

物流修复助力出口阶段性回升

——2022年6月进出口数据的背后

核心观点

前期观点持续兑现，常态化检测带动物流修复、畅通国内大循环，一方面促进出口订单集中交付实现出口阶段性回升，长三角出口增速修复尤为突出；另一方面实现了内需的逐步回升，带动进口渐进回升。下半年，出口重点关注海外供给变化，进口重点关注稳增长政策兑现对内需的拉动。

□ 物流修复叠加贬值因素抬升出口

6月人民币计价出口增长22%，前值15.3%，延续5月强势表现。我国对主要贸易伙伴进出口保持积极增长，上半年，我国对东盟、欧盟、美国分别进出口2.95万亿、2.71万亿和2.47万亿元，分别增长了10.6%、7.5%和11.7%。同期，我国对“一带一路”沿线国家、RCEP贸易伙伴进出口分别增长17.8%和5.6%。

物流修复带动出口阶段性回升。我们在5月外发的中期年度策略《逆转，新生》中提出，在动态清零总方针下，结合奥密克戎的特点，平衡动态清零和经济增长两大目标需要新的、可持续的防疫模式——常态化核酸检测，即通过高频次、饱和式的核酸检测，第一时间发现疫情并及时扑灭，即使有零星疫情，也难以形成规模性反弹，出现全城严格静态管理的概率也大大降低。

我们在5月《物流修复助力出口超预期》中提出常态化检测带动物流修复有助于国内大循环的畅通，出口订单集中释放有助于出口阶段性回升，5、6月数据持续验证。为促外贸稳增长，海关总署高度重视保障物流修复和畅通，出台了出口货物“抵港直装”、宁波杭州“离港确认”模式、疫苗通关全流程监控等一系列措施。从政策效果来看，物流修复对出口的阶段性大幅提升带来了重要支撑，特别是受疫情冲击和出现供应链中断的长三角、珠三角和东北地区，在克服疫情冲击后随着物流修复，出口快速回升，长三角尤其典型，5月份，长三角、珠三角、东北地区进出口同比分别增长4.8%、2.8%和12.2%，6月份增速进一步回升到14.9%、6.4%、12.8%。

此外，海关总署7月13日新闻发布会也表示“5月份以来，随着国内疫情防控形势总体向好，各项稳增长政策效应逐渐显现，外贸企业复工复产有序推进，特别是长三角等地区进出口快速恢复，带动全国外贸整体增速明显回升”。

贬值因素推升阶段性抬升出口读数。我们在《6月数据预测：从物流到人流，经济恢复逐月加快》中提示，贸易汇率略滞后于即期汇率1个月，4月下旬以来的汇率波动对短期外贸数据会带来扰动，贸易汇率贬值对人民币计价出口增速带来支撑，出口增速读数上较强。

下半年，外需回落拖累出口，但也需关注海外供给走弱可能对我国出口带来积极利好。进入6月，美元、美债、欧债、黄金、铜价、油价等全球总需求收缩、海外发达经济体衰退预期的反应进一步加剧，主要源于货币政策收紧对经济产生拖累，不惜代价抑制通胀意味着海外经济体愿意通过衰退方式缓解通胀压力，地缘政治因素及供应链不稳定因素推升交易成本和通胀对经济也有挫伤，外需回落大概率会拖累出口下行，这一判断逐步成为下半年市场一致预期。

我们认为，在关注外需回落拖累出口这一主导逻辑外，还需关注海外供给端变化，海外供给走弱可能对我国出口带来阶段性积极影响。首先，2021年Q3以来，工资、房租、运费、原材料等一系列成本冲击海外企业资产负债表和现金流量表，企业压力陡增，关于企业资产负债表衰退的言论也日益增多，部分企业甚至出现破产、倒闭，如NB Liebman、Lane Home Furnishings、Serta Simmons等美国家具企业出现了大幅裁员、关闭工厂甚至申请破产保护，能源、金融行业等也有较多案例。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

其次，成本推动型通胀与经济衰退预期的组合下，企业扩大新增产能意愿有限，美国炼化产能不足就是典型案例。第三，疫情和高通胀加剧贫富差距，体现为社会撕裂和民粹主义抬头，在挪威、韩国、加拿大、美国等地接连出现大规模工人罢工，冲击海外供给。第四，地缘政治冲突仍在延续，大国博弈也进入能源领域，由此带来的供应链冲击和经营成本、交易成本上行，也将影响海外供给。

综合来看，我们认为下半年外需回落带动出口逐步下滑是主导逻辑，但需关注海外供给端的不确定因素，有助于我国发挥供给优势进而为出口带来好消息。

□ 常态化增长，进口渐回升

6月人民币计价进口同比4.8%，前值2.8%，进口渐进回升。上半年，我国从欧盟、东盟、美国进口分别达到9,228.9、12,564.3和5,865.5亿元，同比增长-8.2%、4.5%和2.6%。我们在《昨日黄花又重现，2022已不是2020》明确提出常态化核酸检测统筹疫情防控与经济增长，将通过带动物流和人流的修复推动内需回升，进而带动进口改善，目前来看5、6月数据持续印证。但相比出口，进口修复较慢，侧面凸显我国内需回升较慢。

常态化检测带来常态化增长，内需回升拉动进口修复。我们在5月中期策略报告《逆转，新生》中明确指出，关注“常态化检测带来的常态化增长”，我们预计常态化核酸检测有望统筹疫情防控与经济增长，带动经济有序回升，全年GDP走势维持“耐克型”判断，可以从两方面预判内需变化：其一，根据工业、服务业等高频数据模拟生产法月度GDP走势，我们预计4月筑底（-3.4%左右），5月修复（0%左右），6月回升有望达到3月水平（6月在3%附近）。其二，克强指数仍是反映内需的重要指标，预计工业生产的改善将带动工业用电量回升，内循环和供应链的畅通有助于整个货运领域的指标改善，常态化增长有助于货币政策宽信用落到实处，预计克强指数也将逐步回升印证内需改善。

目前来看，常态化核酸检测带来的常态化增长正在不断兑现，前期一系列稳增长政策也进入兑现期，6月汽车消费、地产销售、旅游出行等数据均呈现出不同程度的修复，我们认为内需回升带动进口回暖，5、6月已有验证的基础上，Q3会继续兑现。但值得注意的是，相比于5、6月出口的高增长，进口回升较慢，我们认为这与我国内需修复较慢关系密切，预计后续稳增长进一步兑现，进口数据有望进一步环比改善。

展望下半年，我们预计常态化检测带来的常态化增长，叠加前期一系列基建、消费、地产等方面的稳增长政策逐步兑现，进口有望逐步改善，但考虑进口价格指数的高基数影响，预计名义进口增速回升相对有限。

□ 6月贸易顺差超预期，增长、汇率、外储三稳

6月贸易顺差超预期，助力汇率及外储企稳。6月我国实现贸易顺差979.4亿美元，前值787.6亿美元。出口超预期增长其背后核心逻辑是常态化检测有效统筹了动态清零与经济增长两大目标，带动物流快速修复实现国内大循环的畅通，出口订单的集中交付短期带动出口超预期，内需修复较慢导致进口回升较慢，由此带来贸易顺差在5、6月持续超预期。我们认为，Q2贸易顺差超预期对Q2名义GDP有较强带动作用，有助于经济修复。此外，贸易顺差的超预期增长一方面印证了我国基本面向好的预期修复，有助于汇率企稳；另一方面有助于稳定外汇储备，受估值因素影响，6月外汇储备单月减少565.1亿美元（估值因素预计导致650亿美元减值），一定程度上催生了市场对于资本流出和国际收支的担忧，贸易顺差的超预期有助于稳定资本流动预期和稳定外汇储备。

风险提示：中美贸易摩擦超预期恶化，疫情变异冲击全球，海外经济超预期下滑

正文目录

1. 进出口数据跟踪	4
------------------	---

图表目录

图 1: 进出口热力图	4
图 2: 6 月出口超预期, 贸易顺差显著增长	4
图 3: 进口价格指数略领先于出口价格指数	4
图 4: 进口价格指数与原油、贵金属等大宗商品价格密切相关	5
图 5: 2022 年出口价格指数, 进口价格指数略领先于出口价格指数	5
图 6: 6 月进口价量拆分	6
图 7: 6 月出口价量拆分	6

1. 进出口数据跟踪

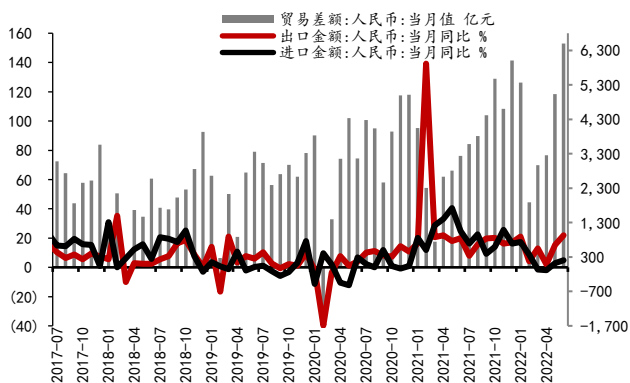
图 1：进出口热力图

进出口数据(当月)		单位	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
进出口(美元)		%	10.30	11.10	2.10	7.50	8.40	22.50	20.30	25.74	23.89	22.76	28.44	23.05
出口(美元)		%	17.90	16.90	3.90	14.60	6.30	24.10	20.79	21.69	26.82	27.94	25.43	19.18
进口(美元)		%	1.00	4.10	-0.10	0.10	10.90	20.40	19.64	31.36	20.02	16.69	32.43	28.25
贸易差额(美元)		亿美元	979.40	787.54	511.35	468.00	296.84	840.85	939.10	717.25	848.57	680.80	592.09	558.60
进出口(人民币)		%	14.30	9.60	0.10	5.90	6.30	19.40	16.75	20.20	17.44	14.91	18.56	11.44
出口(人民币)		%	22.00	15.30	1.90	12.90	4.20	21.00	17.18	16.31	20.08	19.72	15.61	7.90
进口(人民币)		%	4.80	2.80	-2.00	-1.50	8.80	17.40	16.16	25.59	13.95	9.27	22.47	16.19
贸易差额(人民币)		亿元	6,501.1	5,029.0	3,252.0	2,969.0	1,887.0	5,363.0	6,012.0	4,608.0	5,482.0	4,418.0	3,818.0	3,580.0
中国与主要国家间贸易(当月)		单位	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
美国	对美国出口	%	19.32	15.75	9.42	22.38	9.74	16.90	21.21	5.27	22.68	30.56	15.52	13.40
	从美国进口	%	1.68	21.18	-1.24	-11.95	-1.11	16.56	3.30	22.05	4.56	16.60	33.27	25.62
	贸易差额	亿美元	414.05	360.69	322.44	320.86	266.93	330.78	392.34	369.49	407.46	419.98	376.85	354.28
欧洲	对欧洲出口	%	17.12	20.27	7.91	21.43	15.38	31.22	25.65	33.46	44.31	28.61	29.40	17.23
	从欧洲进口	%	-9.71	-9.00	-12.52	-11.62	0.46	-0.82	-2.91	4.22	-0.66	1.13	12.42	19.79
	贸易差额	亿美元	254.30	232.08	196.38	200.72	178.44	277.54	251.40	228.19	258.64	185.01	209.52	174.34
东盟	对东盟出口	%	29.04	25.92	7.58	10.38	5.88	18.17	12.00	22.30	17.97	17.33	16.59	14.52
	从东盟进口	%	5.30	-2.03	4.45	2.70	10.85	15.45	22.53	35.71	23.07	17.28	26.65	27.68
	贸易差额	亿美元	165.62	168.93	114.42	76.57	27.19	133.34	101.12	93.45	87.52	41.77	67.12	90.17
日韩	对日韩出口	%	16.42	13.16	-1.20	11.87	-0.74	22.11	17.34	24.13	23.85	20.81	31.69	19.47
	从日韩进口	%	-10.80	-8.26	-10.49	-1.82	8.67	14.65	8.98	21.41	16.05	9.43	23.33	12.12
	贸易差额	亿美元	-18.42	-10.74	-63.25	-82.27	-91.58	-46.93	-77.76	-94.30	-69.66	-108.97	-81.52	-84.92
主要国家PMI(当月)		单位	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
美国	制造业PMI	%	53.00	56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50
	服务业PMI	%	55.30	55.90	57.10	58.30	56.50	59.90	62.30	69.10	66.70	61.90	61.70	64.10
欧元区	制造业PMI	%	52.10	54.60	55.50	56.50	58.20	58.70	58.00	58.40	58.30	58.60	61.40	62.80
	服务业PMI	%	53.00	56.10	57.70	55.60	55.50	51.10	53.10	55.90	54.60	56.40	59.00	59.80
日本	制造业PMI	%	52.70	53.30	53.50	54.10	52.70	55.40	54.30	54.50	53.20	51.50	52.70	53.00
	服务业PMI	%	54.00	52.60	50.70	49.40	44.20	47.60	52.10	53.00	50.70	47.80	42.90	47.40
全球	制造业PMI	%	52.20	52.30	52.30	52.90	53.70	53.20	54.30	54.20	54.30	54.10	54.10	55.40
	服务业PMI	%	53.90	51.90	52.20	53.40	54.00	51.00	54.70	55.60	55.60	53.80	52.80	56.30

资料来源：Wind，浙商证券研究所

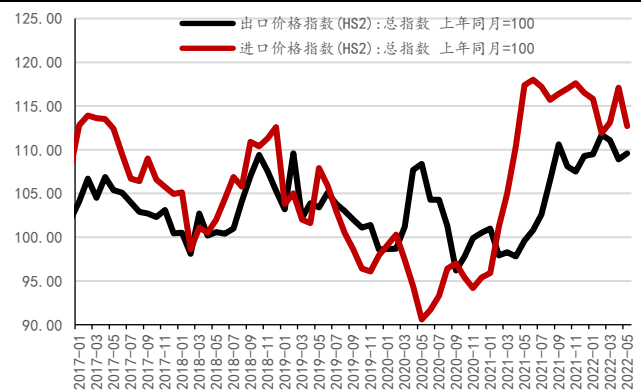
注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏绿色，数值越小则越偏红色。

图 2：6 月出口超预期，贸易顺差显著增长



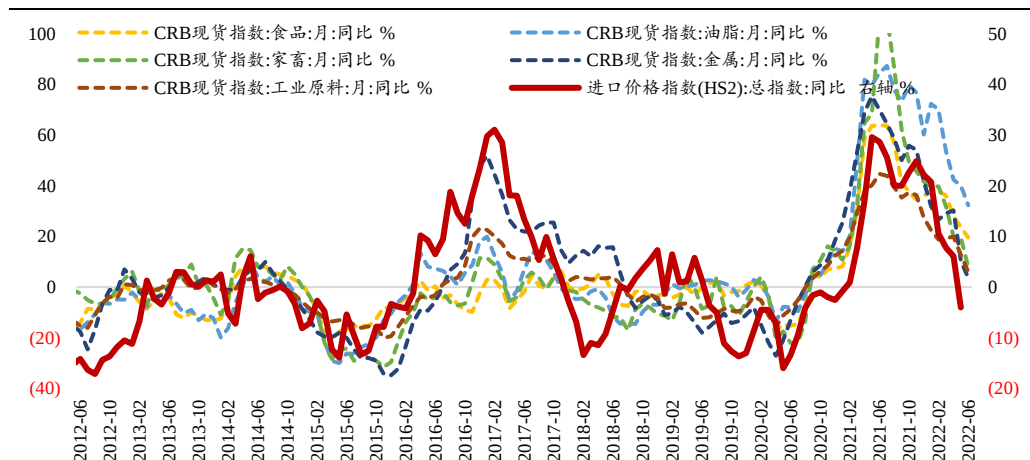
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：进口价格指数略领先于出口价格指数



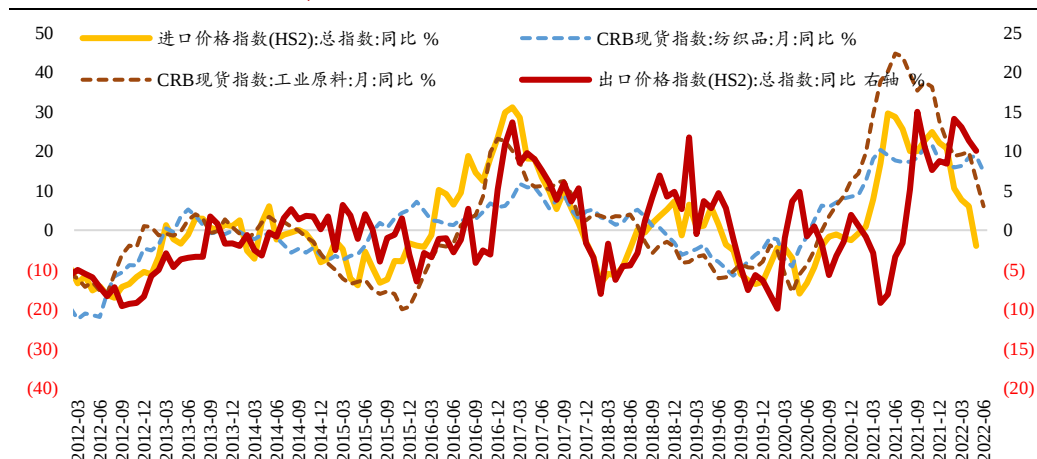
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：进口价格指数与原油、贵金属等大宗商品价格密切相关



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：2022 年出口价格指数，进口价格指数略领先于出口价格指数



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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_43982

