

11 月贸易数据再超预期，价格上涨仍为拉动进出口增速的重要原因

——2021 年 11 月贸易数据点评

分析师 王青 冯琳

事件：根据海关总署数据，2021 年 11 月我国出口金额（以美元计，下同）同比增长 22.0%，前值 27.1%，上年同期 20.5%；11 月进口金额同比增长 31.7%，前值 20.6%，上年同期 4.6%；11 月贸易顺差 717.7 亿美元，前值 845.5 亿美元，上年同期 742.5 亿美元。

主要观点：

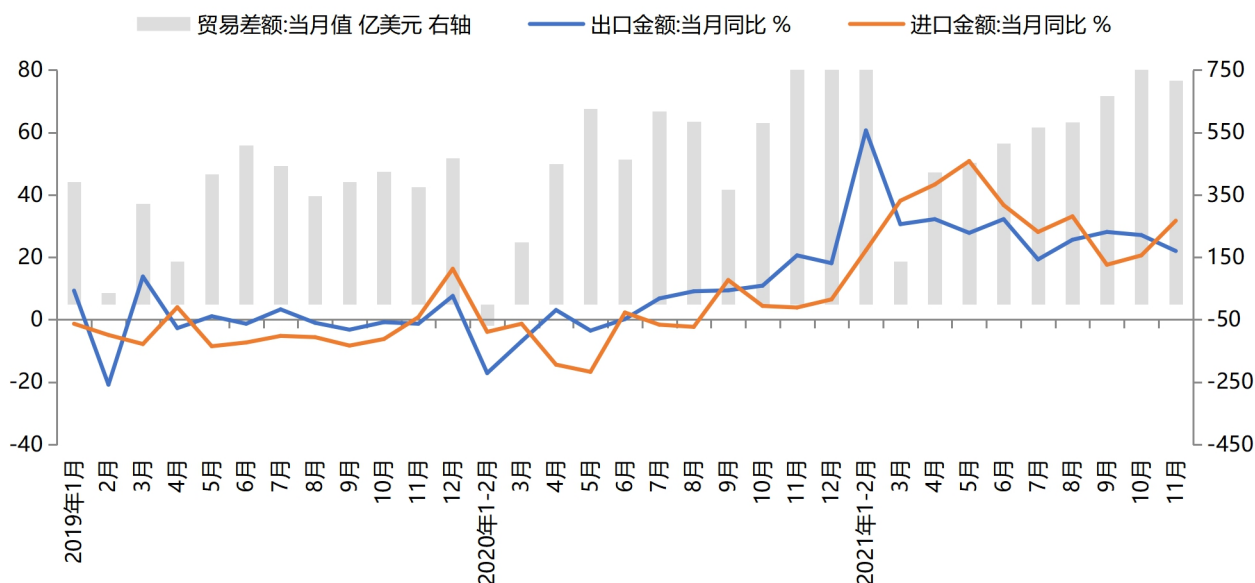
11 月出口额增速保持明显偏高水平，超出市场普遍预期。主要原因在于当前我国主要出口商品价格同比大幅上涨，而非出口商品数量大幅上升。这延续了三季度以来出口数据的结构性特征，意味着当前出口对国内工业生产、乃至整个宏观经济增长的拉动作用较为有限。

11 月进口额增速超预期大幅反弹，其中，价格因素对进口金额增长的贡献仍处高位。同时，11 月主要商品进口数量同比增速普遍改善，对当月进口额同比也产生明显的正向拉动，主要原因是前期限产限电政策纠偏，煤炭等保供稳价政策发力，以及国内煤价下跌令高耗能企业利润改善等因素，带动国内工业生产恢复，进而推升工业企业对原材料等商品进口需求。

展望未来，综合考虑海外疫情带来的出口替代效应，以及我国出口商品量价结构，12 月我国出口额增速有可能继续保持在 15% 左右的较快增长水平。尽管出口额高增对缓解当前经济下行压力作用有限，但却对支撑人民币汇价具有较强的正面作用。在美联储可能加快 TAPER 的背景下，这会降低国内货币政策边际向宽的掣肘。进口方面，考虑到 11 月进口数量加速增长主因供给端政策调整带来的工业生产恢复，而非需求端改善，预计后续进一步加速空间有限，加之 11 月大宗商品价格下跌、同比涨幅收敛对进口价格的影响将逐步体现，以及去年同期基数走高，我们预计 12 月进口额同比增速将回落至 20% 左右。

具体分析如下：

图1 11月进出口额超预期增长，贸易顺差略有收窄



数据来源：Wind，东方金诚

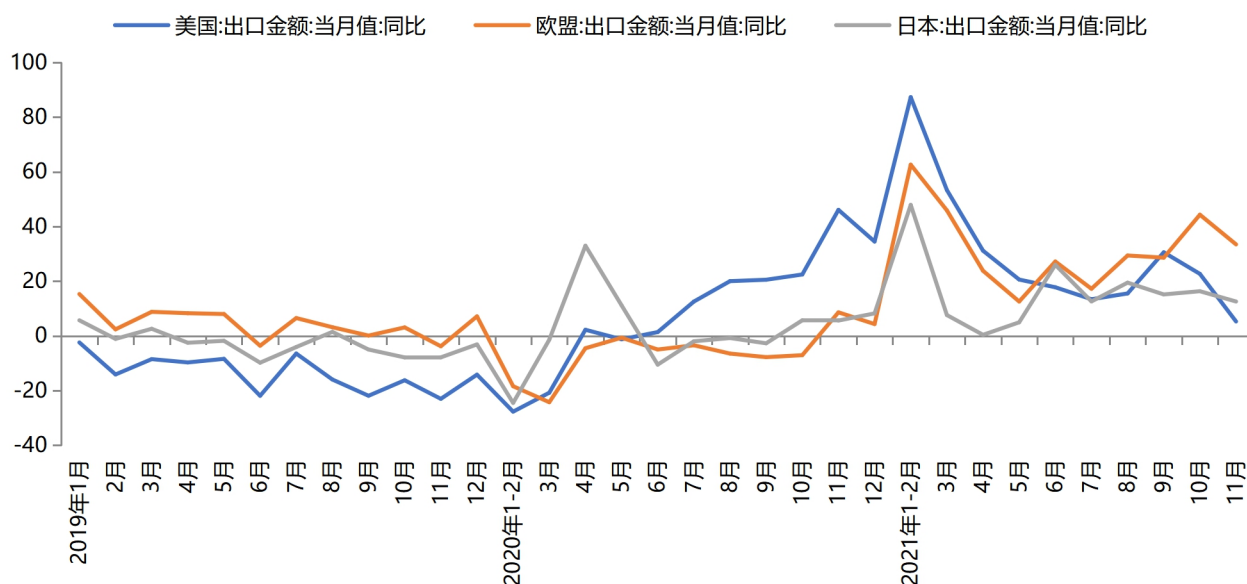
一、11月出口额增速继续保持高位，大幅超出市场预期，主要原因在于当前我国主要出口商品价格同比大幅上涨，而非出口商品数量大幅上升。这延续了三季度以来出口数据的结构性特征，意味着当前出口对国内工业生产、乃至整个宏观经济增长的拉动作用较为有限。

按美元值计算，2021年11月我国出口额同比增长22.0%（以人民币计价同比增长16.6%，差值为上年同期至现在人民币升值所致，汇率变动对进口额增速的影响类似），连续18个月保持正增长，尽管本月同比增速较上月回落5.1个百分点，但仍明显处于偏高水平，超出市场普遍预期。

首先，11月出口额增速保持高位，并非由上年同期基数走低所致。相反，去年11月出口额增速为20.5%，较去年10月大幅抬高了9.6个百分点（这也是本月同比增速较10月下滑5.1个百分点的主要原因）。由此，今年11月出口额增速保持强势，主要体现了当月出口额增长动能强劲。这背后的一个根本原因在于，国内疫情得到有效控制，工业产能修复领先全球，国际贸易转移效应正在阶段性的推高我国出口增速。

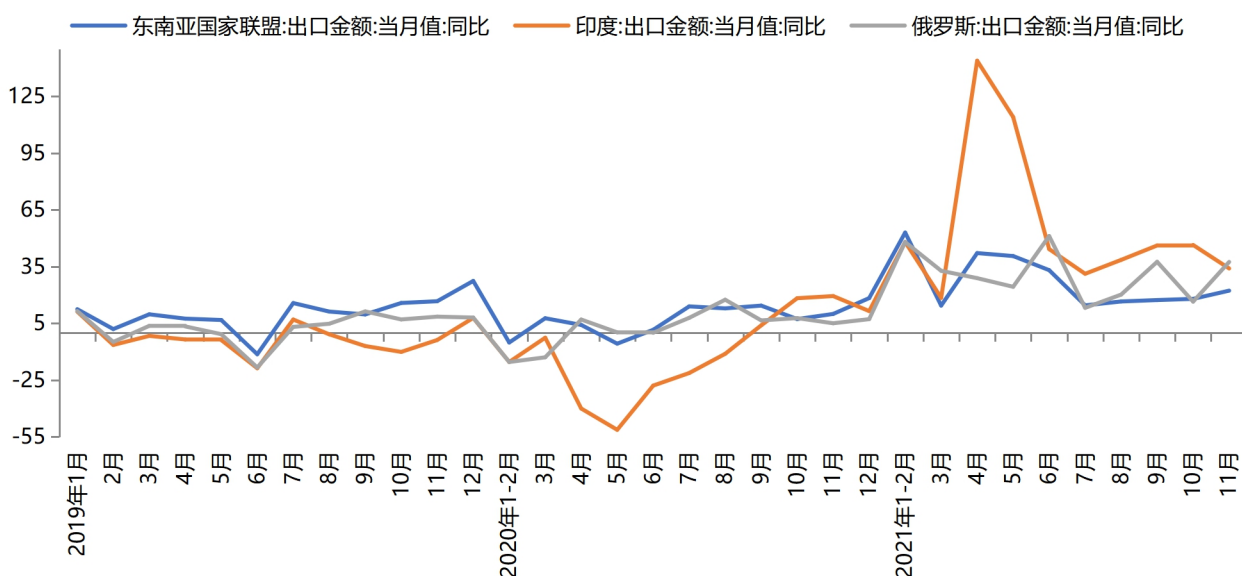
其次，受上年同期基数变化等因素影响，11月我国对美国、欧洲及新兴经济体中的俄罗斯等国出口增速出现一定波动，但除对美出口因上年基数大幅抬升而明显回落外，对其它主要经济体出口仍多处于两位数的强势增长状态。由此，当前出口高增背后必然存在普遍的共性原因，而非个别出口目的地内部因素所能解释。

图2 11月我国对主要发达经济体出口保持较快增长(%)



数据来源: Wind, 东方金诚

图3 11月我国对主要新兴市场出口高增(%)



数据来源: Wind, 东方金诚

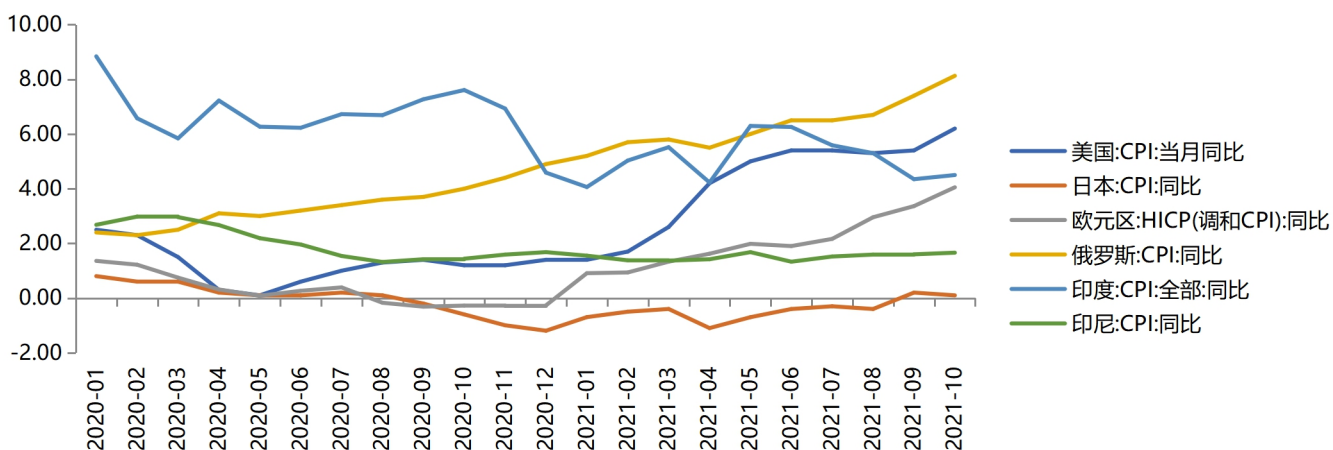
第三,分析出口商品的量价数据可以看出,11月出口额高增的主要原因在于,当月我国主要出口商品价格比去年同期出现大幅上涨。这导致出口额增速远超出出口量增速,成为推动当前出口额同比保持大幅上升的主要原因。其中,11月集成电路(芯片)出口量同比增长0.4%,但出口额增幅达到36.9%;类似现象在鞋靴、家用电器、陶瓷产品和钢材等主要出口商品中也很突出。唯一例外的是手机,11月手机出口量价变化幅度差异不大。这意味着,11月我国出口额高增,主要源于出口商品价格整体大幅上涨,这与近期海外市场PPI、CPI处于高位,全球通胀整体升温相印证。

表 1 11月主要出口商品数量、金额增速表 (%)

	出口额同比%	出口量同比%	出口额增速-出口量增速%
鞋靴	43.6	16.7	26.9
家用电器	21.8	-2.8	24.6
陶瓷产品	3.4	-6.9	10.3
钢材	85.4	-0.9	86.3
手机	-19.7	-18.8	-0.9
集成电路	37.3	0.4	36.9

数据来源：海关总署，东方金诚

图 4 近期全球主要经济体通胀整体升温 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

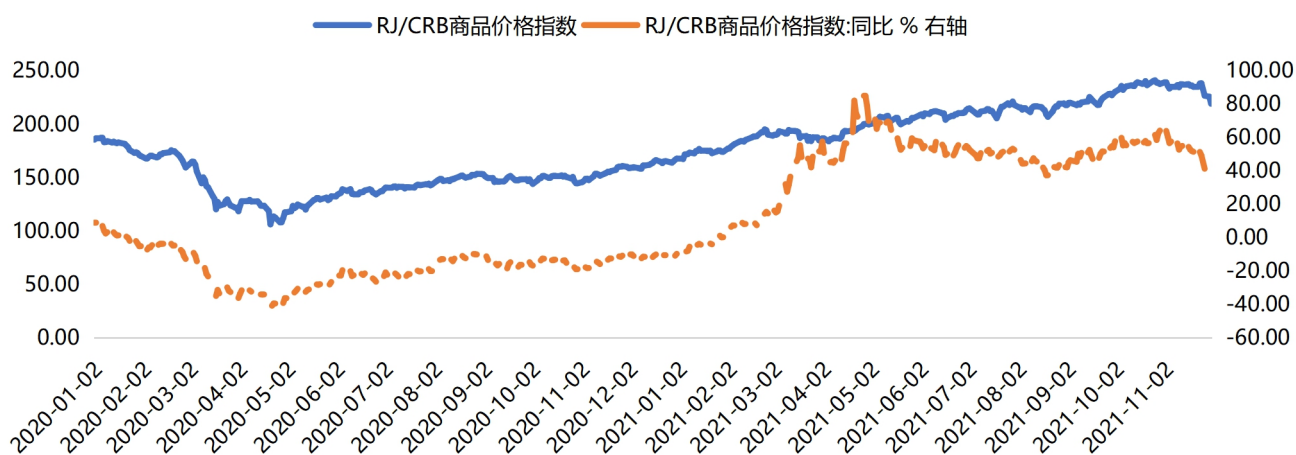
整体上看，在出口额高增的同时，11月我国主要出口商品数量同比增速变化不大。事实上，这种现象在三季度以来一直在持续。最新数据显示，10月我国出口货运量同比仅增长0.8%。这也就解释了为何近期我国出口额保持高增，但国内官方制造业PMI指数中的新出口订单指数持续处于收缩区间，以及工业增加值并未随出口强势而改善的原因在于：新出口订单指数和工业增加值数据统计的均为出口数量指标。这同时也意味着尽管11月出口额大幅增长，但其对国内工业生产的拉动力较为有限，也难以缓解国内经济下行压力。

二、11月进口额增速超预期大幅反弹，其中，价格因素对进口金额增长的贡献仍处高位。同时，11月主要商品进口数量同比增速普遍改善，对当月进口额同比也产生明显的正向拉动，主要原因是前期限产限电政策纠偏，煤炭等保供稳价政策发力，以及国内煤价下跌令高耗能企业利润改善等因素，带动国内工业生产恢复，进而推升工业企业对原材料等商品进口需求。

按美元值计算，11月我国进口额同比增长31.7%，增速较上月大幅加快11.1个百分点。由于去年同期基数并未明显走低，11月进口额同比增速大幅反弹与基数变动关系不大，主要原因是进口增长动能的走强，这也反映于当月进口额环比增速达17.7%，从往年同期来看，属于明显偏高水平。

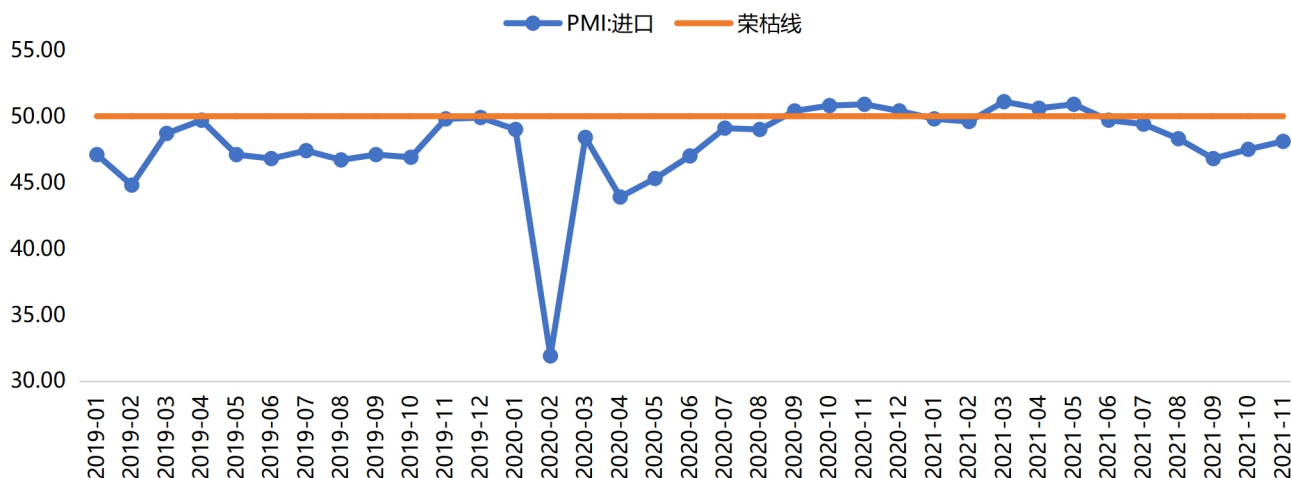
从量价角度来看，首先，11月价格因素对进口金额增长的贡献仍处高位。尽管受全球疫情反复扰动，11月国际大宗商品价格整体走跌，同比涨幅收窄——当月RJ-CRB商品价格指数月均值环比下跌0.9%，同比涨幅从上月的58.5%收窄至52.4%，但因我国进口金额按到岸价格统计，进口价格变化与国际大宗商品市场价格变化之间存在一定时滞。因此，11月部分商品进口价格仍反映的是9-10月国际市场的涨价趋势，这在原油、煤炭等大宗商品上体现的较为明显。其次，从主要进口商品来看，11月主要商品进口数量同比增速普遍改善，进口量加速增长对当月进口额同比也产生明显的正向拉动。主要原因是前期限产限电政策纠偏，煤炭等保供稳价政策发力，以及国内煤价下跌令高耗能企业利润改善等因素，带动国内工业生产恢复，进而推升工业企业对原材料等商品进口需求，这体现于11月官方制造业PMI重回扩张区间，且PMI进口指数环比改善。这也为我们预期11月工业增加值增速将出现较为明显的反弹提供了进一步的佐证。

图5 大宗商品价格走势



数据来源：Wind，东方金诚

图6 制造业PMI进口指数 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

从主要商品进口量价走势来看，(1) 11月原油进口量环比季节性回升，同比跌幅从上月的-11.2%收窄至-7.9%，当月进口价格环比大幅上扬，同比涨幅扩大至95.4%（前值76.0%）。因此，在进口量价齐升、尤其是价格上扬提振下，11月原油进口额同比增速较上月加快23.7个百分点至80.1%。

(2) 随限产政策纠偏，以及煤炭价格下跌令大豆压榨利润修复，11月国内大豆压榨量明显回升，带动大豆进口量同比降幅从上月的-41.2%大幅收敛至-10.64%；当月大豆进口价格走势平稳，同比仍处40%以上的高涨状态，但涨幅与上月相比有所收窄。因此，主要受进口量回升拉动，11月大豆进口额同比增长27.1%，增速较上月加快39.2个百分点。

(3) 11月铁矿石进口量环比亦大幅增加，同比从上月的-14.2%加快至6.9%。在环保政策导致国内高炉开工率持续走低背景下，11月铁矿石需求改善难觅迹象，进口量增加可能与临近年底国外矿山加速发运有关。另外，7月下旬以来，铁矿石价格持续走跌，累计跌势在近两个月的进口价格上得到充分体现——11月铁矿石进口均价同比下降4.7%，大幅低于上月的上涨14.4%，而在今年年中，铁矿石进口价格同比涨幅还曾连续处于100%左右的高位。由此，受进口量增加拉动，11月我国铁矿石进口额同比亦有所加快，但在价格走跌拖累下，进口额同比增速仅较上月提升3.7个百分点至1.9%。

(4) 受国内煤炭保供稳价政策带动，11月我国煤炭进口量同比增速从上月的96.2%大幅加快至198.1%，进口价格同比涨幅也从上月的99.7%走阔至189.4%，共同拉动当月煤炭进口金额同比高增762.6%，大幅高于前值291.9%。

(4) 集成电路方面，11月我国集成电路进口量环比季节性回升，同比增速亦从上月的2.3%小幅加快至2.7%，仍处低位增长水平。近期芯片产销有所恢复，供给短缺的问题得到一定缓解，但整体看芯片供应仍然处于紧缺状态，对价格上涨构成支撑——11月集成电路进口价格环比上扬，同比涨幅从上月的8.8%加快至22.0%，拉动当月进口额同比增速较上月加快14.0个百分点至25.3%。

图7 主要商品进口量及进口额同比增速

120.00 ———— 原油进口量·当日同比 % ———— 原油进口额·当日同比 %

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_30766



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn