

宏观观点评

强出口还能持续多久？兼谈运价“腰斩”

事件：按美元计，2021年10月出口同比27.1%，预期24.2%，前值28.1%；进口同比20.6%，预期27.0%，前值17.6%；贸易顺差845.4亿美元，前值667.6亿美元。

核心结论：年内出口韧性仍强，明年大概率回落，短期看中美谈判进展和疫情演化（口服药）。

一、价格继续支撑10月出口超预期强劲，贸易顺差创历史新高，关注4点主要逻辑

以美元计，9月出口金额3002.2亿美元，相比前值小幅回落，但仍为历史次高；同比增27.1%，低于前值的28.1%，高于市场预期的24.1%；环比降1.8%，强于季节性（2010-2019年环比均值为降4.4%）。总体看，价格因素仍是10月出口超预期的主要原因；除此之外，外需对10月出口也有支撑：10月全球制造业PMI回升至54.3%（5月以来首次回升），韩国和越南10月出口两年复合增速分别为9.1%、10.4%，均处于高位，表明外需不差。

>价格因素仍是10月出口超预期的主支撑：前期报告《强出口背后的三大预期差和一大背离》我们指出，5月之前出口超预期主要源于出口数量的增加，价格的贡献度最高只占40%左右，但6月首次突破50%，7月、8月大升至80%以上，9月已超过90%；10月来看，由于部分商品数据尚未完全公布，大体估算可能接近100%（意味着出口数量接近零贡献）。

>出口商品方面：疫情反复、生产恢复、竣工以及圣诞备货等是影响出口的重要逻辑。1) 疫情反复：一方面，10月纺织品（口罩等）出口环比增0.7%，高于前值-0.9%和整体环比-1.8%，指向疫情恶化；另一方面，塑料制品、医疗器械出口环比-1.6%、-5.8%，相比前值均有明显回落；服装、箱包等出行相关产品环比也都明显改善，指向疫情影响减弱。因此，整体看疫情相关信号比较紊乱，后续仍需进一步观察。2) 生产恢复：10月机电产品出口环比降1.0%，高于整体增速，海外生产恢复仍是主要支撑。3) 竣工产业链：10月竣工产业链的家具、灯具出口环比分别为5.1%、-3.9%，较前值一升一降，相比总体也是一高一低。值得注意的是，美国新房销售已经连续数月大幅下滑，后续竣工链相关产品需求可能趋弱。

>出口国别方面：10月对发达国家、新兴市场国家出口均有所分化，发达国家中对美出口增速低于总体，欧盟高于总体；新兴市场国家中东盟低于总体，印度、南非、巴西等增速较高。

>贸易顺差方面：10月贸易顺差845亿美元，创单月新高；前10月累计5106亿美元，已接近去年全年（5240亿美元），今年顺差规模有望创历史最高（此前为2015年5939亿美元）。

二、进口小幅回升，大宗涨、人民币升、基数低是主要支撑，内需贡献趋弱

以美元计，9月进口金额2156.8亿美元，较前值明显回落；同比增20.6%，高于前值的17.6%，低于市场预期的27.0%；环比降9.7%，符合季节规律（2010-2019年环比均值为降9.8%）。总体看，内需对进口的支撑进一步弱化，大宗价格、汇率、基数共同支撑进口读数。

>内需：制造业PMI连续两月低于荣枯线，指向国内经济下行压力加大，内需的支撑趋弱。

>价格：10月CRB现货指数同比上涨37.6%，表明价格因素对进口仍有支撑。

>汇率：10月美元兑人民币汇率月均6.42，同比升值超4个百分点，人民币升值利好进口。

>基数：去年9-10月进口同比分别为13.5%、4.8%，基数回落是10月进口高于前值的主因。

三、怎么看待当前运价指数的大幅波动？集运仍然坚挺，干散货运价下跌应与我国限产有关

>当前干散货运价指数已接近“腰斩”。国际航运可以分为干散货运（主要运输铁矿石、煤炭、粮食等）、集运（主要运输集装箱）、油运（原油、天然气）以及特种运输（主要运输其他特种设备），其中以干散货运、集运和油运为主。本次运价下跌，主要表现为干散货运价大幅回落，截至11月5日，集运、油运价格仍相对坚挺，但是，波罗的海干散货运价指数（BDI指数）相对高点已回落51.9%，中国进口干散货运价指数（CDFI指数）相对高点也已回落33.8%。

>干散货运价大跌，除了干散货运价本身处于高位、波动加大之外，全球铁矿石出口回落应是重要的触发因素，背后与我国下半年钢厂限产趋严有关（中国铁矿石进口占全球近80%）。具体看：1) 分船型看，此次干散货运价下跌，主要受好望角船型（又称海岬型，为当前运输铁矿石、煤炭的主流船型）运价回落拖累，而好望角船型运价指数与铁矿石发运高度相关。2) 分产品看，煤炭、粮食运价直到10月底才有所回落，对于前期干散货运价回落拖累应当有限。

四、后续展望：不要低估出口的韧性，不要高估进口的弹性，短期有2大关注点

>出口：继续提示不要低估出口的韧性。维持我们年初以来的判断，虽然由于出口基数中框抬升，下半年出口增速大概率回落，但回落的节奏可能慢于预期。紧盯三大预期差：价格因素对出口的拉动、中国产业链的韧性、疫情反复背景下中国稳定供应链对海外厂商的吸引力。

>进口：当前支撑进口的因素都趋弱化，预计进口可能逐步回落，但年内读数在基数支撑下表现应该不会太差。1) 内需：经济下行压力加大，Q4 GDP增速可能破“4%”，内需对进口的支撑可能进一步弱化；2) 价格：大宗商品出口国疫情好转，叠加供应链逐渐畅通，大宗价格可能趋回落；3) 汇率：美联储已经转向收紧，后续人民币趋贬值，对进口的支撑也会弱化。但是，由于去年Q4进口基数不高，年内进口读数表现应该不会太差。

>短期关注中美谈判进展和疫情演化（尤其是新冠口服药）：1) 10月4日美国贸易代表戴琪表示将对“启动有针对性的关税豁免程序”，意味着拜登政府在对华关税方面可能有所松动，如果后续相关政策落地，可能提振我国对美出口。2) 辉瑞旗下新冠口服药临床试验超预期，辉瑞方面也表示将尽快向FDA申请紧急使用授权，如果获批上市且临床效果达到预期，新冠病毒可能进一步流感化，全球经济活动正常化进程可能加速，对中国出口份额可能存在冲击。

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

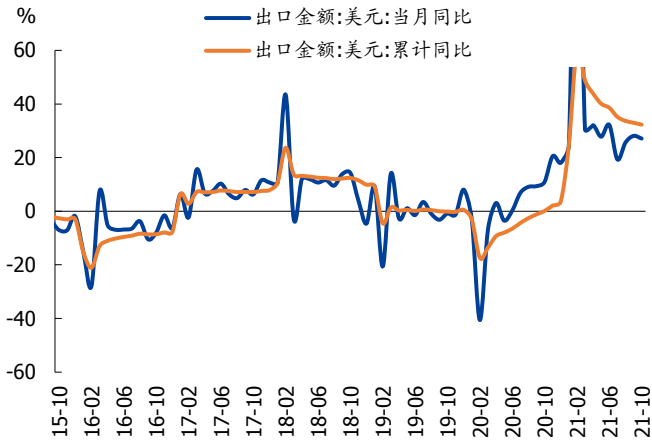
研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

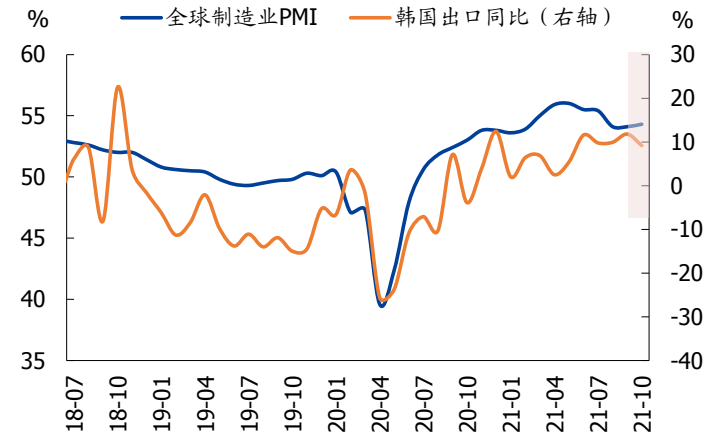
- 1.《强出口背后的三大预期差和一大背离》2021-10-13
- 2.《“类滞胀”加剧—10月PMI的5大信号》2021-10-31
- 3.《Taper终官宣，鹰还是鸽？—美联储11月议息会议点评》2021-11-04
- 4.《四季度GDP增速可能跌破4%，关注两大纠偏》2021-10-24
- 5.《出口再超预期，后面怎么看？》2021-09-07
- 6.《三大预期差支撑出口强劲，下半年仍可乐观点》2021-07-13
- 7.《下半年出口增速会有多高？》2021-06-07
- 8.《出口为何频频超预期？》2021-05-07

图表 1: 10月出口增速再超市场预期



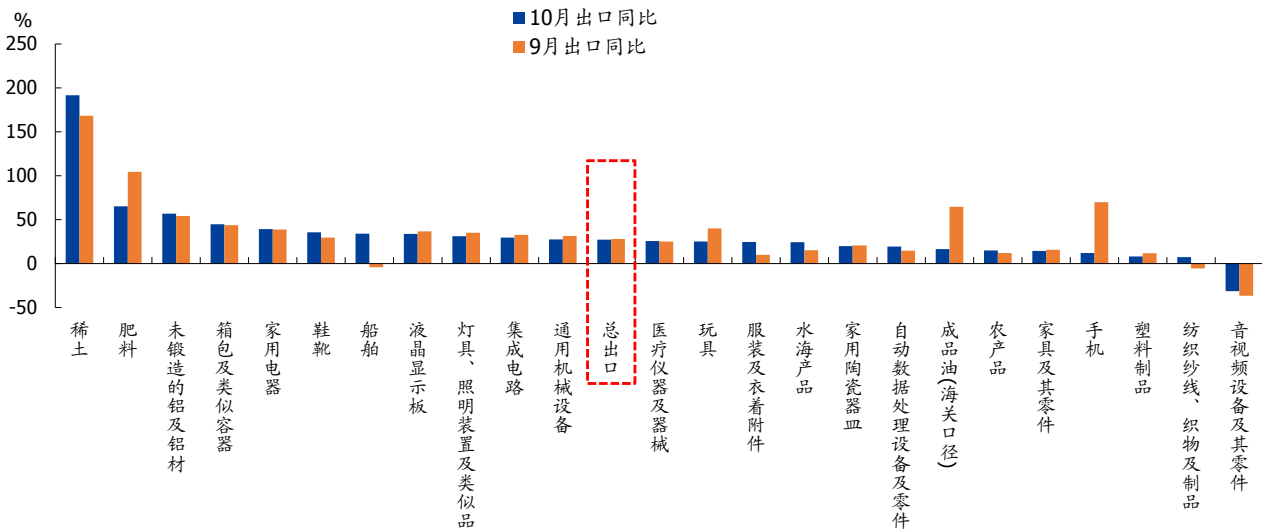
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: PMI 回升, 韩国出口高位, 表明外需不差



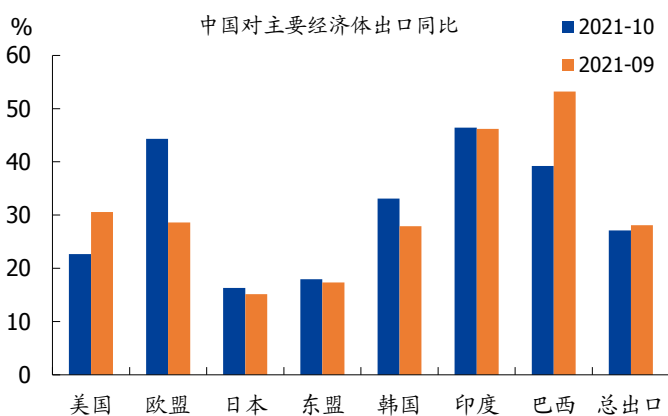
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021年韩国出口采用两年复合增速)

图表 3: 10月中国主要商品出口金额同比增速



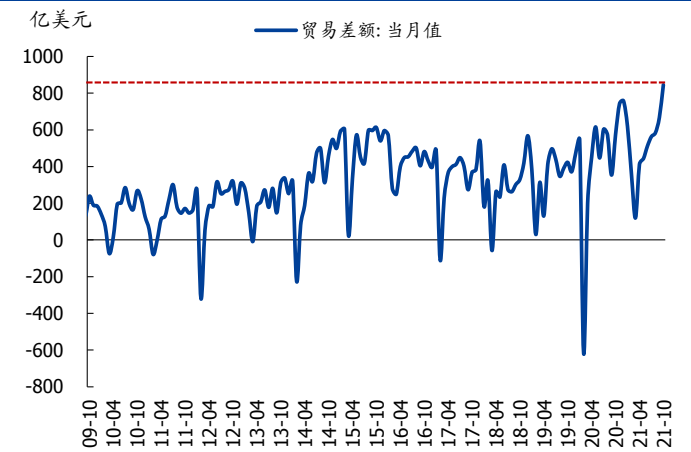
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 10月对不同经济体出口增速分化



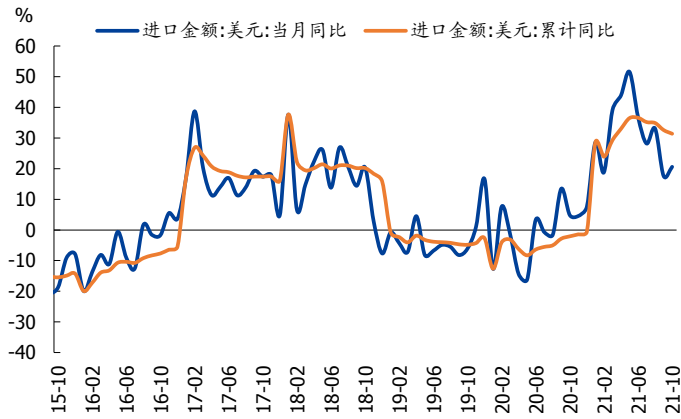
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 贸易顺差创单月历史记录



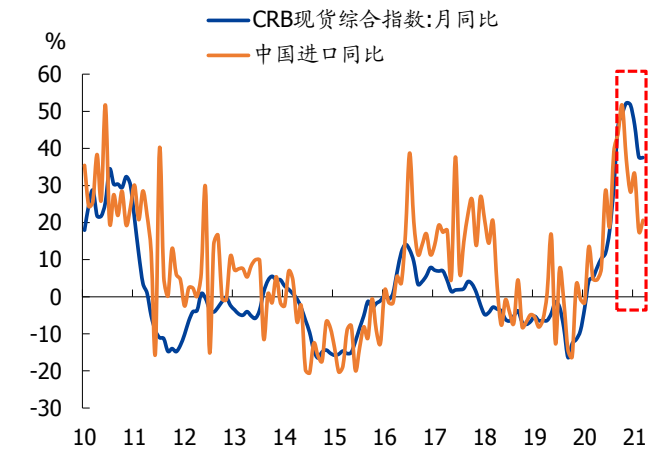
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 10月进口增速小幅回升



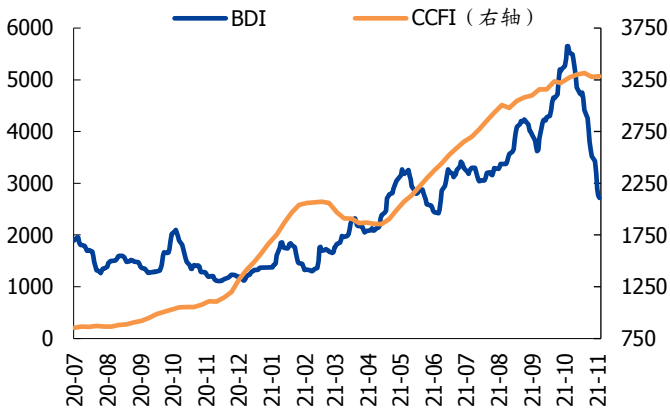
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 价格因素仍对进口存在支撑



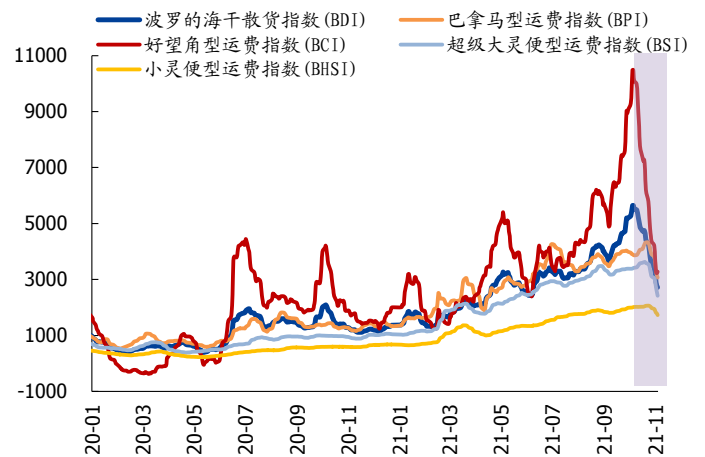
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 干散货运价大跌, 集运价格仍然坚挺



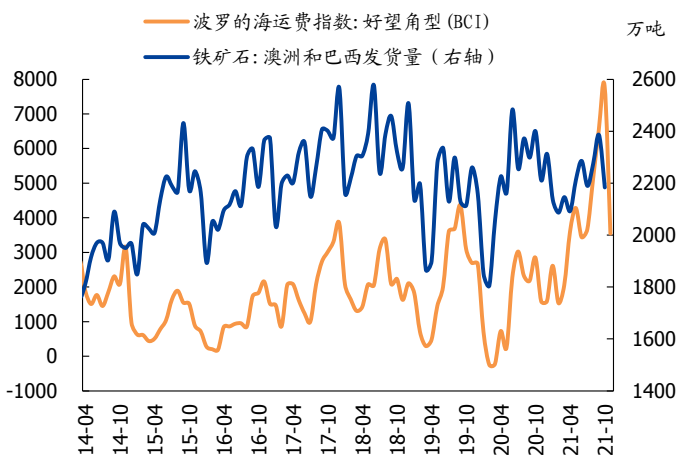
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 前期运价下跌主要受好望角船型拖累



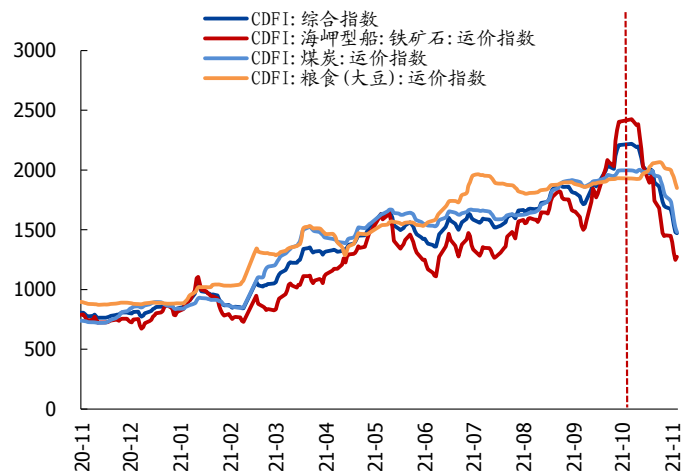
资料来源: Wind 国盛证券研究所

图表 10: 好望角船型运价与铁矿石发运高度相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 煤炭、粮食运价指数直到 10 月底才有所回落



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。

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_28973

