

贸易顺差又超预期，但对增长拉动有限 ——12月进出口数据的背后

核心观点

预期差：价格因素对我国出口名义增速有较强支撑作用，实际出口增速则相对平稳。Q4贸易顺差超预期，但对名义GDP增长拉动有限，外贸靓丽难以对冲内需不稳，预计2021年Q4实际GDP增速3.8%。

□ 出口韧性延续，未来存在隐忧

12月人民币计价我国出口同比增17.3%，前值16.6%，剔除价格因素，12月美元计实际出口增速预计为12.8%。出口韧性延续，价格因素和海外订单转移仍是核心利好因素，一方面受delta、Omicron等病毒的周期性和反复冲击，我国供应链体系的稳定性成为国际贸易往来中的重要优势，出口一定程度上受益于海外订单转移；另一方面源于全球供应链不畅和通胀预期，我国出口价格指数下半年快速上涨至高位，拉动出口，分品类看也有所印证，12月出口增长主要源于价格因素的拉动，集成电路、手机、钢材、家用电器、铝材等价格拉动表现较强。

展望未来，我们认为海外供需缺口仍是解释出口核心逻辑，出口名义值短期仍有韧性，未来或存在隐忧，边际有所回落，重点关注以下变化：

- 1) Omicron病毒扩散产生的实质性影响可能导致海外供需缺口收敛，而非扩大；
- 2) 随着前期大规模宏观政策刺激作用的下降，海外需求的持续性面临挑战，特别是美国方面，消费数据可能逐步承压，各项库存数据也在2021年底逐步回归正常化，预计美欧日等发达经济体经济数据将逐步转弱；
- 3) 在全球面临供应链风险和通胀压力的背景下，预计中美贸易摩擦有望缓释。

□ 内需是决定性力量，12月进口边际回落

12月人民币计价进口同比增16%，前值26%，进口数据环比回落较多，主因是负面扰动和基数效应影响，虽然环比回落但仍保持较高同比增速主要源于价格拉动。剔除价格因素，我们预计12月以美元计价进口实际增速为1.3%。

环比回落较多，一方面源于2020年12月进口数据较高导致的高基数，另一方面，12月局部疫情冲击内需，临近年关防疫措施和社交隔离也有所加强，叠加Q4能耗双控对供给端的限制、地产信心不足、基建延续低迷等负面因素也还未大幅改善，进口边际回落反映出内需不稳的特征。

进口增速仍处于较高水平，源于价格因素的支撑。2021年，我国进出口价格指数发生了系统性的变化，进口价格指数显著上涨，大幅领先于出口价格指数，4月至今进口价格指数连续8个月位于110以上（11月为117.6），上行主要是源于全球范围内的大宗商品涨价，特别是在我国较为依赖的能源品、农业品等领域。从分品类进口数据来看，12月价格拉动较强的有原油、集成电路、天然气、煤炭、大豆、粮食等，也有所印证。

□ 12月贸易顺差边际回升，顺差超预期对增长拉动有限

12月贸易顺差边际回升。2021年12月贸易顺差944.6亿美元，延续了Q4整体顺差较高的水平，Q4我国对美国、欧盟、东盟顺差总体较为稳定，12月顺差超预期主要源于我国对其他国家（非美国、欧盟、东盟）顺差显著上升。整体来看，2021年Q4实现贸易顺差2506.9亿美元，同比增长近21%，对名义GDP的拉动作用较为有限，我们预计，2021年Q4实际GDP增速同比可能为3.8%。

风险提示：中美贸易摩擦超预期恶化，疫情超预期变异冲击全球经济，全球财政、货币政策超预期收紧

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

正文目录

1. 进出口热力图.....	3
2. 出口短期有韧性，未来或边际回落	3
3. 内需仍是关键变量，12 月进口边际回落.....	5
4. 12 月顺差边际回升，但对增长拉动作用有限	6

图表目录

图 1：进出口热力图	3
图 2：12 月出口韧性、进口回落，顺差回升.....	3
图 3：剔除价格影响，出口实际增长持续下降（12 月价格为估计）	3
图 4：12 月价格是各品类出口增长的主要拉动来源，尤其表现在汽车、钢材、箱包等方面	4
图 5：克强指数反映内需对进口解释力度不断提升	5
图 6：今年以来进口价格指数的绝对水平显著提升	5
图 7：12 月价格因素对各品类进口影响较大.....	6
图 8：12 月贸易顺差边际回升.....	6

1. 进出口热力图

图 1：进出口热力图

进出口数据(当月)		单位	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
进出口(美元)	%		20.30	26.10	24.30	23.20	28.80	23.10	34.40	37.80	37.40	34.60	67.90	26.40
出口(美元)	%		20.90	22.00	27.10	28.10	25.60	19.30	32.10	27.80	32.20	30.50	154.60	24.60
进口(美元)	%		19.50	31.70	20.60	17.50	33.00	28.30	37.30	52.00	44.00	39.20	18.90	28.70
贸易差额(美元)	亿美元		944.60	717.11	845.21	667.97	585.24	560.45	503.51	436.48	411.14	118.60	353.89	617.56
进出口(人民币)	%		16.70	20.50	17.90	15.30	18.90	11.50	22.10	27.20	26.90	24.40	57.90	18.10
出口(人民币)	%		17.30	16.60	20.40	19.90	15.70	8.00	20.10	18.00	22.10	20.60	139.20	16.50
进口(人民币)	%		16.00	26.00	14.50	10.00	23.00	16.20	24.70	40.40	33.10	28.70	11.80	20.20
贸易差额(人民币)	亿元		6,046.90	4,607.00	5,459.00	4,334.00	3,774.00	3,592.00	3,253.00	2,837.00	2,650.00	755.00	2,312.00	4,050.00
中国与主要国家贸易(当月)		单位	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
美国	对美国出口	%	21.21	5.27	22.68	30.56	15.52	13.40	17.78	20.60	31.16	53.34	245.74	36.22
	从美国进口	%	3.30	22.05	4.56	16.60	33.27	25.62	37.55	40.53	51.65	75.05	54.19	78.12
	贸易差额	亿美元	392.34	369.49	407.46	419.98	376.85	354.28	325.81	317.78	281.08	213.68	230.14	282.48
欧洲	对欧洲出口	%	25.65	33.46	44.31	28.61	29.40	17.23	27.20	12.57	23.81	45.90	205.50	16.54
	从欧洲进口	%	-2.91	4.22	-0.66	1.13	12.42	19.79	34.10	57.72	43.28	33.86	23.85	40.80
	贸易差额	亿美元	251.40	228.19	258.64	185.01	209.52	174.34	153.61	126.68	131.24	90.38	127.46	150.83
东盟	对东盟出口	%	12.00	22.30	17.97	17.33	16.59	14.52	33.14	40.59	42.16	14.42	90.12	35.41
	从东盟进口	%	22.53	35.71	23.07	17.28	26.65	27.68	33.69	53.77	40.64	38.39	19.96	38.79
	贸易差额	亿美元	101.12	93.45	87.52	41.77	67.12	90.17	66.28	60.63	97.22	46.33	36.58	105.96
日韩	对日韩出口	%	17.34	24.13	23.85	20.81	31.69	19.47	30.76	15.45	10.08	13.37	103.20	22.49
	从日韩进口	%	8.98	21.41	16.05	9.43	23.33	12.12	22.67	32.72	27.38	26.60	10.29	39.65
	贸易差额	亿美元	-77.76	-94.30	-69.66	-108.97	-81.52	-84.92	-100.71	-73.42	-97.86	-118.88	-67.07	-57.47
主要国家PMI(当月)		单位	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
美国	制造业PMI	%	58.70	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50	60.60	61.20	60.70	64.70	60.80	58.70
	服务业PMI	%	62.00	69.10	66.70	61.90	61.70	64.10	60.10	64.00	62.70	63.70	55.30	58.70
欧元区	制造业PMI	%	58.00	58.40	58.30	58.60	61.40	62.80	63.40	63.10	62.90	62.50	57.90	54.80
	服务业PMI	%	53.30	55.90	54.60	56.40	59.00	59.80	58.30	55.20	50.50	49.60	45.70	45.40
日本	制造业PMI	%	54.30	54.50	53.20	51.50	52.70	53.00	52.40	53.00	53.60	52.70	51.40	49.80
	服务业PMI	%	52.10	53.00	50.70	47.80	42.90	47.40	48.00	46.50	49.50	48.30	46.30	46.10
全球	制造业PMI	%	54.20	54.20	54.30	54.10	54.10	55.40	55.50	56.00	55.90	55.00	53.90	53.60
	服务业PMI	%	54.60	55.60	55.60	53.80	52.80	56.30	57.50	59.60	57.00	54.70	52.80	51.60

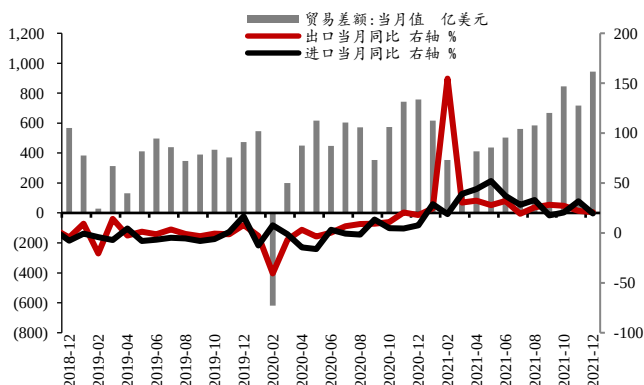
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏绿色，数值越小则越偏红色。

2. 出口短期有韧性，未来或边际回落

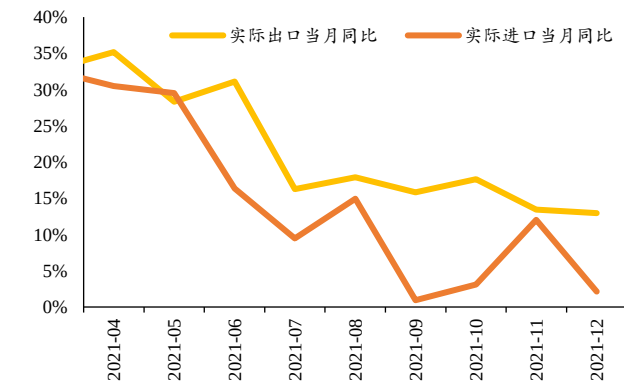
12月人民币计价我国出口同比增17.3%，前值16.6%。我们此前持续提示，价格拉动、疫情恶化冲击海外供给带来的订单转移对我国出口形成阶段性支撑，当前观点不断兑现。展望未来，我们认为海外供需缺口仍是解释出口核心逻辑，后续仍需关注疫情扰动、各国抗疫政策、全球大宗价格、贸易摩擦变化等因素，预计出口阶段性仍有韧性，未来或边际回落。

图 2：12月出口韧性、进口回落，顺差回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

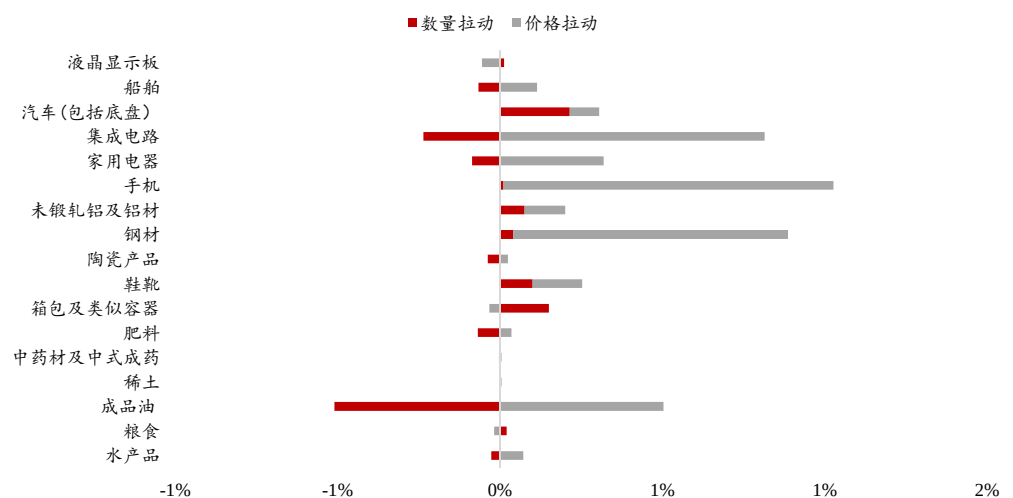
图 3：剔除价格影响，出口实际增长持续下降（12月价格为估计）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

首先，价格拉动支撑出口韧性。2021年12月最新出口价格指数达到107.5，仍处于较高水平，同比增长7.6%，同比增速较4月上漲近17个百分点，背后实质是全球供应链不畅和全球通胀预期所致。换个角度，剔除价格因素，出口实际增速在2021年6月起开始显著下滑，Q4实际增速较为平稳。未来随着全球供应链的修复、全球经济增长边际回落、为对抗通胀各国央行实施紧缩性政策回收流动性等逻辑逐步演进，出口价格也将逐步回落。分品类看也有所印证，12月出口增长主要源于价格因素拉动，集成电路、手机、钢材、家用电器、铝材等价格拉动表现较强，数量拉动方面，仅汽车、铝材、鞋靴、箱包等有一定正向拉动。

图 4：12 月价格是各品类出口增长的主要拉动来源，尤其表现在汽车、钢材、箱包等方面



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

其次，短期订单转移对我国出口仍有利好。百年未有之大疫情已爆发两年，全球各国积极推进供给修复，但疫情冲击逐步表现为周期性和反复性，供给体系的稳定性成为国际贸易的重要考量，疫情防控与疫苗接种是重要保障方式。2021年下半年，delta、Omicron等病毒的先后扩散对海外供给形成冲击，我国一定程度上受到了订单转移的利好，支撑出口表现，受此影响我国对美、对欧顺差处于较高水平。8至12月，中美顺差为376.9、420.0、407.5、369.5和392.3亿美元，中欧顺差分别为209.5、185.0、258.6、228.2和251.4亿美元。

展望后续出口，我们认为供需缺口仍是解释我国出口的核心逻辑，需关注疫情扰动、各国抗疫政策、全球大宗价格、贸易摩擦变化等因素，预计出口阶段性仍有韧性，未来或边际回落。1)Omicron病毒扩散带来的实质性影响可能与市场前期判断相反，相比于Delta，Omicron病毒的传播性更强但致死率较轻，当下包括美国、英国等在内的发达经济体因为Omicron疫情再次提升社交隔离限制，对需求端有影响，而越南等新兴市场国家的供给端并未受到显著冲击，发达经济体的需求与发展中经济体的供给之间的供需缺口并未扩大，反而是收敛的；2)在全球面临供应链风险和通胀压力的背景下，贸易摩擦有望缓释，预计中美贸易摩擦的缓释为我国后续出口带来一定利好；3)随着前期大规模宏观刺激政策作用的逐步消退，美欧日等发达经济后续经济增长的持续性面临挑战，特别是美国消费

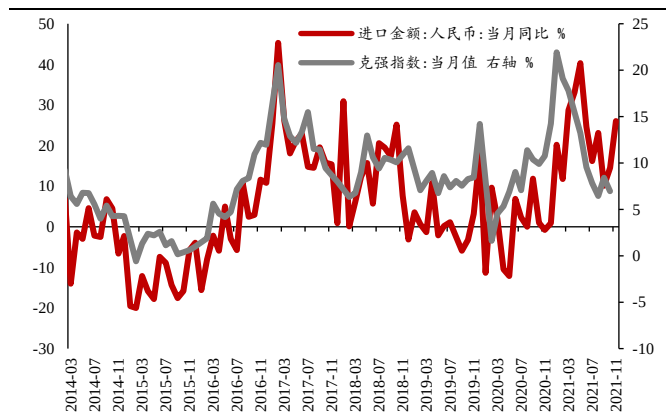
数据的韧性和持续性面临挑战，同时制造、批发等各项库存水平在 2021 年 Q4 已经逐步正常化，我们海外需求逐步回落可能对我国出口形成一定利空。

综合来看，短期出口名义增速仍有韧性，后续随着供需缺口的收敛可能逐步回落。

3. 内需仍是关键变量，12 月进口边际回落

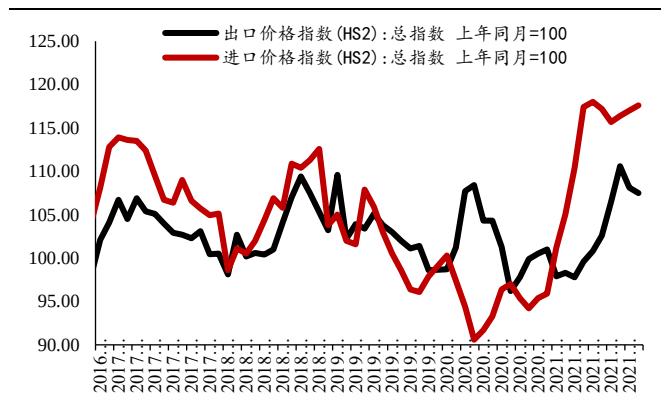
12 月人民币计价进口同比 16%，前值 26%。内需是进口的决定性力量，12 月负面扰动和基数原因导致进口回落。12 月进口数据环比显著回落，一方面是由于 2020 年 12 月的高基数，另一方面主因在于负面因素扰动进口，12 月局部疫情对部分地区产生一定冲击，临近年关，防疫措施和社交隔离有所加强，同时 Q4 能耗双控对供给端的限制、地产信心不足、基建延续低迷等负面因素也还未大幅改善，进口边际回落反映出内需不稳的特征。

图 5：克强指数反映内需对进口解释力度不断提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：今年以来进口价格指数的绝对水平显著提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

价格拉动对进口有支撑，12 月数据回落但仍处于较高水平。12 月进口数据虽然回落近 10 个百分点，但仍处于较高的增速水平，价格因素扮演了重要角色。进入 2021 年，我国进出口价格指数发生了系统性的变化，进口价格指数显著上涨，大幅领先于出口价格指数，4 月至今进口价格指数连续 8 个月位于 110 以上（11 月为 117.6），上行主要是源于全球范围内的大宗商品涨价，特别是在我国较为依赖的能源品、农业品等领域。从分品类进口数据来看，12 月价格拉动较强的有原油、集成电路、天然气、煤炭、大豆、粮食等，主要是农产品和能源品。12 月数量拉动较强的是原油、大豆、铜材、集成电路。

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_36152

