



孙彬彬：出口下行，债市看多？





摘要

出口回落怎么看？我们预计，我国出口可能加速回落，出口同比增速的趋势性回落可能持续至明年三季度。

定量评估，出口同比每回落 10%，实际经济增速回落 1%。我们预计，单纯考虑出口加速回落的影响，全年经济增速可能回落至 3.04%。这意味着全年稳增长压力进一步加大。

历史来看，面对出口回落，政策会进一步刺激国内需求，有效弥补外需缺口。

但受疫情反复、地产拖累等诸多因素影响，目前扩大总需求的效果不

佳，站在历史逻辑考虑，在国内已有压力面前，外需进一步回落，是否会倒逼进一步提振内需政策出台？建议重点观察地产、防疫和财政等相关政策领域。

出口回落，汇率贬值，市场还有外围约束的担心，这个怎么看？

我们继续强调汇率不是利率的“拦路虎”，现阶段从政策空间考虑，结合中国目前现实，对内降息和对外贬值可以作为政策考量，日本目前就是这样的状态。至少在利率方向上，我们认为汇率不是关键约束。

债市怎么看？

出口下滑加大了经济下行压力，经济增速低于潜在增速的现实愈发难以扭转，从这个逻辑切入考虑利率方向，保持多头思维是自然而然的结果。

但是也需要注意，从历史观察，出口不是利率的主导因素，或者说不是决定利率走向的强变量。我们在分析后续利率走势时，不能低估出口下行的压力，但同时还是要锚定关键变量。

我们继续强调社融是关键所在。

目前来看，政策有一定力度，最近一段时间票据转贴利率已经有所回升。但是这不足以完全改变市场预期，毕竟市场需要看到超越基数的动能，社融扩张关键在于主体扩张意愿和能力，在目前宏观约束下，企业和居民仍然不具备这一条件，所以关键还是在于政府能否进一步加杠杆，也就是宽财政能否继续加码。如果财政年底前没有进一步追加，后续社融最多还

是震荡走平。

所以虽然出口下行，但后续利率走势我们仍然按窄幅横向移动考虑，十年期国债收益率在 2.6%-2.65% 附近。往未来看，一颗红心，两手准备，适度保持短多中空视角和可能性。

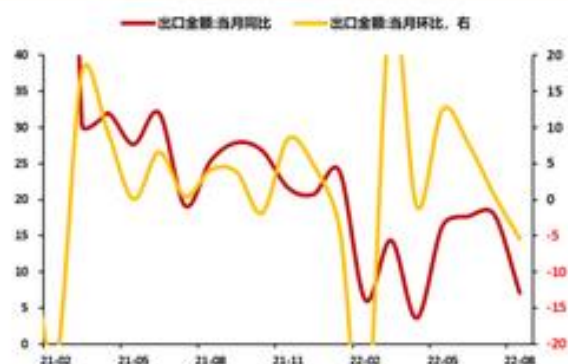
对于资金利率，我们认为大会前资金利率会保持稳定，隔夜利率预计在 1.2%-1.5%。

内容目录

1. 如何看待后续出口？	4
2. 如何影响国内经济？	8
3. 政策会如何应对？	9
4. 对国内债市意味着什么？	14
5. 小结	16

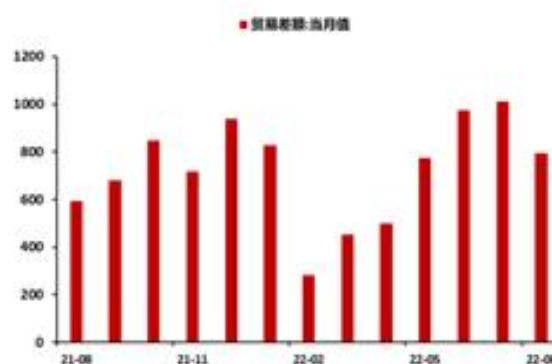
8 月出口总额 3149.2 亿美元，环比降 5.30%，大幅弱于季节性水平，同比升 7.1%，较上月降低 10.9 个百分点。出口数据回落，对债市意味着什么？

图 1：出口同比与环比增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：贸易顺差（亿美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1. 如何看待后续出口

首先要弄清楚此前出口强在哪儿？

按贸易伙伴分，对主要贸易伙伴出口均维持较高水平。对美欧出口基本稳定在较高水平，同时对东盟与日本出口有所提升。

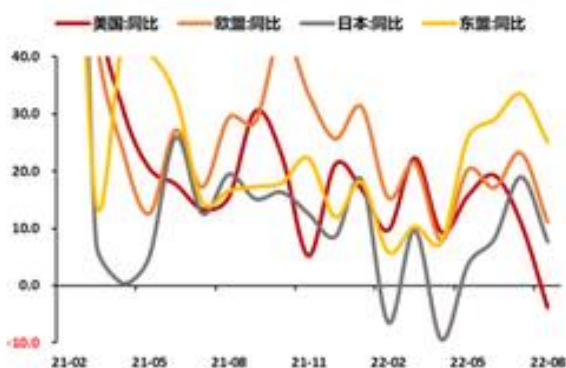
按不同产品分，机电出口韧性十足，同时钢材等中间品出口保持强劲。

按不同类型分，一般贸易保持韧性。

按量价分，出口商品在价格增长的同时，数量保持稳定。量与价均有贡献，但价的贡献占比更高。

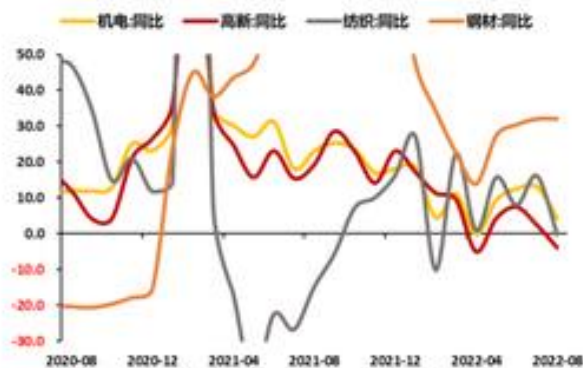
上半年国内疫情反复，我国出口增速一度较快回落，5-7 月我国出口表现出持续较快复苏。推动今年出口走强的主要原因，还是外需持续保持强劲。美国经济环比回落，但国内消费与生产延续扩张态势。欧洲经济在上半年也体现了较快复苏的姿态。

图 3：不同区域出口同比（%）



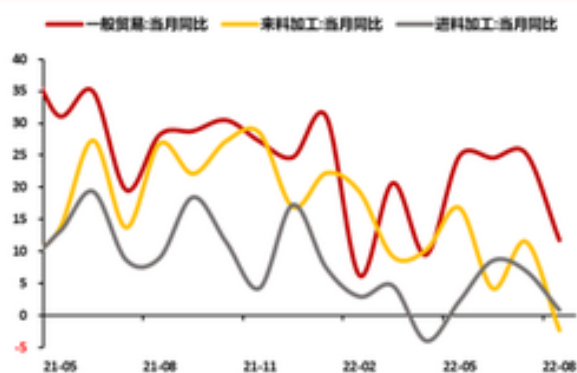
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：不同产品出口同比（%）



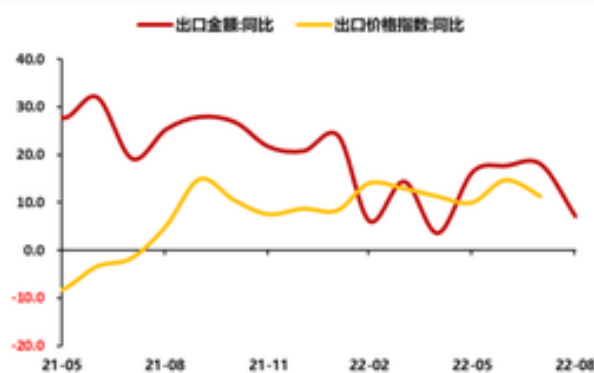
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：不同类型出口同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

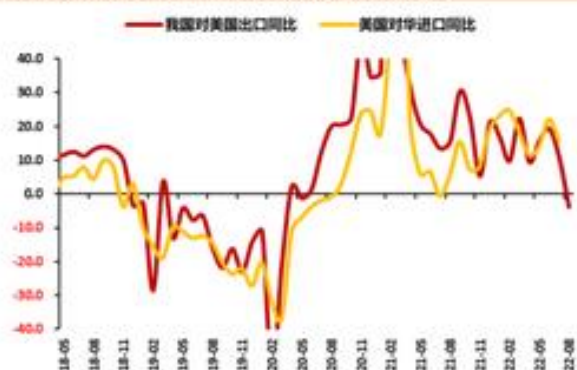
图 6：出口金额同比与出口价格指数同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

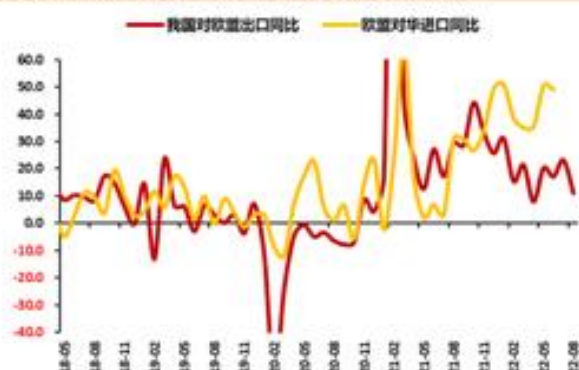
我们比较两组数据，首先是我国对美国出口同比与美国对华进口同比增速，两者走势变化基本一致；然后是我国对欧盟出口同比与欧盟对华进口同比增速，两者走势变化今年有一定差异，欧盟对华进口的数值表现要强于我们的数据。整体而言，今年我国对美欧出口同比变化并未明显偏离美欧对我国进口同比变化。

图 7：我国对美出口同比与美国对华进口同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 8：我国对欧盟出口同比与欧盟对华进口同比（%）

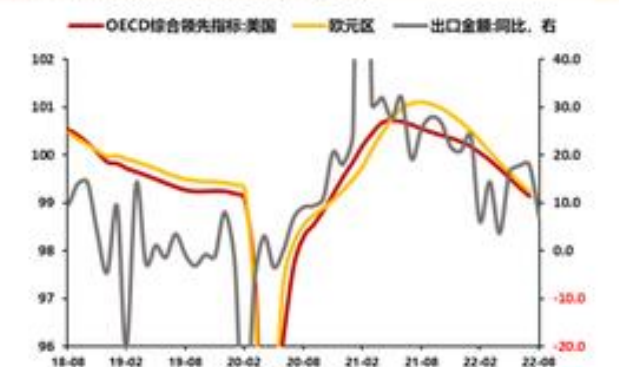


资料来源：WIND、天风证券研究所

后续出口是否会持续回落？我们综合多方面指数评估。

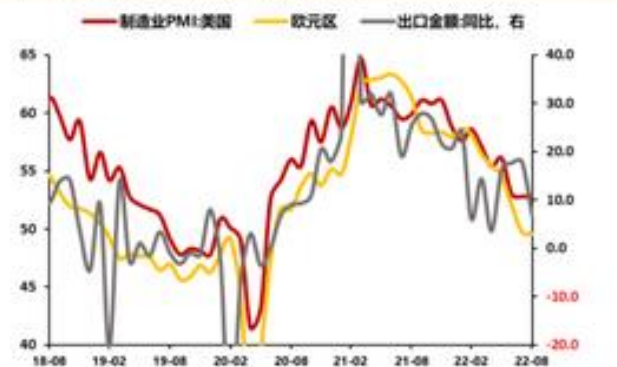
OECD 领先指标与制造业 PMI 是反映美欧经济强弱的重要领先性指标，也是预测我国出口同比的传统领先指标。整体来看，疫情后两项指标对我国出口同比仍有较好的领先性。

图 9: OECD 领先指标与出口同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 10: 美欧制造业 PMI 与出口同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

根据这两个指标，去年上半年是美欧经济复苏最强劲的阶段，对应了疫情后我国出口同比的顶点。后续我国出口同比便趋势性回落。今年一季度，受国内疫情反复影响，我国出口同比向下偏离两项传统指标。但从 5 月起，随着国内经济生产和物流有所恢复，我国出口同比已经快速回升至两项指标上方。

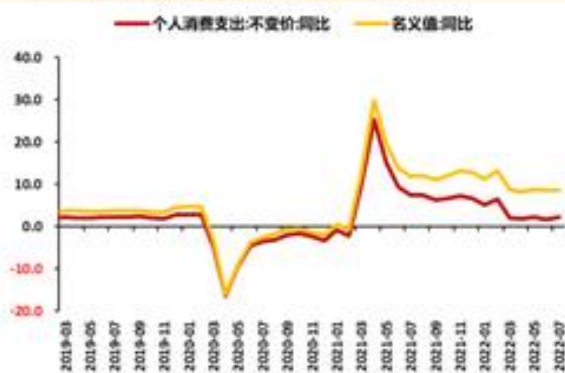
今年下半年以来，美国经济表现出了较强韧性，制造业 PMI 回落速度放缓，整体仍维持在较高区间。但受能源危机加剧影响，欧元区制造业 PMI 开始加速回落，已经回落至收缩区间。

展望后续，对美国而言，虽然目前经济仍有韧性。但 9 月联储加息至高于中性利率水平后，年内美国整体需求较难维持扩张势头。

对欧洲而言，受制于俄罗斯能源供给，一方面面临生产停滞，另一方面能源价格高企也将对消费产生挤出效应，年内欧洲需求可能较快回落。

从这个角度来看，我国出口同比确实有持续走弱甚至加速回落的可能。

图 11: 美国个人消费不变价与名义值同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 12: 欧洲 27 国零售销售指数同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

随着欧洲经济逐步兑现衰退，市场对外需回落的担忧也将逐步加大。那么，如果年内美国经济保持韧性，但欧洲经济陷入衰退，将如何影响我国出口？

首先，2018 年以来，欧洲是我国出口最大贸易伙伴之一，我国对欧洲出口金额占我国出口总额的 20% 左右。而且欧洲对华进口商品的 98% 是工业制成品。

其次，欧洲在全球产业链条与价值链条的中上游，与中国更多是上下游关系，而不是竞争替代关系。我国较难获得对欧洲的订单转移。

长期来看，中国或许可以更多抢占欧洲的全球贸易份额。但是就中短

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_46005

