

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执业编号：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

- 市场不确定性仍大，关注安全与创新
- 二十大报告解读：市场预期充分，关注安全与创新
- 内需仍然较弱，A股低位反弹

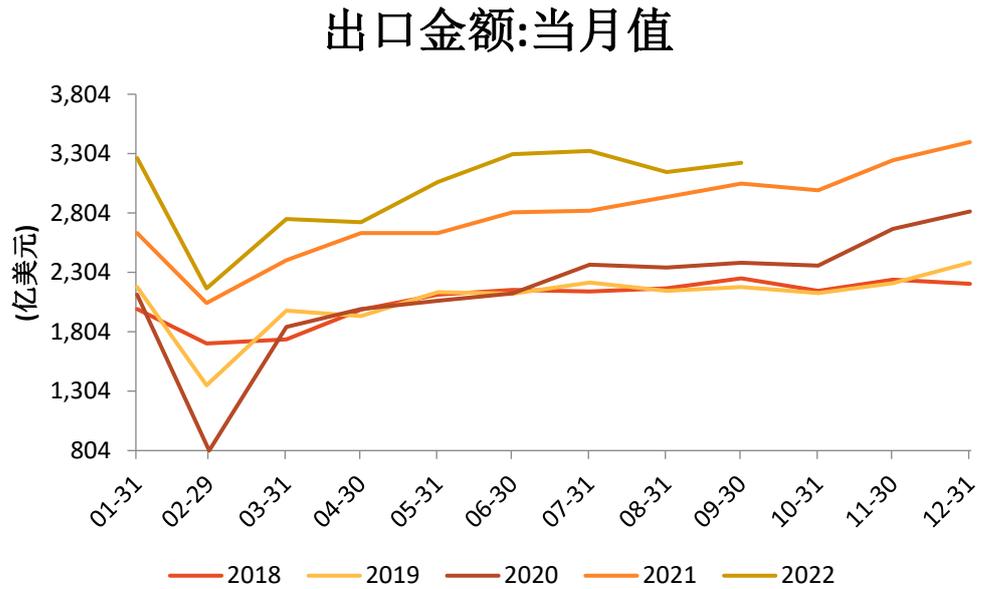
- 从以美元计价的同比来看，9月出口增速为5.7%，符合市场预期，前值7.1%，回落1.4个百分点；进口同比增速为0.3%，与前值持平，不及市场预期的1.1%，内需持续走弱。
- 剔除基数效应后，进出口金额同比均不降反升，双双小幅上涨。进一步地，在剔除价格因素后，进出口同比仍保持上涨。剔除基数效应和价格因素的影响后，出口增速表现并不弱。
- 一方面，相比8月份，9月份疫情并无明显好转，但出口受到的影响似乎并不大。原因可能是常态化核酸范围扩大，防疫政策有一定的保障，国内供应链未受到明显影响，进出口均出现边际修复。另一方面，国内成本优势仍然存在。2022年2月以来，各国出口价格指数大幅上涨，但我国涨幅较小，明显低于其他国家，成本优势凸显，短期内这一优势仍会发生作用。
- 我国出口增速不弱的另一个表现是，相比于韩国、越南和中国台湾，中国出口增速相对较高，在外需快速下行的大背景下，越南、中国台湾、韩国出口增速全面下行，中国台湾和越南的下行幅度最大。相比于越南盾和新台币，人民币相对更大的贬值幅度可能对出口构成一定支撑。同时，受海外需求走弱的影响，中国台湾7-9月份制造业PMI快速下降至荣枯线以下也是可能的原因之一。
- 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上升1.6%和2.1%，欧盟和日本均回落2.6个百分点，增速进一步降低。从出口分项走势来看，观察出口分项的三年复合同比，灯具、玩具、箱包等户外相关的产品大幅回升，防疫相关的纺织纱线则依旧呈现下行走势，或与国外防疫政策放松有较大关系。
- 9月出口数据符合预期，与略超预期的经济数据几乎同时公布。数据公布后，10年国债活跃券收益率小幅上行。往后看，海外衰退带来外需的持续走弱、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。短期内，在人民币贬值和成本优势的支撑下，出口可能暂时低位企稳。

风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期

1 出口其实不弱

从以美元计价的同比来看，9月出口增速为5.7%，符合市场预期，前值7.1%，回落1.4个百分点；进口同比增速为0.3%，与前值持平，不及市场预期的1.1%。内需持续走弱。

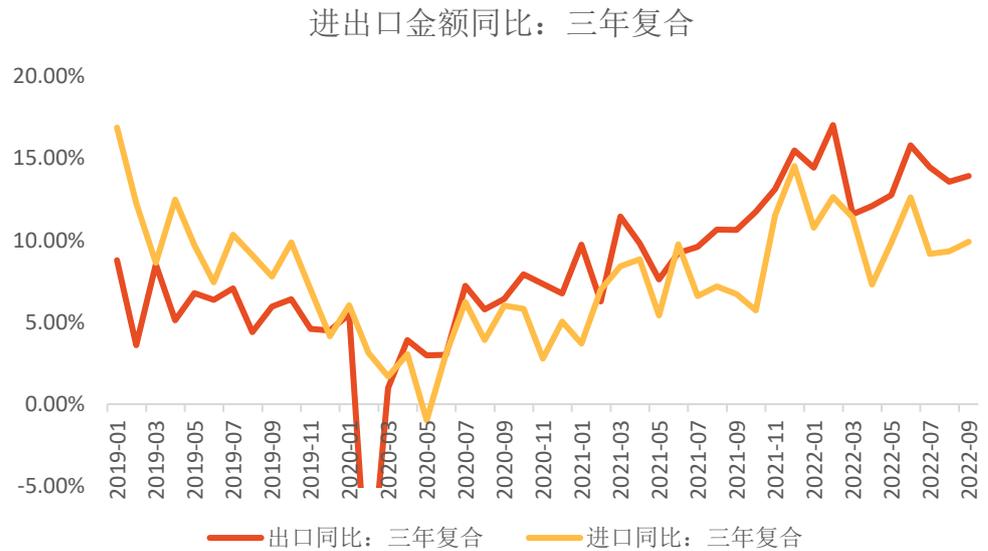
图1：出口金额（亿美元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

剔除基数效应后，进出口金额同比均不降反升，双双小幅上涨。从以美元计价的三年复合同比来看，9月出口增速为13.9%，较前值上升0.3个百分点，进口增速为9.9%，较前值上升0.6个百分点。

图 2：出口金额：当月同比 V.S. 三年复合同比

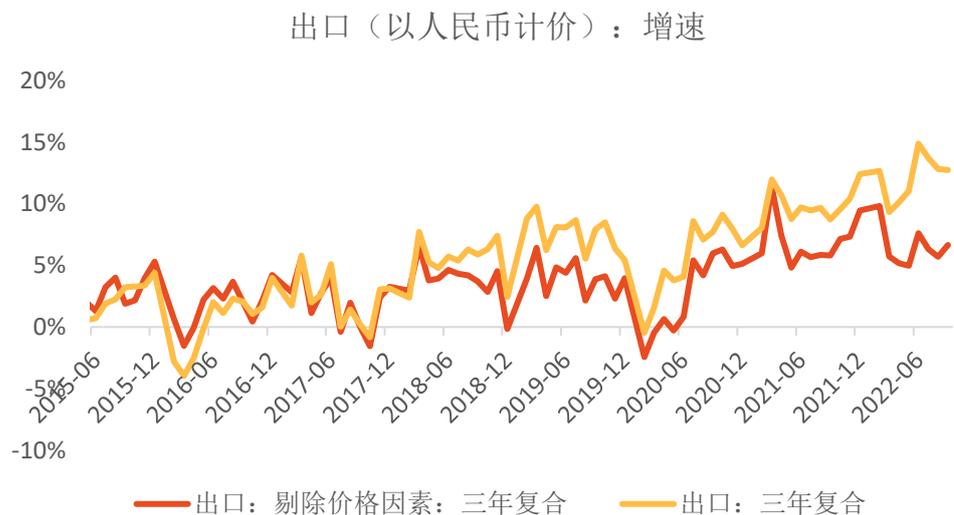


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

进一步地，剔除价格因素的影响。根据 HS2 出口价格指数剔除价格因素的影响（9 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。

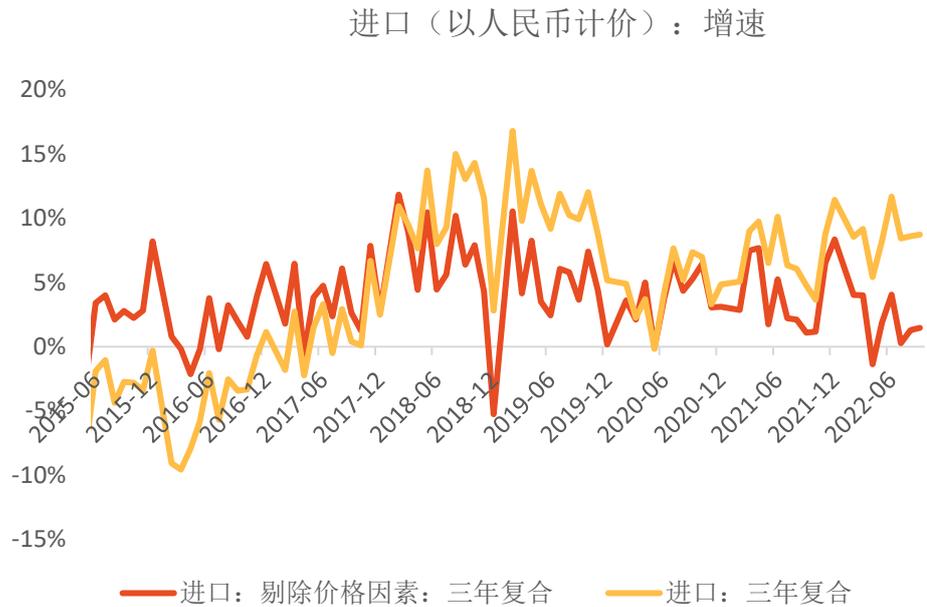
在剔除价格因素后，进出口同比仍保持上涨。剔除价格因素且以人民币计价的出口三年复合同比增速上升近 1 个百分点，同口径的进口同比增速上升近 0.2 个百分点。

图 3：出口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：剔除价格因素的出口三年复合同比（人民币计价）



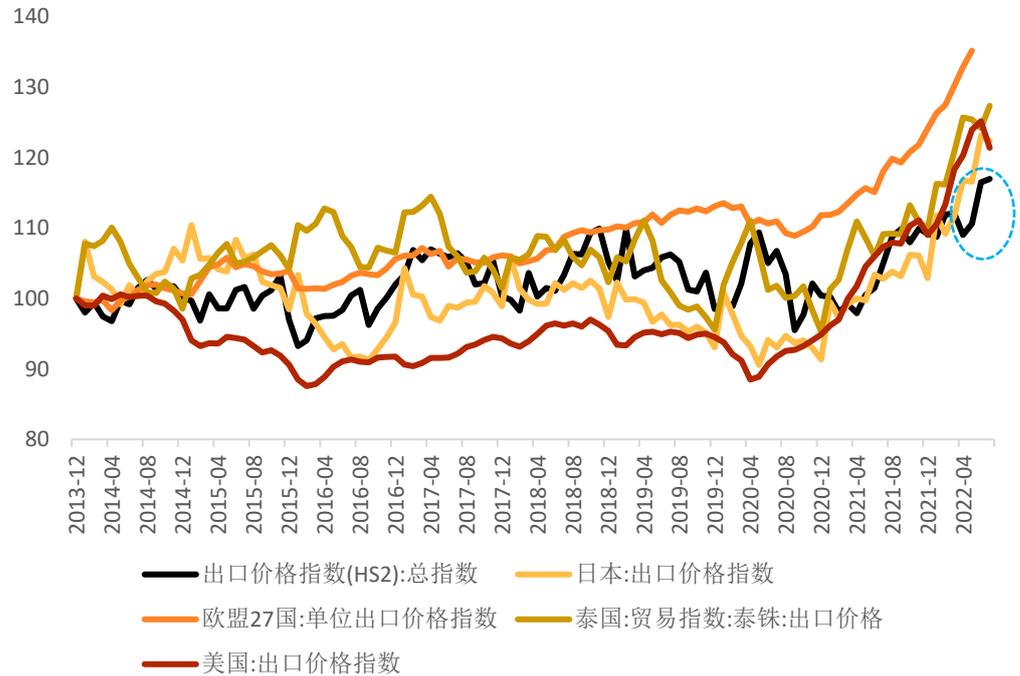
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

剔除基数效应和价格因素的影响后，出口增速表现并不弱。

一方面，相比 8 月份，9 月份疫情并无明显好转，但出口受到的影响似乎并不大。原因可能是常态化核酸范围扩大，防疫政策有一定的保障，国内供应链未受到明显影响，进出口均出现边际修复。

另一方面，国内成本优势仍然存在。2022 年 2 月以来，各国出口价格指数大幅上涨，但我国涨幅较小，明显低于其他国家，成本优势凸显，短期内这一优势仍会发生作用。

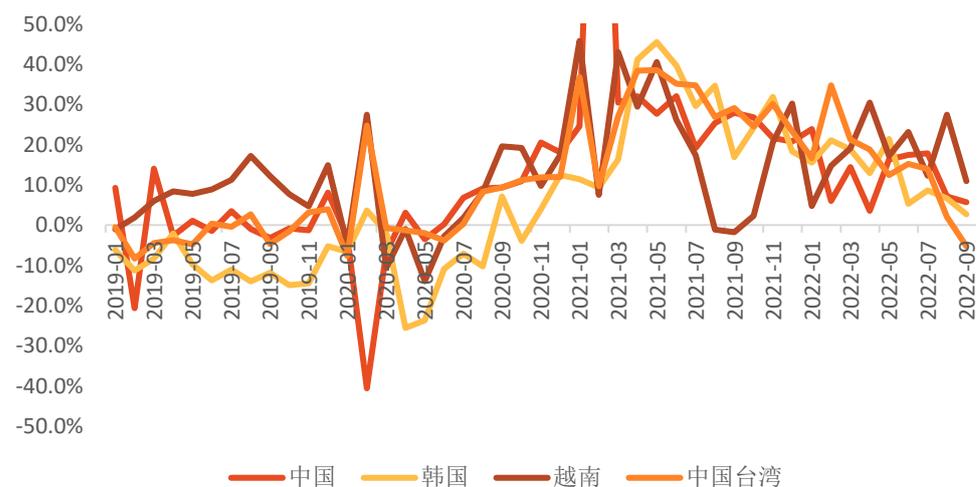
图 5：各国出口价格指数（2013 年为基期）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

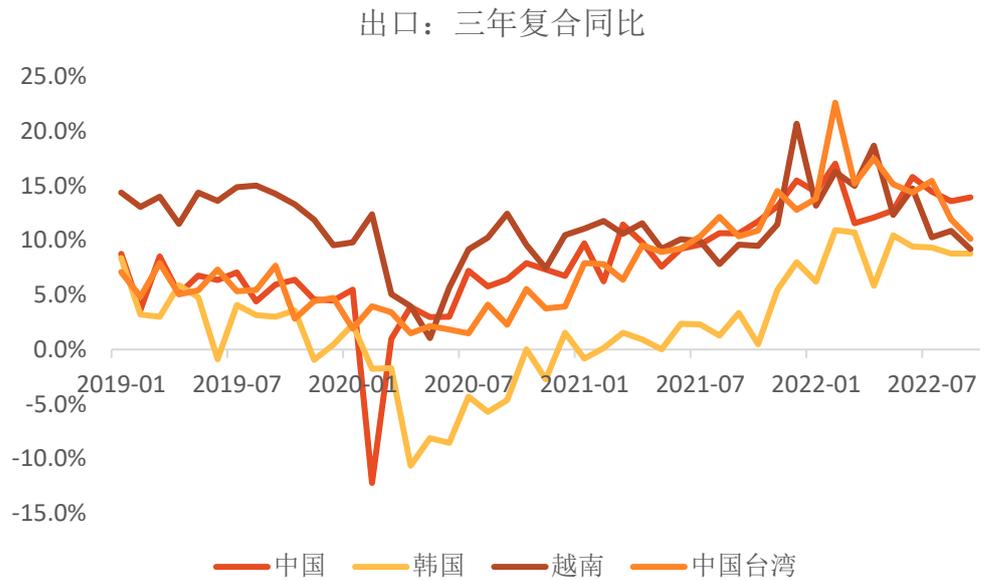
我国出口增速不弱的另一个表现是，相比于韩国、越南和中国台湾，中国出口增速相对较高，在外需快速下行的大背景下，韩国和中国台湾的出口增速均出现明显下行。而越南的高增受基数影响比较大，剔除基数效应后，越南、中国台湾、韩国全面下行，中国台湾和越南的下行幅度最大。

图 6：中韩台越当月出口同比



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图 7：中韩台越三年出口复合同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

人民币的相对弱势可能是影响因素之一。汇率对出口的影响一般滞后一个季度，且弹性接近 1。相比于越南盾和新台币，人民币 4-6 月贬值幅度更大，对美元折算率三者分别下降 5.1%（人民币）、3.5%（新台币）、1.4%（越南盾）。人民币相对较大的贬值幅度可能对出口构成一定支撑。

图 8：人民币 VS 越南盾



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

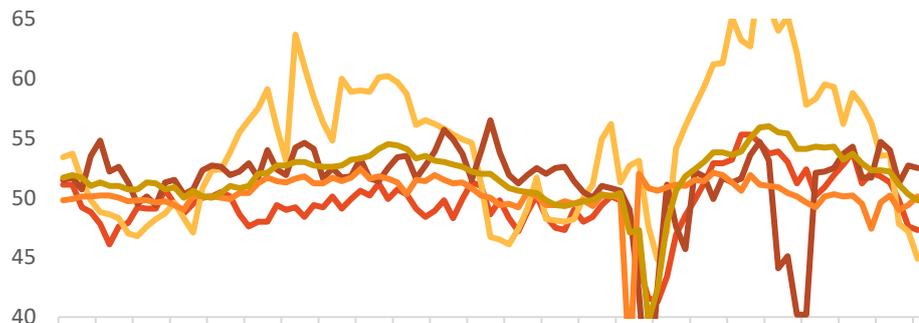
图 9：人民币 VS 新台币



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

另外，中国台湾 7-9 月制造业 PMI 快速下行，9 月 PMI 录得 44.9%，已接近 2020 年 2 月份水平，连续三个月紧缩且处于荣枯线以下，为近两年以来新低。全球终端需求降温，新增订单指数和生产指数双双下跌，消费电子的低迷可能是台湾制造业生产走弱的重要原因。

图 10：中韩台越制造业 PMI



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_47914



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>