

宏观点评

强出口的驱动因素有变化

事件:按美元计,2021年11月出口同比22.0%,预期17.2%,前值27.1%;进口同比31.7%,预期18.2%,前值20.6%;贸易顺差717.2亿美元,前值845.4亿美元。

核心结论:今年出口持续强势,明年回落应是基准情形,但韧性仍强、回落节奏也待观察。

一、价格继续支撑出口超预期,数量贡献边际改善,紧盯海外疫情、生产恢复、竣工情况

以美元计,11月出口金额3255.3亿美元,再创历史新高;同比增22.0%,低于前值的27.1%,高于市场预期的17.2%;环比增8.4%,强于季节性(2010-2019年环比均值为增6.6%)。总体看,价格仍是出口超预期的重要支撑;同时,高频数据显示外需也偏强,包括11月全球主要经济体制造业PMI均有所回升,和我国出口结构类似的韩国11月出口两年复合增速也达到17.2%,创2018年10月以来新高,均表明外需偏强。

>出口价格方面:价格因素仍是重要支撑,同时数量因素也有所改善。按照我们对HS 8位编码超过7000种出口商品所做的量、价拆分(相比前期报告基础数据有扩展),发现数量对出口的贡献跟PMI新出口订单指数高度相关,10月PMI新出口订单指数小幅回升0.4个百分点至46.6%,数量对出口的贡献同步回升11.5个百分点至36.8%;11月PMI新出口订单指数进一步回升0.9个百分点至48.5%,表明数量因素对出口的贡献预计也将有所提升(11月细分商品的量、价数据预计12月18日更新)。原因上看,数量因素贡献提升应和海外圣诞备货有关。

>出口商品方面:防疫物资出口反弹,机电产品出口偏强,竣工链有所回落。1)由于海外疫情再度反弹,11月塑料制品、医疗器械出口分别环比增10.9%、8.7%,均高于前值和整体环比的8.4%,纺织品(口罩等)出口环比增6.0%,略低于整体环比,但显著高于前值0.7%。2)11月机电产品出口环比增9.0%,指向海外生产恢复,和美国、欧元区、日本等主要经济体11月制造业PMI回升传达的信号一致。3)竣工产业链如期回落,前期报告《强出口还能持续多久?兼谈运价腰斩》中我们指出,考虑到美国新房销售已经连续数月大幅下滑,后续竣工链需求可能趋弱;11月家具、灯具等出口环比增8.2%、5.5%,均低于整体增速。

>出口国别方面:11月对美出口增速低于总体,其中对美出口增速大幅回落17.4个百分点至5.3%,主因去年同期基数偏高(2020年10-11月对美出口同比分别22.5%、46.1%);对欧盟出口同比增33.5%,高于总体增速;对东盟、印度、巴西等新兴市场国家出口均高于总体增速。

二、进口大超预期,能源进口、价格因素是主要支撑,内需贡献边际上有所强化

以美元计,11月进口金额2538.1亿美元,再创历史新高;同比增31.7%,高于前值20.6%和预期18.2%;环比增17.6%,强于季节规律(2010-2019年环比均值为增9.9%)。总体看,11月进口大超预期,除了价格、汇率等因素外,能源进口大增、内需边际好转也是重要支撑。

>能源进口:11月煤及褐煤、原油、成品油进口分别同比增762.6%、80.1%、102.4%,支撑进口增速约6.8个百分点;换言之,如果剔除这三项,进口金额同比增速将回落至约24.9%。

>内需:11月制造业PMI时隔两个月重回荣枯线以上(50.1%),指向由于地产、限产纠偏,国内经济存在边际改善迹象,意味着内需对进口的支撑边际上可能有所强化。

>价格:11月CRB现货指数同比上涨35.6%,表明价格因素仍是进口的重要支撑。

>汇率:11月美元兑人民币月均6.39,同比升值约3.3%,人民币升值对进口仍有支撑。

三、后续展望:继续提示不要低估出口的韧性,关注疫情演化、中美谈判及多边合作协议进展

>出口:维持年度策略《变局与破局—2022年宏观经济与资产配置展望》中的判断,考虑到全球放缓、价格支撑弱化、基数中枢抬升等因素,后续我国出口增速大概率趋于回落,但回落的节奏仍需进一步观察,倾向于认为出口韧性仍然较强。近期比较重要的扰动在于奥密克戎变异株的影响,由于奥密克戎突变蛋白变异数是前期Delta病毒的两倍以上,世卫组织推测病毒可能进化出了更强的传播性和毒性(具体确认还需检测时间)。如果后续奥密克戎变异株证明传播能力、毒性更强,且能够绕开部分免疫系统,那么全球疫情防控可能再度趋严,中国稳定的供应链对海外厂商具有很强的吸引力,叠加疫情导致的封锁,全球供应链阻塞时间可能延长,出口价格可能延续高位,中国出口可能持续超预期。除此之外,还需关注我国贸易环境的变化,包括中美可能的关税减免,RCEP、CPTPP等区域多边合作协议进展等。

>进口:延续此前判断,当前支撑进口的因素都趋弱化,预计进口可能逐步回落,短期读数在基数支撑下应该不会太差。1)能源进口:考虑到煤价回落、产能核增以及国际油价下跌等因素,后续能源进口可能趋降,能源项对进口的支撑可能弱化;2)内需:经济下行压力仍大,Q4 GDP增速可能破“4%”,内需对进口的支撑仍然偏弱;3)汇率:美联储已经转向收紧,国内政策转向稳增长,中美货币政策错位可能加剧人民币的贬值压力,汇率因素对进口的支撑也趋弱化。

风险提示:疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

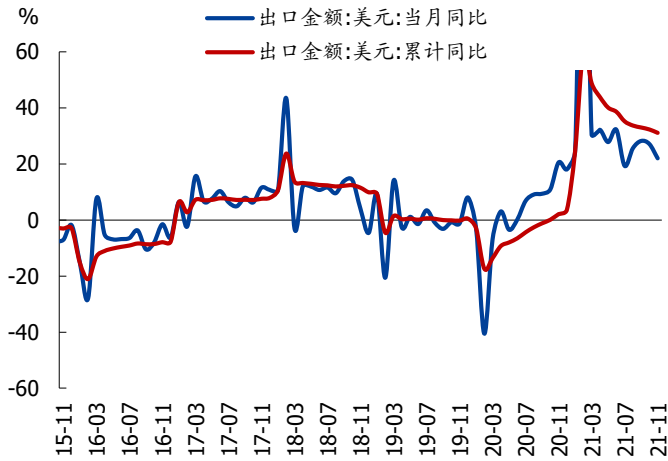
研究助理 刘安林

邮箱: liuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《变局与破局—2022年宏观经济与资产配置展望》
2021-11-29
- 2、《转向的确认—逐句解读12.6政治局会议》2021-12-06
- 3、《有喜有忧,“滞”再加刷—11月PMI的5大信号》
2021-11-30
- 4、《强出口还能持续多久?兼谈运价“腰斩”》2021-11-07
- 5、《强出口背后的三大预期差和一大背离》2021-10-13
- 6、《四季度GDP增速可能跌破4%,关注两大纠偏》
2021-10-24
- 7、《出口再超预期,后面怎么看?》2021-09-07
- 8、《三大预期差支撑出口强劲,下半年仍可乐观》
2021-07-13

图表1: 11月出口增速再超市场预期



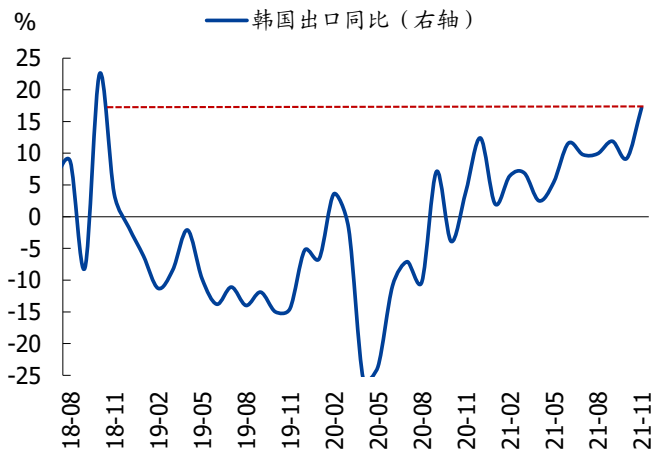
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 11月全球主要经济体制造业 PMI 多数趋回升

单位%	美国	欧元区	英国	日本	韩国	印度	越南	巴西	全球
走势图									
2021-11	61.1	58.4	58.1	54.5	50.9	57.6	52.2	49.8	54.2
2021-10	60.8	58.3	57.8	53.2	50.2	55.9	52.1	51.7	54.3
2021-09	61.1	58.6	57.1	51.5	52.4	53.7	40.2	54.4	54.1
2021-08	59.9	61.4	60.3	52.7	51.2	52.3	40.2	53.6	54.1
2021-07	59.5	62.8	60.4	53.0	53.0	55.3	45.1	56.7	55.4
2021-06	60.6	63.4	63.9	52.4	53.9	48.1	44.1	56.4	55.5
2021-05	61.2	63.1	65.6	53.0	53.7	50.8	53.1	53.7	56.0
2021-04	60.7	62.9	60.9	53.6	54.6	55.5	54.7	52.3	55.9
2021-03	64.7	62.5	58.9	52.7	55.3	55.4	53.6	52.8	55.0
2021-02	60.8	57.9	55.1	51.4	55.3	57.5	51.6	58.4	53.9
2021-01	58.7	54.8	54.1	49.8	53.2	57.7	51.3	56.5	53.6
2020-12	60.5	55.2	57.5	50.0	52.9	56.4	51.7	61.5	53.8
2020-11	57.5	53.8	55.6	49.0	52.9	56.3	49.9	64.0	53.8

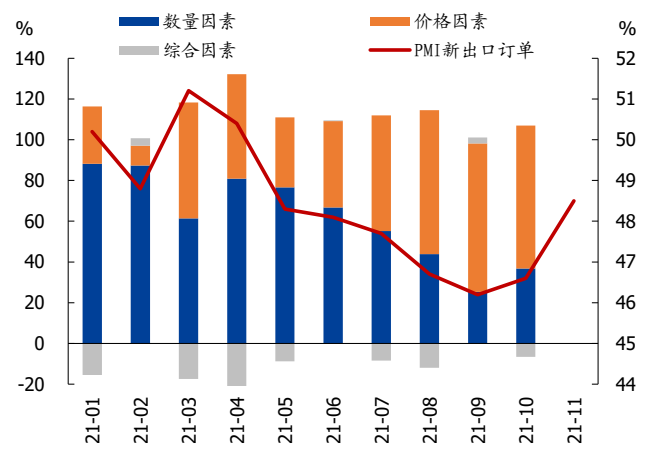
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 11月韩国出口增速创2018年10月以来新高



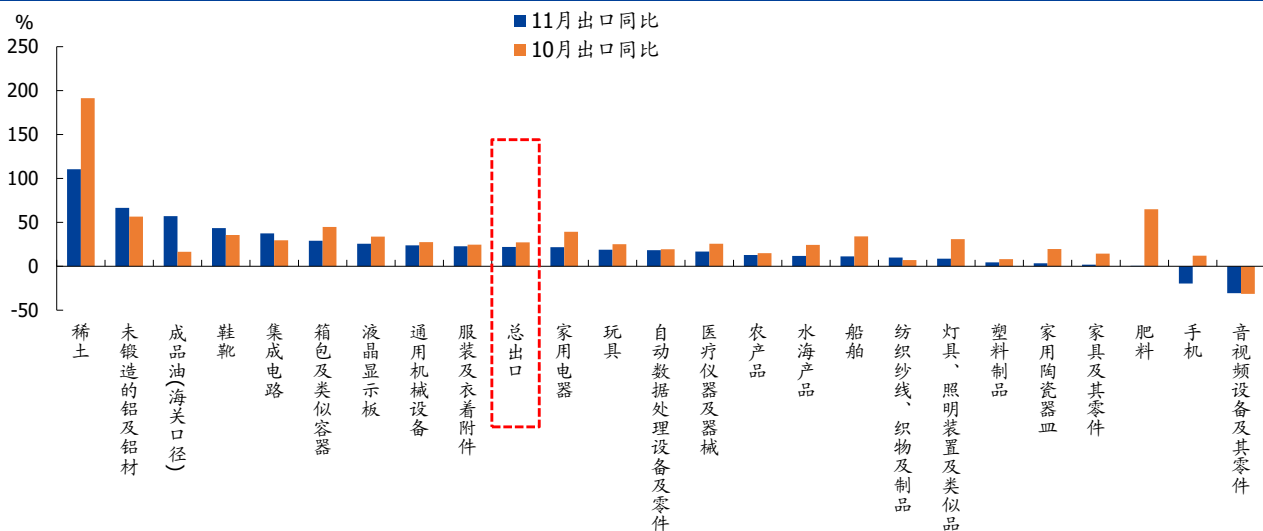
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021年采用两年复合增速)

图表4: 数量因素对出口的贡献预计有所改善



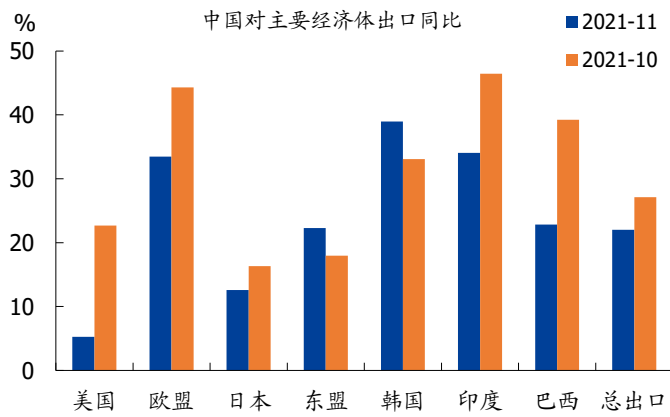
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 11月中国主要商品出口金额同比增速



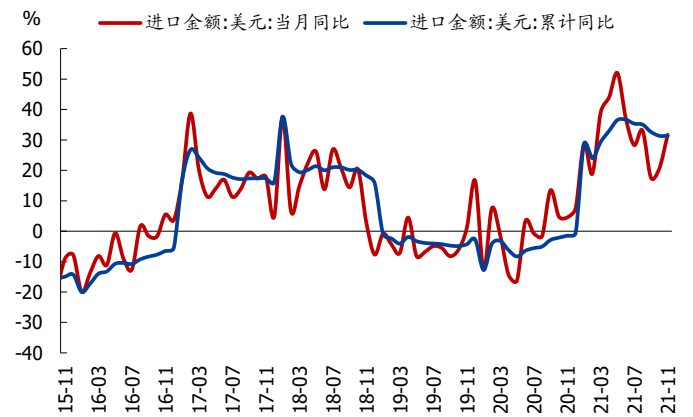
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 11月对不同经济体出口增速



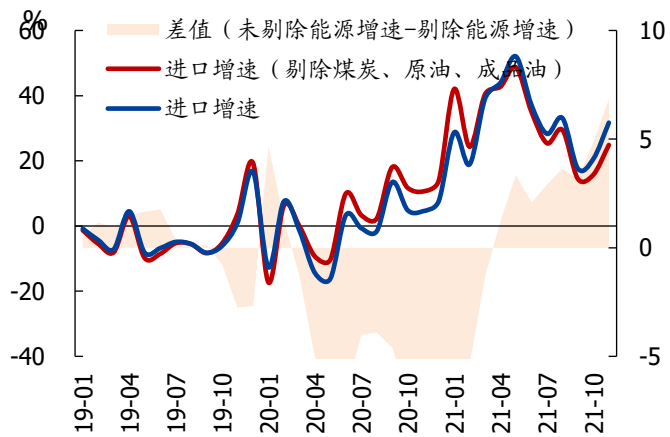
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 11月进口增速明显回升



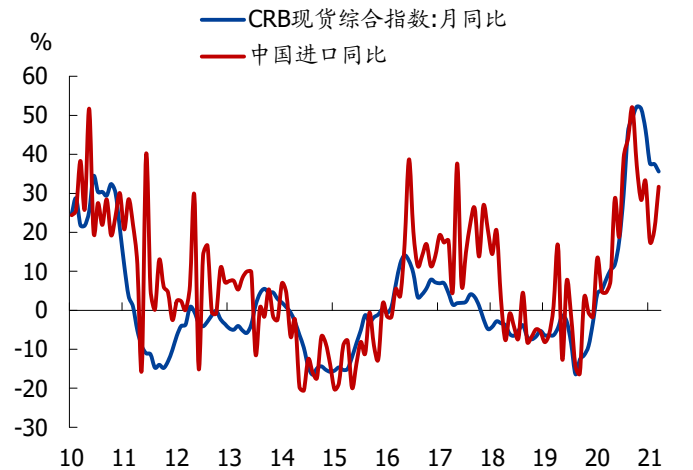
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 能源进口拉动11月进口增速近7个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 价格因素仍对进口存在支撑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

疫情、中美关系、政策力度等超预期变化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

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_30770



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>