

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

- 6月金融数据点评：总量结构均有好转，内生动力尚需观察
- 通胀暂无虞，市场休整期
- 疫情阴云再起，海外交易衰退

- 6月中国出口继续高增，或受疫情好转、全面复工复产的影响较大。当前全球贸易格局出现顺差越顺、逆差越逆的现象，与大宗商品价格走势息息相关，中国得益于资源进口成本可控、高端制造业以及产业优势等成为唯一顺差的工业国。往后随着中国出口份额的下行以及外需的走弱逐渐显现，出口如此持续的高增或将渐进尾声，短期内暂无需过分担忧。
- **进出口延续一弱一强**。6月出口增速为17.9%，大幅好于市场预期的11.9%，在剔除价格因素后，仍然表现强劲；进口同比增速为1.0%，不及市场预期的3.0%，剔除价格因素后仅恢复至2020年同期，与2021年同期水平仍有不小差距。6月疫情边际好转，但国内防控仍相对严格，叠加居民收入和消费倾向下降，内需继续受到压制；贸易顺差高达979.4亿美元，创历史新高。
- 分地区看，增速出现了全面上扬，但对新兴国家的增速明显更高。与中国分地区出口份额的变化相吻合：中国对越南、新加坡、马来西亚、泰国、印尼的平均出口份额已明显高于疫情前，而对欧盟、美国、日本、韩国的平均出口份额连续回落后，已明显低于疫情前，对华依存度减弱。
- 6月出口续显韧性的原因：国内疫情明显好转，供应链、物流逐渐恢复，全国复工复产加速、港口高效运转；人民币汇率处于低位，对出口具有提振作用；新兴国家的需求可能仍有一定韧性；订单转移情况持续好转。
- **顺差越顺、逆差越逆**。疫情以来，资源出口国集体保持顺差，工业国多保持逆差，且顺差越顺、逆差越逆。究其原因，疫情和俄乌冲突推动全球大宗商品价格快速攀升，而大宗商品价格走势主导了这种差异，其与逆差国逆差之和高度相关。随着大宗商品价格快速走低，这种差异或可逐渐减小。而中国何以作为唯一顺差的工业国？资源进口成本可控、高端制造业的发展以及产业优势的叠加下，中国贸易顺差得以保持。
- 往后看，随着中国出口份额的下行以及外需的走弱逐渐显现，出口动能或逐渐减弱，如此持续的高增将渐进尾声。不过这些都是慢变量，不会使出口出现断崖式的下滑，短期仍无需过分担忧。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。同时，需留意未来能源板块的调整风险。

风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期

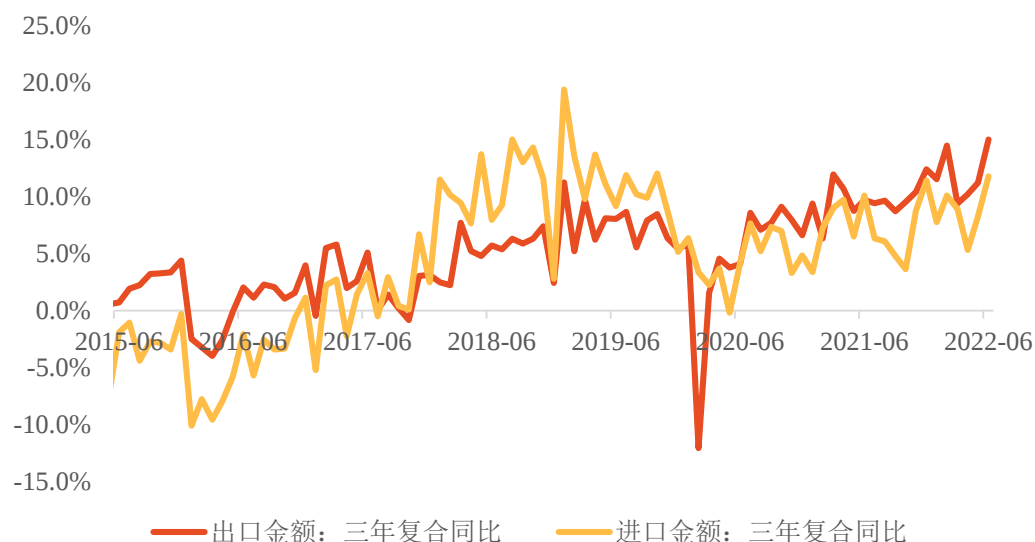
6月中国出口继续高增，或受疫情好转、全面复工复产的影响较大。当前全球贸易格局出现顺差越顺、逆差越逆的现象，与大宗商品价格走高息息相关，而中国得益于资源进口成本可控、高端制造业以及产业优势等成为唯一顺差的工业国。往后看，随着中国出口份额的可能下行以及外需的走弱逐渐显现，出口如此持续的高增或将渐进尾声，短期内暂无需过分担忧。

1 进出口延续一弱一强

从以美元计的同比来看，6月出口增速为17.9%，大幅好于市场预期的11.9%，在5月份大超预期预期的情况下，继续走高，较前值提升1个百分点；进口同比增速为1.0%，不及市场预期的3.0%，较前值回落3.1个百分点。出口继续优于进口，贸易顺差高达979.4亿美元，较前值增加191.86亿美元，当月顺差创历史新高。

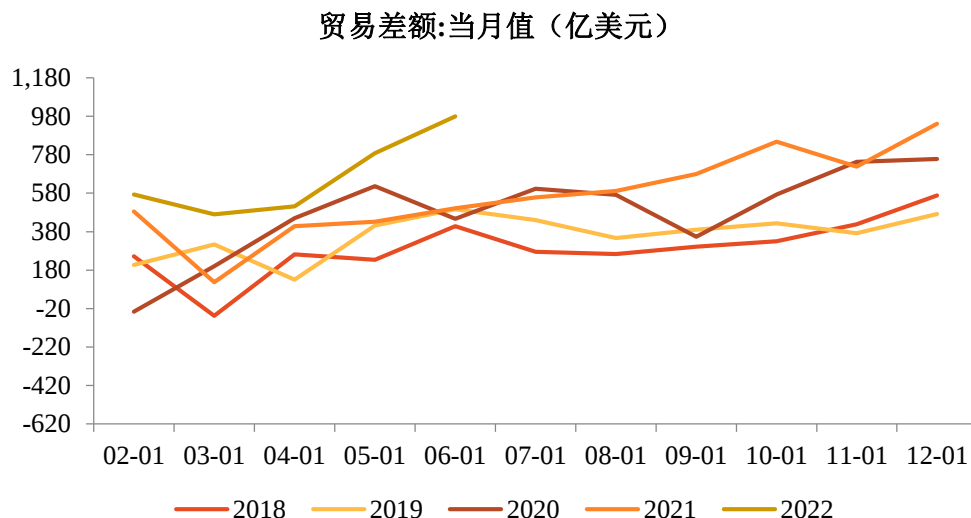
从以美元计三年复合同比来看，6月出口增速为15.0%，较前值回升3.8个百分点，进口增速为11.8%，较前值上升3.5个百分点，进出口增速均有所抬升。

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）

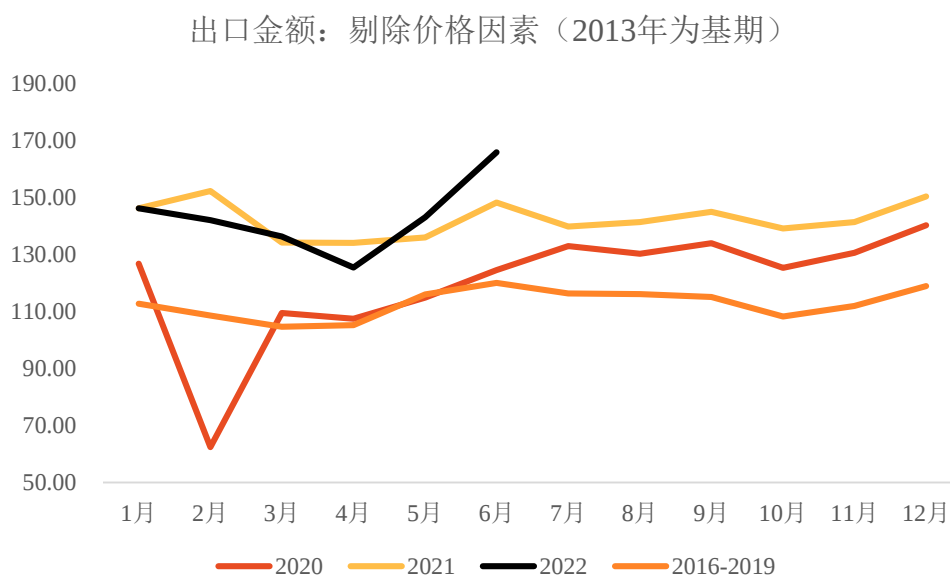


资料来源：Wind, 首创证券

考虑到进出口金额受价格因素影响较大，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。

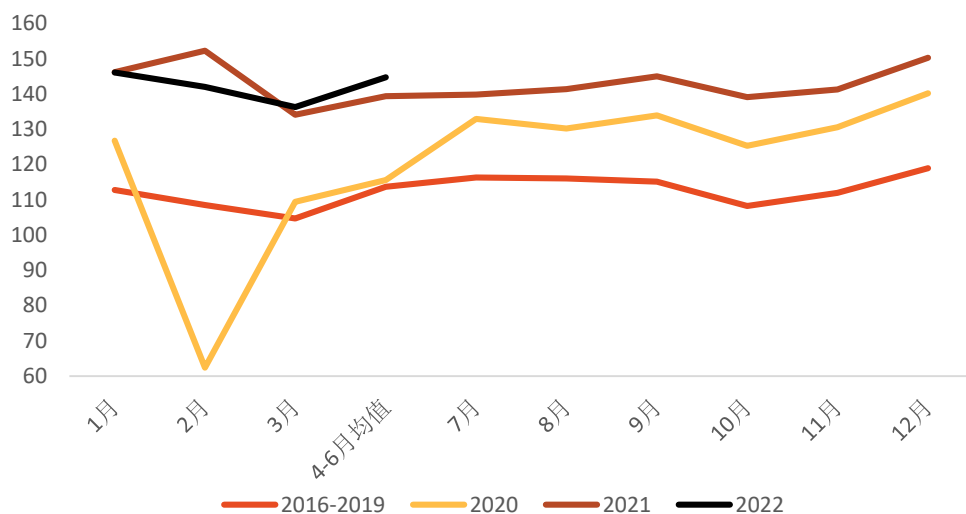
总体来看，在剔除价格因素后，出口仍然表现强劲，连续 2 个月大幅上升，即使合并 4-6 月仍然好于 2021 年，显示出较强的韧性。进口剔除价格因素后仅恢复至 2020 年同期，与 2021 年同期水平仍有不小差距。6 月疫情边际好转，但国内防控仍相对严格，叠加居民收入和消费倾向下降，内需继续受到压制。

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

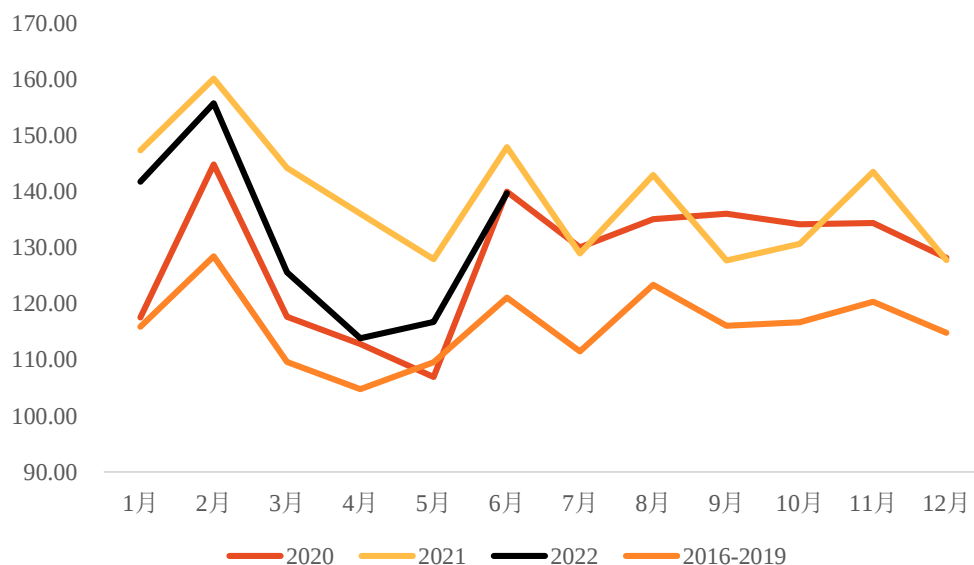
图 4：出口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100（合并 4-6 月）



资料来源：Wind, 首创证券

图 5：进口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100

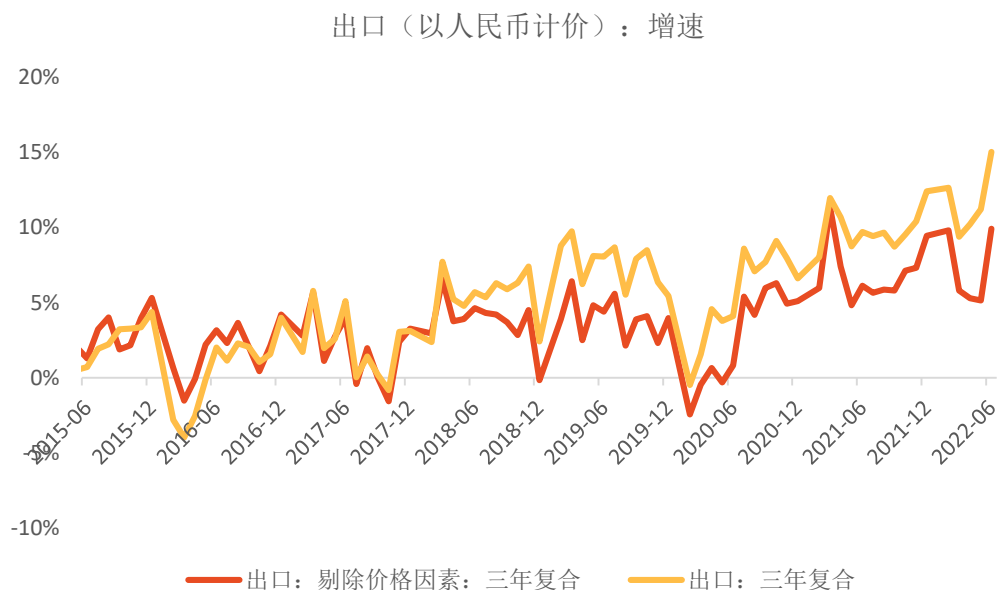
进口金额：剔除价格因素（2013年为基期）



资料来源：Wind, 首创证券

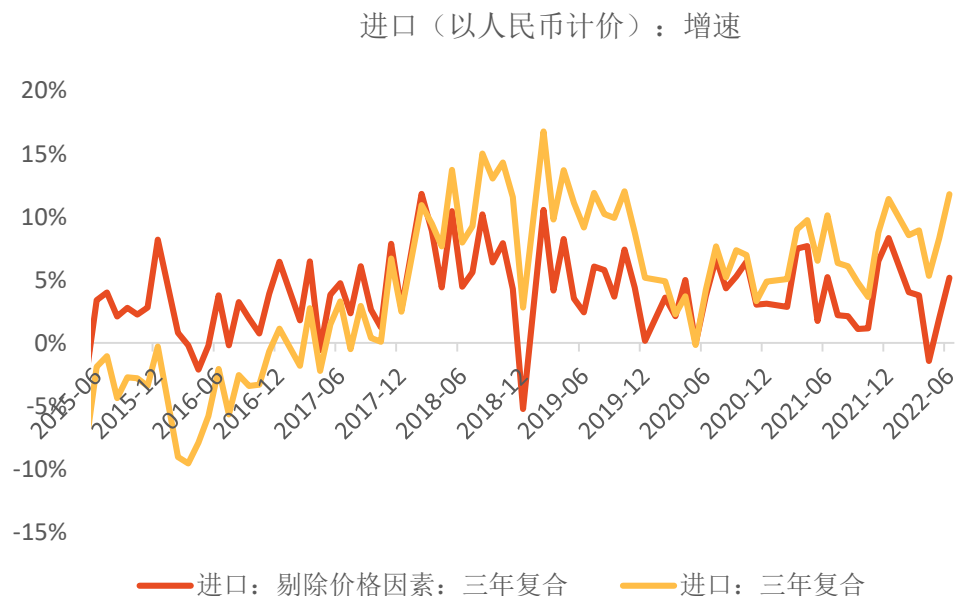
另外，我们计算了剔除价格因素且以人民币计价的进出口三年复合增速，2022 年 6 月出口增速为 9.9%，较前值抬升幅度扩大至 4.7 个百分点，进口为 5.2%，较前值上升 3.2 个百分点，幅度有所下降。内外需的价格可能产生了一定的背离，价格反而对出口造成了一定的拖累。价格因素一定程度上可正向解释进口的增长。

图 6：出口三年复合同比（人民币计价）



资料来源：Wind, 首创证券

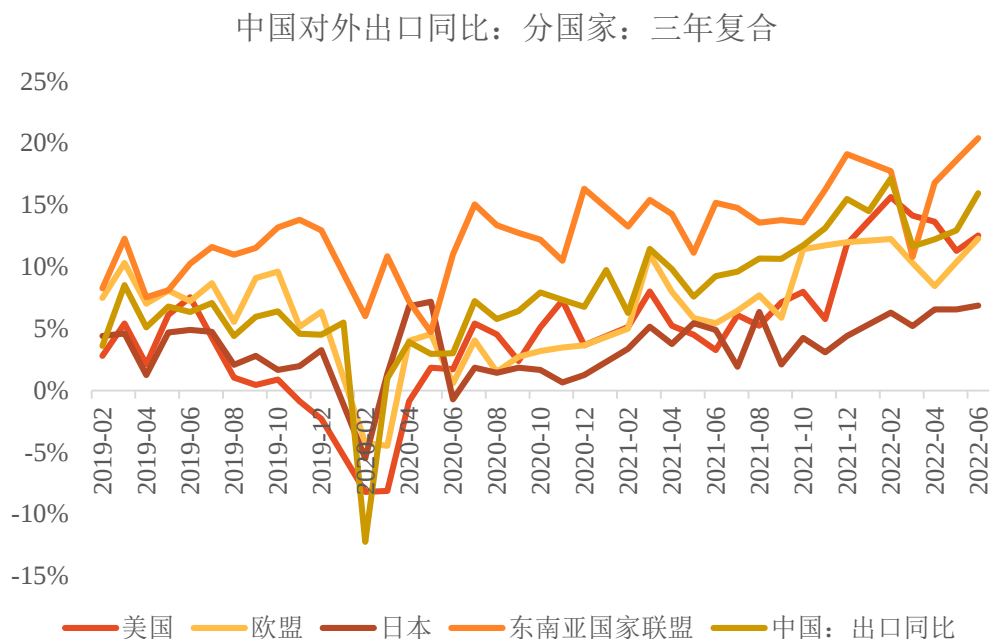
图 7：进口三年复合同比（人民币计价）



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，增速出现了全面上扬，但对新兴国家的增速明显更高，对欧盟的增速涨幅最大。6月对东盟和欧盟出口的三年复合同比增速分别为20.4%和12.3%，分别较前值再次大幅回升1.8和1.9个百分点，与上月回升幅度完全相同，增长势头保持线性。其中，对东盟出口增速已达疫情以来最高水平。对美、日出口的三年复合同比增速分别为12.5%和6.9%，较前值分别上升1.2和0.3个百分点。

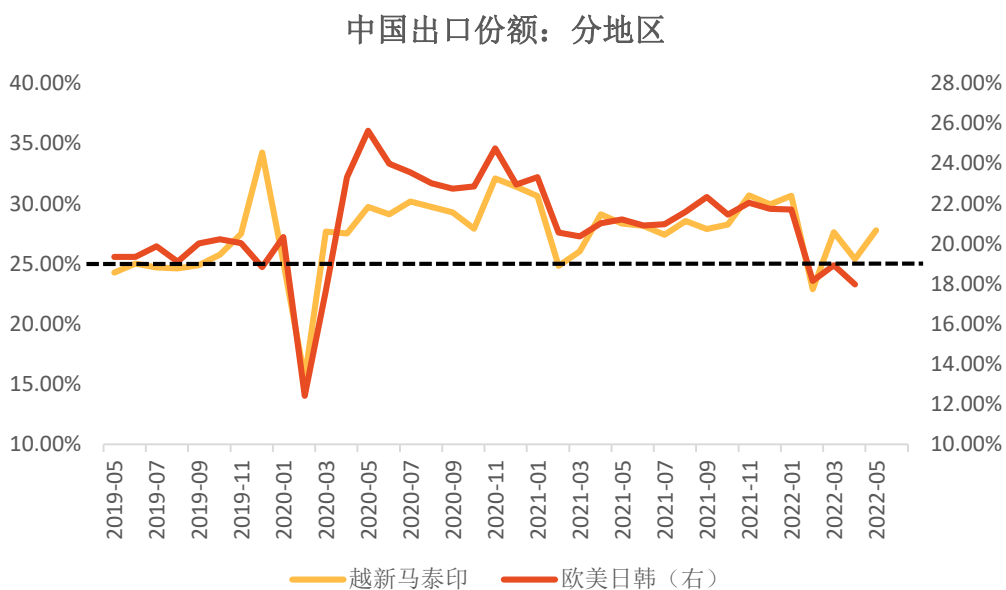
图 8：中国对各国出口：三年复合增速



资料来源：Wind, 首创证券

结合中国分地区出口份额来看，也有此相似的发现。中国对越南、新加坡、马来西亚、泰国、印尼的平均出口份额已明显高于疫情前，而对欧盟、美国、日本、韩国的平均出口份额连续回落后，已明显低于疫情前，对中国的出口依存度变弱。

图 9：各地区对中国出口依存度的变化

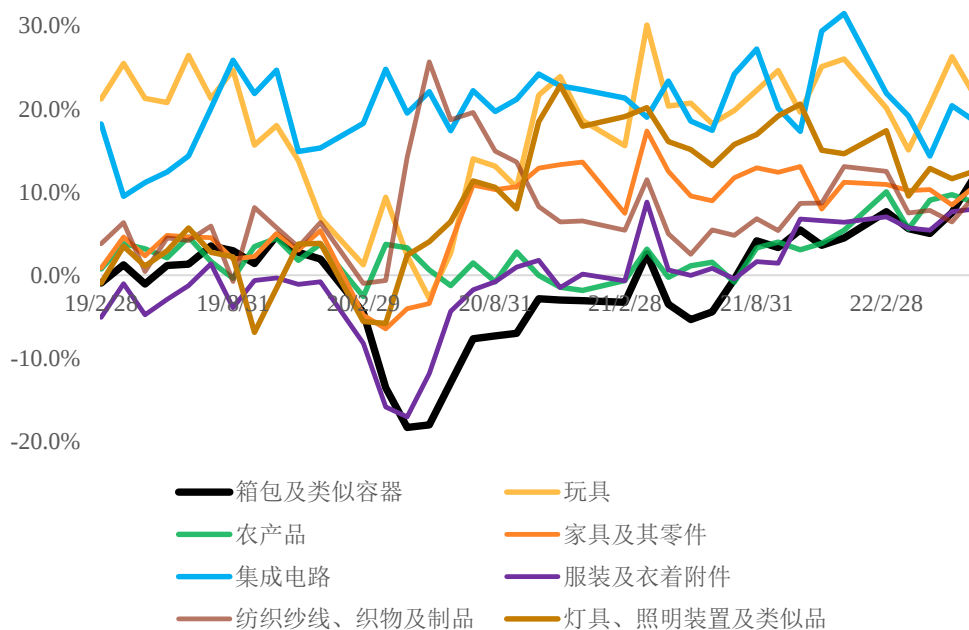


资料来源：Wind, 首创证券

注：每条线为对应几个地区的出口份额均值。

从出口分项走势来看，观察出口分项的三年复合同比，发现随着新病毒的出现，全球疫情有所抬头，本月产品类别的增长与上月有所不同。与疫情和居家相关的纺织纱线、家具零件、灯具、服装等类别增速上升，箱包也出现了大幅增长。而玩具、农产品、集成电路等增速下降。

图 10：出口分项：三年复合增速



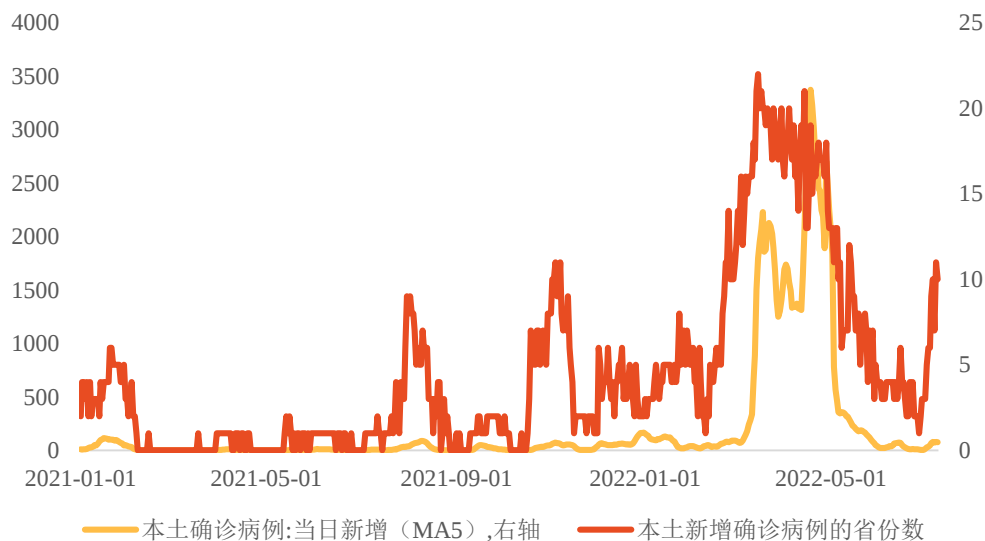
资料来源：Wind, 首创证券

2 出口续显韧性的原因

6月中国剔除价格因素之后的出口仍有一定韧性，原因可能有以下几点：

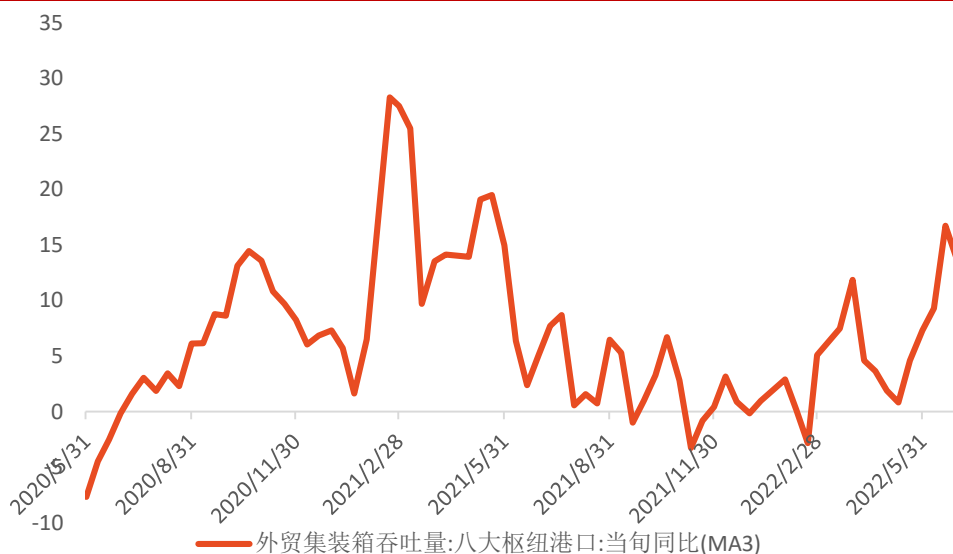
第一，国内疫情明显好转，供应链、物流恢复，全国复工复产加速，6月港口货运增速同比持续回升，已高于本轮疫情前的水平。全力生产叠加港口高效运转，对6月出口构成支撑。

图 11：6 月疫情明显好转



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：外贸集装箱吞吐量:八大枢纽港口:当旬同比 (MA3)



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_43953

