

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

- 疫情扰动加剧，如何影响经济？
- 制造业线下弱反弹，服务业韧性待观察
- 经济低位运行，A股有所回调

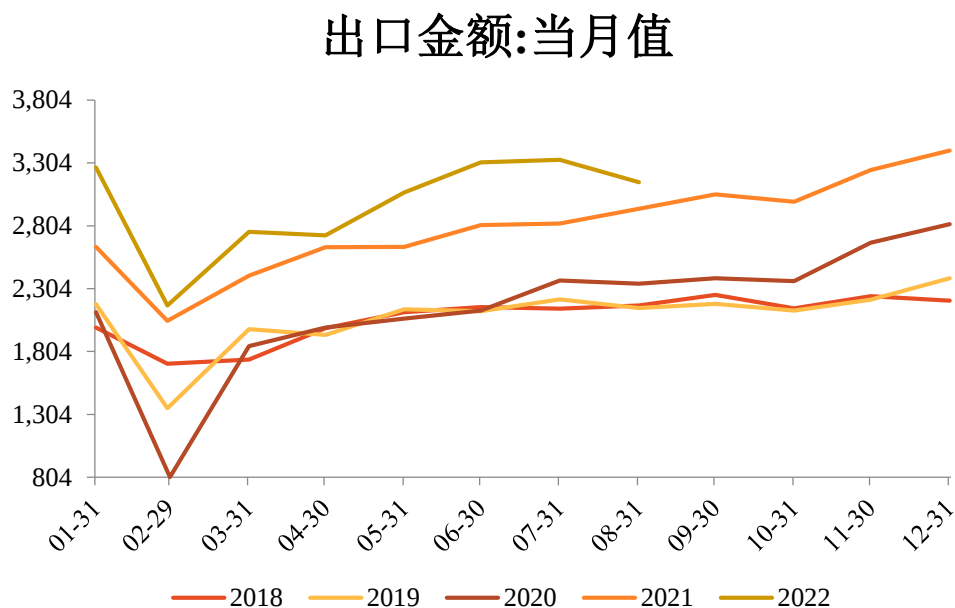
- 从以美元计价的同比来看，8月出口增速为7.1%，市场预期13.5%，前值18%，回落10.9个百分点；进口同比增速为0.3%，不及市场预期的1.6%，较前值回落2个百分点。内需持续弱于外需。
- 出口金额同比大幅回落有一定的**基数原因**，剔除基数效应，二者回落幅度减小。**出口量价齐落**也是本次出口大幅下行的主要原因。从已公布的数据来看，8月份大多数产品的出口平均单价同比都出现了下行，出口数量同比的中位数也出现明显下滑，八大枢纽港口的外贸集装箱吞吐量大幅下降。对美欧日东盟的出口增速均出现下行，大多数产品的出口金额增速出现了回落，其中玩具、灯具、集成电路下滑幅度较大。
- 8月出口大幅回落的深层次原因：**第一，疫情的阶段性冲击**。一方面，因4月疫情影响而积压的订单基本在7月份释放完毕，脉冲式效应接近尾声。另一方面8月疫情再度恶化，更大范围的中高风险地区对8月生产和货物运转都有一定的影响。**第二，海外需求走弱**。8月全球制造业PMI由51.1%降至50.3%，创近两年来新低，欧美日等地区制造业PMI均出现下行。中国台湾出口增速也大幅下滑，韩国小幅走低，东亚整体回落明显。海外多数地区受高通胀及紧缩货币政策的影响，衰退正在进一步显现，外需的持续走弱或对出口造成持续的下行压力。
- **第三，出口份额的趋势性下行**。2020年疫情爆发之后，我国率先取得了防疫成效，国内强劲的供应链使得我国出口份额于2020年下半年出现大幅增长；2021年以来随着海外经济及供应链的不断修复，出口份额出现了小幅下行，但全球流动性宽松叠加旺盛的需求，出口份额仍然持续保持高位。2022年以来受疫情扰动，我国出口份额出现阶段性下行。随着疫情的好转，5-7月出口修复强劲，或与我国的成本优势有关。俄乌冲突以来，我国出口价格指数涨幅明显低于其他国家。但成本优势较难持久，一方面，大宗商品价格的快速回落会逐渐减小这一差距。另一方面，外需的回落也必然会带来出口数量的趋势下行。
- 8月出口数据公布后，10年国债活跃券收益率快速下行0.5BP。在消费、投资短期内尚不会大幅好转的情况下，长期超预期的出口作为经济的重要抓手之一，其下行无疑会增加市场对经济的悲观预期。往后看，海外衰退带来的外需的持续走弱、中国出口份额的趋势下行以及出口价格指数的回落，均会减弱出口动能，四季度出口或较难持续保持两位数增长。

风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期

1 出口大幅回落

从以美元计价的同比来看，8月出口增速为7.1%，市场预期13.5%，前值18%，回落10.9个百分点，在经历了4月份的下行以及5、6、7月份的连续回补之后，8月份出口更像是回到了正常区间；进口同比增速为0.3%，不及市场预期的1.6%，较前值回落2个百分点。内需持续弱于外需。

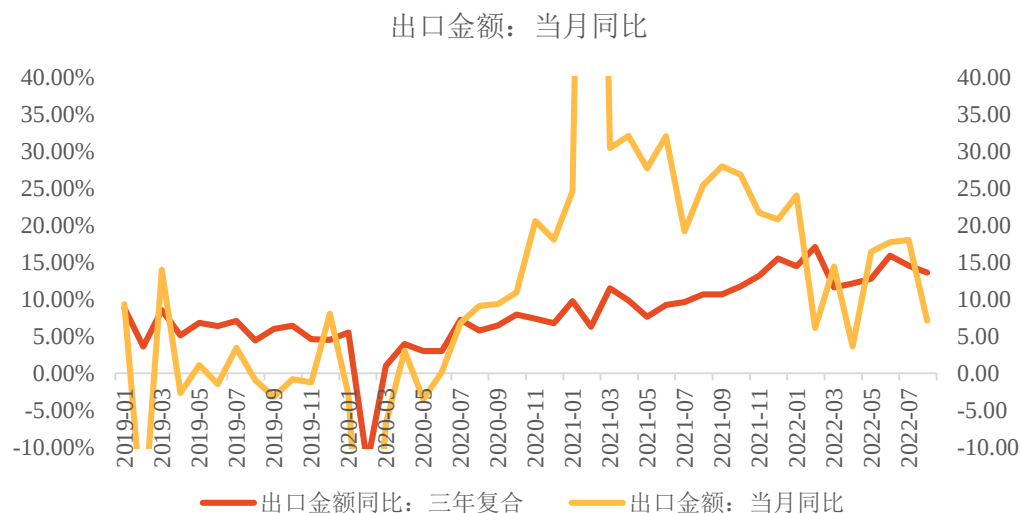
图1：出口金额（亿美元）



资料来源：Wind, 首创证券

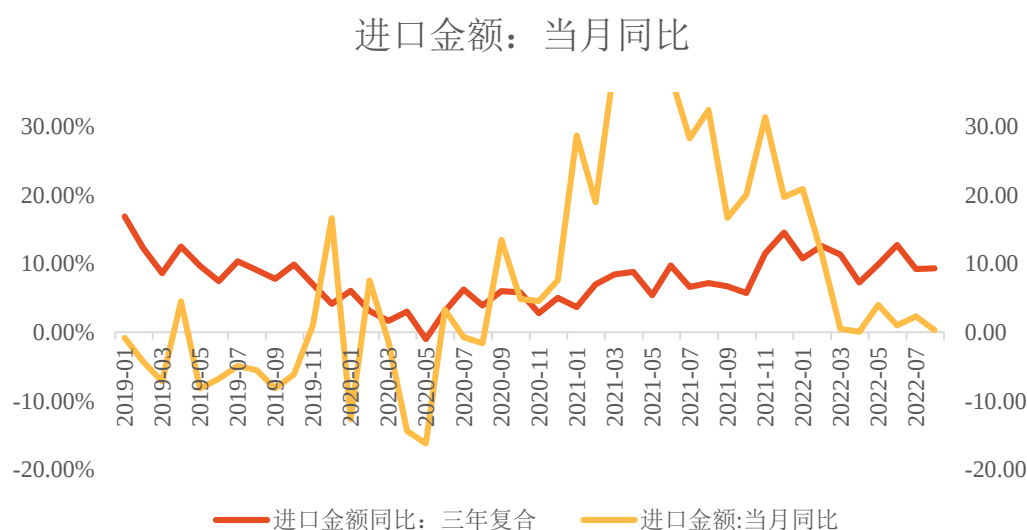
出口金额同比增速大幅回落有一定的基数原因，剔除基数效应，回落幅度减小。从以美元计价的三年复合同比来看，8月出口增速为13.5%，较前值回落0.9个百分点，进口增速为9.2%，与前值基本持平，二者回落幅度均有所收窄。

图 2：出口金额：当月同比 V.S. 三年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：进口金额：当月同比 V.S. 三年复合同比

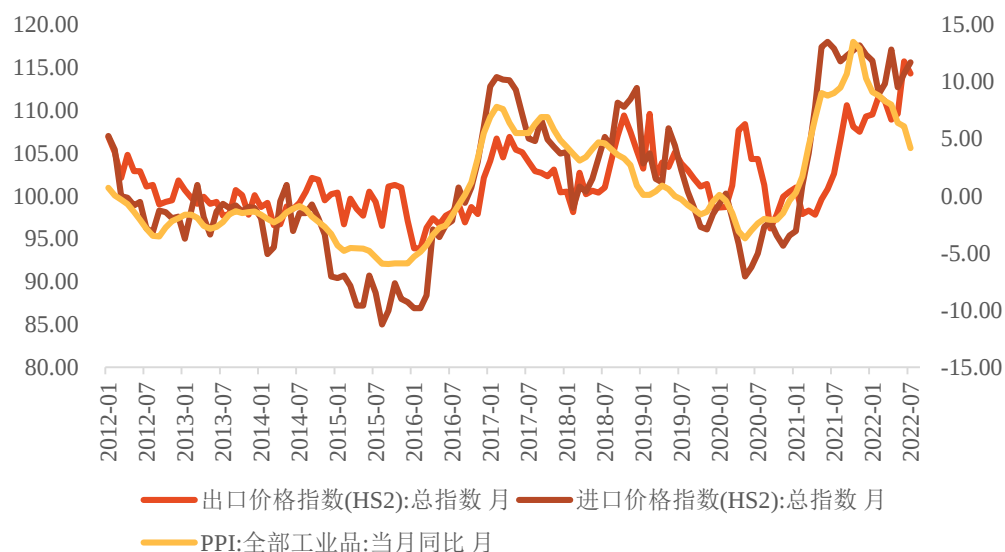


资料来源：Wind, 首创证券

除了基数原因，出口增速大幅回落，量价均有关系。

首先从价格来看，长期以来，进出口价格指数与 PPI 指数走势相近，但近三个月有小幅背离，PPI 大幅下行后进出口价格指数仍保持上行，可能是因为 PPI 的完全传导需要一定的时间，这也能部分解释近几个月的出口高增。尽管 8 月份进出口价格指数尚未公布，但随着 PPI 的持续回落以及全球大宗商品价格的下行，进出口价格指数大概率将随之回落，从 8 月份已公布的出口平均单价来看，回落可能已有所体现。成品油、钢材、未锻造的铝及铝材、粮食、肥料、陶瓷器皿等出口单价同比 8 月均出现下行，除了水海产品仍有小幅回升。

图 4：进出口价格指数与 PPI



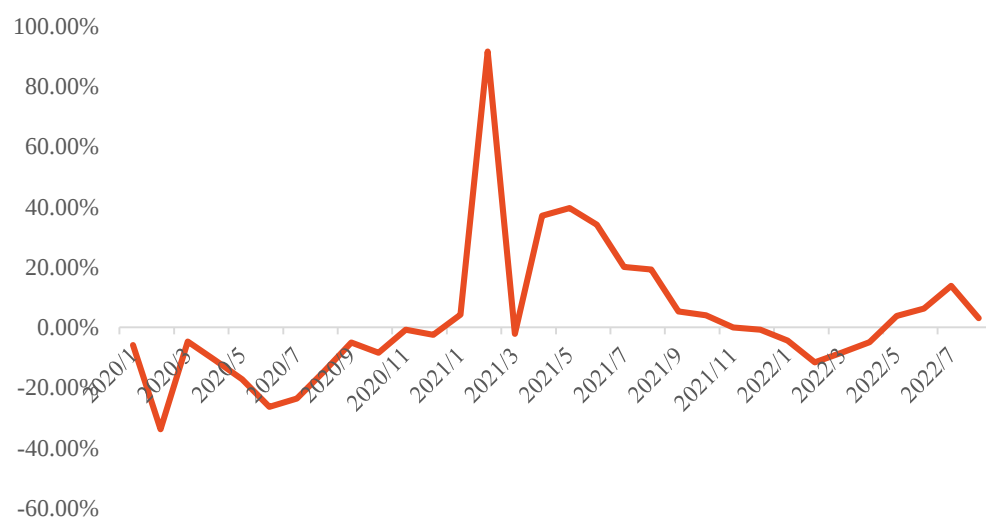
资料来源：Wind, 首创证券

从量来看，我们有以下几个角度说明出口数量增速也在下行。

首先，就已更新出口数量的 14 种分项产品而言，其当月同比的中位数在 8 月出现了明显回落，一定程度上说明出口数量增速下行。

图 5：14 种分项产品出口数量增速的中位数

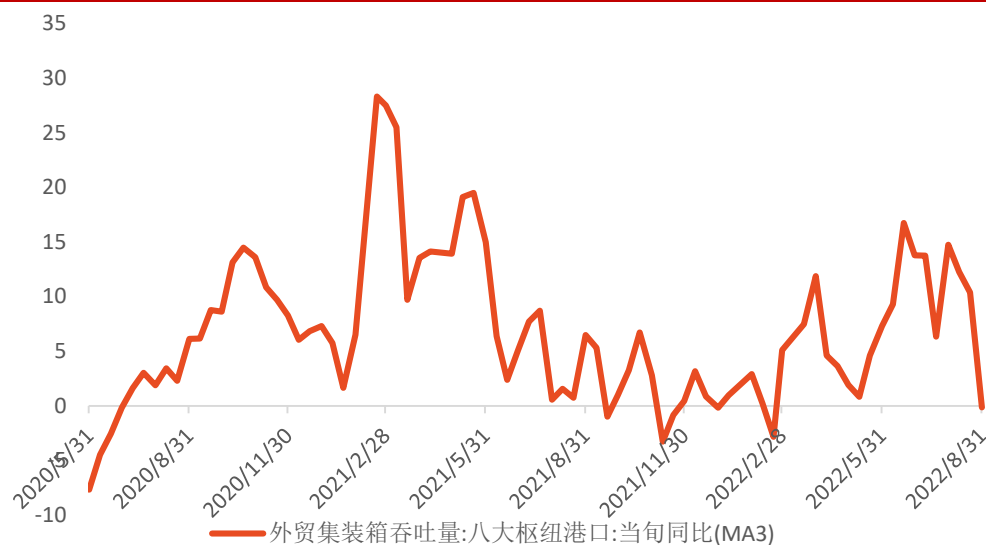
14 类产品：出口数量：当月同比：中位数



资料来源：Wind, 首创证券

其次，从中港协公布的外贸集装箱吞吐量来看，8 月八大枢纽港口的外贸集装箱吞吐量大幅下滑，下旬同比甚至转负。

图 7：外贸集装箱吞吐量：八大枢纽港口：当旬同比（MA3）

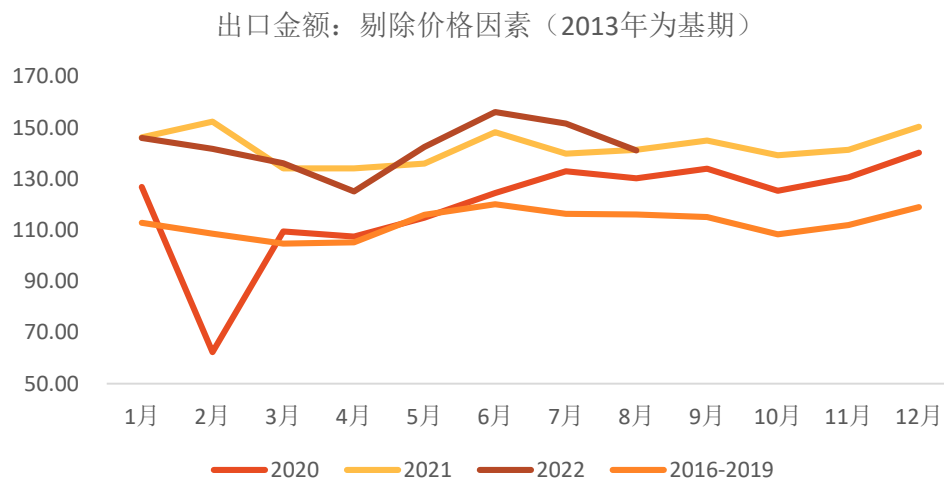


资料来源：Wind, 首创证券

最后，我们根据 HS2 出口价格指数剔除价格因素影响（8 月份为预测值），并以 2013 年的出口数值为基期考察出口的变化。

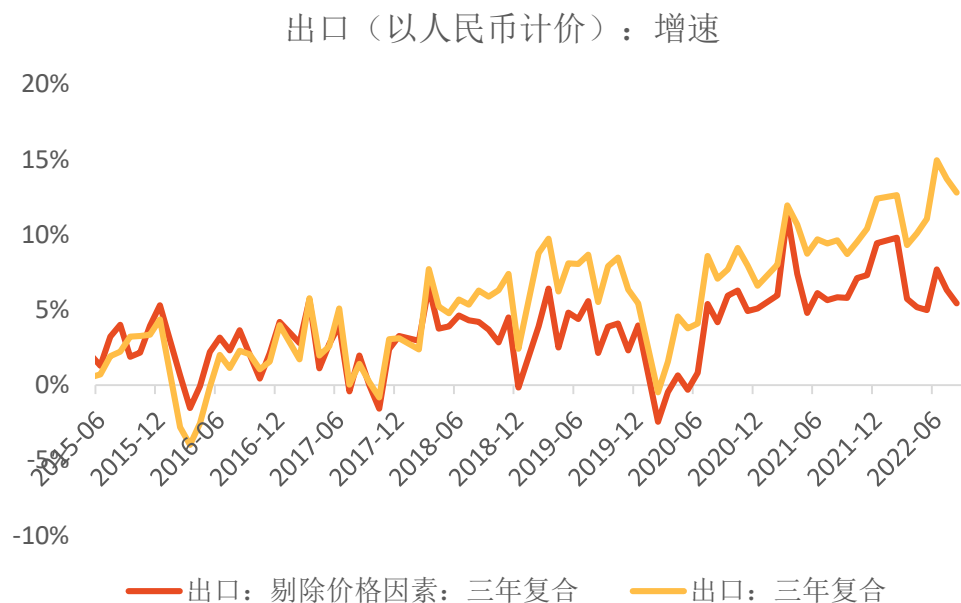
总体来看，在剔除价格因素后，出口仍然明显回落。剔除价格因素且以人民币计价的出口三年复合同比增速同样回落 0.9 个百分点。

图 8：出口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券

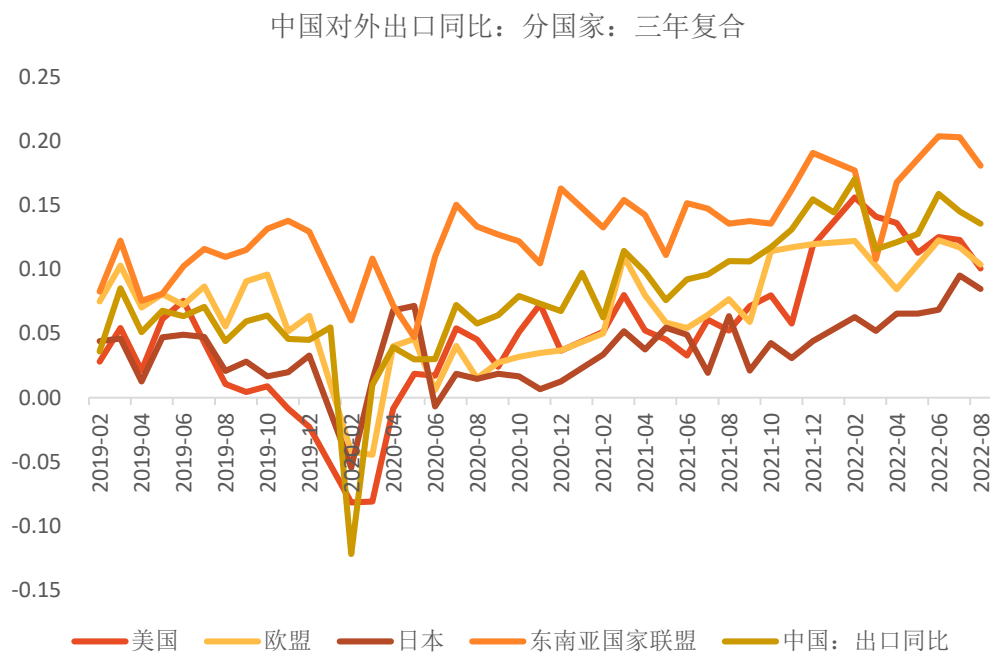
图 9：剔除价格因素的出口三年复合同比（人民币计价）



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，美国和东盟增速分别降至 10.1% 和 18.1%，均回落 2.2 个百分点，欧盟和日本分别回落 1.3 和 1.0 个百分点，增速分别降至 10.4% 和 8.5%。

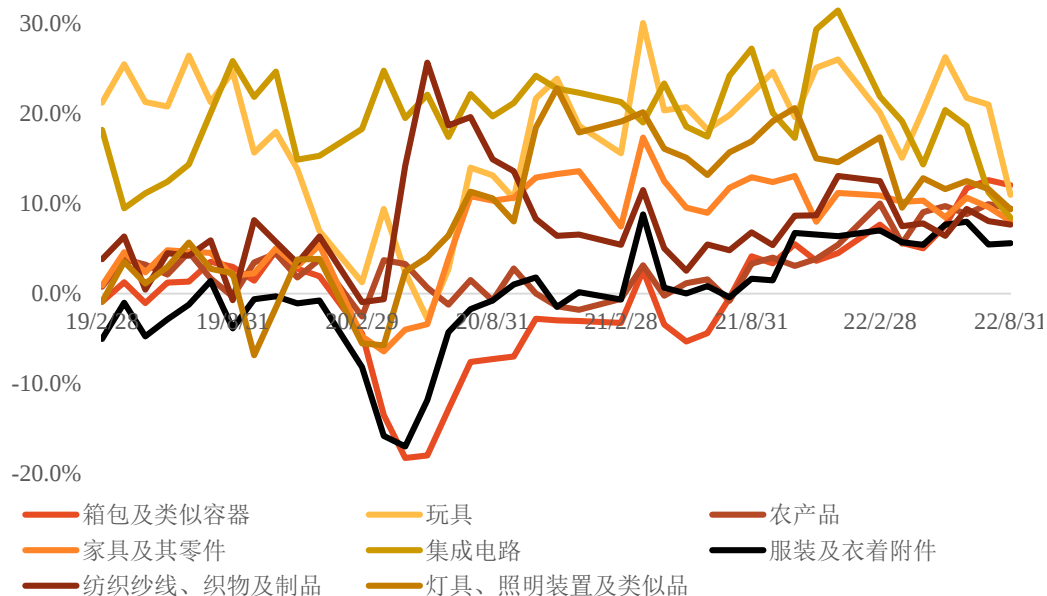
图 10：中国对各国出口：三年复合增速



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，除了服装走势基本持平外，其他产品均出现了下滑，其中，玩具、灯具、集成电路下滑幅度较大，分别回落 10.1、2.2 和 2.8 个百分点。

图 11：出口分项：三年复合增速



资料来源：Wind, 首创证券

2 出口回落的深层次原因

8 月中国出口大幅回落，除了前面提到的基数、量价齐落等表象原因，深层次的影响因素主要有以下几个：

第一，疫情的阶段性冲击。一方面，因 4 月疫情影响而积压的订单基本在 7 月份释放完毕，脉冲式效应接近尾声。另一方面，8 月疫情再度恶化，且影响范围不啻于 4-5 月份，尽管供应链、物流未完全阻断，但更大范围的中高风险地区对 8 月生产和货物运转都有一定的影响。

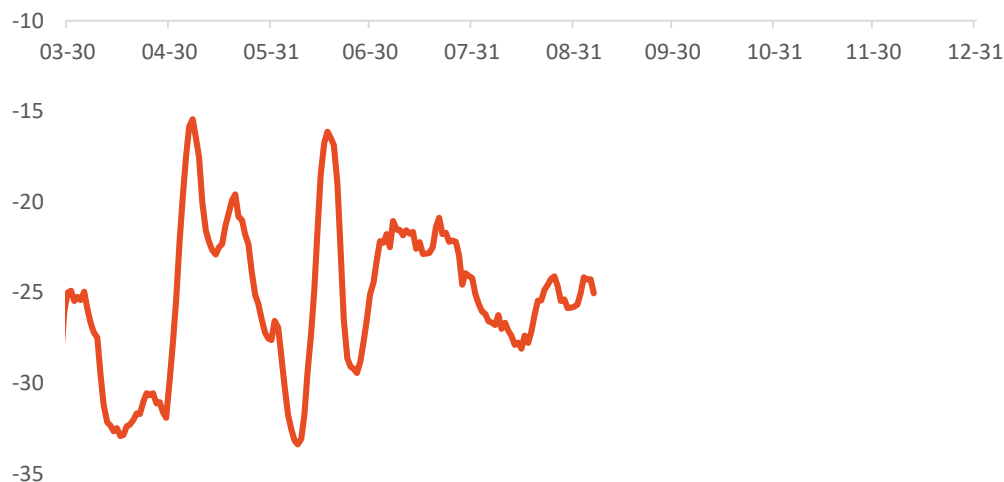
高频数据可以看到，8 月疫情加剧以来，中高风险地区数不断创新高，涉及的地级市数量也远超上一轮疫情，其 GDP 占比与上一轮疫情相当，整车物流指数相比 2021 有明显回落，百城拥堵延时指数 8 月再次砸坑，航班量大幅回落。

图 12：中高风险所在地级市的各类占比



资料来源：Wind, 首创证券

图 13：8 月整车货运流量指数有明显回落，但幅度小于 4-5 月



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_45892

