

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王丰 宏观研究助理
联系电话: +86 18838912658
邮箱: wangfeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口超预期来源于价格

2022年03月08日

- 2022年1-2月我国出口金额同比增速16.3%，高于预期15.5%，环比增速-18.14%，高于往年同期出口环比均值-20.4%。超预期原因主要是：
- 首先，超预期主要得益于价格支撑（出口金额同比增速远高于出口数量增速，且数量同比较往年大幅回落）。俄罗斯乌克兰冲突和疫情反复下，全球物资存在供需缺口、航运不畅抬高运输成本，原油价格推升了整体物价水平，支撑了本月的出口。其次，疫情反复阻碍了欧美主要国家供应链的生产修复，机电类产品出口同比虽然回落，但是集成电路（组成半导体和芯片）出口仍有支撑；汽车出口延续了高增长。得益于制造业产业升级加强，汽车及底盘占整体出口金额比重从2021年0.43%提高至0.73%。地产后周期耐用消费品出口明显转弱；服饰类出口放缓，和出行相关的商品出口增速仅小幅回落；防疫物资出口受疫情影响有所回升，但是其增加或减量对整体出口影响微乎其微。
- 2022全年来看，出口增速大概率较2021年边际放缓，第一，随着欧美主要出口国家供应链的生产修复，从我国进口的主要机电类产品（支撑我国2021年下半年每月千亿出口金额的商品）的需求会边际放缓。当下美国商业销售额同比增速和制造业库存同比皆出现向下拐点。第二，随着其他主要制造国生产端修复，我国对这些国家的出口替代效应将会减弱；第三，全球供需缺口缓解，商品价格回落，可能会压低我国出口。第四，中国2021年出口同比基数较高。我国出口领先于国内制造业投资，预计2022年制造业投资同比增速也会放缓。
- 各国出口较去年同期皆大幅回落，受价格支撑欧洲出口同比24.2%，下显现在CCFI欧洲航线指数再次飙升。俄罗斯1-2月出口同比41%，可能与俄罗斯地缘政治紧张有一定关系，值得继续观察。但俄罗斯并非我国主要出口国，对我国整体出口影响有限。
- 进口水平主要受价格支撑。全球原油价格上涨，煤及褐煤、原油、成品油和天然气，这四类能源商品进口数量同比呈现低增长（煤、原油和天然气进口同比为负增长），但是进口金额同比增速却十分强劲，足以说明价格支撑了进口水平。乌克兰和俄罗斯冲突影响了粮食供应，1-2月粮食和大豆价格高涨，也助推了整体进口金额。
- 风险因素：全球疫情超预期，乌克兰和俄罗斯冲突超预期。

目 录

一、2022 年初出口超预期是受到价格支撑和海外疫情反复影响	3
1.1 2022 年 1-2 月的出口同比超预期，环比好于往年平均	3
1.2 2022 年 1-2 月出口水平超预期主要受价格支撑	3
1.3 其他出口商品特征:	4
1.4 我国出口俄罗斯同比增速抬升至 41%	4
二、预计 2022 年全年出口增速同比放缓	5
三、本月进口数据受价格支撑	7
风险因素	8

图 目 录

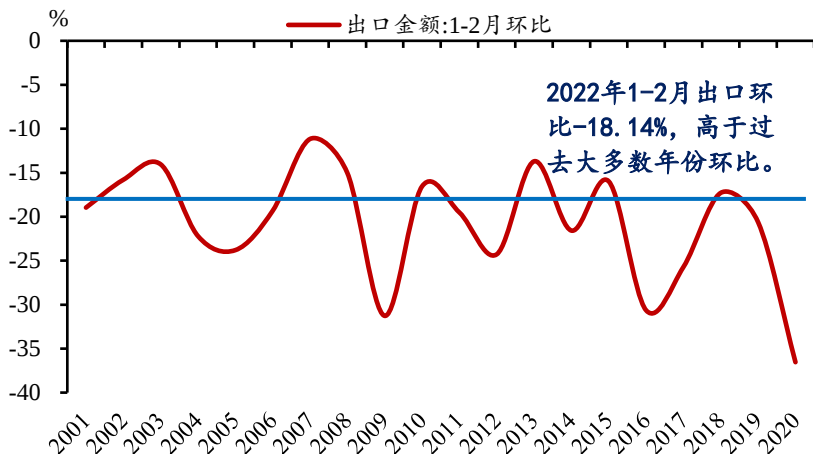
图 1: 2022 年 1-2 月出口金额总和的环比，处于过去 20 年 1-2 月环比的高位	3
图 2: 美国房地产市场销售交易量与利率成反比（短期关系）	4
图 3: CCFI 欧洲航线指数又出现了再度上升	5
图 4: 2022 年出口增速的预期	5
图 5: 美国销售金额同比增速和进口同比增速，皆领先于库存同比	6
图 6: 2022 年出口对制造业投资的拉动作用转弱	6
图 7: 美国原油库存供应不足	7
图 8: 近期原油期货价格飙升	8
图 9: 煤炭期货价格飙升，和原油有一致性	8

一、2022 年初出口超预期是受到价格支撑和海外疫情反复影响

1.1 2022 年 1-2 月的出口同比超预期，环比好于往年平均

本月出口数据同比再次超市场预期，环比优于往年同期的平均水平。按美元计价，2022 年 1-2 月我国出口累计同比增长 16.3%，略高于市场预期的 15.5%。我们用 1-2 月的出口累计金额 5447 亿美元，对比前两个月的出口金额，计算出 1-2 月的出口金额的环比值为-18.14%。我们拿这个数值和往年进行比较，我们选取了 2000 年至今的 20 年数据，计算出当年 1-2 月的出口环比金额，可以观察到 2022 年 1-2 月出口环比-18.4%，超过了大多数往年 1-2 月的环比数据，也高于过去 20 年的平均水平-20.4%。

图 1: 2022 年 1-2 月出口金额总和的环比，处于过去 20 年 1-2 月环比的高位



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.2 2022 年 1-2 月出口水平超预期主要受价格支撑

本月出口金额超预期，我们认为是因为：

(1) 受到价格支撑（2022 年 1-2 月的出口金额同比远高于出口数量，且主要商品出口数量较往年大幅回落）。价格高位的原因，我们认为俄罗斯乌克兰冲突以及疫情反复下，全球物资供应短缺存在供需缺口，航运受到阻碍提高了运输成本，以及原油价格上涨（通过增加工业产品的生产成本），推升了整体物价水平。我们认为，出口商品的价格没有回落至预期水平，导致了本月的出口金额超预期。依据海关总署发布的已有数据，除了箱包以外，所有的商品的出口金额同比增速，都高于同期的出口数量的同比增速，这就足以证明，本月出口金额超预期，很大程度上是因为价格水平的支撑，显现在航运指数上 CCFI 指数也维持较高水平。出口数量上来说，除了汽车较为亮眼，其他主要商品的出口数量都出现了明显下滑，更加印证了我们的观点。

市场上也有观点认为，本月出口受到我国出口防疫物资的带动，但实际上，整体防疫物资的出口金额，仅占据我国每月出口水平的很小一部分，其增加和减少，对于整体的影响微乎其微。

(2) 疫情反复阻碍了欧美主要国家供应链的生产修复，部分机电类产品出口仍有支撑。整体机电类产品出口，相比去年同期，明显走弱，说明全球制造业产业链已经在积极修复，但是“集成电路（构成半导体和芯片）”和“汽车”的出口金额仍然有支撑。机电类产品走弱，是因为需求端：欧美的耐用品商品消费需求边际放缓；供应端：欧美供应链缓慢修复，一定程度可以上对自己国家机电类产品的需求进行补给，需要从我国进口的数量缩减，因此，从我国进口的水平随之降低。

2022 年 1-2 月手机出口额同比 1.2%（去年 16.6%），自动数据处理设备以及零部件（电脑）同比增长 9.7%（远低于去年），但是集成电路出口金额同比增长 27.7%，有一定支撑。集成电路、自动数据处理设备及其零部件（电脑）和电子元件等，这几类产品曾在 2021 年带来了每月千亿美金的出口金额。集成电路构成了半导体和芯片，是疫情后全球供应链短缺下，非常稀缺的产品，我国制造业产业升级，在疫情后成为了此类商品的世界

界工厂。当下集成电路的出口仍有支撑。2022 年年初我国俄罗斯和乌克兰冲突，俄罗斯大量机电类商品从我国进口，也支撑了此类商品的出口。俄罗斯虽然不是我国的主要出口国，但是近期俄罗斯进入战争状态后遭遇封锁，70%的芯片、手机、电脑，要从中国进口，同期，我国出口俄罗斯的同比增速达到了 40%以上，对我国的出口增速形成了一定支撑。

汽车（包括底盘）出口增速，持续了 2021 年的超高速增长，1-2 月增速录得 103.5%，占总体出口份额从 2021 年的 0.43%提高到 2022 年的 0.73%。可能与全球新能源汽车的高端制造业产业政策相关，我国在这方面是全球的生产制造工厂，趋势背后是我国制造业的智能化产业升级。2021 年汽车和底盘出口金额同比增速为 119.0%，而 2022 年 1-2 月仍然高达 103.5%，占总出口金额的比重也从 2021 年的 0.43%提高 0.5 个百分点，增长到了 2022 年的 0.73%，这是我国出口的结构亮点之一。

1.3 其他出口商品特征：

（1）地产后周期耐用消费品需求明显转弱：去年我国地产后周期类产品出口强劲，原因是美国房地产市场（成屋交易）的火热，带动家用设备和家电的商品进口需求。美国疫情后实施量化宽松，带动了成屋市场的高交易量。美国房地产市场中，成屋交易量（已建造好的房子）占绝对主导（85%以上），房地产行业的消费属性大于投资属性，因此美国房地产行业火爆，带动了装修、花园、设备、家电、木材等行业的商品需求。但是同期美国生产供应存在缺口，因此从我国大量进口家电和家用设备。如今美国已经逐步退出量化宽松（名义利率抬升），房地产市场边际转弱，需求也相应减少了。2022 年 1-2 月家电出口金额同比为-3.7%（去年 49.3%）、家具出口金额同比为 1.8%（去年为 26.4%）、灯具出口金额同比为-6.2%（去年 31.2%）；

图 2：美国房地产市场销售量与利率成反比（短期关系）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）劳动密集型产品：服饰类商品出口明显放缓，但是和出行相关的商品的出口增速仅小幅放缓，背后原因可能是部分地区居民出行较前一年同期有所增加，带动了此类产品的出口需求。服装出口金额同比增速为 5.9%（去年 23.9%），但鞋靴出口金额同比 21.7%（去年 35.3%）、玩具出口金额同比 21.4%（去年 37.7%）、旅行箱包出口金额同比 24.1%（去年 35.0%），仍然均处于较高增速之中。

（3）防疫用品：自 2021 年 12 月爆发的 Omicron 毒株导致欧美疫情再次恶化，拉动防疫物资需求，但是整体来看，防疫物资的增加抑或是减少，对整体出口金额的影响不大。纺织纱线、织物及制品出口金额同比增速 11.8%，显著高于去年全年均值-5.6%。

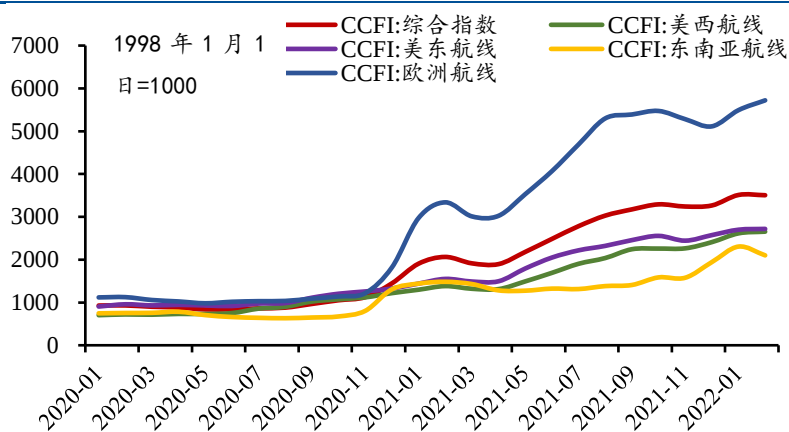
1.4 我国出口俄罗斯同比增速录得 41%

2022 年初 1-2 月同比增长 41%，可能与俄罗斯地缘政治紧张有一定关系，值得继续观察，但俄罗斯并非我国的主要出口国，对我国整体的出口金额影响有限。俄罗斯和乌克兰的紧张局势在 2 月份之前已经显现，局势

紧张可能加剧了进口备货。以往，俄罗斯大部分电子器件需从欧美主要国家进口，冲突爆发后被欧美制裁和封锁，则需要从我国大量进口替代。俄罗斯 99% 的民用电子元器件都依赖进口，即便是军用电子元器件，例如坦克、飞机、军舰甚至包括核武器，所需的电子元器件半数以上都必须从国外购买，但是现在受到西方制裁之后，我国成为主要替代国。出口俄罗斯金额的同比增速，仅仅较去年同期 48% 的增速小幅收缩 7 个百分点。

我国对欧盟出口金额同比增速为 24%，较 2021 年同期 62% 的增速大幅回落，但是仍然是相对有支撑的。出口美国的金额 1-2 月同比录得 13.6%。出口欧洲的金额具备韧性，可能受价格支撑（供应链不畅以及战争封锁，导致欧洲航运受阻），同期 CCFI 欧洲航线指数也出现了明显上涨。

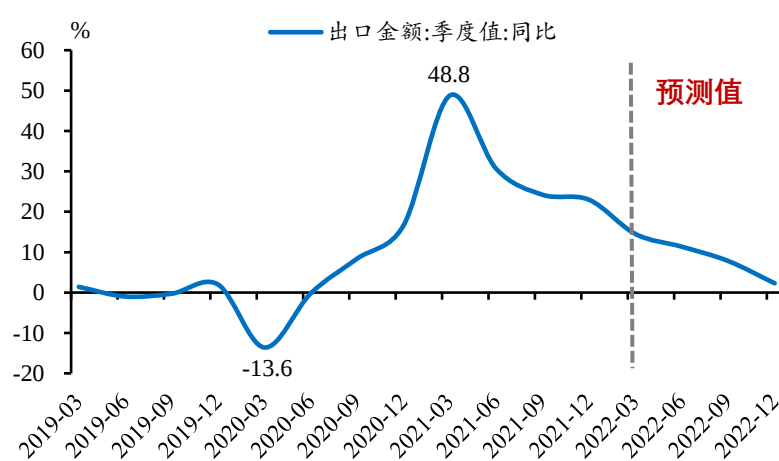
图 3: CCFI 欧洲航线指数又出现了再度上升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、预计 2022 年全年出口增速同比放缓

图 4: 2022 年出口增速的预期



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

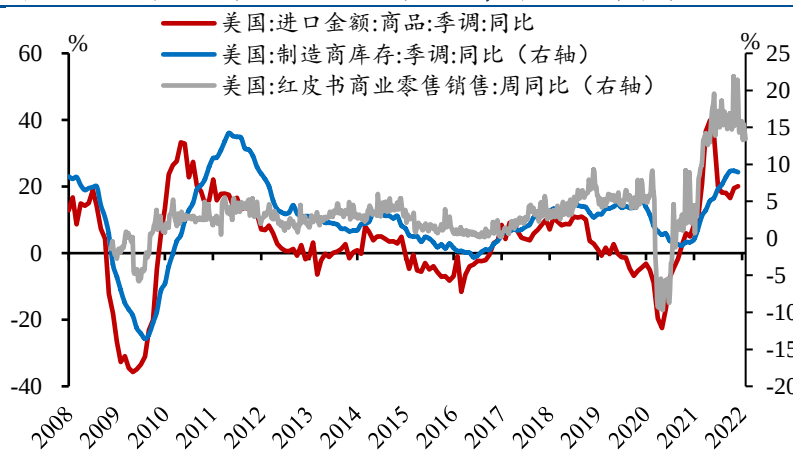
2022 年 1-2 月的出口增速为 16.3%。虽然出口同比都超预期，但是增速相对 2021 年已经在边际放缓。我们曾在出口展望《繁华终究归于平静——2022 出口展望》中预计 2022 年全年出口同比增速较 2021 年回落，主要遵循的是四个逻辑：

第一，随着欧美主要出口国家供应链的生产修复，从我国进口的主要机电类产品（支撑我国 2021 年下半年每月千亿出口金额的商品）的需求会边际放缓。在这一逻辑中，欧美的疫情是重要的变量。假设疫情再度爆

发严重，阻碍了供应链的修复，那么就会带动同期我国的出口，例如 2022 年 12 月疫情严重，再度支撑了我国的出口水平；第二，随着海外疫情的修复，其他主要制造国修复生产，我国对这些国家的出口替代效应将会减弱；第三，出口商品价格回落，可能会导致我国整体出口水平的回落。此前 2021 年下半年，我国出口商品的数量在边际回落，但是我国出口商品的价格（由于全球供应链并未修复的原因）仍然攀升，导致整体出口水平仍然有较高支撑。第四，中国 2021 年出口的高基数，可能影响到 2022 年我国的出口水平。

随着欧美疫情持续修复，从我国进口机电类产品的增速同比在边际放缓。美国销售金额同比与进口同比（皆衡量了内需，美国进口对应我国出口）走势几乎完全一致，二者均领先于美国的库存同比。但是我们可以观察到，当下美国整体经济增速仍有韧性但边际走弱，销售金额同比放缓，进口增速回落，库存同比也几乎处于高点的拐点，库存累计增速边际放缓。

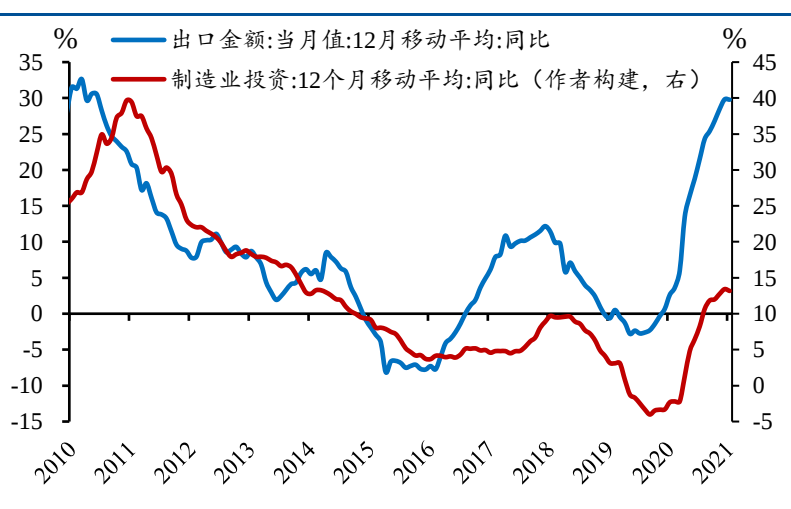
图 5：美国销售金额同比增速和进口同比增速，皆领先于库存同比



资料来源：万得，信达证券研发中心

2022 全年出口边际转弱，对我国制造业投资的支撑也边际转弱。我们在《预计出口仍有较高支撑——暨贸易数据分析框架》中研究过，出口增速（外需）领先国内的制造业投资水平。我们构建了两者的 12 月移动平均值的同比增速时间序列，发现出口和制造业投资增速具有明显相关关系，出口对制造业投资领先时间约为半年。

图 6：2022 年出口对制造业投资的拉动作用转弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、本月进口数据受价格支撑

全球原油价格上涨，本月进口数据中：煤及褐煤、原油、成品油和天然气，这四类能源类商品的进口数量同比呈现低位增长，但是进口金额却出现了较高增速，足以说明价格支撑了高进口水平。

表 1: 2022 年 1-2 月部分能源类商品的进口数量和金额

商品名称	计量单位	1至2月累计		2021年1至2月累计		1至当月去年同期%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
煤及褐煤	万吨	3,539.1	5,860.3	4,113.0	2,646.0	-14.0	121.5
原油	万吨	8,513.8	50,673.4	8,954.9	35,441.8	-4.9	43.0
成品油	万吨	464.1	3,326.7	398.2	2,054.3	16.6	61.9
天然气	万吨	1,985.8	13,198.7	2,064.6	7,267.1	-3.8	81.6

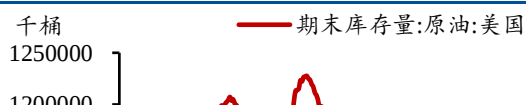
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

能源价格高涨是全球供需缺口导致，俄罗斯原油出口占据世界四分之一。从供给端，原油库存处于历史低位，叠加欧美制裁俄罗斯，限制原油出口，供应越加困难，近期数据来看，原油的周消耗量曾高达 4000-6000 千桶，如果库存不能够及时补给，供需缺口将在相当长一段时间内难以弥补。俄罗斯是世界第二大原油出口国，仅次于沙特阿拉伯。当下俄罗斯冲突和制裁封锁，加剧了全球原油供应缺口。从需求侧，欧洲为首的全球主要国家发展清洁能源，导致天然气价格飙升，也带动了原油的需求，战争等等都可能带动原油消耗。

煤炭价格和原油价格有较强的一致性，煤炭价格也随原油价格同期出现飙升。国际煤炭与原油价格强相关，一方面来自于能源替代：煤炭与原油作为两大最重要化石能源存在部分替代关系，相关行业和产品对原油和煤炭需求的转换，会导致煤炭价格随原油价格提高而增加。由于煤炭单位热量的比价关系较原油具有明显优势，当原油价格上涨时，会导致原油需求下降、煤炭需求增加，从而推高煤炭价格。另一方面，原油作为重要的工业生产原材料，其价格的上涨将提高工业产品的生产成本，从而推高工业出厂品价格，推高通货膨胀。通胀的上升会作用于煤炭生产所需的商品、设备价格，由此造成煤炭生产成本上升，带动煤炭价格上涨。

乌克兰和俄罗斯冲突影响了粮食供应，1-2 月粮食和大豆价格高涨，助推了进口金额水平。2022 年 1-2 月粮食和大豆的进口数量同比为 0.6%和 4.1%，但是同期进口金额的同比变化为 28.4%和 32.9%，远远高于进口数量，说明整体商品价格的的增长贡献了出口金额水平。俄罗斯加乌克兰 2021 年小麦出口量就占到全球的 28.5%，这个比重还是比较大的，乌克兰和俄罗斯冲突，国际粮食的供应受到了影响。

图 7: 美国原油库存供应不足



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_39167

