

出口“断崖”预示着什么？

2022年12月08日

12月7日，海关总署公布出口数据，11月出口同比-8.7%，较前值（-0.3%）下降8.4个百分点，下行幅度较大。

12月7日，政治局召开会议，分析研究2023年经济工作。

► **2023年出口将迎来深度下行，凛冬已至。**

8月出口增幅同比较7月腰斩，8月至今，中国出口已经连续4个月同比增速下行。市场已经准备好迎接11月出口同比负增，然而-8.7%的读数还是低于绝大部分市场预期。

我们对2023年出口有两点判断：第一，中国出口只锚定全球经贸周期这一个变量。第二，2023年全球经济步入衰退，推导2023年中国出口同比或在-8%。

11月超低出口固然与去年同期基数偏高相关，还有部分原因在于国内11月供给存在约束，然而这两点因素都不足以解释-8.7%的同比表现。

11月出口大幅低于预期，信号已经很明显，2023年中国出口将迎来凛冬。

全球贸易扩张时期，出口有多辉煌，那么全球贸易下行时期，出口便将有多落寞。

► **2023年出口迎来深度下行，扩内需成了政策必选项。**

市场对明年出口同比中枢下行基本形成一致预期，出口同比降幅尚存分歧。而明年出口增速的判断极为重要，它将牵引明年资本市场走势。

我们预测，2023年出口同比在-8%，这一增速将拖累GDP增速1.6个百分点。

若对全年经济增速有诉求，面对出口深度下行，光靠基建独木支撑，GDP增速难以达到4%以上。要实现超过4%的GDP增长，需要地产和消费迎来大幅改善。这便是我们强调的“出口越冷，政策越暖”。

11月以来地产纾困和防疫优化政策持续推进，偏弱的数据现实之下，市场依然选择了交易“强政策预期”。本轮地产正在经历一场历史罕见的缩表阶段，政策预期最终能否在现实数据兑现，这是当下市场最关切的问题。

我们看好2023年地产金融属性企稳，即销售同比和房价企稳。有三点判断依据：

- （一）居民存款高增，超额流动性充裕，居民缺乏的是对未来信心和稳定预期；
- （二）地产具备极强的金融属性，缺乏足够外力纠偏，较难自行企稳修复；
- （三）未来地产政策可以打开想象空间。

► **本次政治局会议未提及地产，这是怎样的信号？**

本次政治局会议只字未提地产，市场疑虑这是否意味着地产政策延续之前取向。

我们不妨将注意力转移到本次会议提到的一句话，“**推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长**”。

如果我们认可两点判断，其一，当下地产处于非正常收缩状态；其二，2023年达到一定GDP增速，需要地产企稳。那么结论便会非常清晰，**地产稳定有助于经济运行“整体好转”，有助于实现“合理增长”。**

至于为什么这次政治局会议没有直接提及地产？可以换个角度理解，地产行业本身存在的问题及整治，重要性减弱；当下最重要的是宏观稳定向好发展。这说明政策关注点已经从行业供给端结构调整，切换至更宏观的总量增长稳定。

► **内外需景气切换，意味着什么？**

出口冷冬，政策暖阳推动内需企稳。内外需景气切换意味着什么？意味着居民资产负债表修复，超额流动性消退，利率中枢上移，股票风格切换，债券市场调整。

再来理解当下出口，尤其是11月-8.7%的出口增速，预示的或许不止是2023年出口深度下行这一趋势，更预示着宏观环境和资产定价经历大转折。

风险提示：地产政策不及预期；美国地缘政治风险；疫情扩散超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

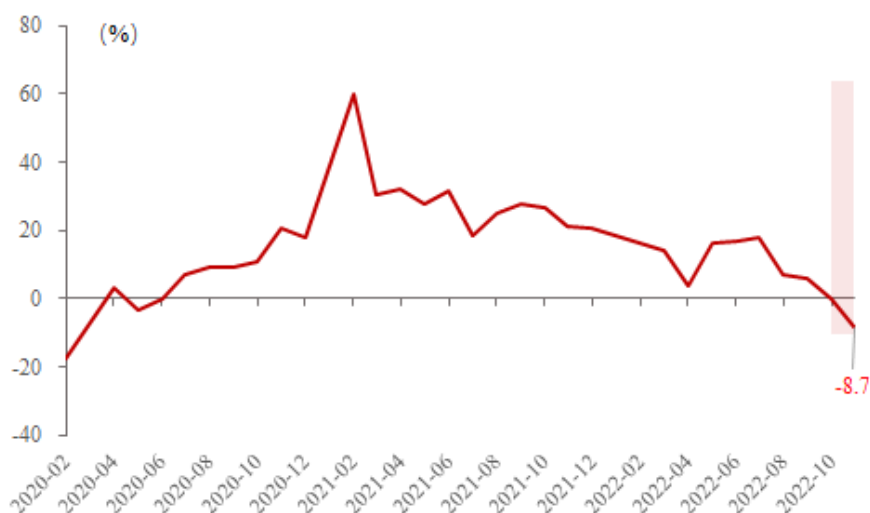
电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 2023年宏观经济及资产配置展望（五）：2023年金融条件展望：超额流动性退潮-2022/12/07
2. 2023年宏观经济及资产配置展望（四）：2023年财政基建展望：中央加杠杆，地方缓投资-2022/12/04
3. 2023年宏观经济及资产配置展望（三）：2023年出口：逃不开的全球经贸周期下行-2022/12/04
4. 全球大类资产跟踪周报：人民币汇率强势反弹-2022/12/04
5. 2023年宏观经济及资产配置展望（二）：2023年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02

图 1：11 月出口大幅低于预期



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 2：11 月以来地产政策着力在房企现金流纾困

时间	文件	内容	当前进展
11月8日	交易商协会发布《“第二支箭”延期并扩容 支持民营企业债券融资再助力》	针对包括房地产企业在内的民营企业发债融资计划， 预计规模可达2500亿元 ，后续视情况进一步扩容	·11月23日，中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函。 ·根据交易商协会信息，交易商协会已受理龙湖、美的置业、新城、万科、金地、储架式发债申请，分别为200亿元、150亿元、150亿元、280亿元、150亿元，合计930亿元。另外，中债增进公司已收到近百家长民营房企增信业务意向。
11月11日	央行、银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（11月23日正式外发）	从房地产融资、保交楼、风险处置、消费者权益、金融管理政策和住房租赁等六大方面出台 十六条 具体措施	·目前六家国有大行围绕“十六条”监管政策，专题研究细化措施，进一步加大工作力度，积极促进房地产市场平稳健康发展。截至11月24日，六大国有银行已与17家房企达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计为12750亿元。 ·股份制银行部第一时间督促12家全国性股份制商业银行切实提高政治站位，加快贯彻落实各项政策要求。
11月14日	银保监会、住建部、人民银行联合发布了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。	·银保监会相关部门负责人11月24日表示，目前已有股份制银行面向部分民营房地产企业开展了保函置换预售资金业务。
11月21日	全国性商业银行信贷工作座谈会 人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划	人民银行将面向6家商业银行 推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划 ，为商业银行提供低成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。	·截至11月24日，“保交楼”专项借款工作取得阶段性进展，专项借款资金已基本投放至项目，资金投入带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。
11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	五项举措支持房地产股权融资， “第三支箭”正式落地 ： ①恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。 ②恢复上市房企和涉房上市公司再融资。 ③调整完善房地产企业境外市场上市政策。与境内A股政策保持一致，恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资。 ④进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。 ⑤积极发挥私募股权投资基金作用。	—

资料来源：相关部委官网, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引

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_49870

