

2022 年 07 月 13 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

研究支持

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
贾东旭 A0230120080001
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

出口火热的夏天，是谁在替代谁？

——6 月进出口数据解读

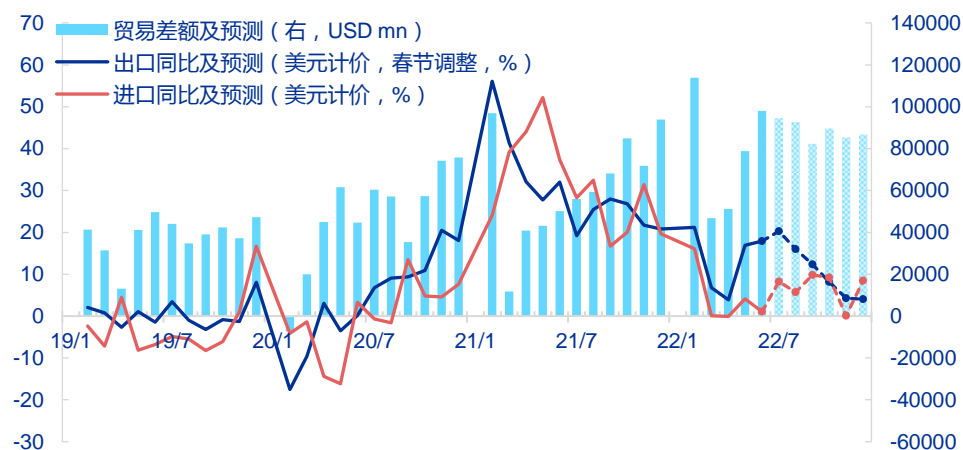
主要内容：

- **6 月出口进入火热的夏天，符合我们此前提出的强出口预判方向，大幅好于市场预测的主要驱动力已经转为上海解封后半导体电子产业链、先进装备等产业链的迅速强劲恢复。全球能源供给紧张撕扯各国产业链的背景下，事实上仍是我国在对其他出口经济体形成替代，而非相反。**6 月我国出口（美元计价）同比达 17.9%，较 5 月小幅上行 1.0 个百分点，稍高于我们本就比较乐观预期（14.1%）。推升出口走强的因素转换为长三角珠三角先进制造业生产强劲恢复的“硬逻辑”。当前发达国家和韩国、东盟等新兴出口型经济体都受能源供给紧张抑制，产业链抗击打能力遭遇考验，我国能源供给保障、产业链韧性再度独步全球，是谁在替代谁，已不言自明。6 月进口（美元计价）同比 1.0% 低于预期，贸易顺差（979.4 亿美元）再度走阔创历史新高，净出口将成为二季度经济合理正增长的重要支撑。
- **这个夏天出口像气温一样火热，走强的原因从 5 月暂时性的集中交付，转为可持续性更强的先进制造产业链迅速唤醒，发达国家需求缺口仍然处于高位，近数月内外需或仍将保持旺盛。**6 月对美、日、英、以及转口为主的中国香港出口同比分别大幅上行 3.6、4.6、5.5、3.8 个百分点，对欧盟尽管小幅回落但仍处高增长区间，均显示发达国家货币紧缩尚未对消费需求形成明显抑制，同时自身制造业供给受高油价挫伤，外需缺口仍处高位，在见到油价大幅下滑之前，预计外需仍将保持旺盛。出口主要商品结构则显示高增的主要原因正从 5 月的港口运转首先恢复带来的非长三角低附加值产品集中交付，扭转为长、珠三角先进制造业产能的迅速恢复推动“硬逻辑”之中。6 月机电产品出口同比改善 3.2 个百分点至 12.7%，大于总出口上行幅度，已经回到年初疫情前水平。
- **当前是从能源供给到产业链完整度和厚度的系统性供给竞争，我国当前仍处于明显的全球优势地位，在真正见到全球油价大幅回落之前，是中国正在对发达国家的制造业（甚至影响到东盟和韩国）在持续形成替代。**我国 5 月出口价格同比增长 9.6%，尽管较 4 月再度上行 0.7 个百分点，但仍低于本轮高点，且涨幅明显小于其他主要出口经济体，出口高增较其他竞争性经济体更多反应出来的是产业链竞争力更强。此外，因我国进口大宗品较多，进口中间品和资本品近年逐步形成国产替代，而且进口价格涨幅更大（5 月同比 12.7%），意味着实际贸易顺差二季度表现强劲，将对二季度经济正增长、工业生产形成支持。6 月我国出口三年平均增速已重回 16.0%，而发达经济体则自 5 月起呈现恢复乏力迹象。
- **内需趋于改善，大宗上游工业品进口维持高位，加工贸易相关中间品进口仍表现平淡，进口国产替代也是供应链韧性的另一个侧面。**6 月进口同比 1.0% 较 5 月下行 3.1 个百分点，稍低于我们预期，更凸显出口之强劲。大宗进口方面，原油价格 6 月的大幅上行、前期进口高峰已过，对 6 月进口量（-22.6pct-10.8%）形成一定抑制，铁矿砂、铜矿砂进口数量同比分别小幅下行、大幅上行，仍指向稳增长政策对投资拉动有望持续。而与加工贸易直接相关的机电产品进口则持续表现平淡，如自动数据处理设备（+7.2pct 至 -12.8%）、集成电路（-2.9pct 至 -5.3%），这可能显示部分关键中间品正在逐步被国内产能所替代。
- **出口的夏天一如去年一般火热，我国上游能源—中游大宗—下游先进制造产业链整体迅速恢复再度令全球瞩目，尽管全球贸易、科技竞争政策环境并不十分友好，但产业链韧性是不可替代的。**发达经济体普遍进入严厉货币紧缩阶段，叠加全球油气价格飙涨，美欧日英供需即将迎来一个新的同步收缩困难期。海外薪资通胀螺旋尚未完全断裂，我国一方面外需缺口或持续更长时间；另一方面凭借强大的全产业链供给能力，有理由相信这个夏季出口的火热态势可延续至秋天，我们自年初起对出口坚定的乐观判断正成为现实，甚至更强。我们上修 7 月、全年出口同比增速（美元计价）预测至 20.3%（较上月预测+3.2%）、12.2%（较上月+1.2%）；我们维持 Q2-Q4 实际 GDP 同比 1.5%、5.8%、5.6% 的预测不变。

一、6月出口进入火热的夏天，符合我们此前提出的强出口预判方向，大幅好于市场预测的主要驱动力已经转为上海解封后半导体电子产业链、先进装备等产业链的迅速强劲恢复。全球能源供给紧张撕扯各国产业链的背景下，事实上仍是我国在对其其他出口经济体形成替代，而不是相反。

6月我国出口（美元计价）同比高达17.9%，较5月小幅上行1.0个百分点，稍高于我们本就比较乐观的预期（14.1%），更明显强于市场预期。推升出口走强的因素从5月的港口运转效率提升、非长三角产品集中交付，转换为长三角珠三角先进制造业生产强劲恢复的“硬逻辑”。当前包括发达国家和韩国、东盟等新兴出口型经济体都受到全球油气能源供给紧张的抑制，产业链抗击打能力持续遭遇考验，我国能源供给保障、产业链韧性再度独步全球，是谁在替代谁，已经不言自明。6月进口（美元计价）同比1.0%再度低于预期，贸易顺差（979.4亿美元）再度走阔创出历史新高，净出口将成为二季度经济合理正增长的重要支撑力量。

图1：进出口同比增速及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

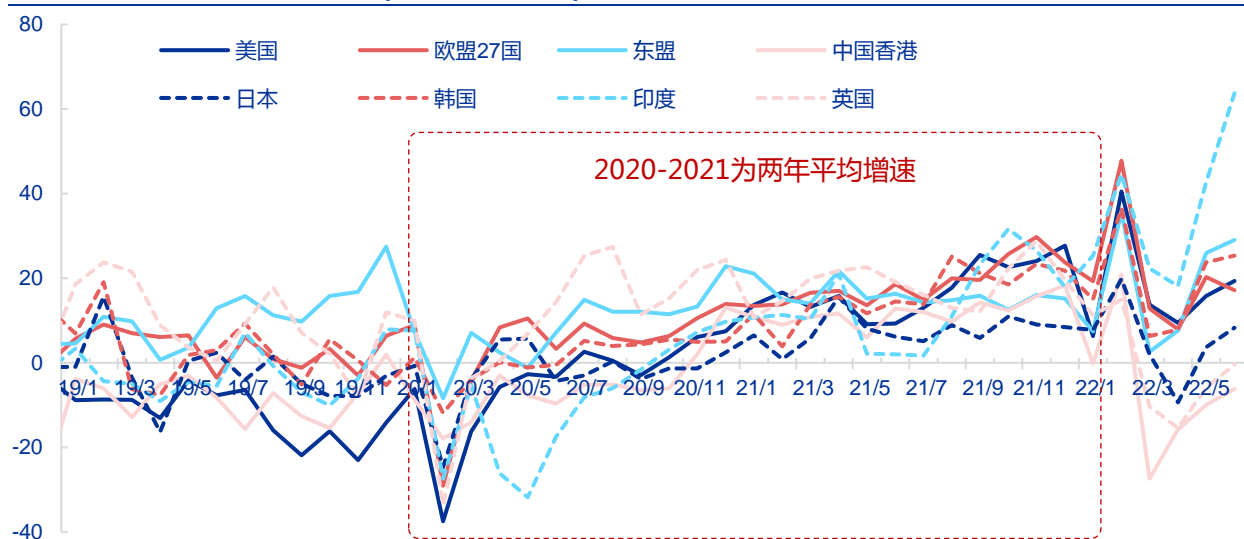
二、这个夏天出口像气温一样火热，走强的原因从5月暂时性的集中交付，转为可持续性更强的先进制造产业链迅速唤醒，发达国家需求缺口仍然处于高位，近数月内外需或仍将保持旺盛。

6月对美（19.3%）、日（8.2%）、英（-0.4%）、以及转口为主的中国香港（-6.2%）出口同比分别大幅上行3.6、4.6、5.5、3.8个百分点，对欧盟（17.1%）尽管小幅回落但仍处高增长区间，均显示发达国家货币紧缩尚未对消费需求形成明显抑制，同时自身制造业供给受高油价挫伤，外需缺口仍处高位，在见到油价大幅下滑之前，预计外需仍将保持旺盛。我对东盟（+3.1pct至29.0%）、韩国（+1.6pct至25.3%）两大协同供给伙伴出口同比也有所上行。

出口主要商品结构则显示高增的主要原因正从5月的港口运转首先恢复带来的非长三角低附加值产品集中交付，扭转为长、珠三角先进制造业产能的迅速恢复推动“硬逻辑”之中。6月机电产品出口同比改善3.2个百分点至12.7%，大于总出口上行幅度，已经回到年初疫情前水平；受上海迅速解封的直接推动，长三角布局集中的半导体、先进机械制造等产业链达产较快，并协同带动珠三角电子产业链等进一步恢

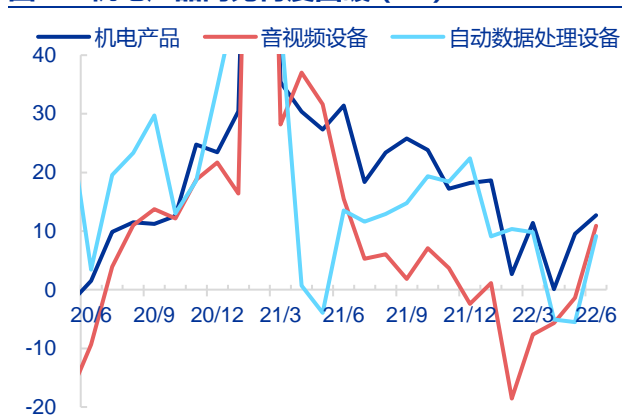
复, 6 月自动数据处理设备及其零部件 (+14.7pct 至 9.2%)、音视频设备及其零件 (+12.2pct 至 10.9%) 改善幅度突出。而 5 月因物流和港口作业率先恢复、集中出口交付带动走强的纺织品、服装和部分金属材料等产品, 6 月出口增速普遍大幅收窄, 显示集中交付效应已经消退。

图 2：对主要目的地出口同比（春节调整，%）



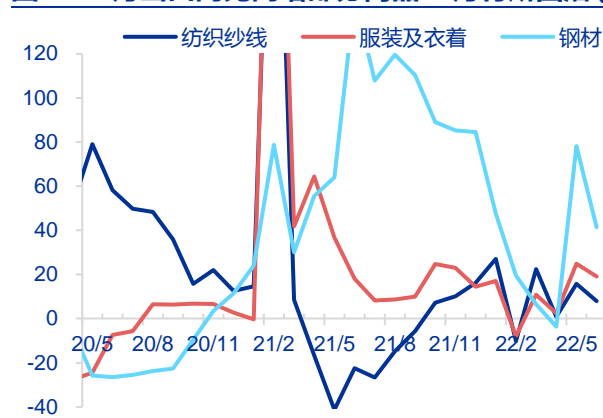
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：机电产品同比再度回暖（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：5 月出口同比高增部分商品 6 月有所回落（%）



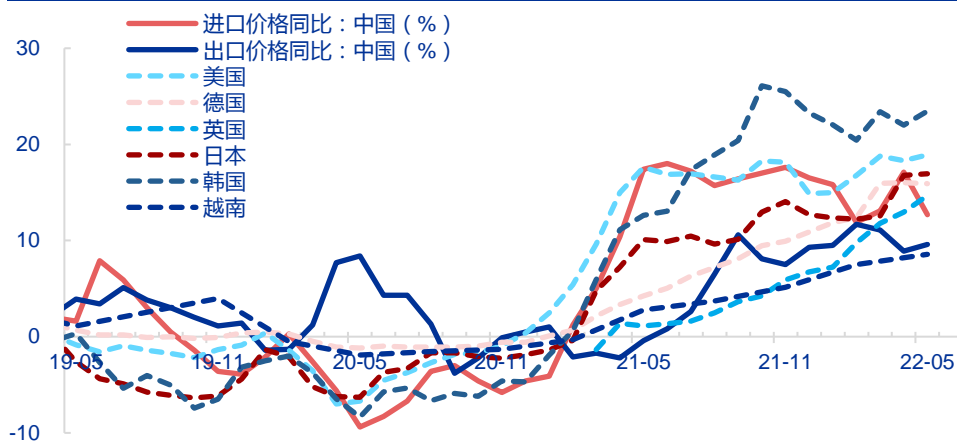
资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、当前是从能源供给到产业链完整度和厚度的系统性供给竞争，我国当前仍处于明显的全球优势地位，在真正见到全球油价大幅回落之前，是中国正在对发达国家的制造业（甚至影响到东盟和韩国）在持续形成替代。

对于市场关注的出口价格，应当通过与全球其他主要出口经济体的出口价格、以及我们自身的进口价格进行比较，来判定我国出口产业链的韧性。据最新公布的我国 5 月出口价格同比增长 9.6% 来看，尽管较 4 月再度上行 0.7 个百分点，但仍低于本轮高点（2 月同比 11.7%），且涨幅明显小于其他主要出口经济体，如韩国（23.5%）、美国（18.9%）、日本（16.9%）、德国（15.9%）、英国（14.7%）等，这意味着我国产业链因煤炭等国内能源供给保障相对稳定，上游价格向下传导问题是比较缓和

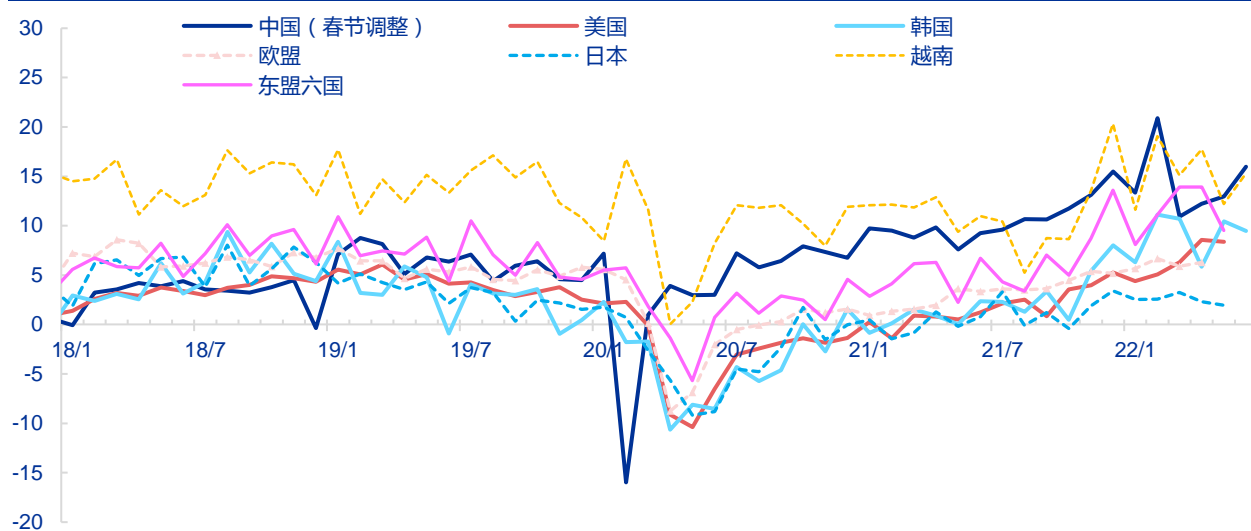
的，出口的高增较其他竞争性经济体更多反应出来的恰恰是产业链实体竞争力更强。此外，因我国进口大宗商品较多，进口中间品和资本品近年来逐步形成国产替代效应，不仅进口金额增速明显低于出口，而且进口价格涨幅更大（5月同比12.7%），这也意味着实际贸易顺差二季度表现相当强劲，将对二季度经济正增长、工业生产形成重要支持。6月我国出口三年平均增速已经重回16.0%，超过去年年底，而发达经济体则普遍自5月起呈现恢复乏力迹象，美欧日均为个位数，韩国（9.5%）、越南（15.3%）也不但再度低于我国，且均明显弱于前期峰值。

图5：中国出口价格明显低于海外主要经济体（海外经济体数据为出口价格同比，%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图6：出口三年平均增速（%）：主要出口经济体



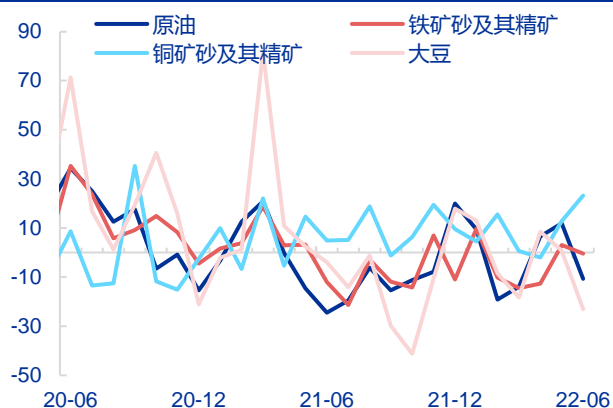
资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、内需趋于改善，大宗上游工业品进口维持高位，加工贸易相关中间品进口仍表现平淡，进口国产替代也是供应链韧性的另一个侧面。

6月进口同比1.0%，较5月下行3.1个百分点，稍低于我们预期，更凸显出口之强劲。大宗商品进口方面，原油价格6月的大幅上行、前期进口高峰已过，对6月进口量（同比下行22.6个百分点至-10.8%）形成一定抑制，铁矿砂（-0.5%）、

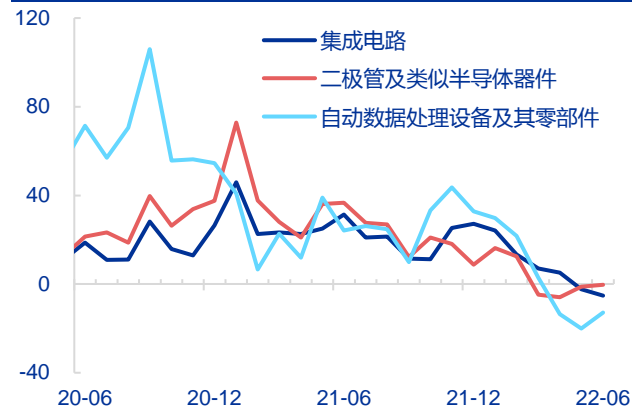
铜矿砂（23.3%）进口数量同比增速分别小幅下行、大幅上行，仍指向稳增长政策对投资的拉动作用有望持续。而与加工贸易直接相关的机电产品进口则持续表现平淡，如自动数据处理设备（+7.2pct 至-12.8%）、集成电路（-2.9pct 至-5.3%），这可能显示部分关键中间品正在逐步被国内产能所替代。

图 7：资源能源进口数量：同比（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：加工贸易进口金额：同比（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、出口的夏天一如去年一般火热，我国上游能源—中游大宗—下游先进制造产业链整体迅速恢复再度令全球瞩目，尽管全球贸易、科技竞争政策环境并不十分友好，但产业链韧性是不可替代的。发达经济体普遍进入严厉的货币紧缩阶段，叠加全球油气价格飙涨，美欧日英供需即将迎来一个新的同步收缩困难期。海外的薪资通胀螺旋尚未完全断裂，我国一方面外需缺口可能持续更长时间；另一方面凭借强大的全产业链供给能力，有理由相信这个夏季出口的火热态势可望延续至秋天，我们自年初起对出口坚定的乐观判断正在成为现实，甚至更强。我们上修 7 月、全年出口同比增速（美元计价）预测至 20.3%（较上月预测+3.2%）、12.2%（较上月+1.2%）；下修 7 月、全年进口同比预测至 8.2%、6.2%，这意味着净出口对经济增长的支撑作用将更加强劲，但有鉴于三季度服务消费仍存疫情不确定性，我们维持 Q2-Q4 实际 GDP 同比 1.5%、5.8%、5.6% 的预测不变。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。