

出口是正常下台阶，还是“崩溃式”下行？

2022年09月07日

8月中国对外总出口 3149.2 亿美元，同比增长 7.1%，比前值低 10.9 个百分点。我们之前估算三季度出口同比+10%，四季度出口同比+5%，已经包含出口同比增速逐步下台阶的预期。与此同时，我们也紧密跟踪港口吞吐量数据。8月以来港口吞吐数据偏弱，我们已有充分预期，等待一个较7月走弱的出口读数。即便如此，8月出口同比为 7%，较7月读数“腰斩”，这一读数大幅低于市场预期，也低于我们预期。现在摆在我们面前的问题是，8月中国出口到底是正常下台阶，还是开启了预期外的“瀑布式”下滑？

➤ **先来看什么板块拖累 8 月出口表现？四个板块超幅下跌**

(一) 中国对美国出口快速下降。中国对美出口同比从+11%跌至负值，带动总出口同比较上月下降 3 个百分点。

(二) 地产后周期耐用品出口回落。8月家具、家电、灯具、陶瓷产品同比大幅回落，单月同比降幅超过 10%。

(三) 电子产业链出口迅速降温。8月手机、电脑、集成电路等出口快速下降。

(四) 出行消费品出口（服装、箱包鞋靴）反常回落。

➤ **什么原因导致 8 月出口超预期下降？三个扰动**

(一) 去年 8 月出口基数较高。高基数导致 8 月出口同比比真实情况低 3-4 个百分点。

(二) 台风干扰华南港口出货，或拖累总出口同比 1.8 个百分点。华南地区是电子产业链、服装、鞋靴等生产出口重镇。8月“木兰”、“马鞍”等台风先后登陆华南地区，影响港口运行，相关商品出口同比反常下降。

(三) 义乌疫情影响小商品、耐用品等出口，或影响出口 0.8 个百分点。8月上旬，义乌实施全域静态化管理，小商品的生产和出口受阻。8月与义乌有较强关联的家具、灯具、陶瓷产品等耐用品对总出口的拉动较7月降低了 0.8 个百分点。美国是这些商品最主要出口目的地，这也导致中国对美出口的超预期回落。剔除短期扰动之后，我们可以还原得到一个更加贴近现实的 8 月出口同比表现，大概率超过 10%。

➤ **8 月出口为正常下台阶，并非“崩溃式”下掉，也非标志性拐点**

中国今年出口同比，在趋势上是逐步下台阶。

判断中国出口走势时，我们最关注一个变量——海外需求。美联储加息不断推进，海外需求逐步收缩，这是客观的周期规律，也意味着中国出口同比逐步下台阶。

8 月不能定义为“崩溃式”出口下降，也不能定义为出口拐点。

本轮周期中的出口高点出现在去年 4 季度（同比读数超过 20%）。今年以来出口同比已经较去年逐步走弱。6-7 月出口有疫后补偿可能，剔除这两个月数据，今年出口同比趋势也在逐步下台阶。

我们乐观的是出口同比中枢稳定，出口同比增速下降幅度温和。

8 月出口需求动能没有发生本质转变，工业用品与汽车出口依旧强劲。

8月生产资料（钢材、铝材、成品油、稀土等）出口同比（18.3%），与7月（25.1%）接近。8月汽车与汽车零部件出口同比增长 30.8%，同比较7月小幅回落（39%）。

再者海外需求并未消失，临时性扰动退却之后 9 月出口较 8 月走平或略走高。

台风、疫情等因素导致 8 月出口供给无法足额跟进海外需求。临时性扰动逐步退去，部分 8 月订单或挪至 9 月。

考虑到 9 月也面临较高出口基数，我们综合判断 9 月中国出口同比较 8 月走平，甚至略有走高。

风险提示：疫情发展超预期风险；美联储加息节奏超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：直觉与反直觉（五）：出口数据有“水分”？-2022/09/06
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内市场风格切换，海外紧缩交易延续-2022/09/04
- 3.矛盾的非农，如何解读？——美国 8 月非农数据点评-2022/09/03
- 4.宏观专题研究：极宽的流动性或已过去-2022/09/01
- 5.8 月 PMI 数据点评：当前宏观的核心矛盾仍在地产-2022/08/31

目录

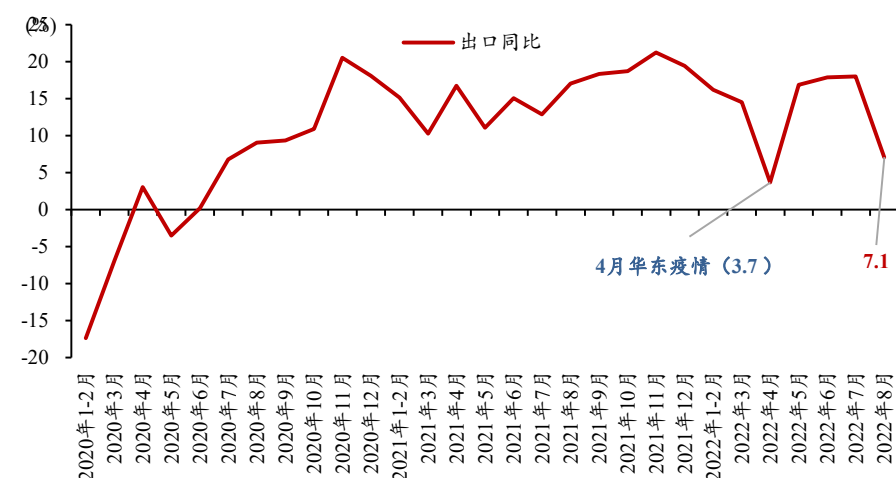
一、本月出口总体趋势走弱，四个板块回落较明显	3
二、剔除短期扰动，8 月出口同比水平或超 10%	5
三、8 月出口为正常下台阶，并非“崩溃”下掉	7
四、风险提示	8
插图目录	9

8月出口同比为+7.1%，相较7月的+18%，几乎可以说是腰斩。这一数据大幅低于市场预期，也低于我们之前预期。

8月港口吞吐量展现出明显的走弱迹象，我们通过数据拟合，当时预计8月出口同比较7月走弱，但初步估算同比增速仍有10%出头。最终海关总署公布出口同比7.1%，确实低于我们预期。

如何看待8月出口数据，是正常下台阶还是“崩溃式”下滑？

图1：8月出口超预期走弱（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：2021年读数为两年复合同比

一、本月出口总体趋势走弱，四个板块回落较明显

8月出口超预期走弱，其中有四个板块降幅过快。

第一，中国对美国出口同比从11%快速跌至负值。

2020年下半年以来，中国对美出口就持续为正。2022年6月，中国对美出口同比甚至攀升至+19.3%。

今年8月，中国对美出口同比首次降为负值（-3.8%）。8月总出口较7月下降约10个百分点，其中3个百分点是由中国对美出口所致。

第二，地产后周期耐用品（家具、家电、灯具、陶瓷产品）同比大幅回落。

8月之前，地产后周期相关耐用品出口同比徘徊在-2.3%和0.8%。然而8月同比读数大幅降至-12.6%。

第三，电子产业链（手机、电脑、液晶屏、集成电路等）出口增速降至疫情以来最低值。

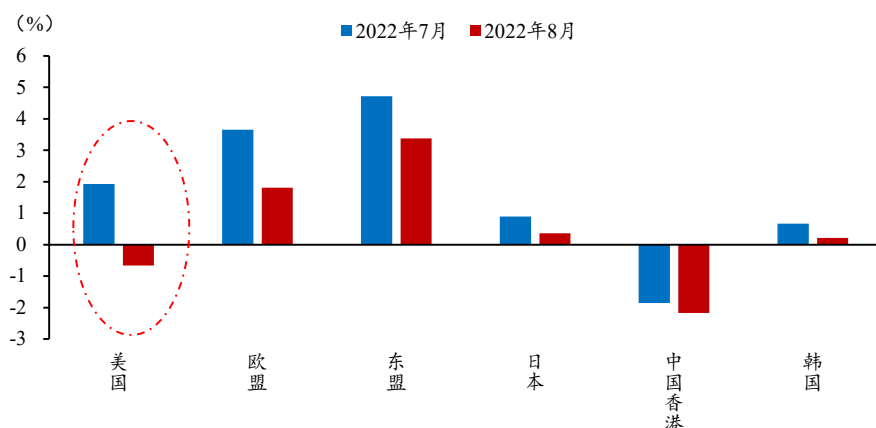
7月电子产业链出口同比尚有-2%，8月突然降低至-5.5%，这是疫情以来最低单月同比增速。

第四，出行消费品出口（服装、箱包鞋靴）反常回落。

今年海外疫情好转，出行消费品出口持续增长。2022年5-7月出口同比均在20%以上。

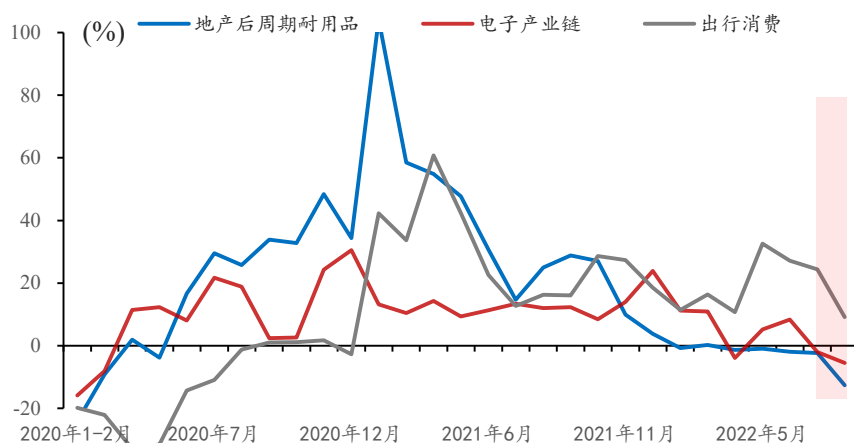
8月中国出行消费品的出口同比却反常降至9.1%，下滑了15.3个百分点。

图2：8月对美国出口大幅走弱（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：图中数据为中国对各国家和地区中国香港出口对总出口的同比拉动。

图3：地产后周期耐用品、电子产业链和出行消费出口明显回落（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、剔除短期扰动，8月出口同比水平或超10%

我们先剔除第一层扰动，基数效应。

去年8月出口额较好，8月出口环比显著超过往年同期水平。这在客观上造成今年8月出口同比读数走低。

我们用两种方法去估算基数效应。第一种方法是用历史环比均值替代去年8月环比，得到读数更平庸的去年8月出口量。第二种方法是用去年7月做基数，重新计算今年8月出口同比。

两种方法估算得到基数效应磨平之后，今年8月出口同比要比实际读数高3-4个百分点。即8月出口同比走弱，相当一部分原因在于去年8月出口基数较高。

再来剔除第二重扰动，台风干扰华南港口出货。

华南地区是电子产业链、服装、鞋靴等生产出口重镇。8月，“木兰”、“马鞍”等台风先后登陆华南地区，影响港口运行。电子产业链、服装、鞋靴等出口同比反常下降或与此相关。

8月海外居民出行仍在修复，作为印证，越南纺织品出口同比达到40.7%的年内最高值。还有印证，韩国与中国电子产业链联系密切，8月中国对韩出口同样明显回落。

若电子产业链、服装、鞋靴的出口同比与7月相同，则8月总出口同比至少提升1.8个百分点。

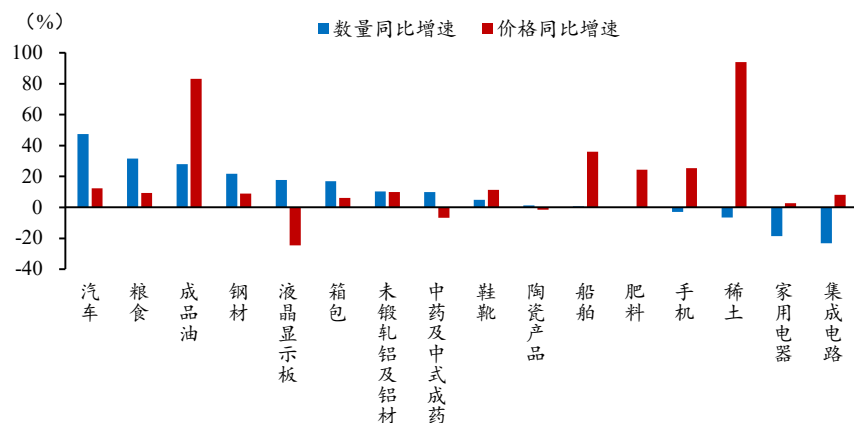
最后剔除义乌疫情影响。

受疫情冲击，8月中上旬，义乌一度实施全域静态管理，相关小商品的生产、出口受阻。8月与义乌有较强关联的家具、灯具、陶瓷产品等耐用品对总出口的拉动较7月降低了0.8个百分点。

美国也是这些商品的最主要出口目的地，中国对美出口的超预期回落或许也与之相关。

总之，排除华南港口出货、义乌疫情等扰动，总出口同比或在10%以上。

图4：8月重点产品出口量价同比（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

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_45823

