

证券研究报告

宏观研究

专题报告

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

出口增速的下行拐点已确认

2022年04月13日

- 2022年3月的出口同比增速14.7%，较1-2月平均值16.3%边际回落。我们将出口金额做12个月移动平均，出口增速的下行拐点已经确认。3月出口同比趋势回落，符合我们此前在2022年出口展望中的观点。一方面，欧美主要国家供应链的生产修复，曾经支撑我国2021年出口的机电类、电脑及零部件以及电子元件的出口数量全线下降。仅有汽车仍然维持高出口增速，成为我国制造业以及出口的结构性亮点。第二，其他制造国生产修复，我国对这些国家的出口替代效应减弱。第三，2021年出口存在高基数，压低2022出口增速增速。出口下行拐点已确认，出口(外需)领先国内制造业投资6个月，与国内PPI工业品价格呈现高度相关性。
- 2022年3月出口金额同比增速14.7%，往年普遍3月出口水平较高，受到季节效应和价格支撑，金额增速超过了原本市场预期的12.4%，但是已经不能掩盖出口数量大幅下跌的事实，预计4月出口水平会大幅转弱。3月出口价值指数较2月回落16.9点，价格指数增加2.2点，数量指数大幅滑落3.7点，也印证了我们上月发布的点评《出口超预期来源于价格》中价格贡献出口增速的观点。俄罗斯乌克兰局势和疫情，导致全球供给短缺及供应链问题。通胀高居不下，不仅仅显现在原油为首的大宗商品，也包括金属(铜、镍等)和粮食(玉米等)。CCFI航运指数仍然处于高位，虽然部分区域航运指数有边际放缓，但是仍未有质的改变。
- 3月进口增速转负，进口数量大幅回落，仍然受到价格支撑。从大宗商品(煤及褐煤、原油、成品油和天然气)，到粮食和大豆，全部受到疫情、美国通胀和俄罗斯乌克兰冲突的影响，价格飙升，部分商品进口数量的增速已转为负数或仅有个位数增长。
- 风险因素：全球疫情和通胀超预期，乌克兰和俄罗斯冲突超预期。

目录

一、2022年3月出口增速放缓，拐点已过，预计全年逐步下滑.....	3
二、3月出口受到价格和季节性因素支撑，高于市场预期.....	5
三、3月进口同比下滑，受价格因素支撑.....	6
风险因素.....	9

图目录

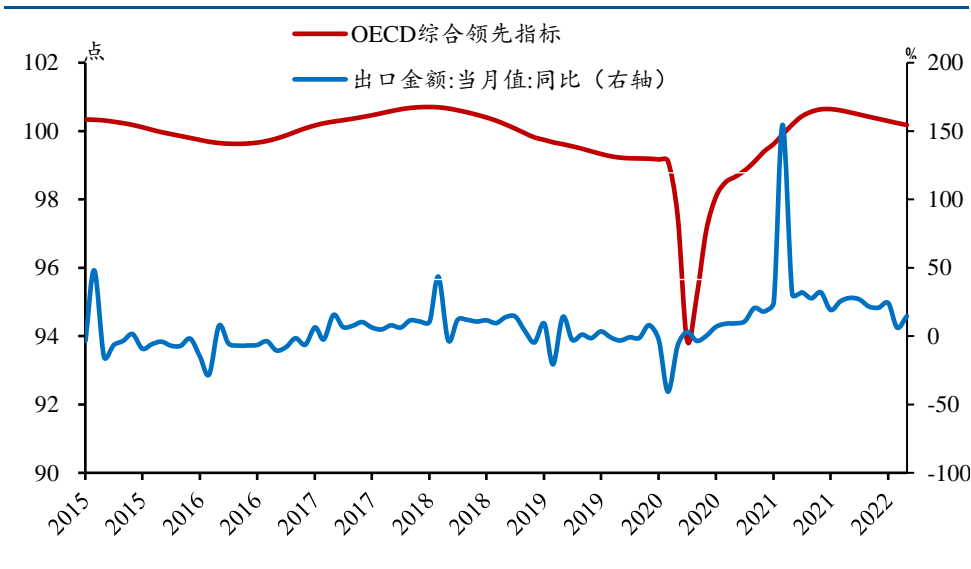
图1: OCED综合指数领先出口，整体呈现回落趋势.....	3
图2: 2022年出口对制造业投资的拉动作用转弱.....	4
图3: 2022年我国出口水平下滑，对工业品价格的支撑作用放缓.....	4
图4: 我国出口金额水平在3月份环比季节性.....	5
图5: 量价拆分来看，整体出口价值指数回落，价格指数上升，数量指数下滑.....	5
图6: CCFI欧洲航线指数仍然处于高位.....	7
图7: 美国原油库存供应不足.....	7
图8: 原油期货价格仍一路飙升.....	8
图9: 动力煤期货价格飙升.....	8

一、2022年3月出口增速放缓，拐点已过，预计全年逐步下滑

2022年3月的出口同比增速14.7%，较1-2月平均值16.3%边际回落。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年出口同比增速将会较2021年回落。3月出口同比趋势回落，符合我们的预期，主要有以下原因：第一，欧美主要国家供应链生产修复，全球主要经济体疫情后复苏的高点已过，从我国进口机电类商品（支撑我国2021年出口水平的主要商品）的需求降低。第二，世界其他制造国生产修复，导致我国对这些国家的出口替代效应减弱。第三，我国2021年出口存在高基数，压低了我国2022年出口增速。

OECD综合指标可以粗略反应全球经济状况，当下指标呈现边际走弱，说明世界经济整体仍呈复苏态势，国际市场对我国产品仍然存在需求，但是整体复苏的节奏已经在逐步放缓。此后除非出现全球异常的通胀危机或是黑天鹅事件，大概率出口金额同比增速会在4月大幅转弱。

图1：OECD综合指数领先出口，整体呈现回落趋势



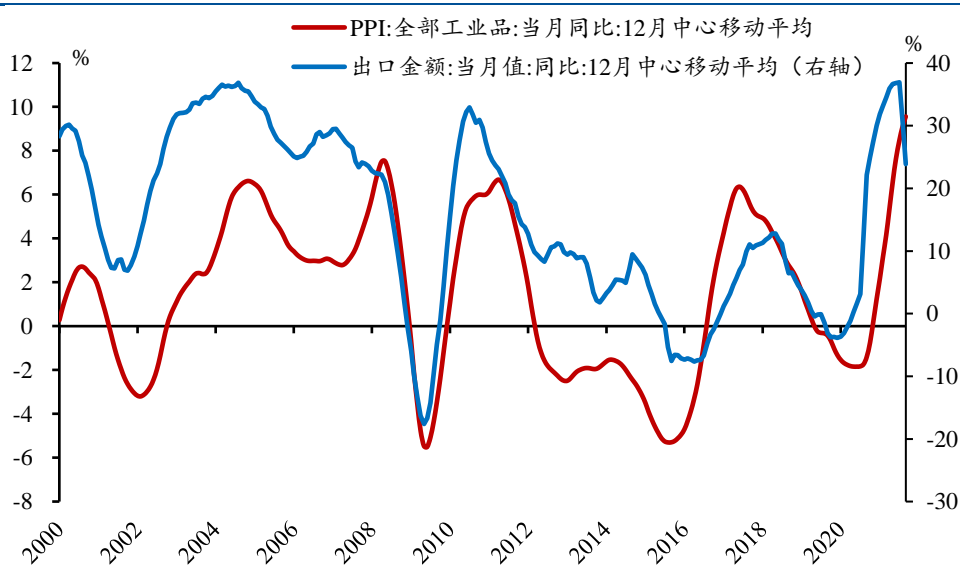
资料来源：万得，信达证券研发中心；注释：由于基数效应，2022年2月出口同比增长仅6%，但是1-2月出口增速的复合增长仍然有16.3%，整体呈现边际回落的趋势。

出口增速的拐点已经确认（以12个月移动平均处理数据，见图2），对于2022年我国制造业投资的支撑水平也边际转弱，但是受益于国内“稳增长”下基建和地方专项债等投资政策发力，当下整体固定资产投资的增速仍然保持了较高的水平。我们为了考察出口与制造业投资两者的关系，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，出口对制造业投资存在领先性，领先时间约为半年。但是当下虽然出口拐点已经显现，但我们预计受益于国内基建发力和稳增长的政策，国内制造业投资增速虽然在2022年大概率趋势性回落，但会有所支撑。

图 2: 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

出口增速和 PPI 工业品价格有高度相关性。总需求分为出口（外部需求）和内部需求，外部需求边际放缓，支撑工业品（上游原材料）涨价的动力也会一定程度上有所减弱。工业品价格虽然受到国际大宗商品价格的影响，但是当下工业品价格上涨，一部分原因也是由于国内疫情严重，部分原材料运输方面存在问题，但是由历史的高度相关性来看，有可能此后 PPI 分项中的工业品价格，也可能呈现回落的趋势。

图 3: 2022 年我国出口水平下滑，对工业品价格的支撑作用放缓


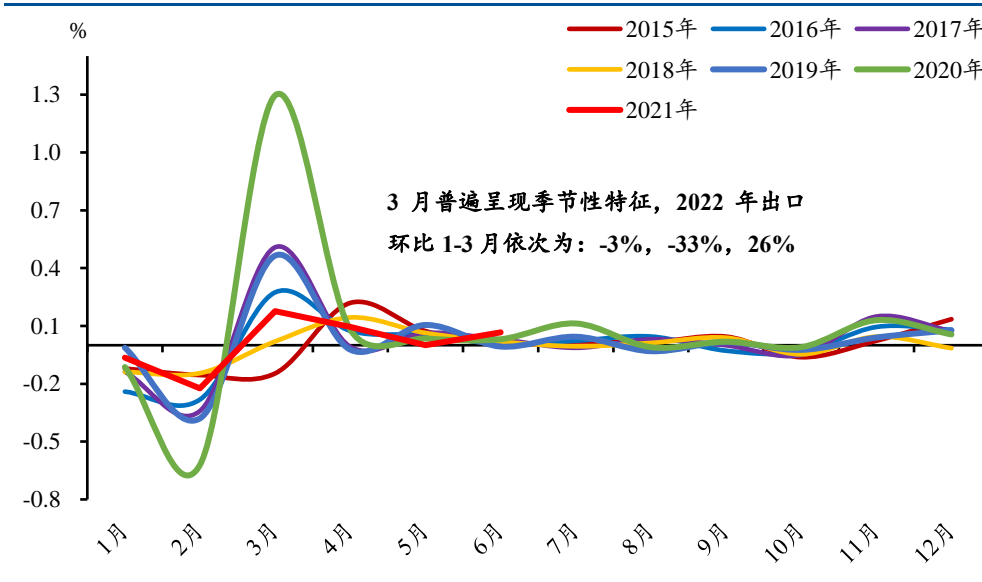
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、3月出口受到价格和季节性因素支撑，高于市场预期

单看2022年3月的出口金额同比增速14.7%，受益于价格和季节性因素，仍然有支撑，超过了市场预期的12.4%。

第一，季节性因素。我们回顾过去几年出口金额当月值的环比数据，可以明显看到3月份出口环比增速季节性高增长现象。2022年3月仍然表现出了季节性，环比增长26%，较2月有较大的突破。

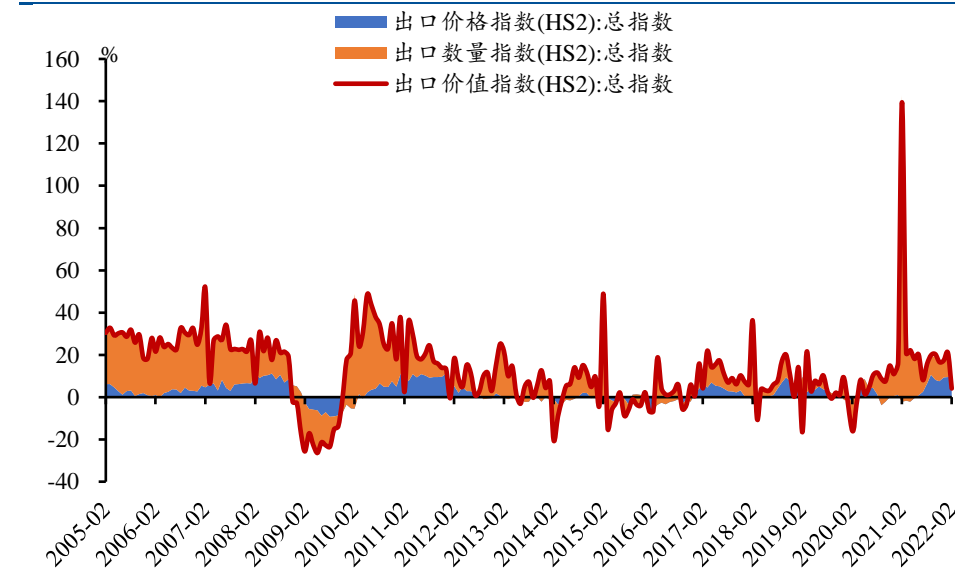
图4：我国出口金额水平在3月份环比季节性



资料来源：万得，信达证券研发中心；注释：由于2021年下半年以及2022年上半年的当月出口金额环比数据，远超[-1%,1%]的区间范围，我们并未将这些数据反映在该图标上，为了更好显示出季节性。

第二，出口金额整体回落，但是仍然受到价格因素支撑。3月出口价值指数较2月回落16.9点，价格指数增加2.2点，数量指数大幅滑落3.7点。除去价格因素，出口数量大幅滑落。

图5：量价拆分来看，整体出口价值指数回落，价格指数上升，数量指数下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

当下出口商品的价格，一定程度上延续了2021年下半年的高水平，导致了本应大幅放缓的出口金额，跌幅不及预期，仍然超过了市场预计的12.4%。从商品类别来看，部分商品如手机、家用电器和集成电路，出口数量同比转负，但是我国的汽车（包括地盘）出口增速，却持续了2021年的超高速增长，1-2月增速录得103.5%，3月同比增速87%，依旧是我国出口的结构亮点。

商品价格高位的原因，我们认为是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，也导致运输成本上升，以及原油价格上涨更是通过增加工业产品的生产成本，推升了整体物价水平。

表 1: 2022 年 1-3 月部分能源类商品的出口数量和金额

商品名称	计量单位	2022年1至3月累计		2021年1至3月累计		2022年1至3月同期%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
部分大宗商品的出口数量为负数，出口金额受高价格支撑，源于供需短缺通货膨胀							
成品油	万吨	1,136.1	8,328.6	1,778.8	7,982.7	-36.1	4.3
钢材	万吨	1,317.9	18,610.4	1,767.8	15,159.6	-25.5	22.8
未锻轧铝及铝材	吨	1,628,336.2	6,483.5	1,285,346.2	3,933.1	26.7	64.8
部分机电类商品出口数量为负数，出口金额受高价格支撑，源于疫情和供应链问题，商品供不应求							
通用机械设备	-	-	13,652.0	-	11,559.6	-	18.1
自动数据处理设备及其零部件	-	-	61,652.6	-	56,184.0	-	9.7
手机	万台	19,578.8	35,656.5	23,547.9	33,852.7	-16.9	5.3
家用电器	万台	81,096.8	21,526.5	88,065.1	22,741.1	-7.9	-5.3
集成电路	亿个	702.8	38,674.3	736.4	31,379.6	-4.6	23.2
汽车（包括底盘）	万辆	67.6	11,773.7	43.0	6,293.6	57.2	87.1

资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

三、3月进口同比下滑，受价格因素支撑

3月商品进口金额同比下降1.7%，进口数量明显下滑。受到价格支撑，部分大宗商品（能源和金属等）和粮食的进口金额仍然保持了两位数的增长。俄乌战争一定程度上影响了粮价：

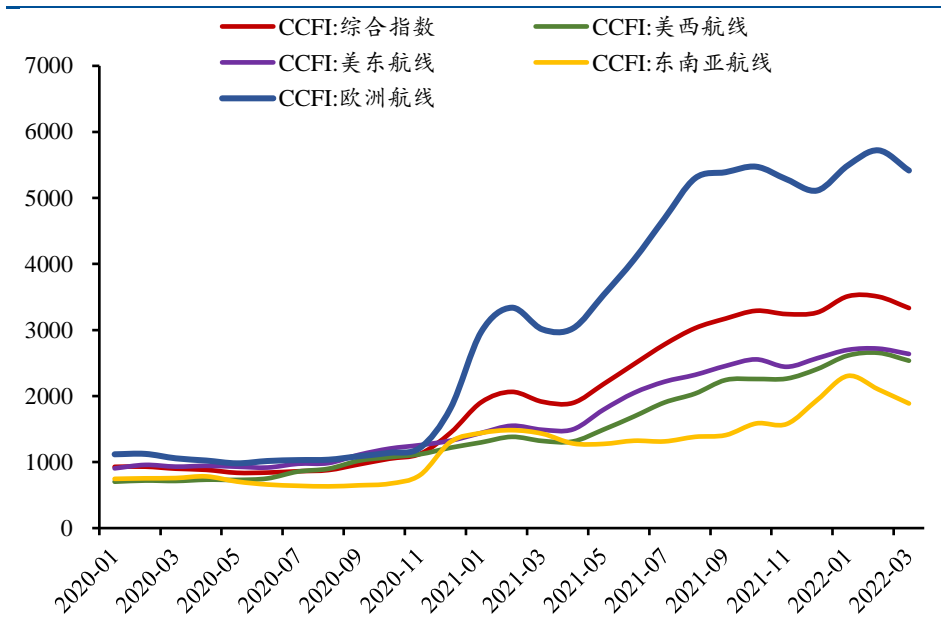
首先，俄罗斯和乌克兰是小麦与玉米的出口大国，两国的玉米出口占到世界的19%。两国战争的冲突，引发了市场对于粮食的担忧，于是玉米等农作物价格纷纷上扬。

其次，俄乌事件及其随后可能会启动的一系列针对金融、贸易、交通等领域的制裁影响，使得全球粮食市场压力倍增，国际大豆、油脂、玉米、小麦、菜籽等价格均逼近10年来来的高位。CCFI运价指数也在较高的水平。

表 2: 2022 年 1-3 月部分能源类商品的进口数量和金额

商品名称	计量单位	2022年1至3月累计		2021年1至3月累计		2022年1至3月同期%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
我国进口大宗商品增速主要受高价格支撑							
铜矿砂及其精矿	万吨	635.0	15,586.6	594.9	13,833.5	6.7	12.7
煤及褐煤	万吨	5,181.2	8,179.6	6,832.0	4,821.2	-24.2	69.7
原油	万吨	12,785.0	81,208.8	13,919.3	58,249.4	-8.1	39.4
成品油	万吨	649.5	4,898.3	608.2	3,340.0	6.8	46.7
天然气	万吨	2,781.7	17,385.8	2,930.4	10,306.2	-5.1	68.7
粮食	万吨	3,700.3	18,342.6	3,757.8	14,986.3	-1.5	22.4
大豆	万吨	2,028.2	12,348.4	2,116.2	10,214.4	-4.2	20.9

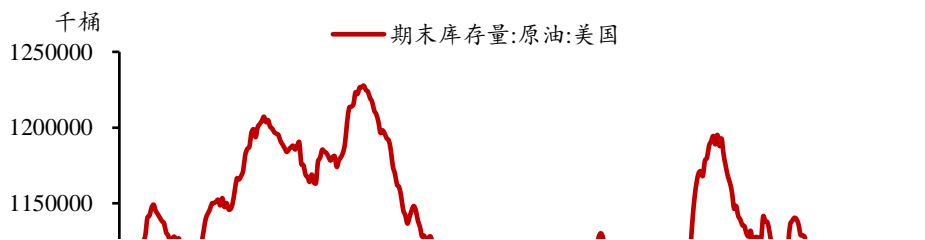
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

图 6: CCFI 欧洲航线指数仍然处于高位


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

能源价格仍然处于高位震荡的状态。煤炭价格和原油价格有较强的一致性。我们此前讨论到, 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, 原油的库存仍然在下跌的趋势当中, 虽然美国拜登政府陆续向市场投放原油, 但是原油的供应缺口, 仍然会维持相当长一段时间, 价格处于高位震荡的状态。

铜等有色金属价格也出现高涨, 俄罗斯乌克兰冲突下, 西方各国对俄的多方面制裁, 令俄罗斯的有色金属产量遭受打击。俄罗斯是全球铝、铜矿、冶炼铜和镍产出国, 供给减少, 部分地区封锁导致了相关金属产品的价格抬升。此外, 对俄制裁力度升级导致俄有色金属供应中断的风险也助长了市场的紧张情绪。

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_40375



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>