



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@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

出口阴霾仍在延续

2022 年 12 月 8 日

- **弱外需延续，出口增速再次低于预期。**11 月出口同比增速深度下挫，成为自新冠疫情发生以来的次低点。出口连续两次大幅低于市场预期，有疫情因素的扰动，但是最为重要的是受到弱外需延续的影响。在弱外需延续下，出口阴霾在多个国家间蔓延。11 月中国对美国出口降幅较 10 月再度扩大，一是终端消费的需求降温，二是制造业市场需求转弱。欧盟增速继续走弱，东盟的支撑作用已经十分薄弱。从商品结构上看，除汽车外的机电类产品增速转弱，汽车表现具有韧性。此外，成品油出口增速继续上升，钢材出口受生产端和外需双重夹击，增速继续下滑。
- **弱内需和弱生产对进口的拖累幅度更深。**11 月进口金额同比降幅扩大至两位数，一部分原因是受去年同期高基数的影响，另一部分原因是国内弱生产和弱需求的扰动。内需仍受到疫情扰动，严峻的疫情形势拖累内需，高新技术产业受到牵连。1) 从生产端来看，11 月制造业 PMI 延续下行趋势，景气度进一步收缩，生产和新订单指数较 10 月均下滑，弱生产和弱需求继续拖累进口。2) 从消费端来看，10 月消费者信心指数下行，消费动力不足拖累 11 月消费品进口。另外，北京、广州等高新技术企业聚集地此次疫情形势严峻，拖累高新技术产品和机电产品进口。分产品看，机电和高新技术产品进口降幅扩大，工业原料全线下滑，成品油对进口稍有提振。
- **短期内，出口阴霾或难消散。**我们认为出口负增速的风险仍可能持续。第一，在欧美紧缩政策下，短期内经济难以恢复，且明年欧美经济或仍将继续下行，因此直至明年年初欧美的双拖累格局仍难改善。从经济领先指标来看，欧美将持续拖累我国出口，一是 11 月欧美制造业 PMI 均位于收缩区间，制造业景气度仍低迷，二是欧美的 OECD 综合领先指标持续走弱，经济增长放缓。第二，东盟对我国出口增速的支撑作用已经十分薄弱。很可能在年底，东盟的支撑作用也会转为拖累。再加上年初有春节的影响，整体的出口增速都会受到抑制，短期内，预计对东盟的出口或难以扭转出口继续负增长的局面。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，东盟景气度超预期等。

目 录

一、弱外需延续，出口增速再次低于预期.....	3
二、弱内需和弱生产对进口的拖累幅度更深.....	6
三、短期内，出口阴霾或难消散.....	8
风险因素	9

表 目 录

表 1：11 月出口重点商品金额同比增速对比	5
表 2：11 月进口重点商品金额同比增速对比	7

图 目 录

图 1：11 月出口同比增速为-8.7%.....	3
图 2：外需整体继续下滑，美国、越南等国贡献度大幅削弱	4
图 3：11 月美国、越南 PMI 落入收缩区间，欧元区略有反弹	4
图 4：11 月运价指数进一步回落.....	5
图 5：11 月的结构性亮点是成品油和汽车	6
图 6：11 月去年同期基数较高.....	6
图 7：11 月能源类进口表现分化	8
图 8：OECD 综合领先指标持续走弱	8

一、弱外需延续，出口增速再次低于预期

11月出口同比增速（以美元计）为-8.7%，下挫幅度较深，成为自新冠疫情发生以来的次低点。出口连续两次大幅低于市场预期，有疫情因素的扰动，但是最为重要的是受到弱外需延续的影响。

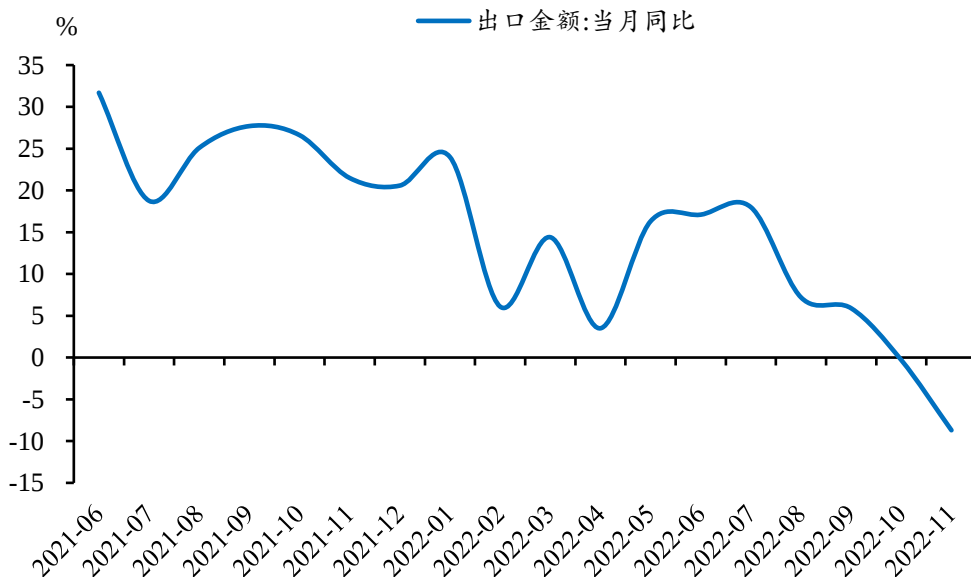
弱外需延续，出口阴霾蔓延。11月摩根大通全球制造业采购经理指数为48.8%，较上月下降0.6个百分点，连续3个月运行在50%以下的收缩区间，全球经济呈现继续下行走势。在弱外需延续下，出口阴霾在多个国家间蔓延。从8月的美国负贡献，扩大到欧盟和其他主要国别，再进一步扩大到其他非主要国别。现在多数国别贡献已经转负，尽管东盟还支撑着出口增速，但是东盟对出口的支撑也已经非常薄弱。具体来看：

1) 美国制造业落入收缩区间，需求走弱拖累对我国产品的进口。11月，中国对美国的出口增速已经进一步下滑到-25.43%，和10月的-12.56%相比，11月降幅翻倍。1) 从终端消费者需求来看，美国红皮书商业零售周同比的中枢比10月份进一步下降。而随着美国国内耐用品消费的减弱，由耐用品生产需求带来的机电类产品出口增速正在回落。2) 从制造业市场需求来看，11月美国制造业PMI录得47.7%，开始跌落收缩区间；ISM的制造业新订单PMI也已经连续三个月处于收缩区间，11月读数为47.2%。制造业PMI落入收缩区间，需求走弱拖累对我国产品的进口。

2) 对欧盟的出口增速表现继续小幅走弱。对欧盟的出口增速从10月的-8.95%下降到11月的-10.62%。从欧盟成员国上看，各占欧盟出口金额五分之一的德国和荷兰，中国对二者的出口同比降幅均继续扩大，而对法国和意大利的出口同比降幅有所收窄。从景气度上看，11月欧元区PMI为47.1%，比10月的46.4%略有回升，但仍然在收缩区间。

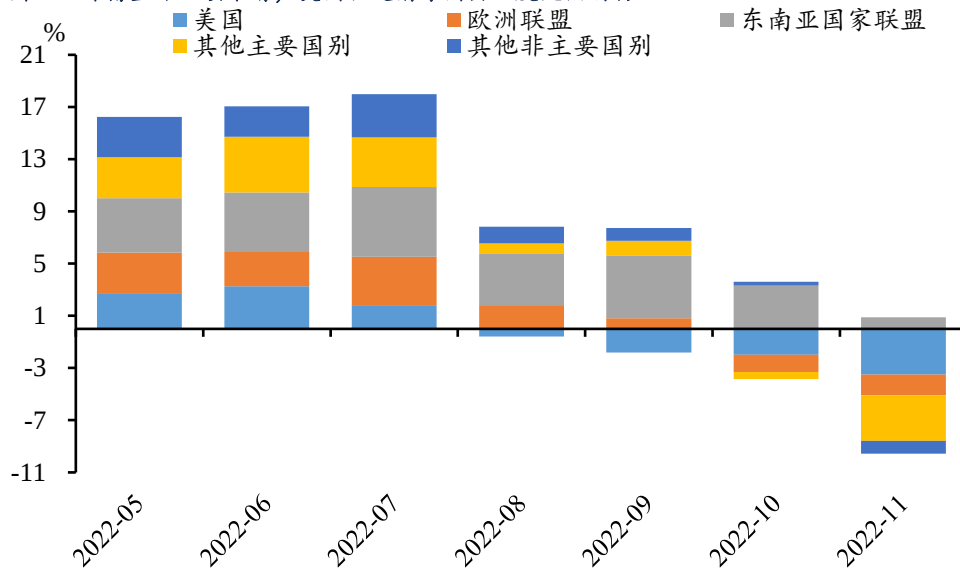
3) 东盟对出口的支撑已经非常薄弱。自5月起，东盟对我国出口的支撑作用一直都比较明显。在8月以来出口增速明显回落后，即使东盟与前值相比有所滑落，但在各个出口目的地中表现较好，对冲了一部分外需回落的影响，是我国出口的支撑力量。在东盟的韧性支撑下，整体出口增速也一直维持正增长。但10月起，东盟的支撑作用出现了松动，10月总出口陷入小幅负增速。11月东盟支撑作用大幅减弱，出口增速重度下挫至5.18%。从我们划分的五大出口目的地结构上看，东盟已经成为唯一的支撑力量。

图 1：11月出口同比增速为-8.7%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

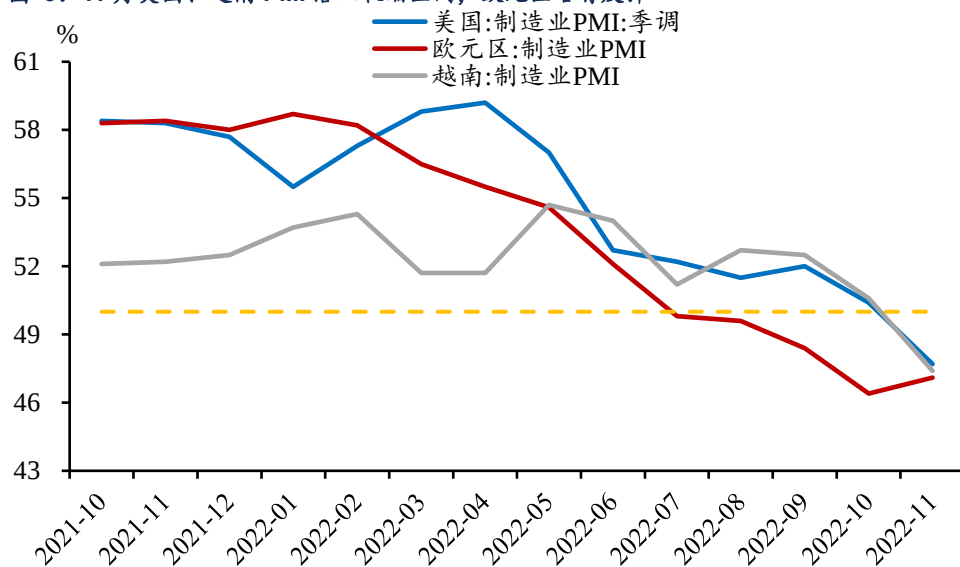
图 2：外需整体继续下滑，美国、越南等国贡献度大幅削弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

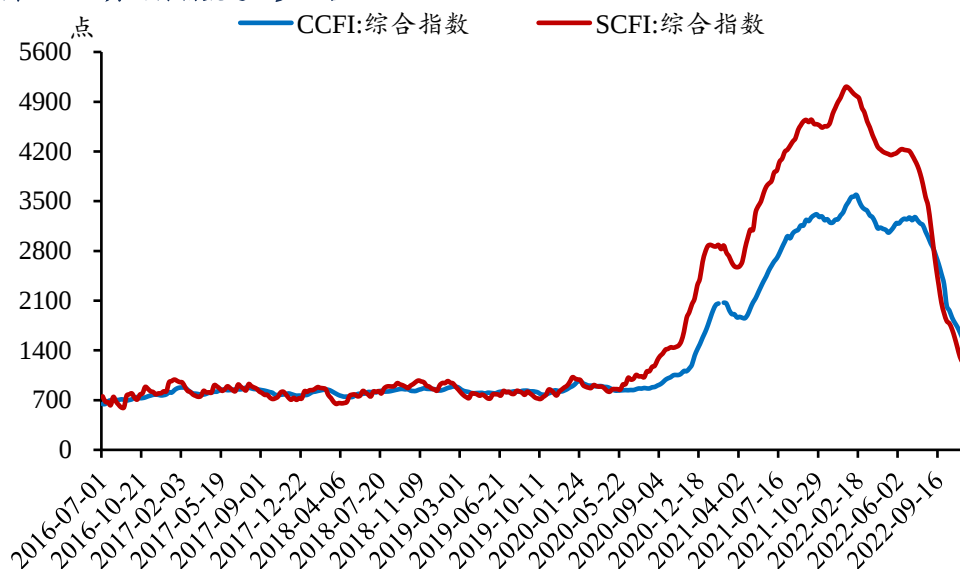
其他主要国别为日、韩、英、香港、台湾、澳大利亚、俄罗斯、印度、加拿大、新西兰

图 3：11 月美国、越南 PMI 落入收缩区间，欧元区略有反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

运价指数持续下跌，外贸港口吞吐量高主要是空箱回流。中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）和上海出口集装箱综合指数（SCFI）持续下跌，11 月 SCFI 运价指数已基本回落到 2020 年上半年的水平。在吞吐量方面，中国港口协会数据显示，11 月上旬，中国沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增加 8.5%，其中外贸同比增加 9.2%，内贸增加 6.6%。表面上外贸集装箱吞吐量表现较好，但实际上，外贸集装箱增量主要来自于大量外贸空箱回流，而外贸重箱呈同比下降态势。

图 4：11 月运价指数进一步回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

结构上，分商品类别来看，除汽车外的机电类产品出口走弱，成品油出口量价齐升。

1) 除汽车外的机电类产品出口走弱。11 月出口表现进一步减弱，机电和高新技术产品出口增速继续下滑。其中，出口金额占比过半的机电类产品出口同比增速为-11.38%，集成电路、手机和船舶的出口数量均有下滑；而机电产品中的汽车出口同比增速则表现较有韧性，出口数量同比增速继续上升至 68.18%，出口均价同比增速也继续上扬至 26.70%。

2) 成品油出口同比增速上升，钢材出口同比增速下滑。成品油的出口表现依旧有韧性，与 10 月份相比，成品油出口金额和出口数量的同比增幅都进一步扩大。而钢材出口同比增速下滑，背后除外需因素外，钢材生产端下降也是部分原因。11 月份，由于疫情多点频发对局部地区的工厂作业和工地施工有所抑制，加上冬季需求季节性衰减，生产端转弱。具体来看，11 月国内重点企业的日均钢材产量为 198.34 万吨/天，同比增速有所下滑。生产端的抑制，也可能导致整体的出口金额增速转弱。

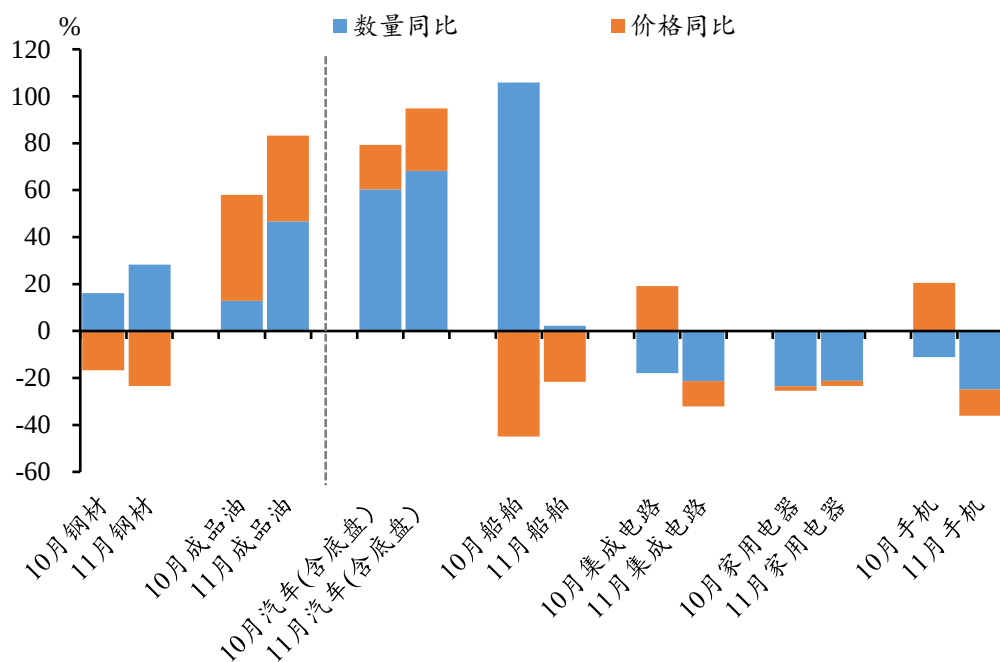
表 1：11 月出口重点商品金额同比增速对比

出口重点商品	当月同比(2022-11) 单位: %	上月同比(2022-10) 单位: %	同比增速差值 单位: pct	当月金额占比 单位: %
机电产品	-11.38	-0.20	-11.18	58.24
高新技术产品	-23.91	-7.10	-16.81	25.27
服装及衣着附件	-14.88	-16.80	1.92	4.43
纺织纱线织物及其制品	-14.94	-9.00	-5.94	3.81
钢材	-2.51	-0.30	-2.21	2.48
塑料制品	-4.11	3.10	-7.21	3.11
农产品	4.56	10.10	-5.54	2.98
家具及其零件	-15.92	-10.20	-5.72	1.99
鞋靴	3.73	3.10	0.63	1.63
玩具	-21.95	-17.60	-4.35	1.22
箱包及类似容器	12.20	20.40	-8.20	1.04
成品油	100.39	56.80	43.59	1.83
未锻轧铝及铝材	-18.15	-1.60	-16.55	0.55
陶瓷产品	-1.61	8.40	-10.01	1.05
肥料	28.49	-1.00	29.49	0.32
稀土	44.45	46.70	-2.25	0.03
中药材及中式成药	2.94	-12.91	15.85	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

图 5：11 月的结构性亮点是成品油和汽车

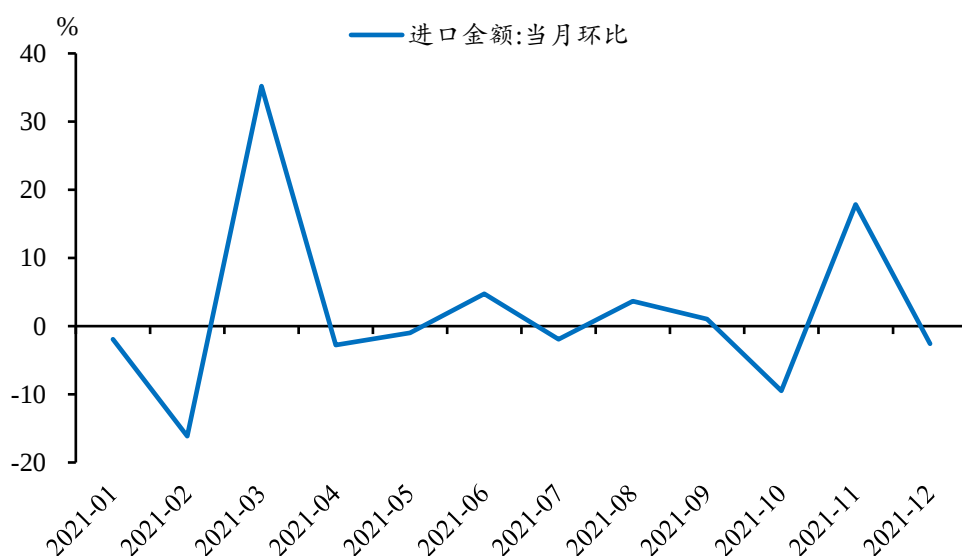


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、弱内需和弱生产对进口的拖累幅度更深

11 月进口金额（美元计价）同比降幅下降至两位数，由 10 月的 -0.7% 下降至 -10.6%，下滑了 9.9 pct，环比增速为 6.1%。自今年 6 月以来，进口增速一直不及市场预期，而 11 月进口同比增速大幅下滑，一部分原因是受到去年同期进口高基数的影响，另一个更为重要的原因则是内需不振。

图 6：11 月去年同期基数较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

疫情形势严峻拖累产需，高新技术产业受到牵连。受多地疫情爆发影响，11 月制造业生产和消费需求疲软，拖累进口。1) 从生产端来看，11 月制造业 PMI 延续下行趋势，景气度进一步收缩，生产和新订单指数较 10 月均

下滑，制造业供需双弱拖累进口。2) 从消费端来看，10月消费者信心指数下行，消费动力不足拖累11月消费品进口，其中，美容化妆品及洗护用品同比下降20.23%，纺织纱线、织物及制品同比下降36.28%。另外，北京、广州等高新技术企业聚集地此次疫情形势严峻，拖累高新技术产品和机电产品总进口，分别同比下降27.2%和23.8%。

分产品看，工业原料全线下滑，成品油对进口稍有提振。在11月进口分项中，工业生产需求缩减导致工业原料进口延续负增长，与去年同期相比，煤及褐煤量价齐跌，天然气价涨量跌进一步拖累进口。值得注意的是，11月进口同比增速为正的分项更少，一是原油和成品油进口金额分别同比增长28.08%和16.24%，但驱动因素有所不同，原油量价齐升，成品油量涨价跌；二是农产品和肥料进口分别增长9.35%和18.76%，农业农村部最新调度显示，11月下旬在田蔬菜面积8241.5万亩，同比增加140.2万亩，这可能带动了肥料用量的同比增长。

表 2：11月进口重点商品金额同比增速对比

进口重点商品	当月同比(2022-11) 单位：%	上月同比(2022-10) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	-23.80	-6.50	-17.30	36.40
高新技术产品	-27.20	-10.60	-16.60	25.86
原油	28.08	41.30	-13.22	13.96
农产品	9.35	11.00	-1.65	9.12
铁矿砂及其精矿	-11.59	-20.80	9.21	4.12
未锻轧铜及铜材	-13.47	-18.20	4.73	1.94
铜矿砂及其精矿	-11.59	-14.60	3.01	2.07
天然气	-2.94	9.40	-12.34	3.23
初级形状的塑料	-20.39	-11.50	-8.89	2.00
医药材及药品	-15.94	-19.20	3.26	1.55
煤及褐煤	-26.04	2.10	-28.14	1.92
美容化妆品及洗护用品	-20.23	-6.10	-14.13	0.78
纸浆	11.42	15.50	-4.08	0.93
成品油	16.24	12.00	4.24	0.88
原木及锯材	-30.75	-30.07	-0.68	0.54
钢材	-34.49	-19.70	-14.79	0.58
纺织纱线、织物及制品	-36.28	-35.00	-1.28	0.39
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-3.81	12.50	-16.31	0.50
肥料	18.76	46.00	-27.24	0.17

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

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_49873

