需放缓, 进口回落的趋势不变。疫情局部地区的反复、行业监管、限电停产、汛情多点发生不断打

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_27726



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn