

核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号: S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152692

杨亚仙  
研究助理  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152627

相关研究

- 生产需求走弱，企业主动去库
- 美联储 7 月议息会议点评：加息符合预期，路径有待观察
- 国内复苏变缓，海外衰退加速

- **出口续显韧性，高增或近尾声。**我们认为，7 月中国出口高增，仍是本轮疫情好转后供应链持续修复的延续，仍需警惕外需的趋势下行。对比全球制造业 PMI 与经 6 个月平滑的中国出口同比增速发现二者一致性较强。随着外需逐渐回落，出口动能或逐渐减弱，如此持续的高增将渐近尾声。短期内出口不会出现断崖式下滑，暂无需过担心。
- 从以美元计的同比来看，7 月出口增速为 18%，5、6、7 月份连续走高；进口同比增速为 2.3%，不及市场预期。当月贸易顺差续创新高，达 1012.7 亿美元。在剔除价格因素后，出口仍然表现强劲，连续 3 个月大幅上升，显示出较强的韧性。进口剔除价格因素后略高于同期季节性水平。从对主要出口国的三年复合增速来看，东盟继续保持高位，有近 20% 的增长，对欧盟和美国略有回落，增速约 12%，对日增速出现了大幅上升，由 7% 升至 10%。
- 5-7 月中国出口持续显韧性，主要影响因素未发生明显变化：国内疫情继续好转，供应链、物流恢复，全国复工复产加速，港口货运增速同比快速回升；5-7 月美元兑人民币高位震荡，对出口具有提振作用；中国出口增速 5-7 月出现了填坑式增长，反超台越，订单转移改善。
- 8 月以来，当日新增确诊病例的省份数再度破 10，海南、广东、广西、浙江、内蒙、重庆等地疫情反复。但从高频数据来看，本次疫情对经济的影响尚不明显，严格指数略有下降，地铁客运量、拥堵指数、航班量仍在持续修复中。但地产销售仍未出现明显好转，政策刺激力度较此前也有所减弱。
- 8 月市场延续震荡走势，股市受地缘政治风险的影响短暂调整后，迎来小幅反弹，商品继续低位反弹，国债收益率则在连续走低之后开始走高。从行业指数来看，显示本轮回调尚未偏离前期的反弹规律，2022.04.27 至 2022.08.05 上行期间涨幅较大的板块在本次调整中也更有韧性，二者呈现一定的正相关关系，因此 7 月以来的小幅调整仍未出现明显反转。
- 股市在经历了超跌反弹之后进入了平台期。经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。海外资本市场走势有一定的不确定性，但冲击最大的时候或已过去。因此，以业绩为支撑的结构性及个股机会更大。短期内，市场的焦点可能是地缘政治风险的不确定性，需紧密跟踪。

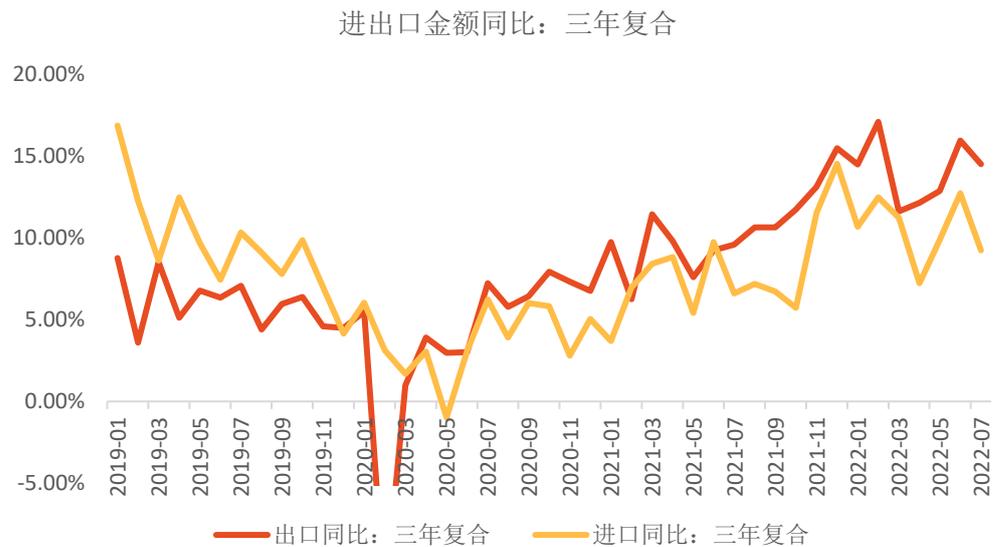
风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

## 1 出口续显韧性，高增或近尾声

从以美元计的同比来看，7月出口增速为18%，好于市场预期的16.2%，5、6、7月份连续走高；进口同比增速为2.3%，不及市场预期的4.5%，较前值上升2.3个百分点。当月贸易顺差续创新高，达1012.7亿美元，较前值增加112.2亿美元。

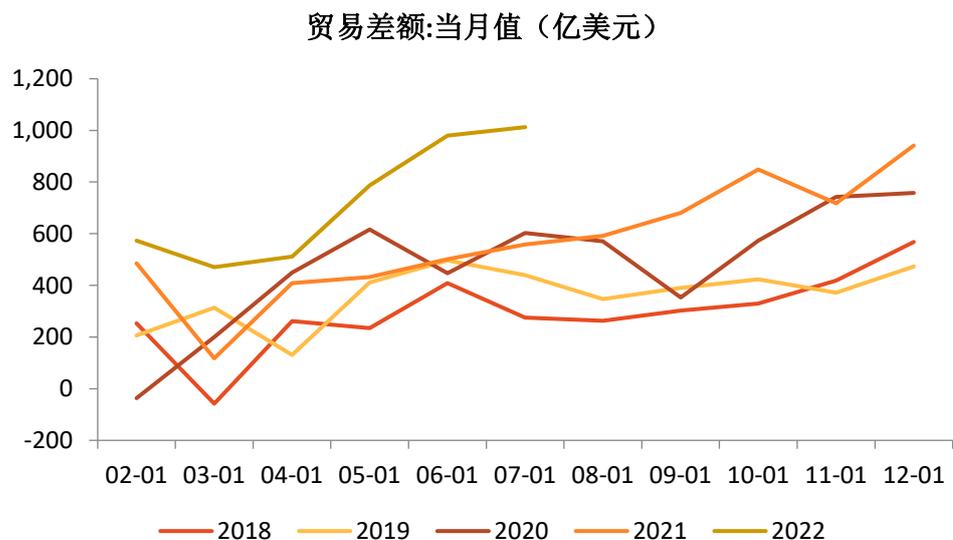
从以美元计三年复合同比来看，7月出口增速为14.5%，较前值回落1.5个百分点，进口增速为9.2%，较前值回落3.5个百分点，进出口增速均有所回落。

图1：出口三年复合同比（美元计价）



资料来源：Wind, 首创证券

图2：贸易差额:当月值（合并1-2月，亿美元）

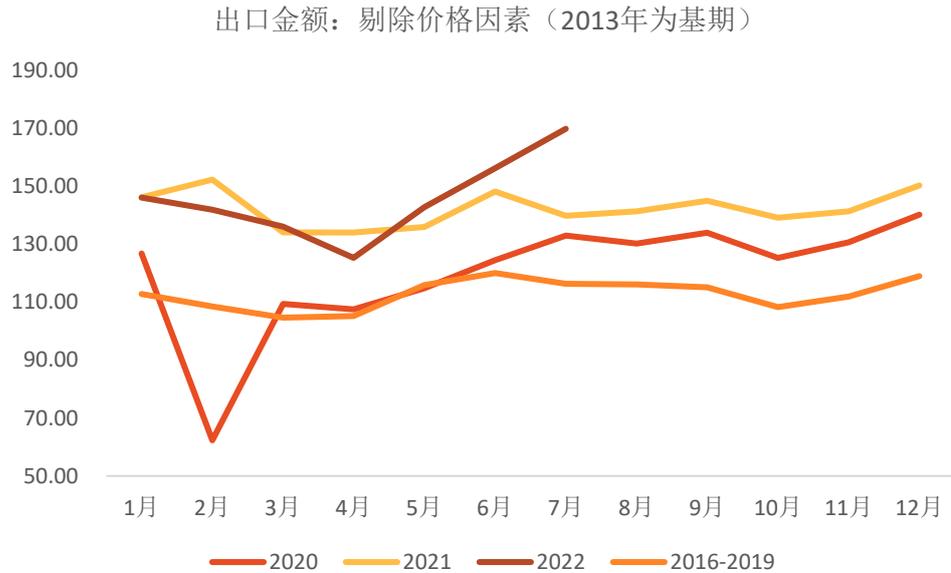


资料来源：Wind, 首创证券

我们根据 HS2 进出口价格指数剔除价格因素影响，并以 2013 年的进出口数值为基期考察进出口的变化。

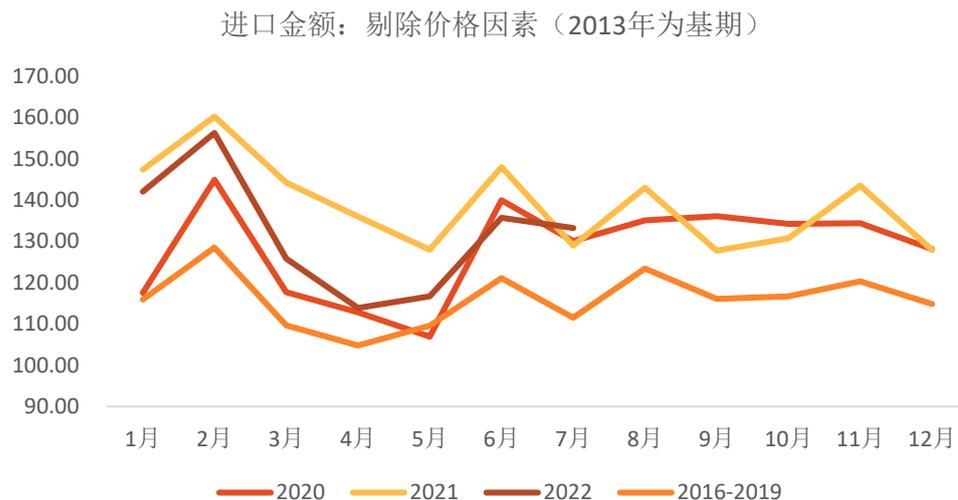
总体来看，在剔除价格因素后，出口仍然表现强劲，连续 3 个月大幅上升，显示出较强的韧性。进口剔除价格因素后略高于同期季节性水平。7 月疫情边际好转，内需有一定的释放，但仍然较弱。

图 3：出口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券

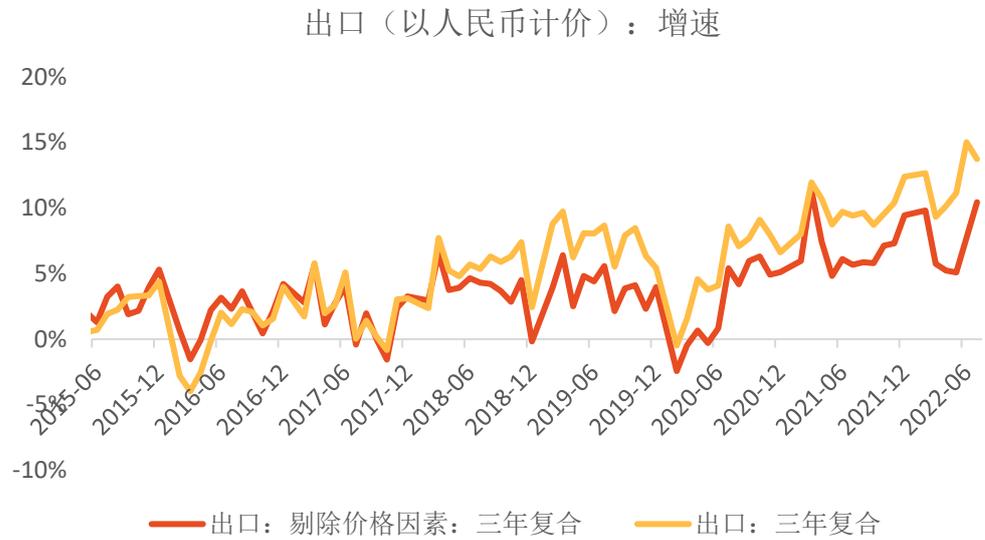
图 4：进口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券

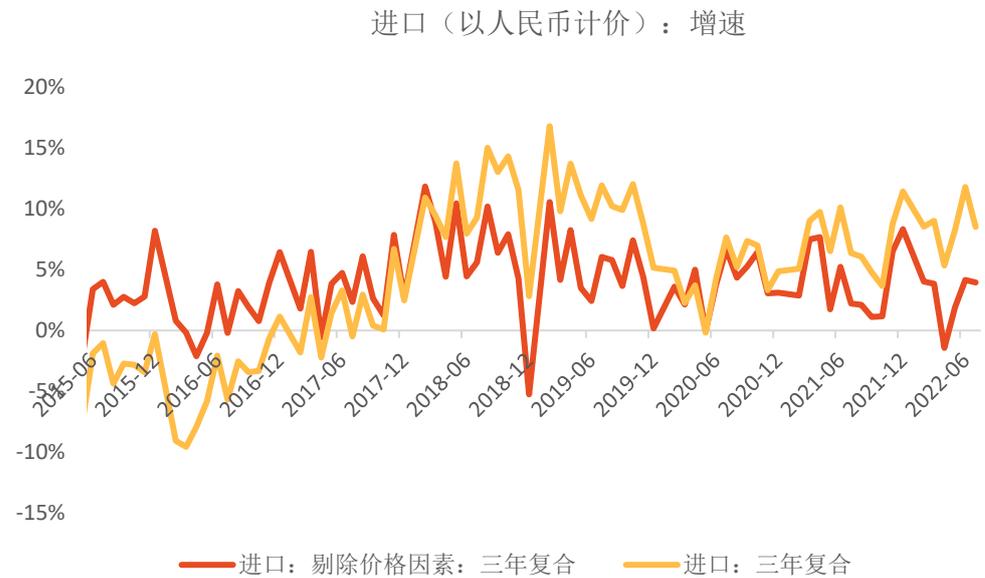
出口金额的三年复合同比增速回落，而剔除价格因素且以人民币计价的出口三年复合增速仍有抬升，说明 7 月份价格因素对出口反而有一定的拖累。进口也有相似地发现。

图 5：出口三年复合同比（人民币计价）



资料来源：Wind, 首创证券

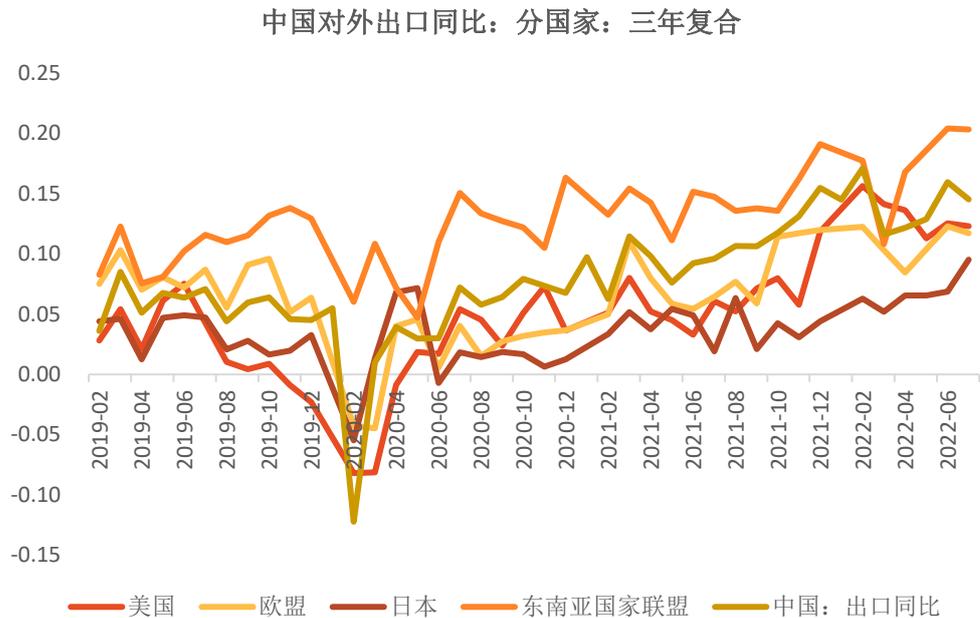
图 6：进口三年复合同比（人民币计价）



资料来源：Wind, 首创证券

从对主要出口国的三年复合增速来看，东盟继续保持高位，有近 20% 的增长，对欧盟和美国略有回落，增速越 12%，对日增速出现了大幅上升，由 7% 升至 10%。

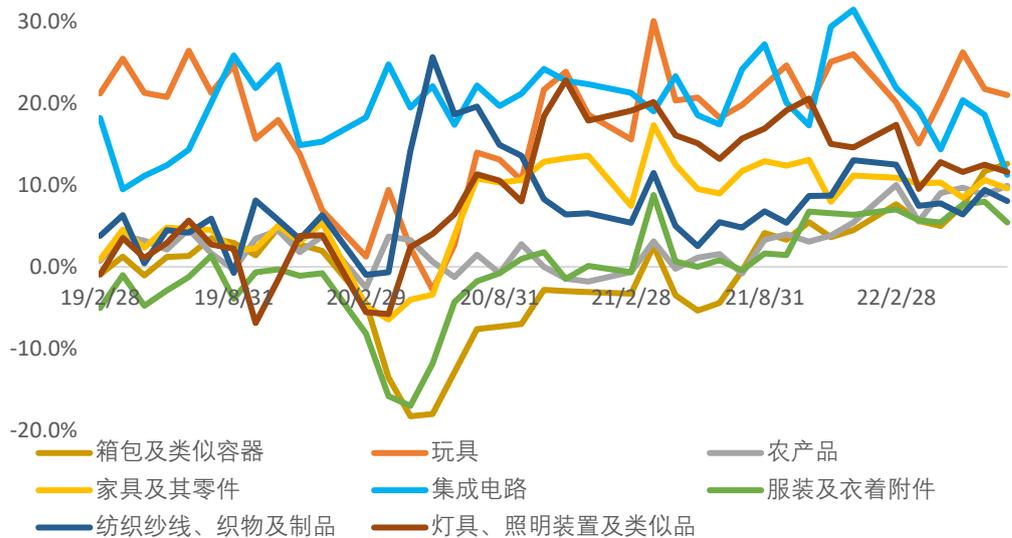
图 7：中国对各国出口：三年复合增速



资料来源：Wind, 首创证券

从出口分项走势来看，观察出口分项的三年复合同比，箱包、玩具等出行类产品出口韧性较强，尽管箱包增速出现小幅回落，但整体增速仍处于高位。纺织纱线、服装、家具、灯具等类别增速略有下降。值得注意的是，集成电路同比出现了大幅下行。

图 8：出口分项：三年复合增速

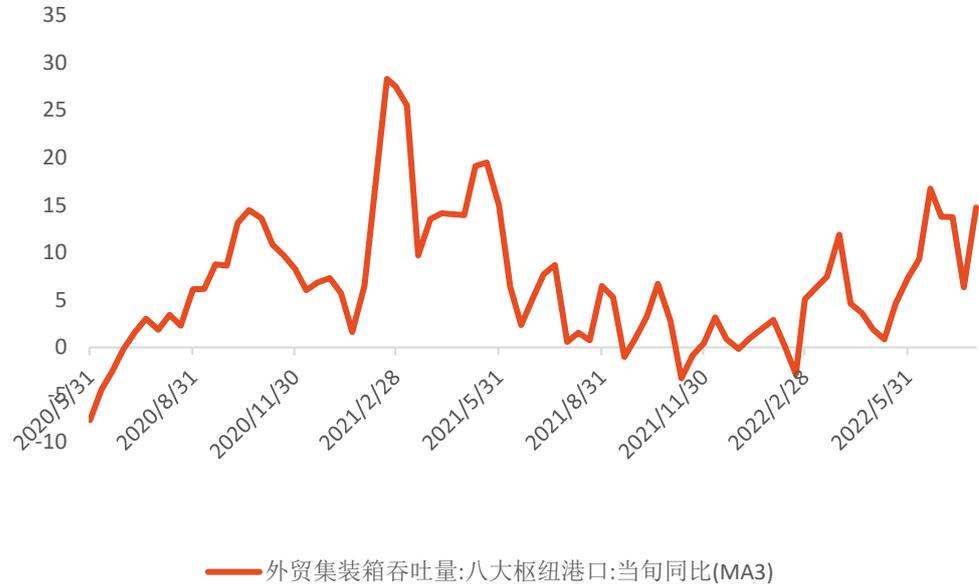


资料来源：Wind, 首创证券

5-7 月中国出口持续显韧性，主要影响因素仍未发生明显变化：

第一，7月国内疫情继续好转，供应链、物流恢复，全国复工复产加速，7月下旬港口货运增速同比快速回升。全力生产叠加港口高效运转，对出口继续构成支撑。

图9：外贸集装箱吞吐量：八大枢纽港口：当旬同比（MA3）



资料来源：Wind, 首创证券

第二，5-7月美元兑人民币高位震荡，对出口具有提振作用。人民币贬值提高了我国出口产品的竞争力，对出口构成持续的提振作用。

图10：人民币汇率走势

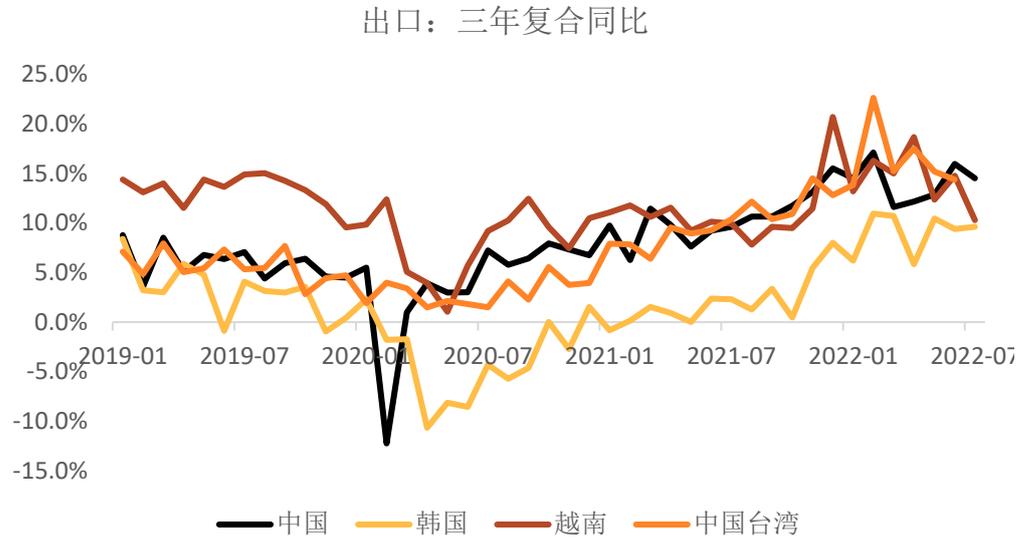


资料来源：Wind, 首创证券

第三，订单转移情况持续好转。疫情期间，我国出口增速同越南、中国台湾有较强的一致性，今年3月我国出口同比大幅下降，与此同时，中国台湾、越南的出口仍有一定韧性。疫情造成一定的扰动，随着疫情的好转和供应链的修复，中国出口增速5-7月

出现了填坑式增长，6月出口增速反超，7月继续保持高位。

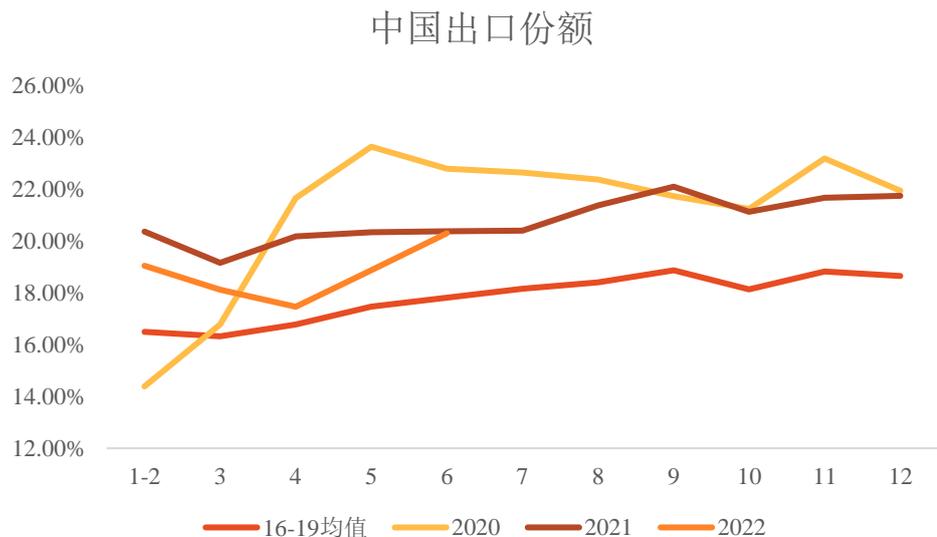
图 11：东亚各地区出口金额：三年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券

2020 年疫情爆发之后，我国率先取得了防疫成效，国内强劲的供应链配合国外旺盛的需求，我国在全球的出口份额于 2020 年下半年及 2021 年稳定提升了约 2 个百分点。2022 疫情使之出现了一定扰动，我们平均 4-6 月份的出口份额发现，相较于 2021 年，2022 年我国在全球的出口份额出现了系统性减少。

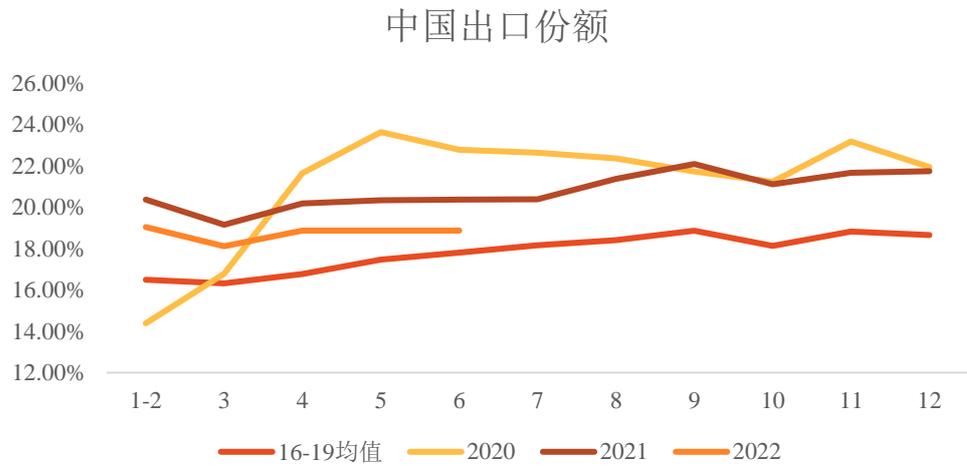
图 12：中国出口份额



资料来源：Wind, 首创证券

注：欧盟和意大利为 2022 年 4 月数据，俄罗斯为 2022 年 1 月数据，其余为 2022 年 5 月数据。

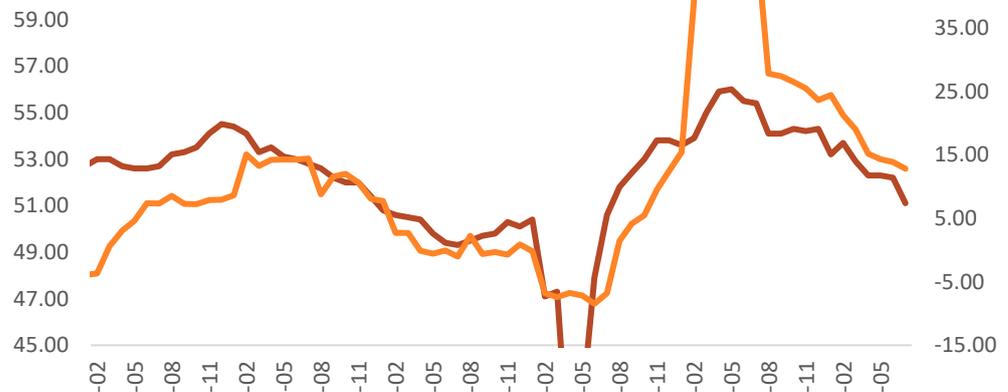
图 13: 中国出口份额（平均 4-6 月）



资料来源: Wind, 首创证券

我们认为, 7 月中国出口高增, 仍是本轮疫情好转后供应链持续修复的延续, 仍需警惕外需的趋势下行。对比全球制造业 PMI 与经 6 个月平滑的中国出口同比增速发现二者一致性较强。随着外需逐渐回落, 出口动能或逐渐减弱, 如此持续的高增将渐进尾声。短期内出口不会出现断崖式下滑, 暂无需过分担忧。

图 14: 全球制造业 PMI 与中国出口同比增速 (MA6)



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\\_44857](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44857)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn