

出口的三点扰动和三个影响

报告日期: 2021-12-08

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具, 对大类资产有何影响?》2021-11-09
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI 触底了吗? 价格传导如何?》2021-11-10
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_对三季度央行货币政策报告的 6 点理解》2021-11-20
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_保供已显成效, 政策将向何处去?》2021-11-30
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06

主要观点:

- **事件:** 中国 11 月出口 (以美元计) 同比增长 22%, 预期 17.2%, 前值 27.1%; 进口增 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:** 11 月进出口均超预期: 出口主因外需走强、价格支撑、疫情反复等; 进口主因内需修复、保供稳价增加煤炭进口。今年以来出口屡超预期, 主要源于外需强、供给弱、疫情扰、价格高。展望明年, 预计外需趋于下滑, 价格短稳长跌, 出口增速总体下行, 初步判断二季度之后下行速度可能加快。但是, 节奏仍存不确定性, 有三点扰动: 海外生产恢复节奏 vs 出口商品差异、价格回落 vs 中小企业信心博弈、变异毒株奥密克戎扩散 vs 供需、政策调整等。站在现在这个时点, 内有经济下行压力, 外有美联储加息预期, 出口前景对我国经济增长、政策设计、企业利润、制造业和汇率强弱等影响的重要性提升, 主要体现在: 今年以来净出口对 GDP 拉动加大, 意味着对经济影响加大, 并可能影响跨周期政策力度; 部分中下游制造业出口依存度超过 20%, 出口景气将显著影响其盈利和投资意愿; 出口强劲有助于提振人民币汇率, 使得在美元升值的同时, 人民币仍旧坚挺。由此看来, 后续若出口反转, 则会连带影响其他宏观变量。
- **11 月进出口数据概述: 进出口均超预期, 出口主因外需走强、价格支撑、疫情反复; 进口主因内需修复、保供稳价增加煤炭进口。**
11 月进出口同比双双超预期。出口方面, 以美元计, 11 月出口同比较前值回落 5.1 个百分点至 22%, 两年复合增速较前值回升 2.5 个百分点至 21.3%。出口维持韧性, 主要源于以下原因:
1. 外需走强。1) 11 月中国向美欧日出口两年复合增速均提升, 同时美国、欧元区、日本、英国等主要发达经济体 PMI 较 10 月提升; 中国向印度、俄罗斯等新兴市场国家出口两年复合增速同样提升, 对应其 PMI 也好转; 2) 11 月中韩出口两年复合增速齐升, 韩国出口增速提升幅度更高, 也印证外需较强。
2. 价格支撑。汽车、家电、成品油、钢材等主要商品出口金额两年复合增速高于出口数量增速, 表明价格因素对 11 月出口仍有支撑。
3. 主要出口产品纺织纱线、织物及制品、玩具、高新技术产品、机电产品等两年复合增速均较前值改善, 反映疫情反复仍对我国出口有支撑, 也反映外需回升加大机电进口。
进口方面, 以美元计, 11 月进口同比较前值回升 11.1 个百分点至 32%, 两年复合增速较前值回升 4.9 个百分点至 17.4%。**进口增速回升主因内需好转, 保供稳价要求下煤炭等商品进口量大增。**11 月内需改善, 中国制造业 PMI 回升 0.9 个百分点至 50.1%, PMI 进口指数回升 0.6 个百分点至 48.1%。11 月主要工业品进口量大幅增加, 据海关统计, 11 月煤及褐煤同比增长高达 200%, 成品油、铁矿砂、铜矿砂和天然气分别同比增长 26%、7%、19%和 17%。
- **出口为何屡超预期? 预计明年出口趋于下行, 但需警惕三点扰动。**
今年以来, 出口表现维持强势主因外需回暖拉动, 特别是美国耐用品消费

复苏；同时海外生产恢复并不稳定，加上疫情反复带来的防疫物资和居家办公用品需求，生产替代效应仍强。三季度之后，价格贡献占据主因。总体看，判断出口拐点可从海外供需格局、价格、疫情等三方面跟踪。维持我们年度报告的观点，即综合量价分析：数量趋于下滑，价格短稳长跌，预计 2022 年出口增速总体下行，初步预判二季度之后下行速度可能加快。但是，节奏仍存不确定性，我们提示三点扰动：

1.海外生产恢复，出口马上回落？不一定。海外生产恢复初期供应链不稳定，此时中国稳定的供应链仍有吸引力，对出口有支撑；海外生产恢复中期会拉动中国中间品出口，根据 WTO 最新数据，今年一、二季度中国中间产品出口强劲，保持同比 40%以上的增长；海外生产恢复的末期，才可能实质上冲击中国出口。

2.价格贡献回落，出口马上回落？不一定，也可能短期提升议价能力弱的中小企业的接单意愿。三季度以来，价格上涨对我国出口形成较大贡献，但即便后续 PPI 同比回落，需警惕出口可能不会马上回落。报告《保供已显成效，政策将向何处去？》中我们曾指出：今年出口订单弱，出口金额强，两者持续背离主因运价和全球大宗商品价格高企。详细看，一是 PMI 新出口订单是新增接单情况，而海关出口金额是实际出口情况，前者通常领先后者。二是由于运价和上游原材料价格上涨，部分出口企业持观望态度，降低接单意愿，同时价格对出口金额形成提振，导致订单虽下降，但出口额仍高。由此来看，价格回落初期可能增加部分议价能力弱的中小企业的接单意愿，待外需趋势回落时可能才会根本性降低接单意愿，因此价格回落可能不马上意味着出口回落。而随着原材料和运价回归常态，新出口订单和出口金额背离情况也将有所缓解。

3.变异毒株奥密克戎扩散，出口仍有支撑？出口可能不会简单重复防疫物资+居家办公+出口替代逻辑，主因政策环境和疫情阶段已发生变化，还需警惕三个风险。11月9日奥密克戎变异病株在南非被首次确认以来，多国针对南非及其周边数国实施跨国航班和旅行禁令，该变异毒株对经济的影响可能体现在两方面：一是引发多国实施封锁措施，拖累经济增长和生产恢复，特别是服务业；二是可能加剧全球供应链危机，导致高通胀持续。从而直观结论是：出口可能重复疫情期间的防疫物资+居家办公+出口替代+近期价格支撑的逻辑，即维持韧性。但由于政策环境和疫情阶段已不同，还需警惕以下风险：一是若无新一轮财政刺激加码，则美国耐用品消费等外需下降将对我国消费品出口产生直接冲击；二是海外生产恢复进入中期阶段，此时受阻，既会支撑我国出口替代，同时又会限制我国中间品出口；三是封锁措施可能导致贸易物流受阻。

● 出口变化对经济、政策、汇率会有何影响？

站在现在这个时点，内有经济下行压力，外有美联储加息预期，出口前景对我国经济增长、政策设计、企业利润、制造业和汇率强弱等影响的重要性提升，主要体现在：

1.影响经济增长和跨周期政策力度。截至 2021 年 Q3，我国货物和服务净出口对 GDP 累计同比拉动率为 1.9 个百分点，已经超过资本形成总额 1.5 个百分点的拉动率，若出口持续强劲，则可部分缓解稳增长压力；若明年年中之后出口增速加速下滑，则经济需要更加“向内求”。

2.影响企业利润和制造业投资。出口是制造业的主要拉动力量之一。用出口交货值/营业收入来表征工业行业对外依存度，我们测算表明计算机、通信和其他电子设备制造业、金属制品、机械和设备修理制造业、文娱制

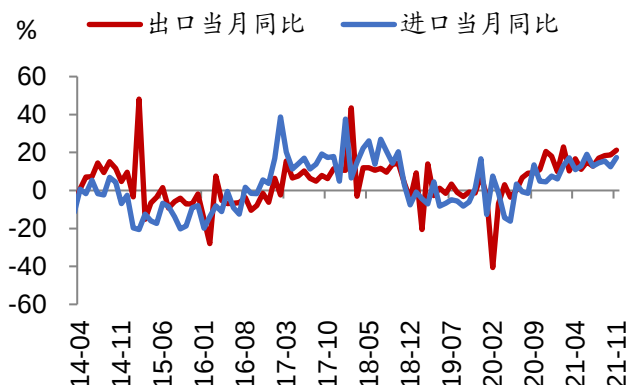
品制造业和其他制造业对外依存度均超过 20%，出口增速维持高增有助于这些行业盈利改善和制造业投资的增长；明年出口面临下行压力，则会拖累计算机、文娱制品等下游制造业投资和企业盈利。

3.影响汇率。出口强劲有助于增加结汇需求，从而提振人民币汇率，这也是 9 月以来人民币汇率维持强势的原因之一，使得在美元升值的同时，人民币仍旧坚挺。预计短期出口仍会对人民币汇率形成支撑，而这种支撑力量明年可能趋于回落。

● **风险提示**

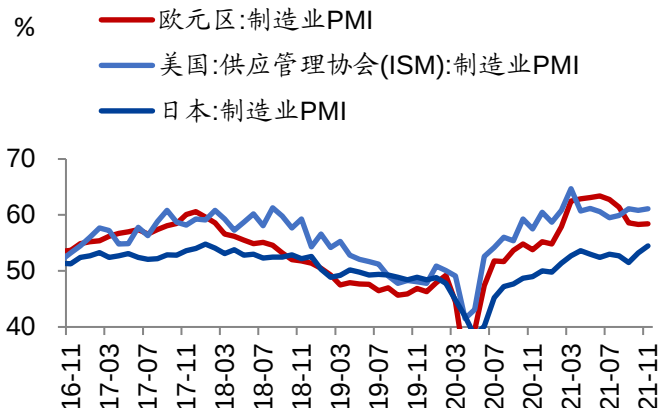
疫情演变超预期，经济恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 11 月进出口双双超预期



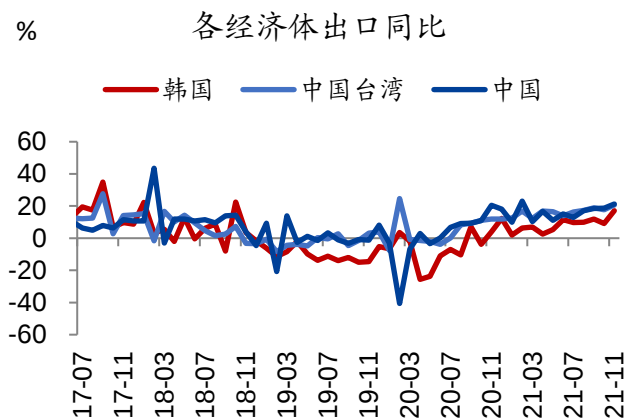
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 2 11 月美欧日景气度有所改善



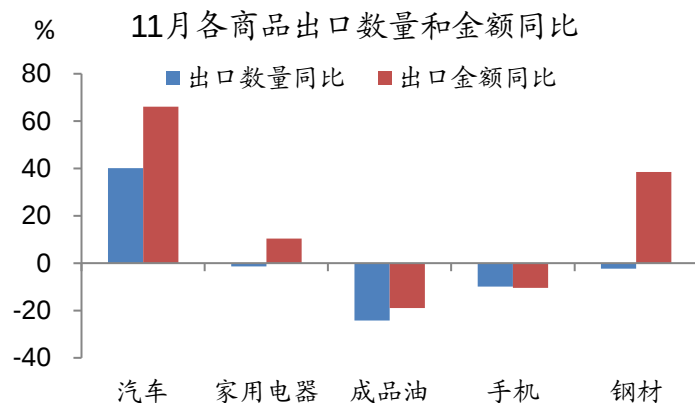
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 11 月中韩出口增速均回升



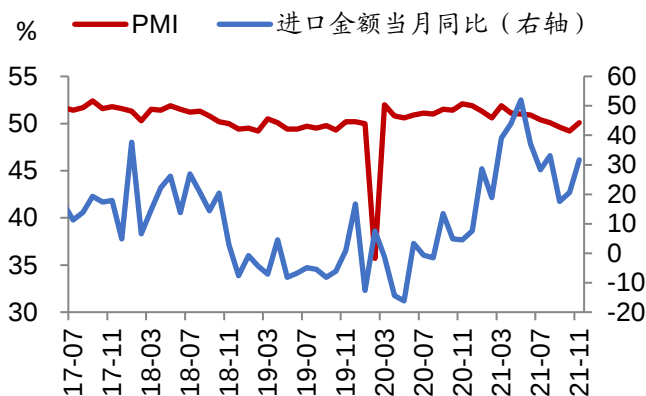
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 4 11 月主要出口商品金额增幅高于数量增幅



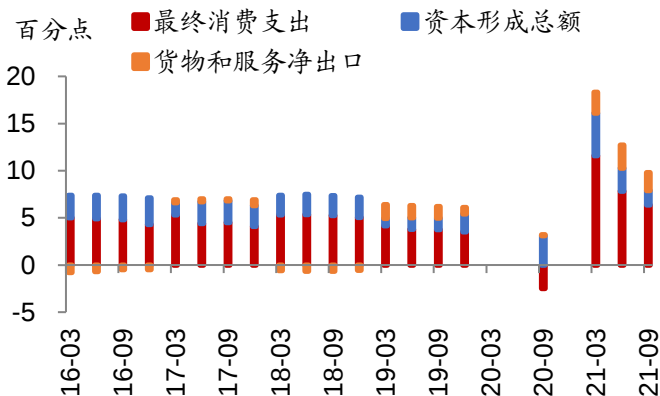
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年数据为两年复合增速

图表 5 11 月内需支撑进口回升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 货物和服务净出口对 GDP 拉动率提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 行业对外依存度排序

指标名称	行业对外依存度				
	2020	2019	2018	2017	四年均值
煤炭开采和洗选业	0.05%	0.05%	0.11%	0.11%	0.08%
石油和天然气开采业	0.60%	0.19%	0.10%	0.11%	0.25%
黑色金属矿采选业	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
有色金属矿采选业	0.25%	0.27%	0.24%	0.15%	0.23%
非金属矿采选业	0.50%	0.58%	0.54%	0.41%	0.51%
开采专业及辅助性活动	0.17%	0.40%	0.30%	0.69%	0.39%
农副食品加工业	3.97%	4.17%	4.45%	4.24%	4.21%
食品制造业	4.72%	4.85%	5.09%	4.52%	4.79%
酒、饮料和精制茶制造业	1.15%	1.31%	1.33%	1.25%	1.26%
烟草制品业	0.15%	0.39%	0.40%	0.37%	0.33%
纺织业	9.97%	10.66%	9.93%	8.28%	9.71%
纺织服装、服饰业	18.46%	19.44%	19.82%	19.66%	19.35%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	19.81%	22.61%	22.95%	22.44%	21.95%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	5.39%	5.49%	6.26%	5.71%	5.71%
家具制造业	20.20%	20.24%	21.66%	18.30%	20.10%
造纸及纸制品业	3.58%	3.87%	3.50%	3.25%	3.55%
印刷业和记录媒介的复制	7.05%	6.96%	6.93%	5.84%	6.69%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	23.95%	25.29%	25.30%	24.89%	24.86%
石油、煤炭及其他燃料加工业	1.77%	2.92%	2.40%	1.61%	2.17%
化学原料及化学制品制造业	4.81%	4.98%	5.36%	4.67%	4.95%
医药制造业	6.96%	5.41%	5.30%	4.89%	5.64%
化学纤维制造业	4.46%	5.29%	5.96%	6.55%	5.56%
橡胶和塑料制品业	13.47%	12.58%	12.97%	11.01%	12.51%
非金属矿物制品业	2.59%	2.92%	3.32%	2.82%	2.91%
黑色金属冶炼及压延加工业	1.48%	2.10%	2.69%	2.74%	2.25%
有色金属冶炼及压延加工业	1.56%	1.69%	1.91%	1.91%	1.77%
金属制品业	8.36%	8.89%	9.36%	9.41%	9.01%
通用设备制造业	11.51%	12.21%	11.89%	9.21%	11.21%
专用设备制造业	10.22%	10.30%	9.54%	7.94%	9.50%
汽车制造	3.76%	3.99%	3.94%	3.62%	3.83%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	14.97%	15.61%	15.27%	16.94%	15.69%

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_30773

