

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 出口超预期源于外需韧性的预期差

2022年7月14日

- **外需有所回温拉动出口，内需偏弱拖累进口表现。**1) 出口层面：6月出口金额同比增速继续维持韧性，出口超预期源于两个方面。一是在企业复工复产有序推进之下，生产PMI重新回到扩张区间，给出口回升打下供给基础。二是整体外需景气度较上月有所回温，对出口有带动作用。2) 进口层面：6月进口同比增速表现偏弱，主要是后疫情时代内需的恢复速度要弱于复工复产的推进速度。与去年同期相比，天然气、原油、成品油、粮食和煤等进口均出现量跌价涨，此轮进口的增速下滑，更多是由数量缩减引起，我们认为这可能是疫情、地缘政治冲突和新一轮粮食危机交织下的结果。
- **超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差。**5月疫情有所修复后，5、6月的出口表现较好，出口的超预期表现源于市场对外需韧性的低估。影响出口最重要的因素是全球经济动能，市场上基于欧美发达国家需求回落拖累中国出口的逻辑，调低了对中国出口增速的预期。但实际上，市场可能低估了外需的韧性。从运价指数上来看，6月运价较5月表现有所抬升，表明6月的整体外需还是对出口存在一定支撑作用。从中国的出口份额上看，中国对主要经济体的出口份额较年初有所下降，此轮出口的超预期更多是源于市场对外需韧性存在预期差。
- **东南亚联盟对我国出口的高贡献可能源于其国内的生产需求。**6月新出口订单PMI录得49.5%，较前值环比增加3.3个百分点，显示出海外订单量较上月继续出现回暖。从外需的国别结构来看，出口至主要国家的同比增速有所分化，东南亚联盟、美国和欧盟对6月出口的贡献度分别为4.57%、3.27%、2.71%。其中，对欧盟出口的同比增速出现回落，我们认为这主要与6月欧洲疫情的形势恶化有关；而对东南亚国家和美国的出口同比增速均向好，对东南亚的出口同比变化的斜率尤为陡峭，我们认为这主要是因为东南亚国家的制造业正在加速修复。
- **未来外需走弱的逻辑没有发生转变，但对回落时点的预期或需要做调整。**短期内外需韧性可能会对出口回落有支撑，但是我们认为未来外需走弱的方向仍未发生变化。这主要在于三个层面：1) 主要经济体政策收紧步伐没有停止。美国6月CPI继续“破9”，为了抗击爆表的通胀，美联储对货币政策的态度更加鹰派，其他主要发达经济体收紧货币政策的进程也正在加快，刺激政策退出需求将缺乏支撑。2) 去年四季度基数明显垫高对出口后续增速有压制作用。3) 东南亚的结构性高景气在生产修复完成后需求也会面临回落。当前越南等东南亚国家的制造业景气度正处于较高的区间，短期或会对出口有扰动，东盟本身的制造业修复完成后对我国的出口拉动将会减弱。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。

目录

一、外需有所回温拉动出口，内需偏弱拖累进口表现 .....	3
二、超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差 .....	6
三、外需走弱的逻辑不变，但对回落时点的预期或需要调整 .....	8
风险因素 .....	8

表目录

表 1：出口重点商品对比 .....	4
表 2：进口重点商品对比 .....	5

图目录

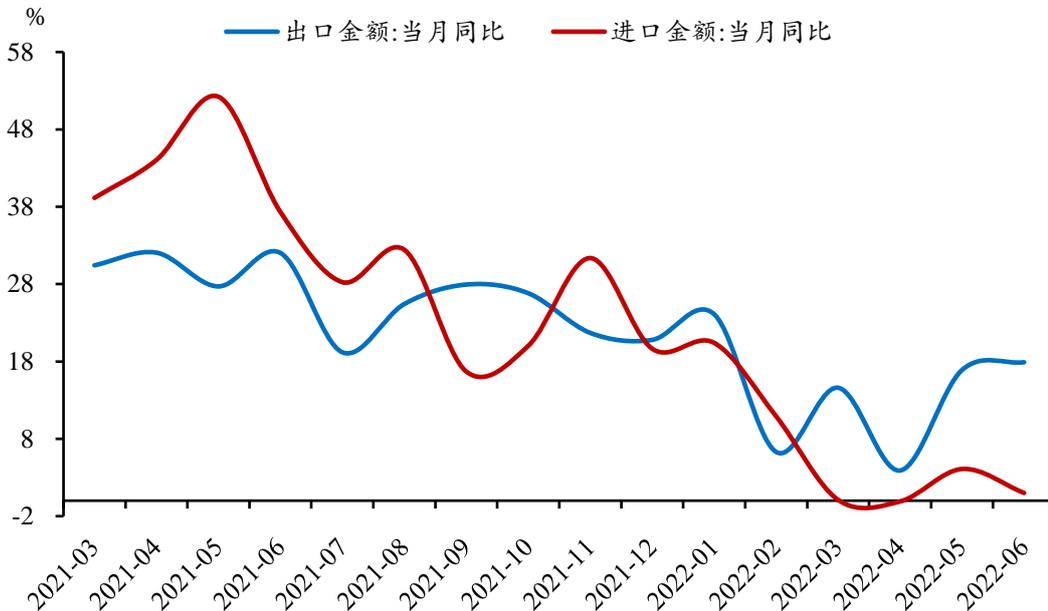
图 1：出口继续超预期，进口表现不及市场预期 .....	3
图 2：6 月全球综合 PMI 触及上半年高位 .....	4
图 3：国内生产与新订单 PMI 重回扩张区间 .....	5
图 4：6 月运价指数显示出外需韧性犹在 .....	6
图 5：中国对主要经济体和美国的出口份额较年初有所下降 .....	7
图 6：对欧盟的出口走弱，对东盟和美国的出口仍较好 .....	7
图 7：6 月东南亚国家联盟对我国出口起着主要贡献 .....	8

## 一、外需有所回温拉动出口，内需偏弱拖累进口表现

出口增速超预期是国内复工复产和整体外需有所回温的结果。6月出口金额（美元计价）同比增速为17.9%，比5月增速高出1个百分点，继续维持较高的韧性。我们认为出口超预期源于两个方面：一是在企业复工复产有序推进之下，生产PMI重新回到扩张区间，给出口回升打下供给基础。二是整体外需景气度较上月有所回温，对6月出口有带动作用。6月全球综合PMI触及上半年的数据高位，录得53.5，外需景气度的回暖对出口存在支撑作用。从出口类别来看，多数产品出口同比增速较上月均有回落，但出口占比最高的机电产品和高新技术产品表现较为强劲，分别拉动了出口1.66和0.73个百分点。

进口表现低迷源于国内需求恢复速度偏慢。6月进口金额（美元计价）同比增速从上月4.1%回落至1.0%，6月新订单回升幅度小于生产指数，表明6月制造业生产的恢复速度要快于需求，这显示出后疫情时代内需的恢复速度较弱。从分项上看，上月进口表现较好的天然气、原油、成品油、农产品和煤及褐煤的增速表现均出现了明显萎缩，增速分别较上月减少了22.38、33.45、17.97、12.41和70.72个百分点。与去年同期相比，天然气、原油、成品油、粮食和煤等进口均出现量跌价涨，此轮进口的增速下滑更多是由数量缩减引起，这与需求的弱修复相一致。我们认为这可能是疫情、地缘政治冲突和新一轮粮食危机交织下的结果。

图 1：出口继续超预期，进口表现不及市场预期



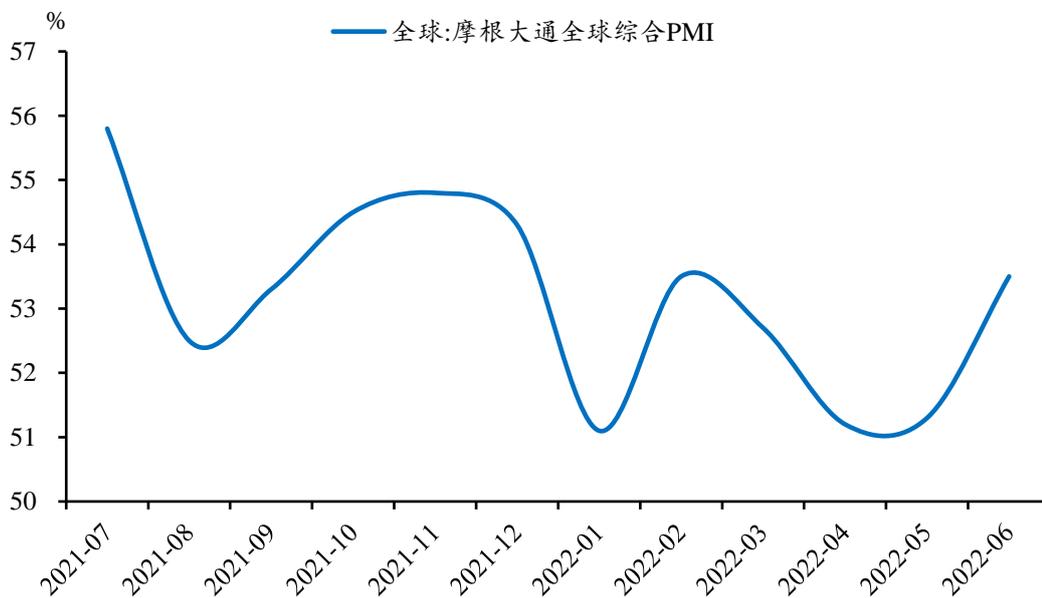
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 1：出口重点商品对比**

出口重点商品	当月同比(2022-06)	当月同比(2022-05)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	12.51	9.50	3.01	55.29
高新技术产品	7.45	4.50	2.95	24.92
服装及衣着附件	19.10	24.90	-5.80	5.45
纺织纱线织物及其制品	7.90	15.80	-7.90	4.08
钢材	41.19	78.20	-37.01	3.53
塑料制品	18.70	18.00	0.70	3.00
农产品	23.96	27.60	-3.64	2.54
家具及其零件	-0.29	0.50	-0.79	1.86
鞋靴	45.70	49.70	-4.00	1.74
玩具	35.29	33.10	2.19	1.43
箱包及类似容器	47.14	50.80	-3.66	1.07
成品油	-9.97	5.90	-15.87	0.94
未锻轧铝及铝材	62.69	96.90	-34.21	0.76
陶瓷产品	18.48	14.40	4.08	0.91
肥料	-23.95	-39.20	15.25	0.30
稀土	44.65	124.00	-79.35	0.02
中药材及中式成药	30.78	27.05	3.73	0.00

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

**图 2：6月全球综合 PMI 触及上半年高位**


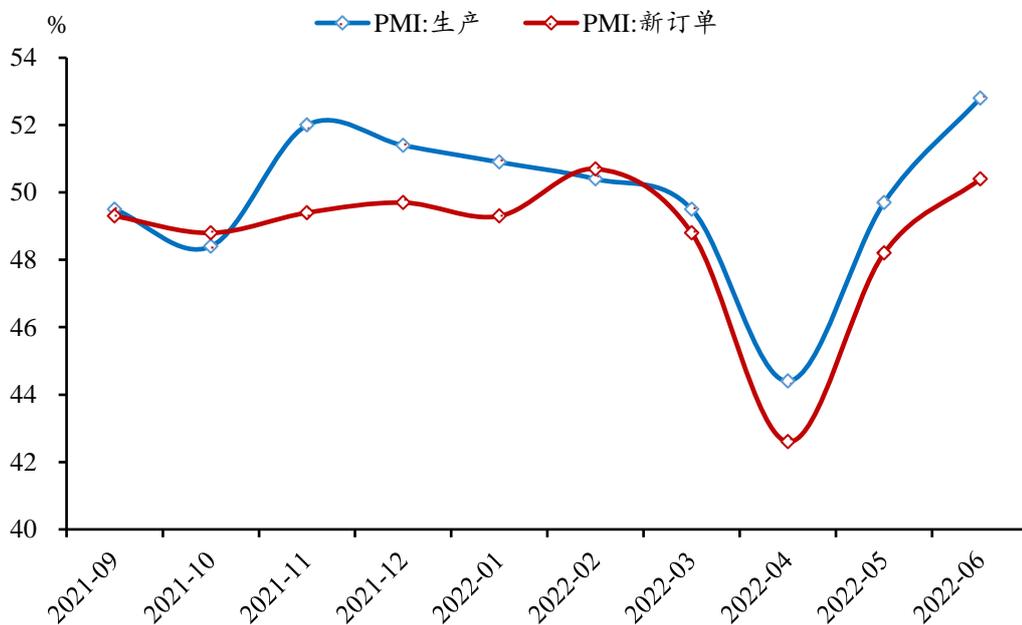
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 2：进口重点商品对比**

进口重点商品	当月同比(2022-06) 单位：%	上月同比(2022-05) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	-11.29	-8.30	-2.99	37.98
高新技术产品	-9.74	-7.20	-2.54	27.98
原油	43.85	77.30	-33.45	12.25
农产品	0.49	12.90	-12.41	8.72
铁矿砂及其精矿	26.17	-24.10	50.27	5.15
未锻轧铜及铜材	22.03	6.90	15.13	2.29
铜矿砂及其精矿	26.17	15.10	11.07	2.24
天然气	26.52	48.90	-22.38	2.08
初级形状的塑料	-0.15	-0.30	0.15	2.08
中药材及药品	16.43	24.30	-7.87	1.88
煤及褐煤	16.48	87.20	-70.72	1.30
美容化妆品及洗护用品	-6.11	-4.30	-1.81	0.76
纸浆	-2.84	-3.80	0.96	0.77
成品油	8.53	26.50	-17.97	0.63
原木及锯材	-9.10	-2.75	-6.35	0.70
钢材	-14.90	-12.10	-2.80	0.59
纺织纱线、织物及制品	-15.16	-8.00	-7.16	0.47
天然及合成橡胶(包括胶乳)	17.85	4.40	13.45	0.44
肥料	112.23	101.90	10.33	0.17

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

**图 3：国内生产与新订单 PMI 重回扩张区间**


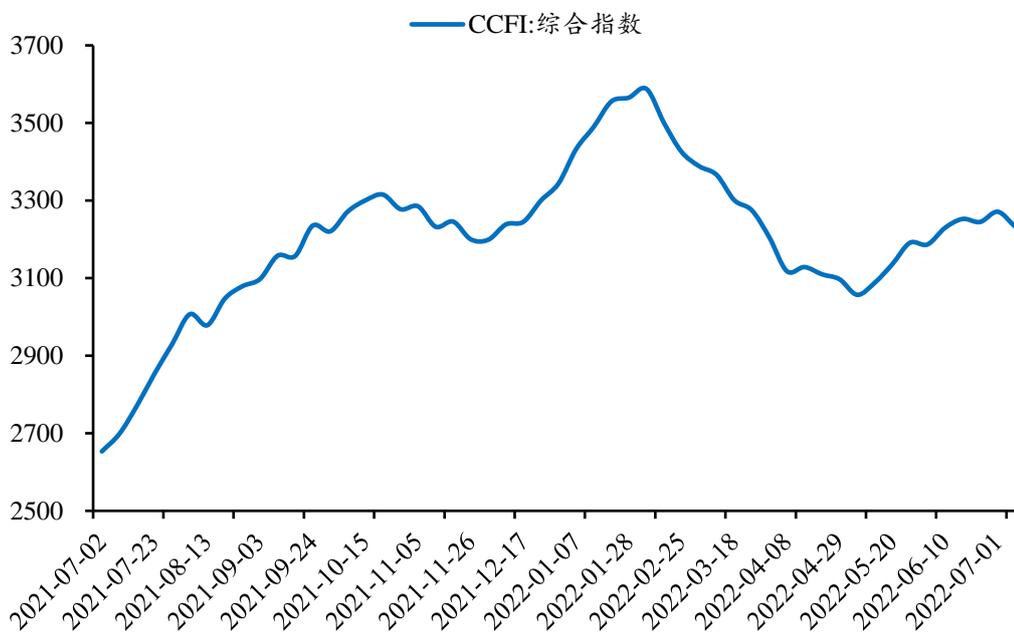
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差

**超预期出口表现主要源于外需韧性存在预期差。**5月疫情有所修复后，5、6月的出口表现较好，出口的超预期表现源于市场对外需韧性的低估。影响出口最重要的因素是全球经济动能，市场上基于欧美发达国家需求回落进而拖累中国出口的逻辑，调低了对中国出口增速的预期。但实际上，市场可能低估了外需的韧性。从运价指数上来看，6月运价较5月表现有所抬升，表明6月的整体外需还是对出口存在一定支撑作用。从中国的出口份额上看，中国对主要经济体的出口份额较年初有所下降，此轮出口的超预期更多是源于市场对外需韧性存在预期差。

**东南亚联盟对我国出口的高贡献可能源于其国内的生产需求。**6月新出口订单PMI录得49.5%，较前值环比增加3.3个百分点，显示出海外订单量较上月继续出现回暖。从外需的国别结构来看，东南亚联盟、美国和欧盟对6月出口的贡献度分别为4.57%、3.27%、2.71%。出口至主要国家的同比增速有所分化，其中，对欧盟出口的同比增速出现回落，我们认为这主要与6月欧洲疫情的形势恶化有关；而对东南亚国家和美国的出口同比增速均向好，对东南亚的出口同比变化的斜率尤为陡峭，我们认为这主要是因为东南亚国家的制造业正在加速修复。从越南制造业的PMI来看，制造业PMI已连续多月处于扩张区间，6月的54.0%处于较高的水平。

图 4：6月运价指数显示出外需韧性犹在



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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\\_43949](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43949)

