

外需下滑拖累出口，内疫压力扰动进口

——2022 年 11 月进出口数据的背后

核心观点

11 月进、出口数据均显著下滑，内疫扰动拖累内需继而冲击进口，美欧高库存背景下滞胀预期演绎是冲击我国外需的核心致因，我们继续强调关注中国供给相对优势，是稳定出口中枢的重要韧性来源。

□ 内疫外需扰动出口，供给优势不惧未来

中国 11 月以人民币计出口同比增长 0.9%，前值 7%，美元计价出口-8.7%，前值-0.3%，我国对主要贸易对象国出口方面，11 月我国对美国、欧洲、东盟和日韩的出口增速分别为-25.4%、-8.9%、5.2%和 5.4%，前值为-12.6%、5.6%、20.3%和 6.4%，对美国、欧洲及东盟出口下滑是 11 月出口主要拖累项。出口结构层面，受外需下滑拖累，机电产品及纺织服装等劳动密集型产品出口均不同程度下滑，11 月，占我国出口份额近六成的机电产品出口增速-11.3%，环比回落 8.6 个百分点，纺织制品及服装衣着附件出口同比分别为-14.8%和-14.9%。

滞胀逻辑影响逐步演绎，11 月出口超预期下滑。11 月出口超预期下滑，我们认为一方面是海外需求下滑的体现，另一方面源于高库存叠加滞胀趋势，将导致发达经济体需求阶段性显著下滑。首先，海外经济下行趋势逐步显现，10 月 11 日 IMF 最新全球经济预测再次调低 2023 年全球经济增速预测至 2.7%（7 月预测为 2.9%），全球及主要国家 PMI 制造业指数进一步走弱，11 月，全球制造业 PMI 创年内新低 48.8%，美国及日本制造业 PMI 也再创年内新低达到 49.0%和 49.0%。其次，关注发达经济体高库存及滞胀趋势对其进口需求的扰动，本轮发达经济体的补库周期始于 2020 年 Q3，过去两年的补库周期是拉动海外经济修复的关键力量，同时当前美欧等发达经济体仍滞胀预期，特别是来自工资、能源等领域的成本冲击，我们认为高库存环境叠加滞胀趋势，对发达经济体的自身进口需求形成冲击（发达经济体的进口动力源于本国生产、库存无法满足的需求缺口），且可能阶段性放大冲击效果。此外，2021 年高基数对 11 月出口超预期下滑也有一定影响。

滞胀预期下更应关注供给逻辑。考虑全球面临的潜在滞胀冲击，我们认为相比需求侧，更应关注供给侧逻辑，即便在全球总需求回落和贸易蛋糕缩小的趋势下，我们认为我国也不会出现出口增速中枢大幅下滑、甚至接近-10%水平的可能，核心在于我国具备突出的供给优势，一方面疫后出口部门持续超预期已有验证，另一方面今年以来两轮内疫的压力测试及优化疫情防控措施对内供的进一步保障，供给优势得以巩固，且海外滞胀冲击将进一步导致海外供给的脆弱性提升，我们认为相对供给优势奠定我国出口不具备持续大幅负增长的可能。

此外，海外供给多重挑战和压力背景下，其低迷表现可能成为我国相对供给优势的重要来源，一系列地缘政治冲突、工人罢工、供应链中断、资产负债表恶化等冲击扰动海外供给，具体表现在以下方面：

1、企业资产负债表受挫扰动扩产意愿。由于持续的疫情和成本通胀冲击，企业资产负债表和现金流量表在 2020 年后显著恶化仍未痊愈，破产、倒闭企业不甚枚举，资产负债表衰退预期扰动企业扩产意愿。

2、疫情、高通胀等因素加剧贫富差距，体现为社会撕裂和民粹主义抬头，工人提高工资诉求提升，工会对抗力量增强，在挪威、韩国、加拿大、美国等地接连出现大规模工人罢工，物价-工资螺旋式上升与罢工冲击供应链稳定性施压海外供给。根据我们梳理，年内海外已发生超过 20 起大范围工人罢工事件（图 5）。

3、滞胀预期加剧，企业扩产意愿受限。全球经济衰退预期不断加剧，叠加成本推动型通胀，企业扩大新增产能意愿有限，特别即将入冬的欧洲经济体，能源危

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《11 月外储：储备资产增持黄金》 2022.12.07
- 2 《中央政治局会议解读：夺回失去的时间》 2022.12.07
- 3 《2023 年宏观投资风险排查手册---年度策略姊妹篇》 2022.12.07

机之下常规生产制造已经难以保障，更不必说进一步扩产，德国出现 1991 年首次贸易逆差、欧洲 OFDI 提速等均是侧面例证。

4、全球供应链仍面临多重不确定性冲击。受疫情、地缘政治因素、成本冲击等因素影响，根据我们梳理，全球供应链仍面临多重不确定性冲击，采购、生产、物流、仓储、分销等领域均有表现。

□ 如何理解外贸集装箱数据与出口数据的偏离？

11 月出口数据超预期下滑，相比之下 11 月沿海八大集装箱枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比增加 3.3%，较 10 月环比回升 7.8 个百分点，缘何两者出现较大偏离？我们认为集装箱空箱回流是主因，2021 年下半年，由于疫情冲击导致全球物流不畅，航运效率下降导致集装箱流转速度显著下降，海外集装箱回流中国相应减少，我国发挥供给优势带动出口超预期进而体现国内集装箱需求提升，“一箱难求”和“加班加点生产集装箱”一度成为出口景气的写照，2022 年以来，海外需求逐步走弱背景下，随着海外共存策略带动物流畅通和集装箱前期产量增长较快影响，空箱显著增多进而出现空箱回流，CCFI 指数（中国出口集装箱运价指数）等数据出现显著回落，由此导致了外贸集装箱数据与出口数据的偏离。

□ 内疫扰动内需，进口显著下滑

11 月人民币计进口同比增长-1.1%，前值 6.8%，美元计进口-8.7%，前值-0.3%，分贸易对象国来看，我国自美国、欧洲、东盟和日韩进口增速分别为-7.3%、-5.1%、-3.7%和-12.3%，前值为-1.5%、-8.4%、4.6%和-9.0%。此外，我国对一带一路国家进口保持持续增长，1-11 月累计同比增速达 19.7%，前值 20.3%。我们认为，内疫仍是阶段性决定内需的核心变量，内疫施压是导致 11 月内需下滑进而拖累进口的核心原因，预计后续优化疫情措施逐步提升经济效率，进口增速有望较 11 月适当回升。

内疫仍是影响进口的关键变量。内需是决定进口变化的释因，我们在此前多篇报告中提示内需变化是今年进口变化的释因，3-4 月受疫情扰动，7 月常态化检测应对疫情背景下地产风波又冲击内需，8 月全国疫情呈现多点散发、多地频发态势，内需修复“一波三折”决定了进口呈现为低位震荡特征。11 月进口数据显著低于预期，主因在于疫情扰动，11 月以来，全国本土新增感染人数和涉疫城市显著增加，如广州、重庆、北京、郑州等，货运物流和人员流动强度有所下降；电影票房表现黯淡，11 月全国超 4 成以上电影院处于歇业状态。

展望后续，我们认为，短期内疫情反弹会对经济修复造成一定压制，随着“优化二十条”及“新十条”的推出，需求收缩及预期转弱问题将逐步改善，有助于内需的逐步修复，2023 年内需的渐进企稳有助于带动进口温和回升。

□ 11 月贸易顺差边际回落

11 月贸易顺差边际回落。11 月贸易顺差 698.4 亿美元，前值 851.5 亿美元，边际回落，其中，我国对美国、欧盟、东盟、日本贸易顺差分别为 243.3、219、132.5 和 30 亿美元，前值 341.9、226.8、155.3、17 亿美元，11 月贸易顺差边际回落主要来自于对美顺差。增长层面，考虑 2021 年 Q4 贸易顺差高基数，预计 Q4 贸易顺差对名义 GDP 的拉动相对有限；国际收支层面，预计相对较高的贸易顺差依旧是维持国际收支平衡的重要支撑，随着优化二十条、地产三支箭等政策效果的逐步显现，基本面预期带动人民币汇率企稳，美联储加息进程逐步接近本轮政策利率调整终点等逻辑逐步演绎，预计国际收支压力最大阶段或逐步过去。

□ 风险提示

中美贸易摩擦超预期恶化，疫情变异冲击全球，海外经济超预期下滑。

图表目录

图 1: 11 月进出口数据.....	4
图 2: 11 月进、出口数据回落.....	4
图 3: 出口价格指数跟随进口价格指数开始回落.....	5
图 4: 11 月国内疫情有所反复.....	5
图 5: 海外经济频发罢工事宜, 冲击生产制造、物流运输等供给体系	5
图 6: 美国批发、零售库存处于历史级高位.....	6
图 7: 11 月出口量价分析.....	6
图 8: 11 月进口量价分析.....	6
图 9: 11 月贸易顺差边际回落.....	6

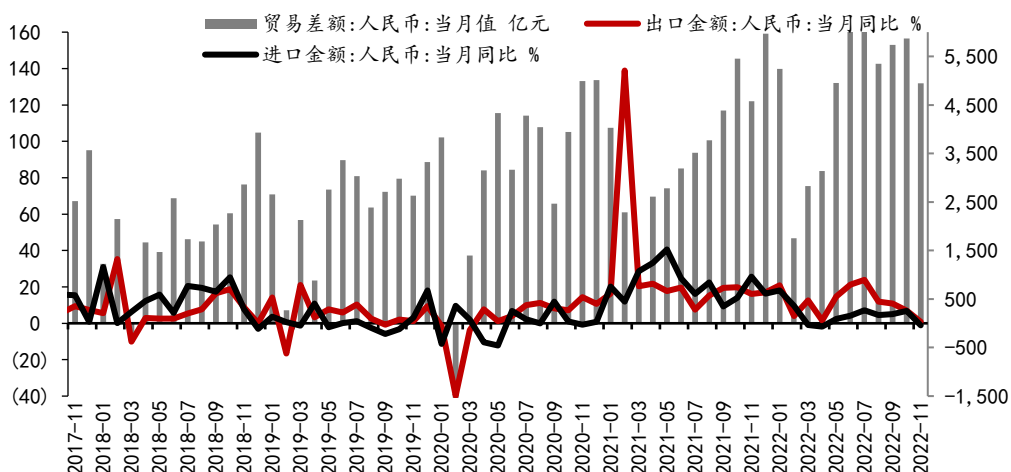
1 进出口数据跟踪

图1：11月进出口数据

进出口数据（当月）		单位	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
进出口（美元）	%		-9.50	-0.40	3.50	4.10	10.80	9.50	10.50	2.00	7.70	8.60	22.70	20.21
出口（美元）	%		-8.70	-0.30	5.90	7.20	18.00	17.10	16.30	3.50	14.40	6.10	24.00	20.58
进口（美元）	%		-10.60	-0.70	0.30	0.20	2.00	0.40	3.70	0.20	0.70	11.70	21.00	19.70
贸易差额（美元）	亿美元		698.40	851.54	848.08	792.16	1,009.11	962.74	775.18	493.83	445.91	276.06	822.36	932.08
进出口（人民币）	%		0.10	6.91	8.34	8.56	16.40	13.51	9.06	0.03	6.01	6.49	19.61	16.66
出口（人民币）	%		0.90	7.00	10.85	11.88	23.91	21.15	14.65	1.59	12.61	3.94	20.85	16.98
进口（人民币）	%		-1.10	6.76	5.11	4.43	7.07	4.23	2.39	-1.80	-0.92	9.58	17.99	16.22
贸易差额（人民币）	亿元		4,943.3	5,868.0	5,740.0	5,347.0	6,803.0	6,384.0	4,949.0	3,140.0	2,829.0	1,755.0	5,245.0	5,967.0
中国与主要国家间贸易（当月）		单位	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
美国	对美国出口	%	-25.43	-12.56	-11.56	-3.77	10.97	19.32	15.75	9.42	22.38	9.74	16.90	21.21
	从美国进口	%	-7.28	-1.54	-4.62	-7.38	-4.49	1.68	21.18	-1.24	-11.95	-1.11	16.56	3.30
	贸易差额	亿美元	243.30	341.94	360.73	367.73	415.06	414.05	360.69	322.44	320.86	266.93	330.78	392.34
欧洲	对欧洲出口	%	-8.95	5.60	11.09	23.17	17.12	20.27	7.91	21.43	15.38	31.22	25.65	33.46
	从欧洲进口	%	-5.10	-8.37	3.13	-7.35	-9.71	-9.00	-12.52	-11.62	0.46	-0.82	-2.91	4.22
	贸易差额	亿美元	226.76	231.66	252.89	293.81	254.30	232.08	196.38	200.72	178.44	277.54	251.40	228.19
东盟	对东盟出口	%	5.18	20.27	29.49	25.13	33.49	29.04	25.92	7.58	10.38	5.88	18.17	12.00
	从东盟进口	%	-3.72	4.56	4.95	5.19	9.58	5.30	-2.03	4.45	2.70	10.85	15.45	22.53
	贸易差额	亿美元	132.51	155.32	142.88	149.36	194.03	165.62	168.93	114.42	76.57	27.19	133.34	101.12
日韩	对日韩出口	%	5.35	6.33	6.30	17.24	16.42	13.16	-1.20	11.87	-0.74	22.11	17.34	24.13
	从日韩进口	%	-12.30	-9.04	-7.97	-5.06	-10.80	-8.26	-10.49	-1.82	8.67	14.65	8.98	21.41
	贸易差额	亿美元	-12.37	-57.46	-36.30	-23.27	-18.42	-10.74	-63.25	-82.27	-91.58	-46.93	-77.76	-94.30
主要国家PMI（当月）		单位	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
美国	制造业PMI	%	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80
	服务业PMI	%		54.40	56.70	56.90	56.70	55.30	55.90	57.10	58.30	56.50	59.90	62.30
欧元区	制造业PMI	%	47.10	46.40	48.40	49.60	49.80	52.10	54.60	55.50	56.50	58.20	58.70	58.00
	服务业PMI	%	48.60	48.60	48.80	49.80	51.20	53.00	56.10	57.70	55.60	55.50	51.10	53.10
日本	制造业PMI	%	49.00	50.70	50.80	51.50	52.10	52.70	53.30	53.50	54.10	52.70	55.40	54.30
	服务业PMI	%	50.30	53.20	52.20	49.50	50.30	54.00	52.60	50.70	49.40	44.20	47.60	52.10
全球	制造业PMI	%	48.80	49.40	49.80	50.30	51.10	52.20	52.30	52.30	52.90	53.70	53.20	54.30
	服务业PMI	%		49.20	50.00	49.30	51.10	53.90	51.90	52.20	53.40	54.00	51.00	54.70

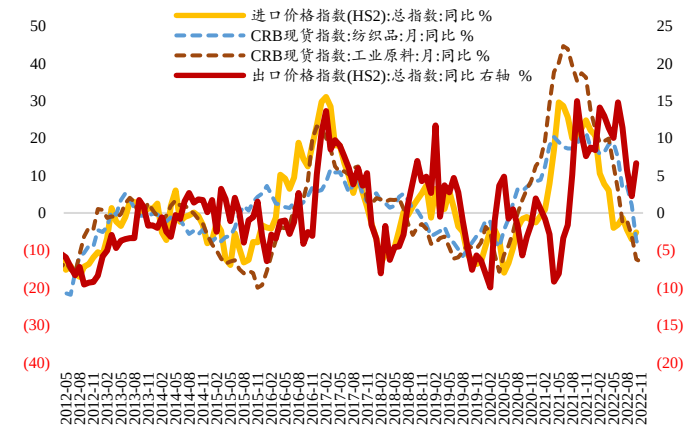
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：11月进、出口数据回落



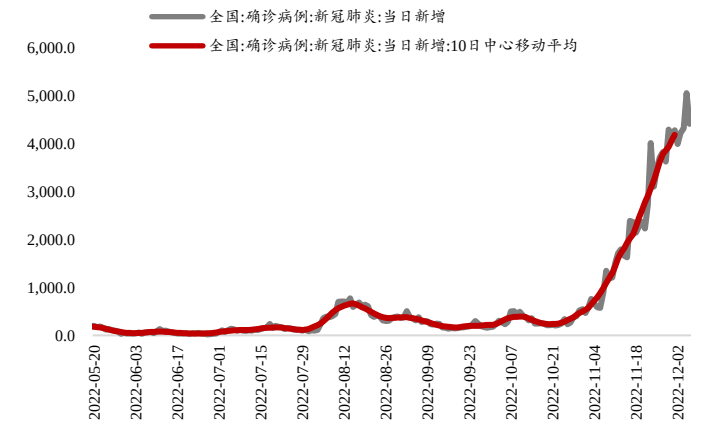
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：出口价格指数跟随进口价格指数开始回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：11月国内疫情有所反复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：海外经济频发罢工事宜，冲击生产制造、物流运输等供给体系

2022年海外罢工情况			
时间	相关人员	罢工原因	解决方案
2022年12月28日-2022年3月2日	韩国快递工会	不满合同“当日配送”要求，无法避免过劳	签署以现有合同剩余期限为合同期的新标准合同，并就附属协议进行磋商
2022年3月14日	西班牙运输业	燃油价格上涨	西班牙政府与运输业群体达成燃油价格补贴的协议
2022年3月21日	加州雪佛龙炼油厂	不满薪资	雪佛龙与工会签署临时协议
2022年4月1日	巴西央行员工	不满薪资	巴西政府计划提高公共工资
2022年4月5日	秘鲁	物价高涨	进入紧急状态并实施宵禁
2022年4月8日	意大利天然气相关行业	天然气价格上涨	延长削减燃料消费税措施，取消天然气消费税，将增值税降至5%
2022年5月9日	斯里兰卡	不满现政府	原总理、多位部长辞职 总统出逃，总理代行总统职权 提供遣散费，提出相关保障方案 对于罢工的员工，根据适用的法律规定采取适当的行动
2022年6月3日	福特汽车印度金奈工厂工人	不满裁员方案	
2022年6月7日	韩国全国民主劳动组合总联盟旗下货运工会“货物连带本部”	对政府安全运费限期制度和工资率不满	国土交通部和货物连带就持续推进安全运费制度等达成协议
2022年6月21日至今	英国运输业	薪酬纠纷	仍未解决
2022年6月9日	壳牌澳洲液化天然气工厂	薪资之争	壳牌(SHEL.US)和澳大利亚近海Prelude浮动液化天然气设施的工会达成了劳工协议
2022年6月10日	挪威石油天然气工人	劳资纠纷	挪威石油和天然气协会与三个海上平台工人工会达成工资协议
2022年6月20日	比利时	抗议高通胀导致的物价上涨	提出工资自动指数法机制覆盖率
2022年6月21日	秘鲁卡车司机工会	燃料价格上涨	协商未果，管控道路秩序
2022年7月5日	挪威石油行业	劳资纠纷	挪威政府通过强制工资委员会对罢工干预
2022年7月5日	法国铁路工人、法国工会	通胀	法国公司直接帮助消费者 企业增加员工的工资
2022年7月19日	北欧航空飞行员	不满薪酬和薪资问题	签订集体合同，被解雇的560名飞行员将重新就业
2022年7月27日-9月2日	德国汉莎航空员工	薪酬纠纷	已就工资纠纷达成协议
2022年9月6日	西班牙航空公司	不满薪酬，通货膨胀	仍未解决
2022年9月7日	美国华盛顿州最大公立学区	不满薪酬和教育服务资源	仍未解决
2022年9月15日	美国全国铁路工人	不满薪酬和劳工协议	达成临时协议
2022年9月16日	法国全国空中交通管制员	不满薪酬，通货膨胀	仍未解决
2022年9月21日	瑞典劳工协会	抗议新法案的出台	仍未解决
2022年9月21日	比利时工会	不满能源价格飞涨、生活成本激增而政府无作为	仍未解决
2022年10月10日	美国Teamsters工会	薪酬、工作条件和病假政策持续不满	更高的薪酬，工作条件得到改善，并“让他们在医疗费用上无后顾之忧”
2022年10月10日	苏格兰铁路工人	不满薪酬，通货膨胀	达成上涨工资的协议后罢工暂停
2022年10月24日	英国利物浦最大码头工人	薪资纠纷	达成协议
2022年11月9日	英国全国护士	谴责创纪录通胀背景下护士的低薪	投票决定将在年底开始全国范围内的各大医院罢工，且尚未有解决方案
2022年11月9日	比利时全国范围大罢工	总工会提出5项强化劳工购买力的要求未被满足	仍未解决

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_49954

