



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

1.《怎么看本轮供应链冲击下的出口转移?》，2022.4.27

2.《2022年出口可能继续超预期——宏观年度展望之外贸篇》，2021.11.26

下半年出口怎么看?

投资要点:

- **核心观点:** 今年下半年出口的恢复节奏可分为两个阶段, **5-7月取决于复产复工节奏, 7月后将转由外需主导**。分三类商品需求来看, 消费品占出口半壁江山, 仍是主要支撑, 中间品出口受到与东南亚区域贸易提振, 资本品出口增速将随着企业资本开支下行。我们在年度展望的基础上下修全年出口增速至 **6%左右**, 高于 WTO 预测 **3%左右** 的全球贸易增速, 中国在全球出口中的份额将继续提升。
- **疫情对出口冲击多大:** 4月出口增速比前值降低了 10.7 个点, 全球外需仍相对强劲, 下滑主要来自国内疫情冲击。上海、苏州等长三角 5 个城市对 4 月出口的拉动为 -4.6%, 3 月为 4.2%, 疫情给 4 月出口带来的直接拖累为 **8.8%左右**。
- **下半年出口怎么看:** (1) 从复产复工节奏来看, 今年 5-7 月出口恢复路径与 2020 年 6-8 月相似, 5 月出口恢复与 2020 年 7 月处于同一阶段。
(2) 7 月复工后的出口更多取决于外需变化。**2020 年疫情后的出口复苏路径: 资本品>消费品>中间品。2021 年: 中间品+消费品+资本品, 三驾马车共同拉动出口。2022 年, 消费品韧性强, 资本品成主要拖累, 中间品受国内疫情影响。**
- (3) 美国商品消费回落将带动全球消费品出口增速回落, 但我国消费品出口仍有一定韧性, 进口中国消费品有助于平抑美国通胀。今年 4 月, 美国 CPI 同比增长 8.3%, 而进口商品价格同比 12.0%, 相比之下从中国进口商品价格仅增长 4.6%。4 月对美出口拉动我国出口 1.5 个点, 明显大于其他贸易伙伴。
- (4) 中间品贸易会随着终端消费需求收缩, 但我国与东南亚的区域贸易增长对中间品出口将起到一定支撑作用。2012-2020 年, 我国面向东南亚的中间品出口平均增速为 10.9%, 而向全球出口的中间品平均增速仅为 1.6%, 我国整体出口的平均增速为 3.7%。
- (5) 我国资本品出口与美国制造业资本开支趋势一致, 但美国本轮私人部门投资下行周期预计将持续至年底, 我国资本品出口随之收缩。
- (6) 今年防疫物资出口退潮预计将拖累全年出口 0.3 个百分点左右。
- **出口的两个焦点问题:** (1) 中国向东南亚的产业转移会否成为我国出口复苏的制约因素? 我们认为东南亚对中国出口的替代有限, 短期内对我国出口影响不大。一

是东南亚出口规模小，承接产业转移和出口订单都有明显上限。二是中国向东南亚转移的产业仍依赖于中国国内产业链，意味着东南亚出口的发展会增加对中国产品的需求。三是从出口商品替代性来看，中国出口商品复杂度大于东南亚，中国能替代东南亚，但东南亚不能完全替代中国。四是从历史来看，在我国生产停滞时，东南亚份额会短暂冲高，但随着我国生产恢复，出口份额仍会回流。

- **(2) 如果美方终止加税，会否快速拉动我国出口？**我们认为近两年来，关税对于我国对美出口的影响已经大幅减小，即使取消关税也不能带来出口的短期冲高。此外，中国出口产品的部分市场已经被东南亚、韩国、墨西哥等国家和地区替代，即使取消关税，短期内不可能立刻夺回。我们认为取消关税拉动中国出口的上限是1.8个百分点左右。
- **风险提示：**复产复工不及预期；全球经济形势发生重大变化；中美贸易关系发生重大变化。

内容目录

1. 疫情对出口冲击有多大?	5
2. 下半年出口怎么看?	7
2.1. 复工复产节奏决定 5-7 月的出口增长	7
2.2. 外需轮动决定 7 月后的出口	9
2.3. 防疫品出口: 退潮后的拖累	12
3. 出口的两个焦点问题: 产业转移与中美关税	13
3.1. 向东南亚的产业转移会否限制我国出口增长?	13
3.2. 如果美方终止加税, 会否快速拉动我国出口?	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 以出口货源地计算 Top20 城市的 4 月出口增速比 3 月下降幅度	5
图 2: 以出口货源地计算 Top20 城市对 4 月全国出口的拉动	6
图 3: 全国整车物流指数 (7DMA, 去年同期=100%)	7
图 4: 上海整车物流指数 (7DMA, 去年同期=100%)	7
图 5: 韩国和越南出口显示 5 月外需仍强 (%)	7
图 6: 5 月 PMI 出口订单、外贸集装箱吞吐量开始回升 (%)	7
图 7: 从外贸集装箱看出口恢复节奏 (%)	8
图 8: 从 PMI 出口新订单看出口恢复节奏 (%)	8
图 9: 以出口货源地计算主要省份对全国出口的拉动	8
图 10: 2020 年以来 BEC 分类的三种商品对我国出口增长的拉动	9
图 11: 2021 年主要贸易伙伴在我国出口占比	10
图 12: 美国零售与我国消费品出口增速 (%)	10
图 13: 我国中间品出口与全球生产周期一致	11
图 14: 2012 年以来我国向东盟 5 国出口中间品增速快于其他出口	11
图 15: 美国私人部门资本开支的下行周期一般在 1.5 年左右	11
图 16: 我国资本品出口与美国制造业资本开支一致	12
图 17: 三大联储对 6 个月后的制造业资本支出预期	12
图 18: 防疫物资与口罩出口总金额 (亿美元)	12
图 19: 口罩出口数量与价格	12
图 20: 2021 年我国与东盟各国出口总额	13
图 21: 越南进口中间品情况 (亿美元)	13
图 22: 2019 年各国经济复杂度排名	14
图 23: 各国占全球出口比例	14
图 24: 各行业涉及关税排除的 HTS10 编码产品数量占比	15
图 25: 中国出口情况 (2018 年=100%)	16
图 26: 3700 亿清单-美国从各国进口份额变化	16

本轮疫情对外贸产业链造成冲击，国内出口显著下滑。长三角的外贸重镇中，上海出口减少 55.4%，苏州下降 20.7%。今年出口本就处于下行通道，疫情后更蒙上一层不确定的阴影。2020 年的经验表明稳外贸是稳增长的重要环节，今年消费、房地产双双下行，出口能否稳住，对经济稳增长具有重要意义。

1. 疫情对出口冲击有多大？

今年 1-4 月出口同比增速 12.5%，分月来看，明显看到疫情对 4 月出口冲击加大。1-2 月增速 16.3%，3 月 14.6%，4 月下降至 3.9%，比前值降低了 10.7 个点。

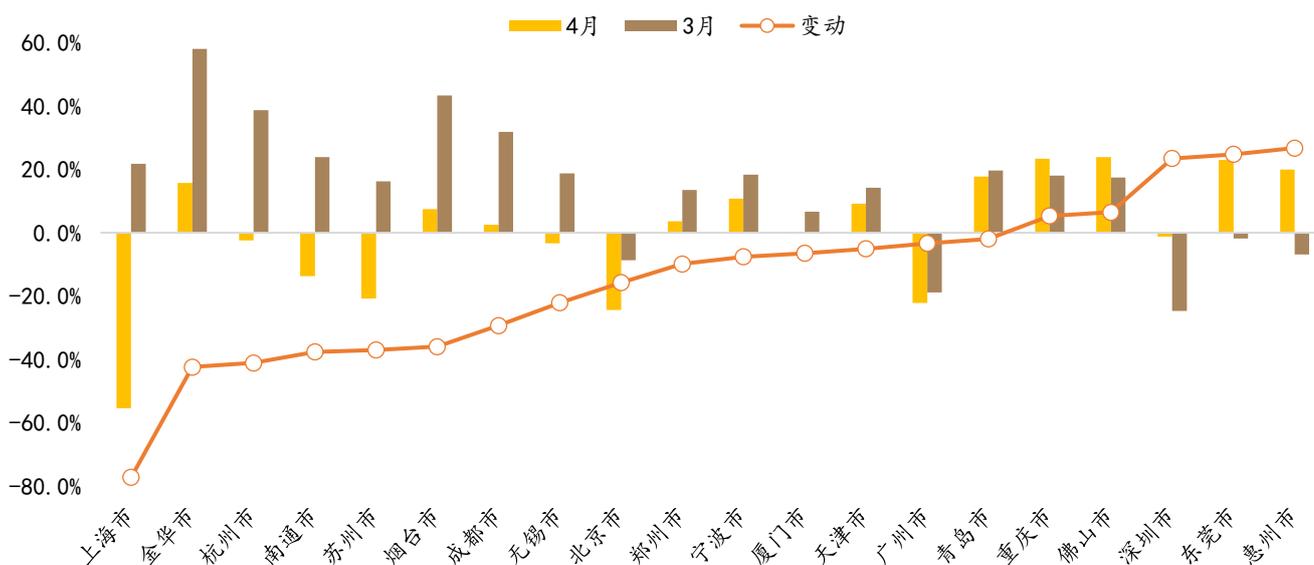
外需仍相对强劲，4 月出口下滑主要来自国内疫情冲击。从一季度出口来看，同比仍维持了 15.8% 的高速增长，说明外需仍然强劲。从国际来看，韩国越南外贸均高增，越南 4 月出口增速从 19.1% 提高至 30.4%，韩国也从 10% 提高到 17.2%。反映出全球贸易需求仍在相对高位，且由于中国出口“缺席”，部分订单转向其他国家，韩越等国出口日益加速。反观国内，4 月公路货运量同比下降 14.3%，供应链冲击传导至生产端，工业增加值下降 2.9%，部分出口订单无法交付。

那么，4 月出口增速比前值降低 10.7 个点中，有多少是来自疫情的冲击？

我们从境内货源地的出口情况来看本次疫情的直接冲击。境内货源地是指出口货物在国内的产地或原始发货地，相比出口企业登记注册地的统计，能更好反映供应链和物流冲击下的出口情况。

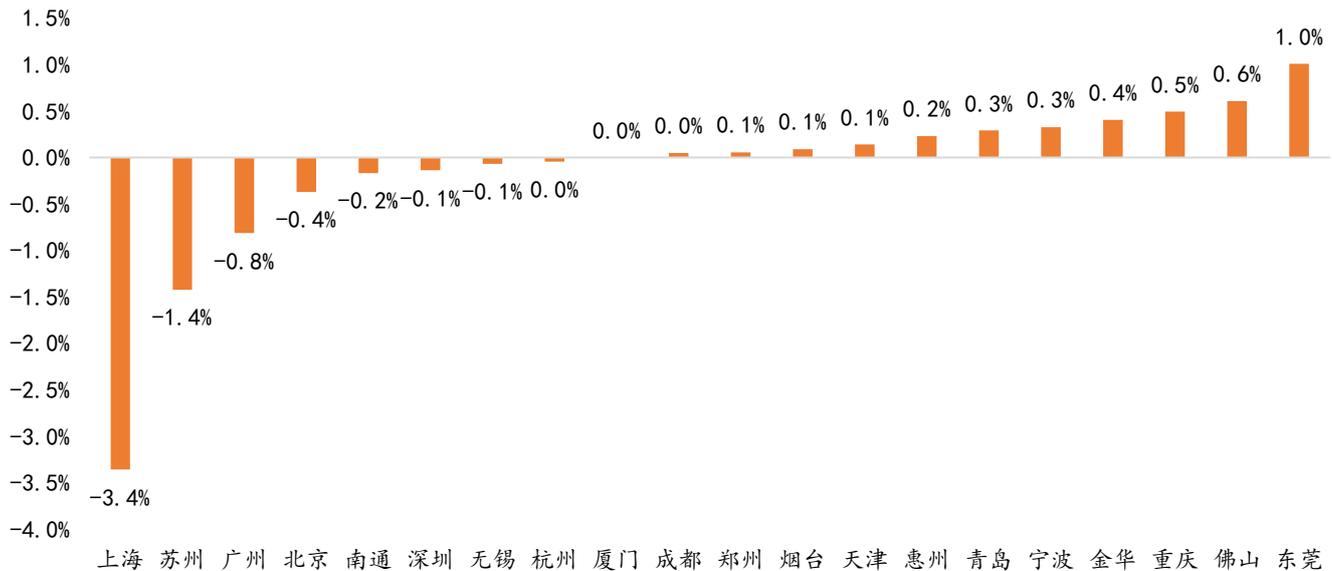
长三角地区数据反映疫情直接拖累 4 月出口增速约 9 个点。在 2021 年前 20 大出口货源地城市中，4 月出口增速下滑最大的 5 个城市均来自长三角（相比 3 月增速），分别是上海、金华、杭州、南通、苏州。4 月，这 5 个城市对全国出口的拉动为 -4.6%，而 3 月为 4.2%，因此疫情给 4 月出口增速带来的直接拖累为 8.8% 左右。

图 1：以出口货源地计算 Top20 城市的 4 月出口增速比 3 月下降幅度



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：以出口货源地计算 Top20 城市对 4 月全国出口的拉动



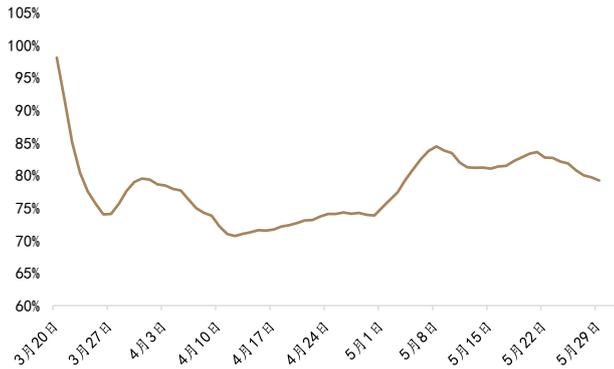
资料来源：Wind，德邦研究所

本次疫情对出口冲击在 4 月见底，预计出口增速将从 5 月开始回升。两个方面的线索可以帮助判断出口冲击已见底，一是制约出口的主要因素——疫情下的供应链冲击已经好转；二是出口新订单指数、外贸集装箱吞吐量已经稳定回升。

供应链复产复工在稳步推进。5 月 25 日的全国稳住经济大盘电视电话会议指出“进一步打通物流和产业链上下游衔接堵点，推动复工达产”。自 4 月中下旬以来，全国层面的复工复产稳步推进，5 月 PMI 供应商配送时间指数从 37.2% 回升至 44.1%。从整车物流指数来看（去年同期=100%），全国已经从 4 月的 75% 左右回升到 5 月的 80% 左右，上海也从 15% 回升到 5 月的 20% 左右。以深圳 3 月经验来看，推进复产复工后，出口会较快恢复。3 月 14-20 日，深圳曾经历封闭管理，当月出口同比下降 24.7%，相比 1-2 月大幅下滑 13.4 个百分点。4 月复工后，出口增速迅速修复至 -1.2%。由于供应链和生产端是当前出口的主要制约，随着企业复工达产，上半年的出口底基本确认在 4 月。

高频数据显示 5 月出口已经开始稳定回升。韩国和越南较早披露 5 月出口相关数据，这两国外贸依存度较高，对全球贸易需求变化较为敏感。越南 5 月出口仍维持 17.2% 的高位，而韩国前 20 日出口同比增长 24.1%，说明 5 月外需仍较强。国内出口相关高频数据来看，8 大港口外贸集装箱吞吐量已经从 4 月中旬的 -4.1% 回升至 5 月中旬的 7.2%。5 月 PMI 出口新订单指数也大幅回升至 46.2%，出口环比改善趋势明显。

图 3：全国整车物流指数（7DMA，去年同期=100%）



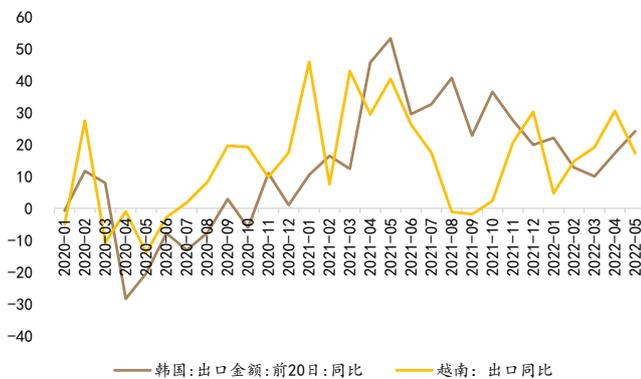
资料来源：G7，德邦研究所

图 4：上海整车物流指数（7DMA，去年同期=100%）



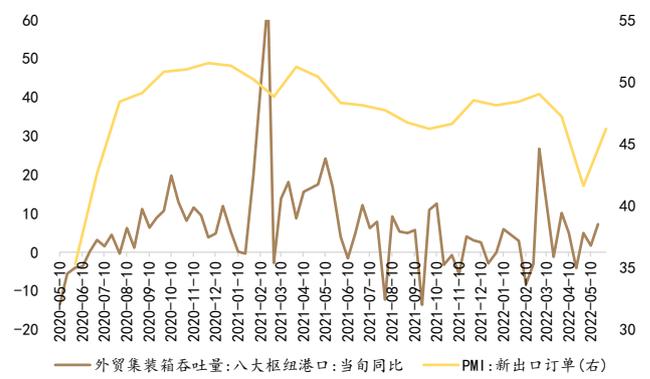
资料来源：G7，德邦研究所

图 5：韩国和越南出口显示 5 月外需仍强（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：5 月 PMI 出口订单、外贸集装箱吞吐量开始回升（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 下半年出口怎么看？

今年下半年出口的恢复节奏可分为两个阶段，5-7 月取决于复产复工节奏，7 月后将转由外需主导。综合来看，我们在年度展望的基础上下修全年出口增速至 6% 左右，高于 WTO 预测 3% 左右的全球贸易增速，中国在全球出口中的份额将继续提升。

2.1. 复工复产节奏决定 5-7 月的出口增长

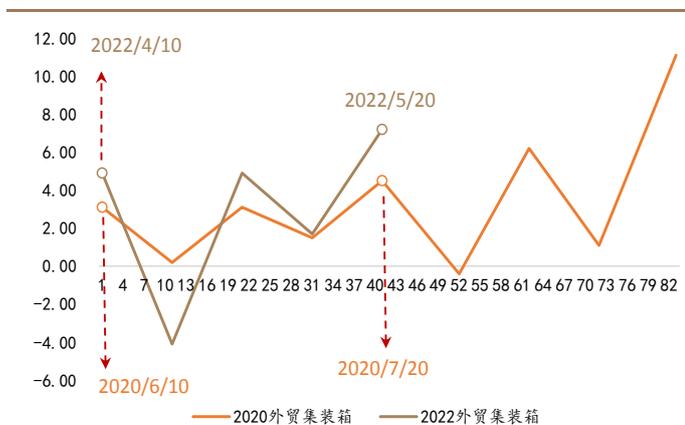
从复工复产节奏来看，今年 5-7 月出口恢复路径与 2020 年 6-8 月相似。从 8 大枢纽港口外贸集装箱吞吐量来看，2022/4/10-2022/5/20 经历的触底回升过程，与 2020/6/10-2020/7/20 基本一致，但今年反弹幅度更大。PMI 新出口订单的变动幅度也十分接近，5 月 PMI 出口新订单指数从 41.6% 回升至 46.2%，回升幅度（4.6 个点）略低于 2020 年 7 月（5.8 个点）。对标来看，今年 5-6 月是出口快速恢复期，7 月将相对稳定。5 月出口增速回升幅度预计与 2020 年 7 月相似，当时出口增速从 0.2% 回升至 6.8%，提高 6.6 个点。而 2020 年 8 月出口增速提高 2.3 个点，复苏边际趋缓。

从重点地区来看，长三角和广东的出口复苏是全国出口增长的“领头羊”。以货源地计算，2021 年东部沿海的五省一市（广东、江苏、浙江、山东、福建、上

海) 占全国出口的 74.7%。1-4 月, 五省一市的出口均不同程度受到疫情冲击, 其中, 3 月广东、4 月上海江苏, 出口均大幅下滑。3-4 月广东出口修复是支撑全国出口增长的主要贡献。广东出口增速从 3 月 -9.2% 回升至 4 月 7.9%, 拉动全国出口边际改善 4.7 个点 (对全国出口拉动从 -2.2% 到 2.5%)。而 5 月长三角的江浙地区率先恢复, 6 月上海进入全面恢复生产生活秩序阶段。5-6 月上海出口修复情况将是全国出口增速的主要贡献, 按 2021 年占全国出口 6% 计算, 上海出口增速每回升 10 个点, 对全国出口的拉动就会增加 0.6 个点。4 月上海出口下降 55.4%, 如果 5 月收窄至 -25%, 对全国出口的拖累将从 -3.4 个点收窄至 -1.5 个点。

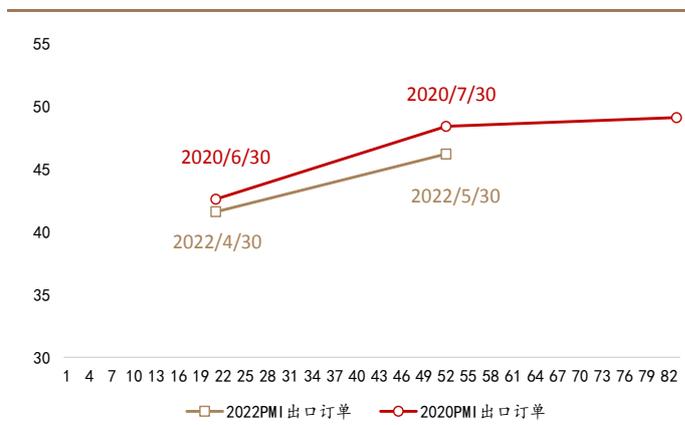
5 月 1-24 日, 长三角港口集装箱日均吞吐量 25.47 万标箱, 环比 4 月日均增长 4.4%, 同比去年 5 月日均增长 1.2%, 其中上海港集装箱日均吞吐量 10.75 万标箱, 环比 4 月日均增长 4.6%, 已恢复到去年同期日均量的 84%, 并继续呈恢复性增长态势。

图 7: 从外贸集装箱看出口恢复节奏 (%)



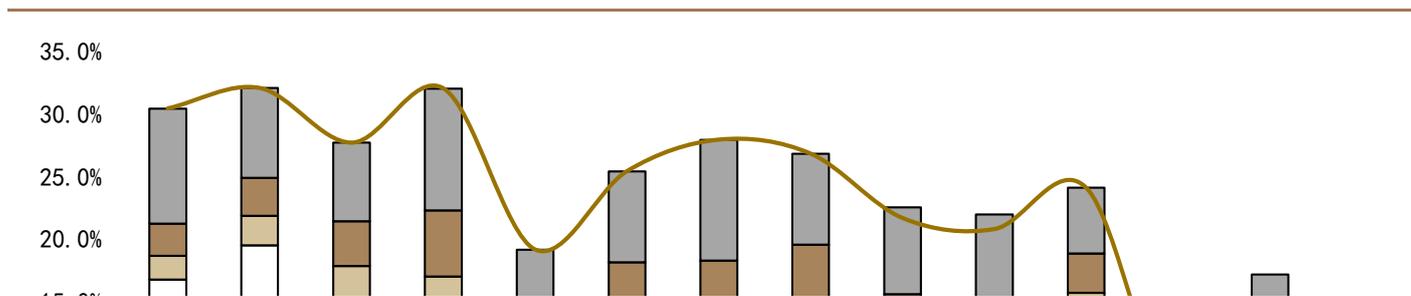
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 从 PMI 出口新订单看出口恢复节奏 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9: 以出口货源地计算主要省份对全国出口的拉动



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_42560



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>