

周度经济观察

——出口或在见顶，市场震荡延续

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 8 月 9 日

内容提要

7 月出口增速处于年内高点，疫后供给恢复和海外防疫物资需求增加是支撑出口的主要力量。随着国内供应恢复的放缓以及海外需求的收缩，未来出口增速或将中枢下行。

当前银行间流动性环境的宽松对债券市场形成有力支撑。8 月财政支出的加速以及经济偏弱的表现有望延续，这或许意味着流动性的宽松状态将维持，债券市场处于有利的环境中。

7 月美国非农数据的强劲表现促使市场加息预期升温。考虑到美国劳动力市场的紧绷状态短期难以缓解、以及其对通胀的支撑，预计美联储 9 月加息 75BP 概率较大，美国权益市场仍面临调整压力，新兴市场外资流出趋势仍将延续。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、出口或处于年内高点

7月我国美元计价出口同比增速 18%，较上月小幅提升 0.1 个百分点，延续了 5 月以来偏强的表现，增速处于今年较高水平，好于此前的普遍预期。

分地区看，出口在各国家的抬升具有广泛性。我国对发达经济体的出口除美国外普遍上升；对新兴经济体总体走平，对俄罗斯和巴西的出口上升，对印度和越南的出口回落。

分产品看，医疗器械、药材等疫情相关的出口出现抬升，可能与全球范围内感染者人数再次上升有关。此外，机电产品出口小幅上升、家具和服装出口小幅回落，显示各出口品类总体表现不弱。

与此同时，7月日本和韩国出口小幅抬升，越南出口大幅减速。美国、欧洲、日本的制造业 PMI 连续下行已超过半年，显示全球经济活动在放缓，东亚经济体出口的抬升可能与价格因素和本国自身的供需格局有关。

合并来看，7月中国出口的抬升可能主要与国内供应活动的恢复有关，前期积压订单的释放推升了 5 月以来的出口增速。

往后看，伴随供应恢复的效应趋于结束，未来出口活动的表现将更多取决于海外需求层面的变化。在美国和欧洲加息推进的过程中，全球经济和贸易活动的减速在下半年或将延续，美国居民耐用品消费支出同步出现负增长，服务消费对货物消费的替代正在展开，未来出口增速或将中枢下行。

7月美元计价进口同比增长 2.3%，较上月回升 1.3 个百分点。

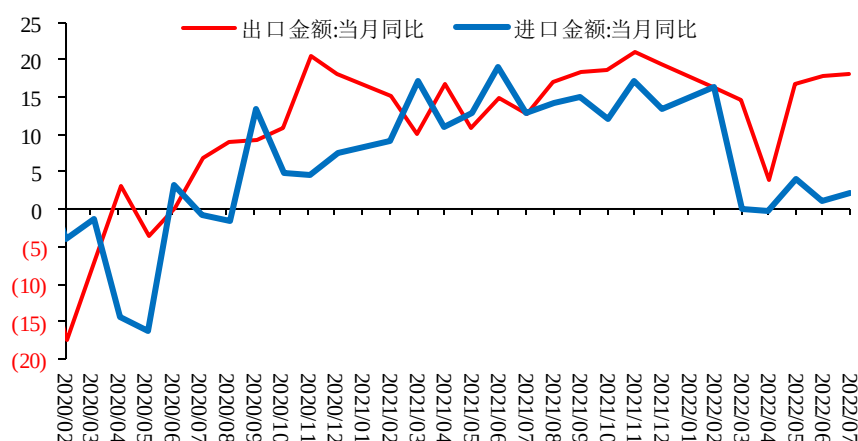
分地区看，中国除美国外，从日本、欧盟和东盟的进口均出现回升。

分产品看，大豆、原油、汽车、铁矿石砂等主要品种进口数量均出现不同程度的回升，钢材持平。7月份大宗商品价格的回落可能对进口增速带来负面影响。

出口的抬升导致7月贸易盈余延续扩张，这一扩张背后主要反映了国内供应相比需求更快的恢复，这一过程预计未来难以持续。

往后看，考虑到国内疫情的扰动和房地产市场流动性压力的存在，下半年国内需求偏弱的表现或将延续，叠加PPI下半年持续回落，这意味着进口将在低位波动。

图1：进出口名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021年数据为两年复合同比。

疫情在8月以来再次出现反复，高频的人流物流数据再次小幅回落，对消费复苏或将产生拖累。

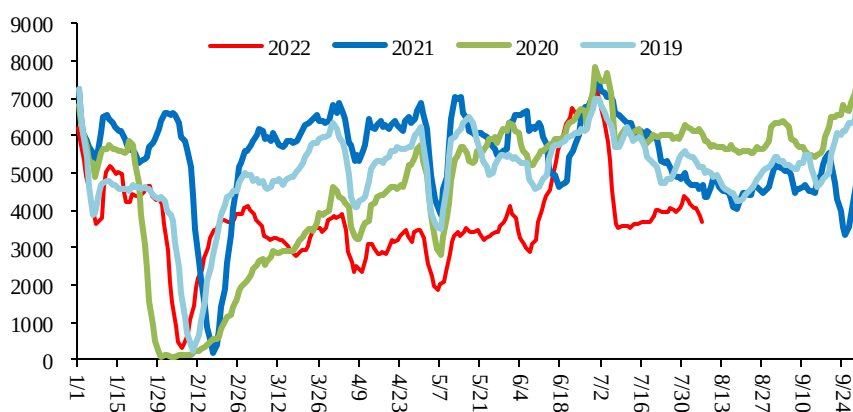
而水泥出货率、库容量均出现改善，可能与基建投资逐渐形成实物工作量，保交楼推升地产投资有关。

8月以来的房地产高频销售数据出现小幅回落，符合历年同期小幅回落的季节性特征，总体处于合理区间，这一数据和保交楼进度的关系有待于观察。

从目前地方政府对保交楼的解决方案来看，“保项目不保企业”仍然是重大原则，市场对此反应不大。此外，保交楼的核心在于地方政府提供流动性支持，从目前部分城市出台的地产纾困基金的运作方案来看，纾困基金的附加条件要求不低，草根调研也显示开发商参与积极性可能不高。保交楼出现清晰的路径可能仍然需要等待博弈的结果。

总体而言，8月基建投资仍处于回升的过程中，消费活动的恢复面临波折，房地产销售在政策的干预下在逐步触底，宏观经济的表现相对弱势。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

二、股市震荡或将延续

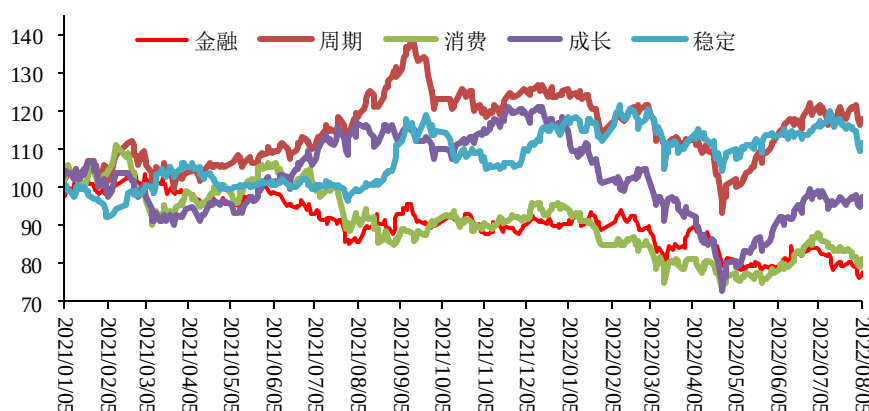
上周以来权益市场延续震荡，周期和稳定板块表现偏弱，成长相对更强。

地缘政治事件对市场形成短期扰动，而流动性环境的宽松对市场形成支撑。当前银行间流动性环境相当宽松，推动债券市场利率普遍下行，但信贷市场的宽松似乎进展相对缓慢，房地产承压、隐性债务严控、居民储蓄增加，这些力量对信用的扩张形成制约，进而使得股票市场的表现弱于债券。

盈利层面，财政支出正在提速，这将对基建相关板块形成支撑。疫情的再次扩散对消费活动的恢复形成冲击，在当前疫情管控政策下，消费活动恢复的中枢将明显弱于疫情之前。受美国加息交易接近尾声的影响，全球大宗商品价格从7月中旬开始反弹，随着这一压制后反弹的展开，下一阶段的定价将聚焦于海外衰退与国内政策的合并影响，大宗商品价格趋势向上的动能持续性存疑。成长板块受益于自身景气以及政策的支持，盈利表现相对占优。

合并来看，当前处于流动性环境宽松和存量政策落地期，信贷环境的大幅宽松以及经济的强力恢复较难发生，市场或将延续震荡的格局。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以2021年1月2日为100

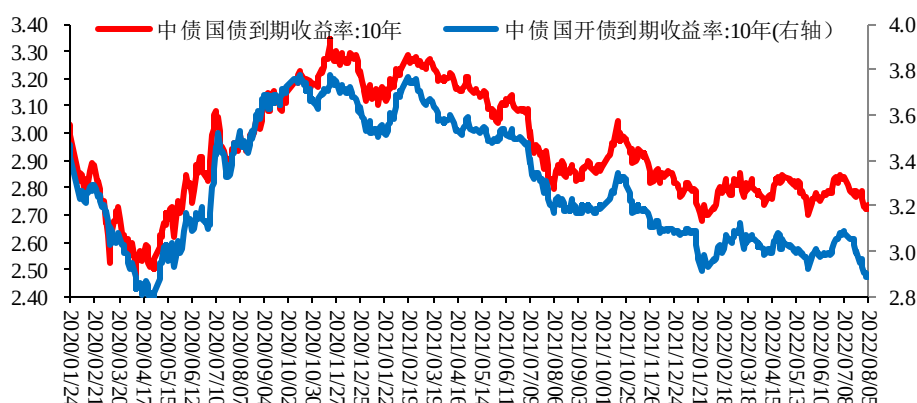
当前银行间流动性环境的宽松对债券市场形成有力支撑，短端利率下行明显，收益率曲线进一步走阔。

尽管央行在银行间市场的流动性投放并未显著增加，但由于实体经济需求偏弱，商业银行大量资金的供应流入金融市场，此外，财政支出的加速也对流动性

形成补充。从这个角度来看，8月财政支出的加速以及经济偏弱的表现有望延续，这或许意味着流动性环境的宽松将维持。

考虑到经济增长中枢的下沉、以及信用扩张机制的改变，债券市场收益率的中枢趋于下行，这一过程未来有望延续。

图4：10年期国债和国开债



数据来源：Wind，安信证券

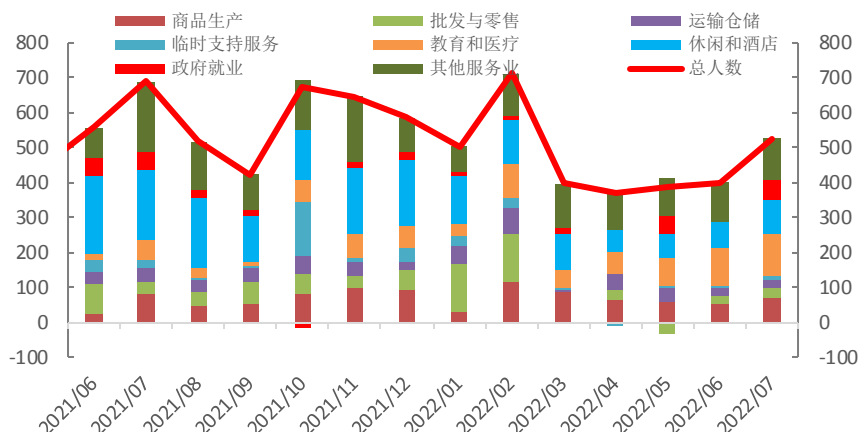
三、市场与美联储的博弈

7月美国新增非农就业 52.8 万人，高于市场预期的 25 万人和今年上半年的月度平均值 46.1 万人，较上月增加 13 万人。

从行业来看，尽管服务业仍是就业的主力军，但其占新增就业人数的比重从 89% 下滑至 76%。在制造业就业相对稳定的背景下，服务业就业占比的波动主要来自政府就业的扰动，其对新增非农就业的贡献从 6 月的 -0.6 万人升至 7 月的 5.7 万人，增幅高于同期服务业的 4.9 万人（35.5 万人→40.2 万人）。

而在就业增长依旧强劲的服务业内部，教育和医疗业、休闲和酒店业仍是新增就业的主要行业，7 月二者分别增长 12.2 万人和 9.6 万人，反映出疫情对接触型经济活动的抑制继续减弱。

图5：美国当月新增非农就业人数，千人



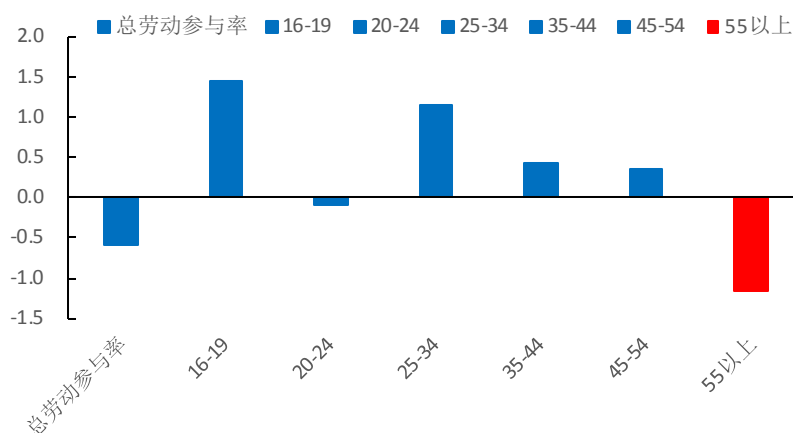
数据来源：Wind，安信证券

注：商品生产为采矿业、建筑业、制造业之和

从劳动力总量层面来看，美国劳动参与率预计难以恢复至疫情前水平。7月美国失业率为3.5%，较上月下降0.1个百分点，追平疫情前水平，为近50年以来最低点。而失业率的降低与劳动参与率的进一步走弱有关。7月美国劳动参与率录得62.1%，连续两个月下滑0.1个百分点。自年初以来，该指标的增长明显放缓，维持在62.2%附近波动，未能继续朝着疫情前63%的水平靠拢。

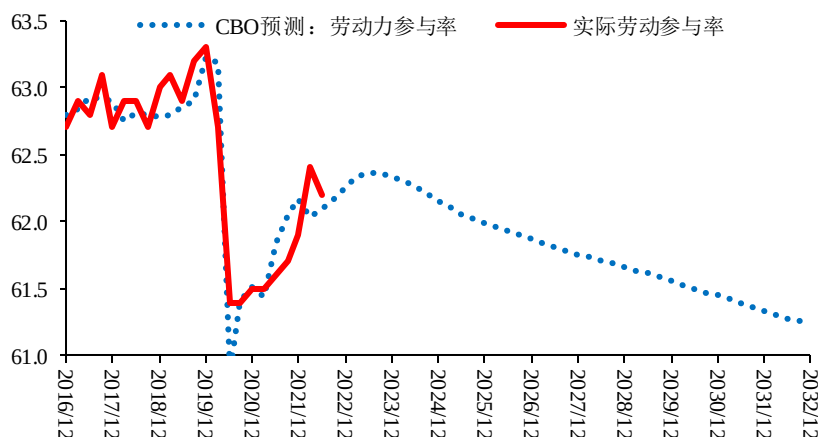
从短期来看，劳动参与率的缺口主要由55岁以上就业群体的提前退休所致，即所谓疫情冲击后的“大退休”浪潮，时至今日仍未有明显消退；而从长期来看，根据CBO预测的长期劳动参与率也难以恢复至疫情前水平，至2023年达到阶段性高点62.4%之后，将进一步持续下降至2030年的61.5%，其中美国人口老龄化是主要原因。

图6：美国劳动参与率：2022年平均与疫情前5年平均之差，百分点



数据来源：CEIC，安信证券

图7：美国劳动参与率：实际值与 CBO 预测值，%



数据来源：CEIC，安信证券

而劳动力供给的恢复势头放缓，不利于缓解工资上涨对通胀的压力。7 月非

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_44948

