

出口增速是否已经触底？

——11 月外贸数据点评

宏观事件：

11 月中国出口同比下降-8.7%（美元计价），同比进一步大幅回落且远低于市场一致预期，再次验证了我们“四季度某些月份或出现负增长”的判断。由于 10 月以来出口订单的下行以及高基数的影响，在明年一季度之前，中国出口同比可能都不会企稳。11 月进口同比增速也进一步放缓，或表明国内需求同样较为疲软。

事件点评：

➤ 11 月出口同比进一步下滑

11 月中国出口同比增速-8.7%（美元计价，前值-0.3%），明显低于市场预期（-1.5%），延续了上月快速下滑的趋势——进一步验证了我们之前对四季度个别月份出口可能出现负增长的预测（《6 月出口数据点评》）。实际上，在基数低于 10 月的情况下，出口的收缩可能较同比指标显示的更为剧烈——经过季调以后，11 月出口金额表现出今年以来的最大降幅。

从国别来看，11 月对多数国家的出口增速都出现了明显下滑，并落入负增长区间，只有对东盟与俄罗斯的出口仍保持正增长，但增速也出现了大幅下降。从品类来看，多数产品受到订单低迷的影响而持续下滑或保持负增长，仅有汽车与成品油因海外供应链瓶颈保持高增长。

➤ 未来出口同比仍有下滑压力

11 月出口增速超预期下滑，主要原因是需求不足。港口出现集装箱空箱，航线数量缩减，航运价格下滑等微观线索也都显示了外需的疲软。此外，出口的下行也受到多地疫情反复对供应链与港口的影响。

展望未来，出口增速仍面临下滑压力。首先，从我们追踪的情况来看，10 月以来出口订单有所下行，而订单一般是领先指标，这意味着未来数月出口可能继续下行。其次，季调后的出口金额显示，12、1 月出口的基数将继续抬升。此外，汇率的贬值不仅未带来订单增长，甚至可能对后续出口构成压力。所以，即便疫情有所好转，考虑到基本面的疲软，我们认为大概率也不会改变出口整体下行的趋势。

➤ 进口持续低迷，关注政策优化对内需的提振

11 月以美元计价进口同比也持续下行，反映出国内经济短期仍较为疲软。从品类来看，铁矿石等大宗原材料、高科技机电产品进口均保持负增长，原油增速也有所回落。我们认为此前疫情与地产的疲软对内需增长或有较强压制，近期稳地产与防疫优化政策相继推出，后续需密切关注政策落地效果。

风险提示：海外经济与预期不一致，疫情反复超预期，政策与预期不一致

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 电话：18868130217
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

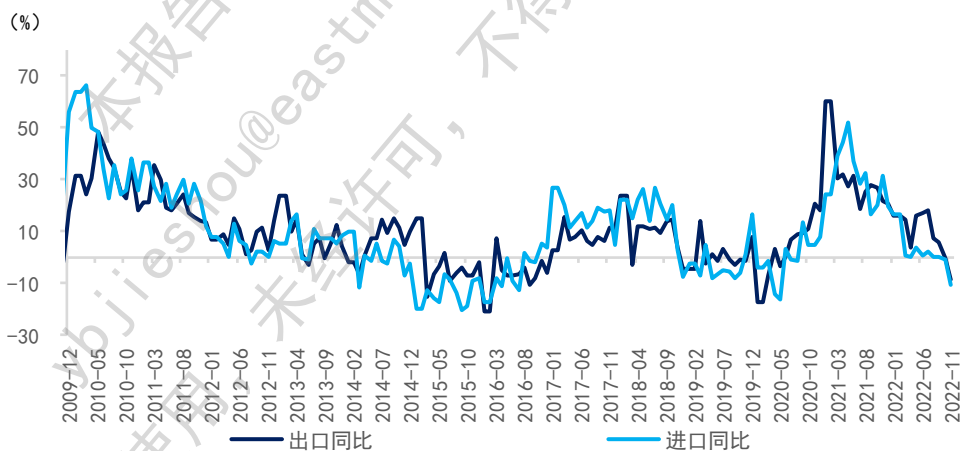
相关报告

- 1、《制造业环比增长如期回落 10 月 PMI 以及未来经济展望》2022.11.01
- 2、《昙花一现的反弹三季度经济数据点评》2022.10.24

1 11月出口进一步下滑

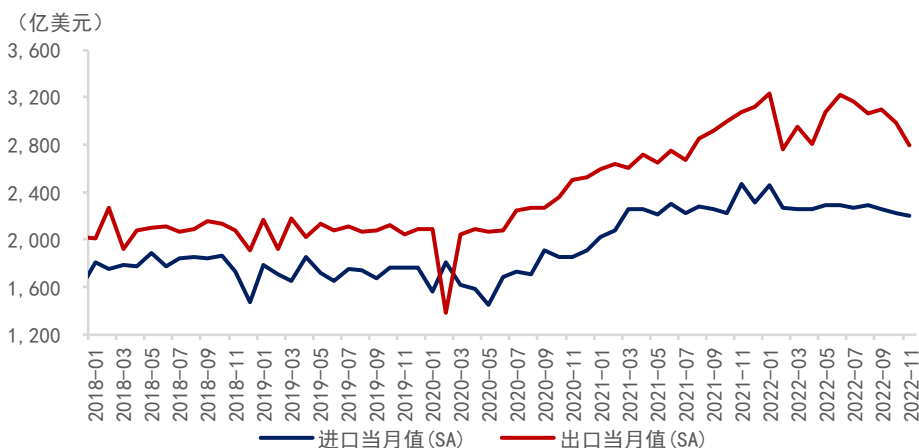
11月中国出口同比增速-8.7%（美元计价，前值-0.3%），明显低于市场预期（-1.5%），延续了上月快速下滑的趋势——进一步验证了我们之前对四季度个别月份出口可能出现负增长的预测（《6月出口数据点评》）。实际上，在基数低于10月的情况下，出口的收缩可能较同比指标显示的更为剧烈——经过季调以后，11月出口金额表现出今年以来的最大降幅。

图表 1：中国进出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：中国进出口金额经季调（亿美元）



来源：Wind，国联证券研究所

2 11月出口的结构分析

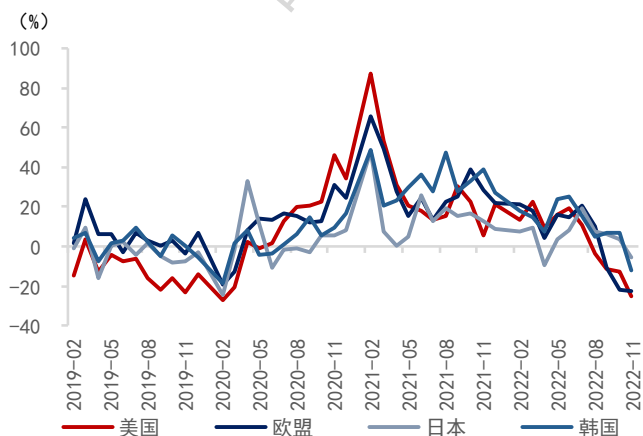
从国别来看，11月对美日韩的出口增速均明显下滑，对欧盟与英国的出口也持续保持负增长。对新兴市场国家的出口中，我国向南非、巴西、印度的出口也大幅回落，且均落入负增长区间。只有此前一直偏强的对东盟与俄罗斯的出口保持正增长，但增速也出现了大幅下滑。

就出口订单而言，据我们了解，不同地区间出现了一些分化的迹象。欧洲方面，由于俄乌冲突仍存在较多不确定性，欧洲居民预防性储蓄增加，其消费需求缩减或降级，促使国外商超选择主动降低库存以化解滞销的风险，新增订单因此处于低位。其次，欧盟此前的财政补贴刺激居民提前购买大件耐用品，并囤积了较多的日用消费品，也使得部分消费力被提前透支。此外，之前供应链的不稳定促使一些进口商选择超发订单，在供应链趋稳后自然有部分订单被取消，近期订单取消与被要求延期的情况仍在持续恶化。

对美国的出口订单则出现了一些可能复苏的迹象。最近来看，部分美国超市的库存已有明显下降，但未来是否能转化为新签订单仍有待观察。东南亚国家的出口订单则延续此前的疲弱，或持续拖累中国对于东南亚国家的中间品出口。实际上，8月以来，中国往返东南亚航运的价格持续下滑。

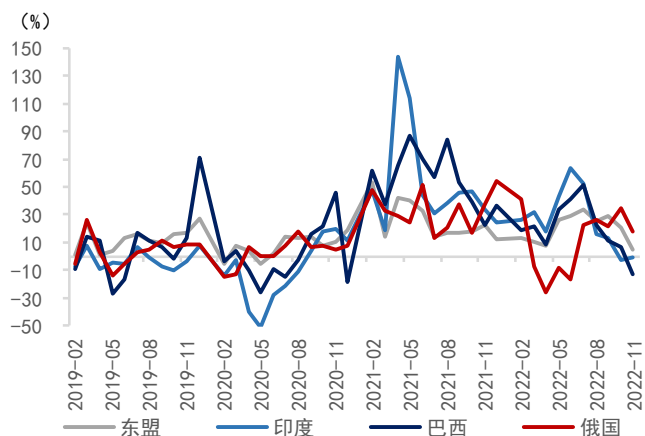
此外，不同规模的企业之间的分化也有进一步加深。中小企业的订单情况更为严峻，外贸展会举办的限制是部分原因。此前外贸展会是小企业争取新客户与新订单的重要渠道，展会举办受限对中小企业的业务拓展有较大影响。后续随着防疫措施优化与展会的正常化，或许在这一方面对中小企业将有边际改善。

图表 3：对主要发达国家的出口



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：对主要新兴市场国家的出口

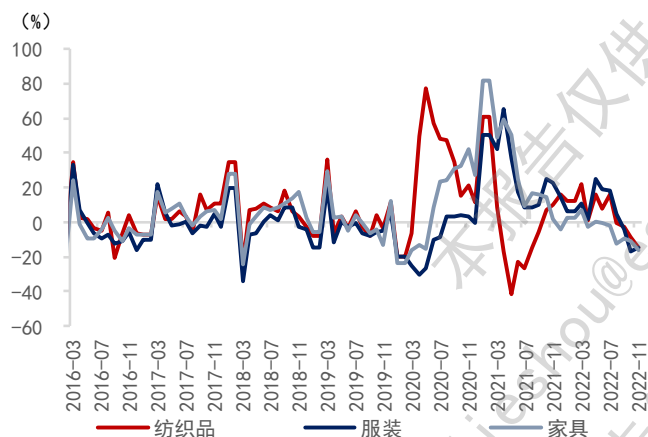


来源：Wind，国联证券研究所

从品类来看，多数产品受到订单低迷的影响而持续下滑或保持负增长。具体而言，不仅耐用消费品、传统强项的机电产品及其他高新技术产品的出口增速大幅下滑，医

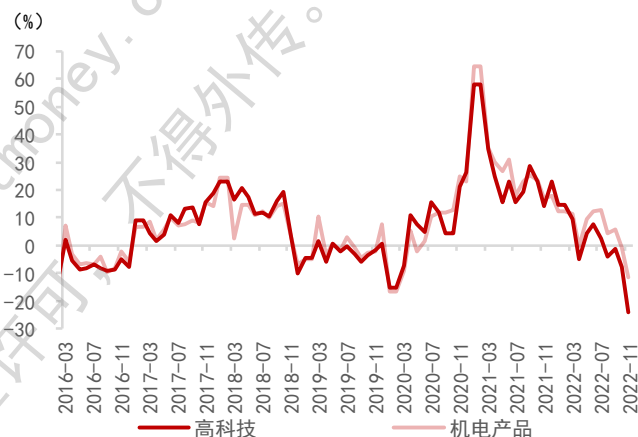
疗器械等防疫物资的出口保持负增长，其他大宗原材料如钢铁、铝材等的出口增速也受到出口量下滑的影响进入负增长区间。主要出口产品中，仅有汽车与成品油因海外供应链瓶颈保持高增长。其中，汽车出口量价齐升，成品油出口增速也有所上行——在原油价格有所回落的情况下，出口量的增加支撑了原油出口的进一步增长。

图表 5：部分劳动密集型产品出口



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：高科技和机电产品出口



来源：Wind，国联证券研究所

3 出口增速是否已经触底？

11 月出口增速再次超市场预期下滑，一方面是出口基本面进一步恶化的结果，另一方面也受到短期因素扰动的影响。

前期出口订单萎缩的结果进一步显现。从微观反馈来看，港口出现了较多的集装箱空箱，航运价格也进一步下降，美东与美西航线的价格甚至已经接近疫情前的水平，一些船公司也缩减了航线以降低成本，这些都验证了外需正在大幅下降。

阶段性的疫情也对 11 月出口有所影响。11 月疫情在多地有所反复，对供应链的扰动也会对出口数据造成了一定影响。例如，11 月疫情导致重庆部分工厂受到封控，一些零部件的生产进度放缓，导致下游发动机的出口订单交付延迟。此外，广州疫情反复、郑州航空港区静默也对这部分港口的出口造成了冲击。

展望未来，中国出口同比增速到明年一季度之前可能难以企稳。

首先，从我们追踪的情况来看，新签出口订单自 4 月开始持续下滑，在 6-9 月有所企稳，在 10 月又出现了明显的恶化。通常而言，订单领先官方出口数据数月左右，这意味着后续数月出口的可能继续下行。

其次，从季调后的数据来看，去年 12 月、1 月出口出口规模持续上行，也就是说同比的基数将较进一步变高。

同时，由于订单状况低迷，出口企业预期整体较为悲观。迄今为止，我们尚未观察到因为人民币汇率贬值明显提振出口订单的现象，当前汇率的下降还可能会对明年出口构成压力——如果明年汇率有所回升，企业近期新签订单的利润空间会被压缩。

当然，防疫措施的不断优化可能成为支撑未来出口的一个潜在因素。就我们了解，目前已有部分外贸从业者出境拜访客户争取订单，随着展会活动的恢复与隔离政策的优化，未来出口企业的对外交流可能进一步加强。此外，防疫措施的优化也有望增强国内供应链稳定性，加强海外客户与出口企业的信心。

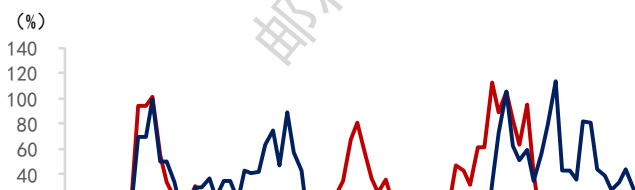
综合而言，我们维持出口同比增速或在未来数月进一步下滑的判断。即便防疫措施优化对出口可能有一定的提振，在基本面继续恶化的情况下，出口同比的趋势下滑仍是大概率事件。

4 内需仍然偏弱，进口持续低迷

11月以美元计价进口同比增速为-10.6%（前值-0.7%），进一步下滑。虽然去年同期的基数偏高是进口下行的部分原因，但在剔除基数影响之后，进口增速较上月仍有明显下行。进口的持续走弱或许意味着10月以来内需整体较为疲软，甚至有进一步下行的趋势。

从品类来看，铁矿石等大宗原材料、高科技机电产品进口均保持负增长，原油增速也有所回落——主要受到11月原油价格下行的影响。

图表 7：铁矿石和原油进口金额同比



图表 8：高科技和机电产品进口金额同比



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_49901

