

# 宏观观点评

## 强出口背后的三大预期差和一大背离

**事件:**按美元计,2021年9月出口同比28.1%,预期21.1%,前值25.6%;进口同比17.6%,预期15.4%,前值33.1%;贸易顺差667.6亿美元,前值583.3亿美元。

**核心结论:**9月出口金额创历史新高,9月当月同比、环比和两年复合增速也均超预期强劲,价格是主支撑,但出口已连续数月超预期,背后的真实原因应是我们年初以来一直提示的3大预期差,即:市场可能低估了价格因素对中国出口的拉动;市场低估了中国产业链的韧性;市场低估了中国稳定产业链对海外厂商的吸引力。往后看,高基数下出口增速将趋于回落、但韧性仍强。此外,需关注PMI新出口订单持续回落与出口持续走强的明显背离。

### 一、价格支撑9月出口超预期强劲,关注出口强和订单弱的持续背离

以美元计,9月出口金额3057.4亿美元,再创历史单月新高;同比增28.1%,高于预期21.1%和前值25.6%;环比增3.9%,较前值4.1%略有下滑,但高于同期均值;两年复合增速18.4%,高于前值17.0%。总体看,价格因素是9月出口超预期的重要原因;此外,外需也仍有支撑,9月全球制造业PMI持平前值至54.1%(此前为连续4个月回落),9月韩国、越南出口两年复合增速分别为11.8%、8.3%,高于前值的10.0%、3.4%。

**>价格因素是9月出口超预期的重要原因:**如果将出口金额增速拆分为出口数量增速(数量效应)、出口单价增速(价格效应)和其他(综合效应)三个部分,分别测算数量、价格对出口的拉动,可以发现5月之前出口超预期主要源于出口数量的增加,价格因素最高只占40%左右;6月价格对出口金额增速的贡献首次突破50%,而7、8月以来,涨价因素对出口的贡献已经超过80%;虽然9月数据尚未公布,但根据已经披露数量和价格的12种商品进行估算,9月价格因素的贡献可能超过100%(即数量因素对出口金额增速的贡献为负)。

**>出口商品方面:继续关注防疫物资、机电产品、竣工链、出行相关产品的结构变化**

1) **防疫物资:**9月纺织(口罩等)、医疗器械出口分别环比降0.7%、0.9%,塑料制品出口环比小升0.5%,均低于总体环比3.9%,主要跟海外疫情好转有关。

2) **机电产品:**9月机电产品出口环比增6.3%,高于总体环比,可能跟海外生产恢复有关。

3) **地产链:**9月地产竣工相关产品出口延续高位震荡。家电、灯具出口同比仍高且进一步提高,但环比除家电外,灯具、家具出口环比增速均低于总体增速。继续提示美国新房销售已经连续3个月同比下滑超过20%,后续竣工链相关产品需求仍需进一步观察。

4) **出行相关:**9月服装、箱包等出口环比分别下滑5.0%、0.8%,虽然海外疫情好转,并没有带来相关产品出口的增加,主因在于相关产品出口已恢复疫前水平,继续上行空间有限。

**>我国PMI新出口订单指数连续7个月回落,且连续5个月低于荣枯线,但出口增速持续超预期强劲,为何PMI新出口订单与出口增速持续背离?历史上看,两者背离的情形并不少见,主因可能有二:第一,PMI各个行业的权重是按照行业对GDP的贡献确定的,与出口数据的行业权重存在差异;第二,PMI采用不加权方式计算,只关注有多少企业认为形势好转,可能高估小企业的权重。倾向于认为,订单回落对出口回落的前瞻信号应只会迟到、不会缺席。**

### 二、基数效应导致进口增速回落,两年复合仍强,价格继续支撑进口

以美元计,9月进口金额2389.8亿美元,续创单月进口历史新高;同比增速17.6%,高于市场预期的15.4%,低于前值33.1%,主因在于基数大幅回升;两年复合增速15.5%,高于前值14.4%。总体看,内需对进口的支撑弱化,但大宗价格、汇率等对进口仍有支撑。

**>内需方面:**9月限产限电(拖累工业)、严监管(拖累基建、地产)约束下,我国经济下行压力加大,制造业PMI时隔18个月再度降至荣枯线以下,内需对进口的支撑有所弱化。

**>大宗涨价:**9月CRB综合指数同比上涨37.7%,前值46.3%,表明价格因素对进口仍有支撑,但边际有所弱化。往后看,全球能源危机愈演愈烈,后续大宗价格走势如何,仍需进一步观察。

**>汇率因素:**9月美元兑人民币月均6.46,同比-5.2%,人民币升值对进口也存在支撑。

### 三、继续提示不要低估出口韧性,关注强出口背后的三大预期差

维持我们年初以来的判断:虽然由于出口基数中枢抬升,下半年出口增速大概率回落,但两年复合增速应仍属强劲,不要低估出口的韧性。我们也继续提示出口强劲背后的三大预期差:1)市场可能低估了价格因素对中国出口的拉动,特别是近期价格因素对出口的支撑进一步强化;2)市场低估了中国产业链的韧性,中国出口产品的优势集中在机电产品、日用消费品、纺织品等,不仅契合疫情期间的经济结构,同时也契合经济恢复时期的结构;3)市场低估了中国稳定产业链对海外厂商的吸引力。当前海外主要国家疫苗接种大多已接近或超过70%,疫情仍有反复;全球疫情完全好转可能晚于预期,中国稳定的供应链对海外厂商仍有较强吸引力。

**风险提示:**疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

## 作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

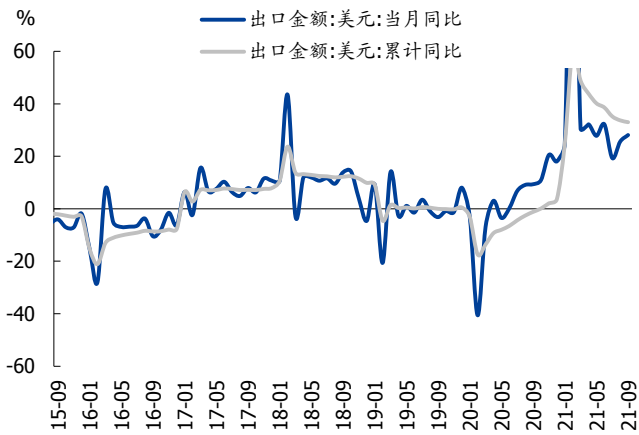
研究助理 刘安林

邮箱: liuanlin@gszq.com

## 相关研究

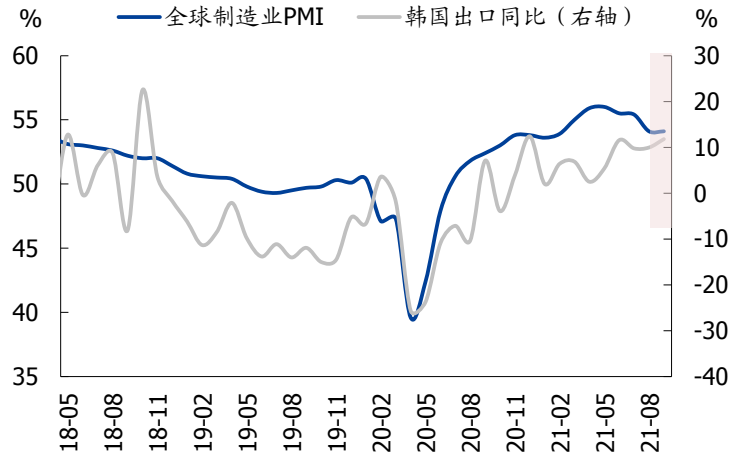
- 1、《出口再超预期,后面怎么看?》2021-09-07
- 2、《出口增速年内首次低于20%,后续怎么看?》2021-08-07
- 3、《三大预期差支撑出口强劲,下半年仍可乐观》2021-07-13
- 4、《下半年出口增速会有多高?》2021-06-07
- 5、《出口为何频频超预期?》2021-05-07
- 6、《2020年进出口强势收官,2021年有望延续强势》2021-01-14
- 7、《供需结构性矛盾凸显,紧盯三条政策主线》2021-09-30
- 8、《高频半月观:当前政策的三重“困境”》2021-09-21
- 9、《经济继续走弱,短期关注3个政策方向》2021-09-15

图表1: 9月出口增速再超市场预期



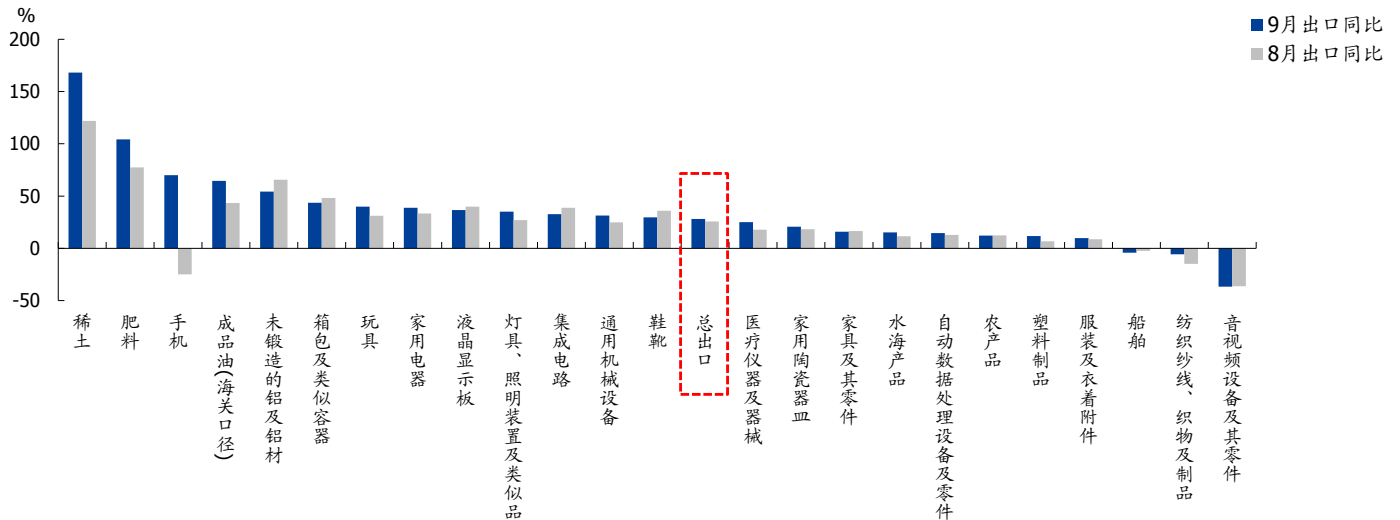
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 外需的边际改善对我国出口存在支撑



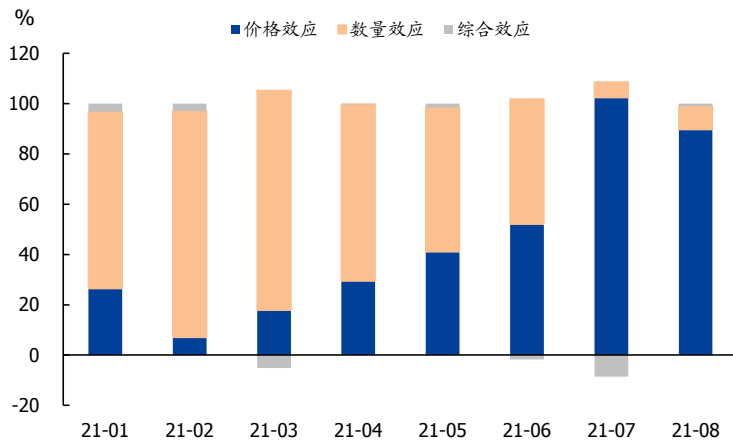
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021年韩国出口采用两年复合增速)

图表3: 8月中国主要商品出口金额同比增速



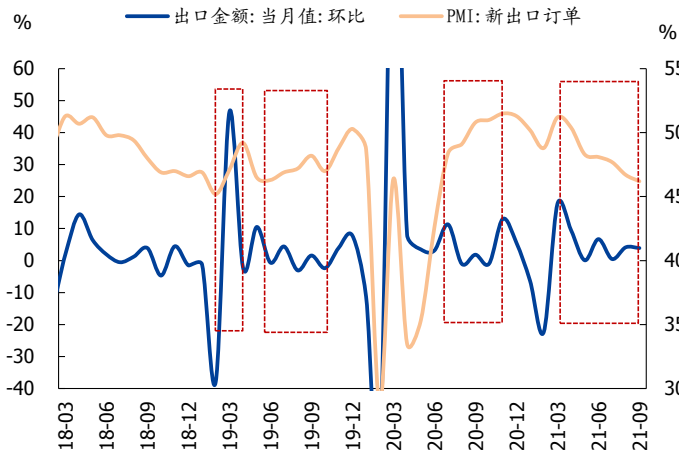
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 7、8月份之后价格因素成为出口增速超预期的主要支撑



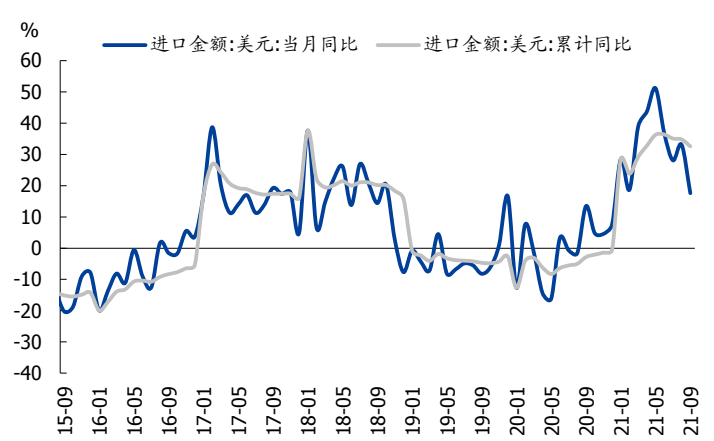
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 出口金额增速=价格效应+数量效应+综合效应)

图表5: 历史上 PMI 新出口订单和出口背离的情况并不少见



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 9月进口增速回落



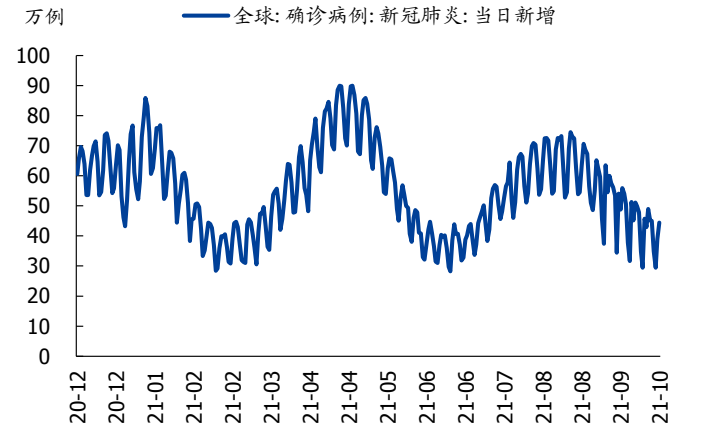
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 价格对进口的支撑边际弱化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 海外疫情好转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

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\\_27728](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27728)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn