

宏观点评

三大预期差支撑出口强劲，下半年仍可乐观点

事件：按美元计，2021年6月出口同比32.2%，预期21.4%，前值27.9%；进口同比36.7%，预期26.2%，前值51.1%；贸易顺差515.3亿美元，前值455.3亿美元。

核心结论：下半年出口增速大概率回落，但看两年复合增速应仍属强劲。

一、出口再超预期强劲，外需延续改善是主因，重点关注三大预期差

以美元计，6月出口同比32.2%，高于市场预期21.4%和前值27.9%；两年复合增速15.1%，也高于前值11.1%。其中，外需延续改善是主因：6月全球制造业PMI为55.5%，仍处高位；6月韩国、越南出口两年复合增速分别为11.6%、10.8%，高于前值5.4%、10.0%；IMF、世界银行等连续上调全球经济增长预期。

> **出口国别方面：**6月中国对美欧日出口均低于整体出口增速，但三者有所分化，主因在于基数差异；对新兴市场东盟、韩国、印度、巴西等出口均高于总体出口增速。

> **出口商品方面：**6月出口商品结构分化有所收敛。1) 纺织（包括口罩等）等防疫用品出口降幅收窄，一方面在于基数下降；另一方面在于病毒变异株导致海外疫情反复，对防疫用品需求有所增加。2) 箱包、鞋靴等出行相关产品增速显著高于总体出口增速，表明海外出行相关需求增加。3) 家具、家电、灯具、铝材等地产竣工产业链相关产品出口增速延续高位，主要跟海外地产竣工高增有关。4) 手机、电脑（自动数据处设备及其零部件）等“宅经济”相关产品出口低于总体增速，主要原因可能在于复工之后对相关产品需求下降，加之前期对相关需求应也有一定透支。

> **今年以来，我国出口持续超预期，我们继续提示三大预期差：**

预期差之一：市场低估了海外生产恢复对出口的拉动。市场上比较常见的逻辑是海外生产恢复，将导致我国出口份额下降，从而导致出口回落。但在前期报告《3月出口仍属强劲，后面呢？》我们曾指出，海外生产恢复对中国出口未必是坏事，原因在于中国机电产品出口占比超过一半，海外生产恢复将带动机电产品出口增加。

预期差之二：市场低估了疫情不确定性下中国稳定供应链对海外厂商的吸引力。当前海外疫情尚未完全稳定，特别是Delta变异株导致疫情反复，进口商为了保证供应的稳定，更加倾向于从中国采购，同时中国完整的产业链也能承接各类需求。

预期差之三：市场低估了中国出口产业链的韧性。无论是疫情期间的口罩、防护服等防疫物质，家具、家电、玩具等居家办公和娱乐产品，还是和生产恢复相关的机电产品，都是中国具备出口优势的产品，而且刚好契合疫情期间的需求。

二、进口同样超预期强劲，低基数、大宗商品涨价、人民币升值是主因

以美元计，6月进口同比36.7%，显著高于市场预期26.2%，前值51.1%；两年复合增速18.8%，为2012年以来同期第二高点。拆分看，除低基数外，大宗商品涨价、人民币升值是主要支撑，内需的贡献有所弱化。具体分析如下：

> **大宗商品涨价：**6月CRB综合指数均值同比上涨52.3%，高于5月的49.4%；细分商品来看原油、铁矿石、钢材等进口数量同比已经转负，但原油、铁矿石、钢材等进口金额同比仍然大幅增加，表明大宗商品涨价对我国进口的支撑进一步显化。

> **汇率方面：**6月人民币兑美元均值为6.42，同比升值9.4%，对进口存在支撑。

> **内需方面：**6月制造业PMI由5月51.0%小幅回落至50.9%；同时，5月工业企业利润增速有所回落，消费恢复仍然偏弱，表明内需贡献有所弱化。

三、我们对出口仍乐观，虽然下半年出口增速大概率回落，但两年复合增速应仍属强劲，可重点关注出口结构的变化。我们预计，中性情景下Q3和Q4出口同比分别17%、9%，全年同比将达23.7%；悲观情景下Q3和Q4出口同比分别11%、1%，全年同比将达19.7%。两种情形下两年复合增速都在11%以上（下半年8.5%以上），均明显高于2011-2019年同比均值5.5%。此外，下半年出口结构可能分化，消费相关可能变弱，生产相关可能仍强，主因在于：1) 美欧的额外救济将逐步退出，对消费相关产品出口支撑变弱；而且，前期的刺激政策对消费品需求也存在一定透支，比如手机、电脑等。2) 机电产品出口仍处高位，例如通用机械设备出口增速在基数抬升背景下连续回升，表明随着经济恢复，海外资本开支可能修复，有望对生产相关出口形成支撑。

风险提示：疫情、中美关系等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘安林

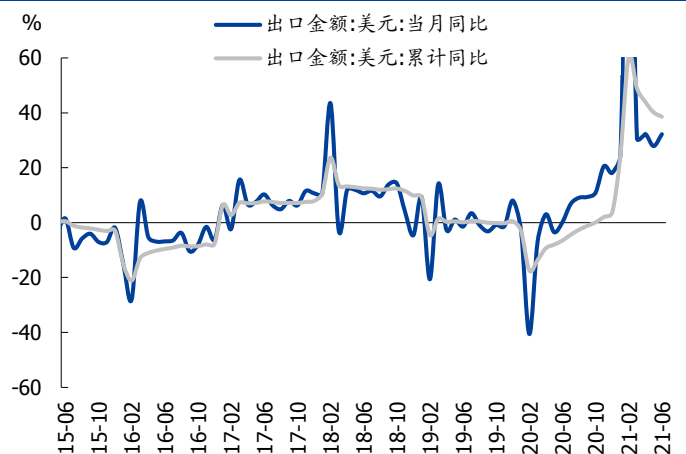
邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《企业盈利的行业分化再加剧，提示4个关注点》
2021-06-27
- 2、《5月经济从分化走向均衡，关注4个结构性变化》
2021-06-17
- 3、《下半年出口增速会有多高？——兼评5月贸易数据》
2021-06-07
- 4、《出口为何频频超预期？——兼评4月贸易数据》
2021-05-07
- 5、《3月出口仍属强劲，后面呢？》2021-04-13

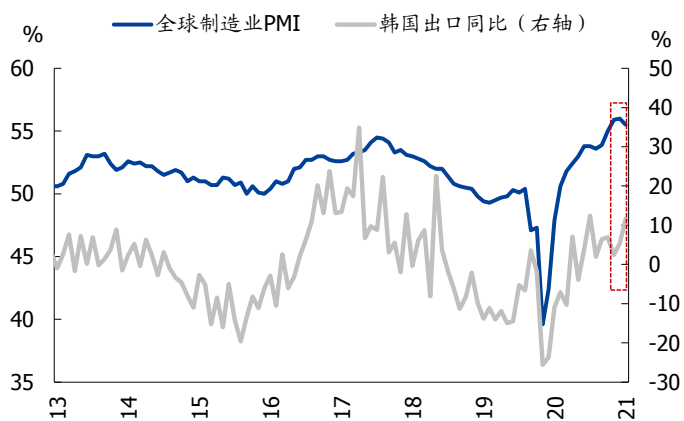


图表1: 6月出口同比增速小幅回升



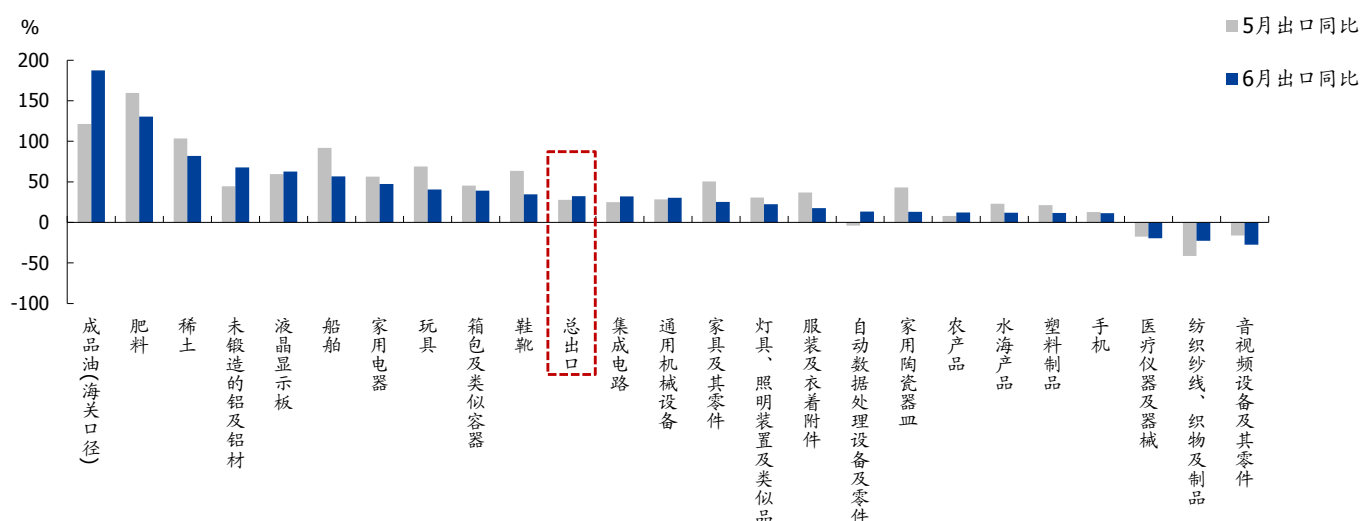
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 6月外需延续改善



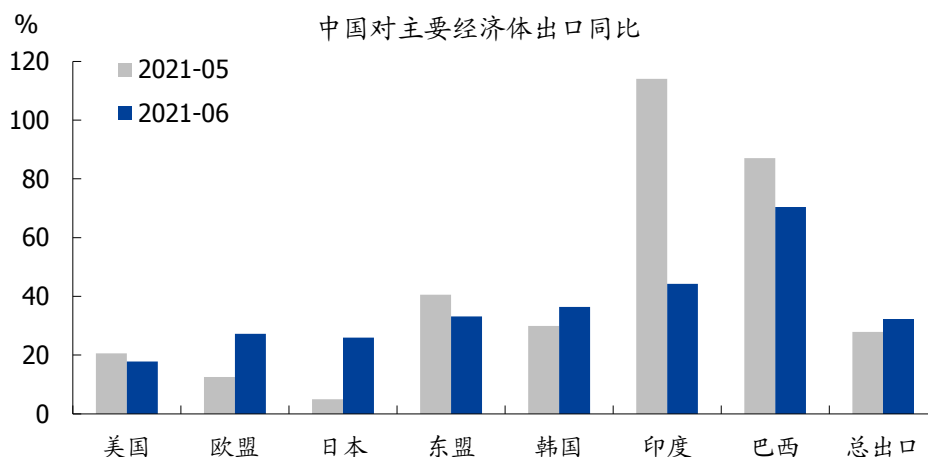
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021年韩国出口采用两年复合增速)

图表3: 6月中国主要商品出口金额同比增速



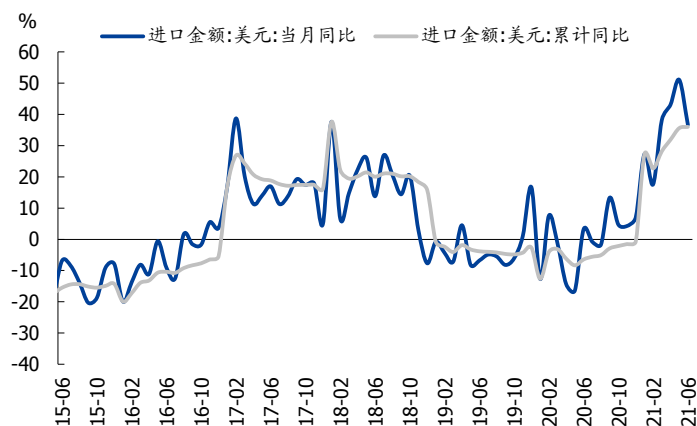
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 6月中国对主要贸易伙伴出口金额同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 基数抬升导致 6 月进口同比增速回落, 但仍然偏强



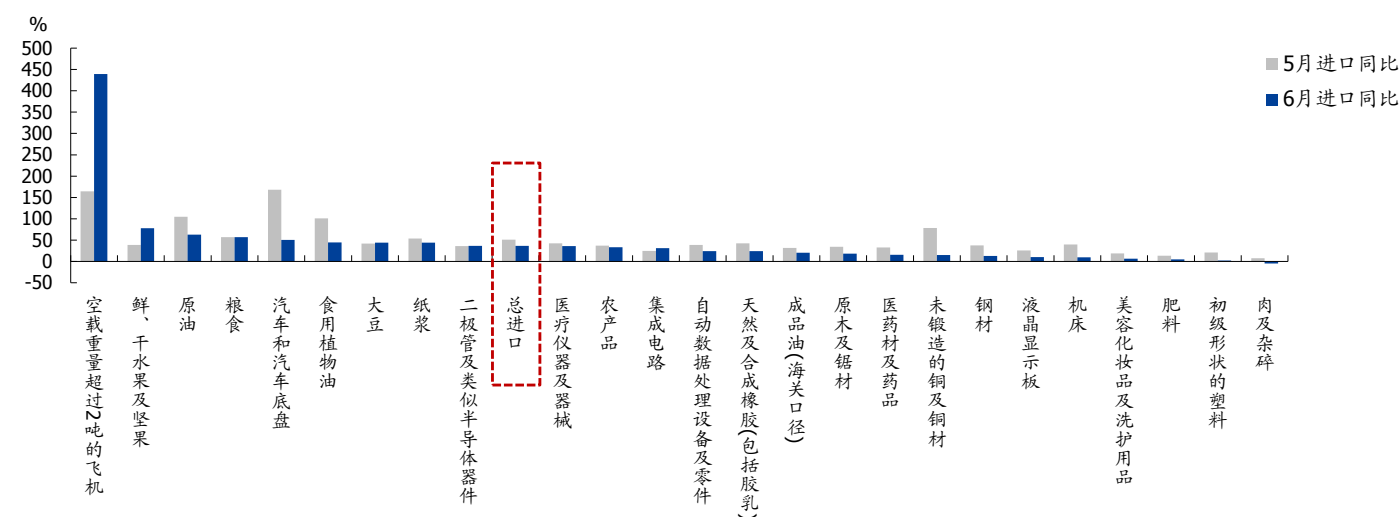
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 大宗商品价格上涨对进口增速形成支撑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 6 月中国主要商品进口金额同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 不同情形下出口增速

	当季同比 (%)		以 2019 年为基期的复合增速 (%)		2011-2019 年均值
	中性情形	悲观情形	中性情形	悲观情形	
Q1	48.9		14.2		7.0
Q2	30.8		13.4		5.6
Q3 (E)	17.0	11.0	12.6	9.7	5.1
Q4 (E)	9.0	1.0	12.8	8.5	4.9
全年	23.7	19.7	13.2	11.4	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

风险提示

疫情、中美关系等超预期变化

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_21835

