

宏观点评

如何理解出口连续大超预期？

事件：按美元计，6月出口同比17.9%，预期11.9%，前值为16.9%；进口同比1.0%，预期3.0%，前值4.1%；顺差979.4亿美元，预期764.7亿美元，前值787.6亿美元。

核心结论：6月出口继续大超预期，环比也创有数据以来同期新高，疫情、物流之外，今年出口频频超预期，主因市场存在“两大低估、一大高估”（低估了我国出口份额的韧性、低估了我国出口价格的韧性、高估了全球经济放缓对我国外需的拖累）。继续提示，下半年出口整体趋降、但韧性强；全年中枢可能10%以上，特别是7-9月有望维持较高增速。

1、6月出口继续大超预期，环比7.7%较前值略有回落、但仍为历史同期新高。6月出口同比17.9%，高于预期11.9%和前值16.9%，历史上看仅略低于2021年同期，为近10年次高；环比增7.7%，也创有数据以来新高，疫情之后物流、供应链等恢复，订单外移好转等都应是6月出口高增的原因。但是，排除疫情和物流因素的影响，近半年我国出口累计同比增14.2%，也是除2021年同期以外的高点，倾向于认为，年初以来我国出口频频超预期，主因市场存在“两大低估、一大高估”：

> **市场低估了我国出口份额的韧性。**年初市场对出口预期悲观的一大逻辑在于，海外各国采取与疫情共存策略，海外生产恢复可能快速挤占我国疫情期间获得的出口份额。但实际上看，按照测算，2022Q1我国出口占全球的份额约为14.8%，略低于2021年同期的15.0%，但仍显著高于2019年同期的12.9%。

> **市场低估了我国出口价格的韧性。**出口价格指数与PPI走势高度一致，2022年我国PPI整体趋降，意味着价格对出口的支撑可能弱化；但按预测，今年我国PPI预计仍在5.0%以上，价格对出口仍有一定支撑。比如从已公布出口金额和数量的商品看，6月集成电路出口金额同比增16.5%、出口数量降2.0%；稀土出口金额增44.7%、出口数量仅增6.3%。

> **市场高估了全球经济放缓对我国外需的拖累。**年初市场对出口悲观的另一逻辑在于，2022年全球经济放缓、外需走弱。实际上看，全球PMI、OECD综合领先指标见顶分别是在2021年5月和7月，后续我国出口仍然维持强势；倾向于认为，全球经济放缓、外需走弱对我国出口确有影响，但此前市场对此可能存在高估。

2、分结构看，农产品、出行相关、日用品、机电产品是支撑；新兴市场强于发达国家

> **分商品看，出口高增的支撑在于：农产品、出行相关、日用品出口偏强；以电脑为代表的机电产品出口有所恢复。**具体呈现“四强、两弱、一改善”七条线索：1）出行强、防疫弱：延续年初以来的趋势，主要跟海外防疫“躺平”有关。6月出行相关的箱包、鞋靴、服装分别同比增47.1%、45.7%、19.1%；防疫相关的纺织（口罩）、医疗仪器环比增7.9%、降1.3%，均明显低于总体增速；2）日用品强、地产竣工弱：6月玩具、塑料制品、陶瓷产品等日用品分别同比增35.3%、18.7%、18.5%，均高于总体增速；竣工链中家电、家具出口分别同比降13.1%、0.3%，灯具同比仅增5.9%；3）原材料强、农产品强，应和俄乌冲突有关：6月铝、稀土等原材料出口分别同比增62.7%、44.7%，明显强于总体；农产品、水海产品出口分别同比增24.0%、15.3%；4）机电产品出口改善：6月机电产品出口同比增12.5%，高于前值3.1个百分点；其中电脑出口同比增9.2%，前值为降5.5%。

> **分国别看，对新兴市场出口强于发达国家，对美出口强于欧、日。**其中：6月对东盟、韩国、印度、巴西等出口分别同比增29.0%、25.3%、63.8%、41.2%，均高于总体增速；对美国、欧盟、日本出口分别同比增19.3%、17.1%、8.3%，仅美国高于总体增速。

3、6月进口不及预期，能源进口减少是主要拖累；剔除能源后进口降幅收窄，指向内需有所修复。6月进口同比1.0%，低于预期3.0%和前值4.1%，能源进口减少是主拖累：6月进口原油、煤及褐煤、成品油、天然气分别同比增43.8%、16.5%、8.5%、31.5%，前值为81.4%、87.8%、26.5%和37.0%。如果剔除上述能源进口，6月进口降幅也收窄1.2个百分点至3.9%，指向6月我国内需有所修复，和6月PMI、高频等数据相印证。

4、继续提示：下半年出口整体趋降、但韧性仍强，Q3维持高增，全年中枢可能高于10%

我们在中期报告中，基于“外需、份额、结构”三大因素，并按量价拆分，对2020、2021年这两年我国出口高增的支撑因素予以分析，测算结果显示：1）外需在2020年10月之前拉动较弱，之后逐渐成为我国出口的核心驱动；份额一直是我国出口的重要支撑，但2021年之后份额的贡献下降；结构对我国出口增速影响相对偏小，且2020年结构影响强于2021年；2）2021年5月之前，出口数量增加是我国出口增速的主要支撑（贡献基本在70%以上）；随后价格因素贡献提升，数量因素贡献到2021年9月一路降至40%以下，随后有所回升、但仍低于正常水平。

往后看，驱动2020、2021年出口高增的外需、份额、价格因素可能都将弱化，但份额、价格因素预计仍有韧性，叠加贸易环境可能好转，预计下半年出口也会呈现韧性，全年出口增速中枢可能达到10%以上；特别是7-9月，出口很可能仍将维持较高增速。

风险提示：疫情、外部环境、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》

2022-07-08

2、《把握相对确定性—2022年中期海外宏观展望》

2022-07-05

3、《高频半月观：“四期叠加”有了新变化》2022-07-10

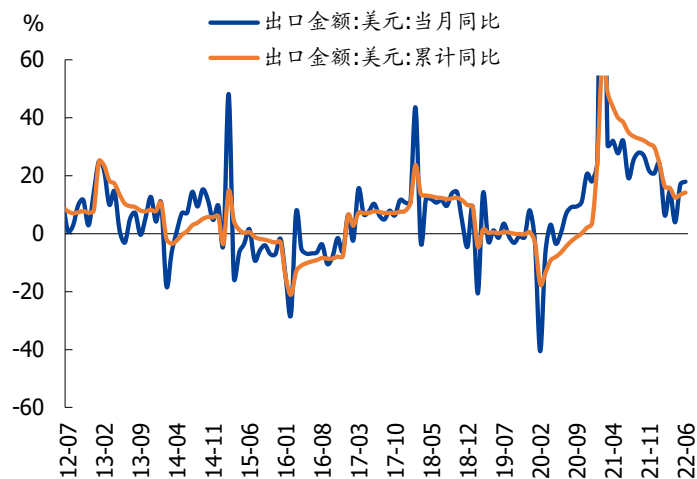
4、《出口大超预期的背后》2022-06-09

5、《我国出口转移的线索、趋势、影响》2022-06-01

6、《美国关税豁免的影响测算—兼评4月出口大降》2022-05-09

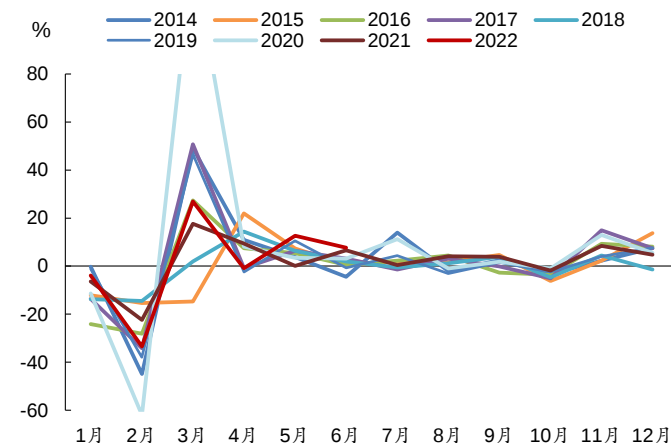
7、《6月可能是分水岭，有6条线索》2022-06-06

图表1: 6月出口继续大超市场预期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 6月出口环比仍创近10年同期新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 6月整车物流指数环比仍呈修复态势



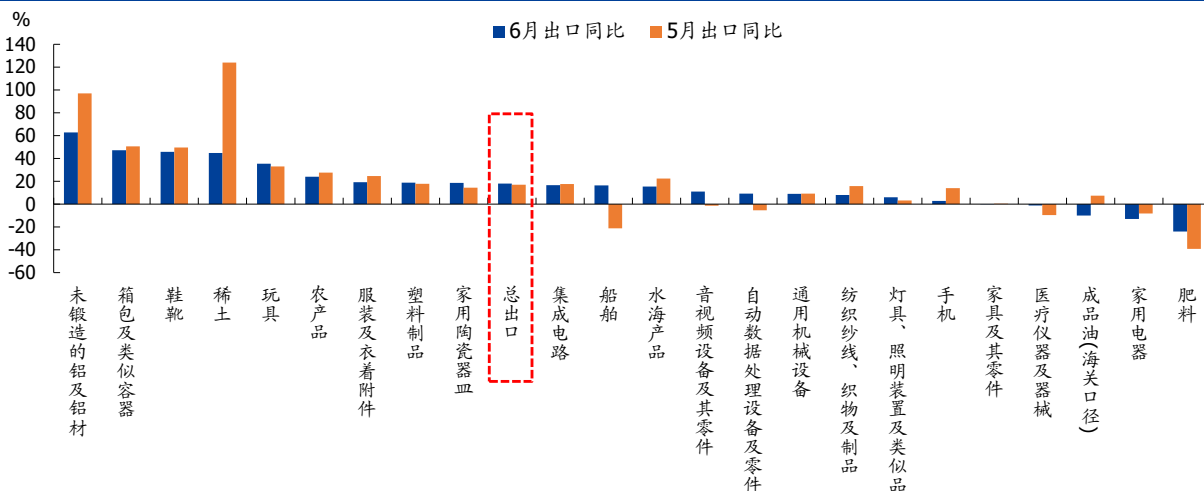
资料来源: G7 物联, 国盛证券研究所

图表4: 沿海八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比增速进一步上行



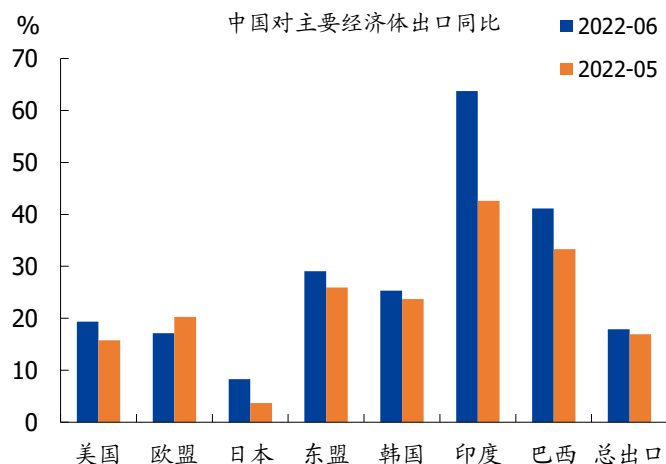
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 不同商品出口增速情况



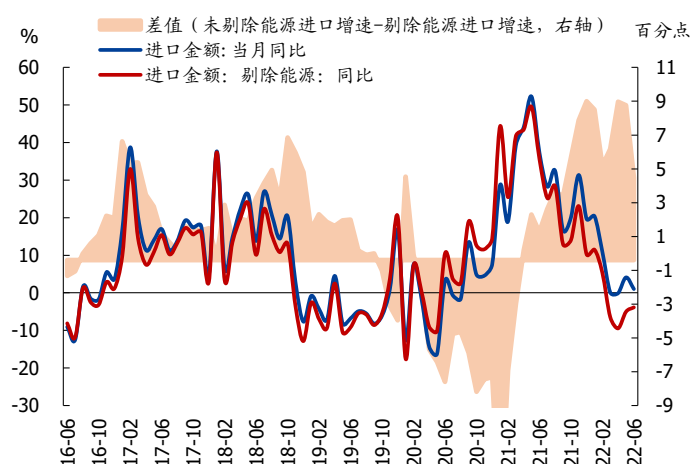
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 6月对不同经济体出口增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 6月剔除能源进口增速降幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2022 年下半年我国出口下行压力 vs 韧性来源

变动方向	影响因素	核心逻辑
下行压力	外需	全球经济下行: 全球PMI、OECD综合领先指标在2021年已经先后见顶回落, 全球经济步入下行区间, 特别是美欧经济可能都趋下行, 预计外需对我国出口的支撑可能弱化。 美国商品消费需求趋于下降: 历史数据显示美国居民消费能力和失业率高度负相关, 当前美国失业率已降至历史低位, 居民消费能力难有明显改善, 同时消费意愿趋于走弱, 整体消费景气可能已过了最强的阶段, 消费增速将趋缓。 美国地产周期高点已过: 美国地产景气度回落可能使我国地产后周期产品出口承压。
	份额	海外全面放开疫情管控、生产恢复, 我国出口份额可能下降: 疫情影响逐渐淡化, 我国出口高份额将逐步回归常态, 可能拖累我国出口, 比如今年3-4月订单已有加速向东南亚转移的趋势。
	价格	出口商品价格趋于下降: 2021年全球供应链受阻, 出口商品价格高企, 对我国出口形成支撑; 2022年随着供应链、产业链恢复, 价格因素对我国出口的支撑可能弱化。
	贸易环境	中美贸易摩擦缓和: 美国前三轮加征关税(340亿、160亿、2000亿)分别将于今年7月6日、8月23日、9月24日到期, 当前看关税加征到期后, 存在取消或部分取消的可能。
韧性来源	RCEP生效	RCEP生效: 2022年1月1日, RCEP正式生效。按照协议规定, 货物贸易最终零关税产品数整体将超过90%
	份额	出口份额下降速度可能慢于预期: 比如2022Q1我国出口占全球的份额约为14.8%, 低于2021年同期的15.0%, 但仍显著高于2019年同期的12.9%。
	价格	出口商品价格仍有韧性: 按照我们通胀模型测算, 2022年我国PPI仍可能处于5.0%以上高位, 意味着工业产品价格仍偏高, 可能仍将对出口形成一定支撑。

资料来源: 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_43983

