

2022 年 12 月 14 日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023 年出口展望：本轮出口拐点在何处？

—宏观专题报告

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

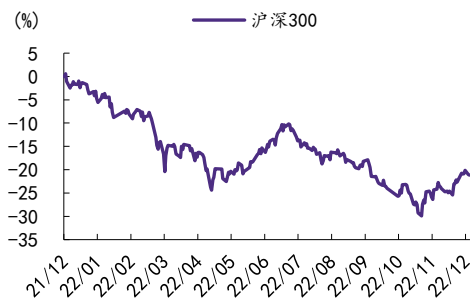
分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《四箭齐发确认 W 型右侧底》
2022-11-11

2、《出口何时见底？》2022-11-09

3、《美国加息与衰退最后的博弈》
2022-11-03

11 月出口为何超预期下行？

11 月出口数据超预期下行，连续两个月负增，主要是对美出口快速下滑（对美出口减少占总出口减少的 50%）和高基数影响（去年 11 月出口增速高达 21.49%），对欧对东盟出口反而出现了环比上行。

预计 2022 年出口增速多少？

欧盟能源危机叠加美联储连续超鹰派加息加剧外需回落压力，经测算，国内以美元计价的 2022 年出口增速预计在 6%-7%，低于过去 10% 的乐观预期。

如何展望 2023 年出口？

节奏：预计 2023 年出口呈现先下后上的态势，当前有所支撑的东盟将在明年一二季度变为拖累项，叠加基数效应影响，预计 2023 年出口快下缓上。

拐点：从主要的贸易伙伴拆分判断出口拐点，其中对美出口将在二季度出现边际改善（货币紧缩扭转），对欧出口预计在二季度回暖（系统压力缓解），对东盟出口则更多与世界经济修复情况相关，同样指向二季度会有好转。

增速：通过数据拟合和历史回顾两种办法，测算对主要贸易伙伴全年出口增速，分别为美（-13%）、欧（-12%）和东盟（11%），预计 2023 年会出现负增长，全年同比增速为-5%。

风险提示

欧美政策转向超预期，地缘政治风险再起

正文目录

1、 11 月出口为何超预期回落？	3
2、 对美出口为何出现大幅下滑？	4
3、 2022 年出口收官何处？	6
4、 如何展望 2023 年出口？	6
4.1、 对美国出口拐点预计在年中，预计全年同比-13%	7
4.2、 对欧出口二季度开始回暖，预计 2023 年同比-12%	9
4.3、 对东盟出口将加速下行，但仍有支撑，预计 2023 年同比 11%	12
5、 风险提示	13

图表目录

图表 1：11 月出口增速超预期下行	3
图表 2：东盟是当前出口的唯一支撑	4
图表 3：三大贸易伙伴中对美出口回落明显	4
图表 4：居民消费意愿再度下行	5
图表 5：制造业生产和进口意愿同步进入到收缩区间	6
图表 6：美国服务业和制造业景气度出现背离	7
图表 7：3M10Y 利差的走负预示 2023 二季度衰退可能性增大	8
图表 8：美国金融条件依然处在比较健康的位置	9
图表 9：欧元核心通胀依然处于高位，继续压制消费	10
图表 10：消费者信心指数往往和欧元区消费品进口有着 1-2 个季度的时差	10
图表 11：欧盟电价再次出现上行（欧元/兆瓦时）	11
图表 12：当前系统压力走势与欧债危机时期类似	12
图表 13：东盟出口与世界经济有比较好的拟合	13

1、11月出口为何超预期回落？

11月出口出现了超预期下滑，美元计价的出口总金额同比增速录得-8.7%，较上月下行8.4个百分点，远低于-4.2%的市场预期。主要有两方面因素：

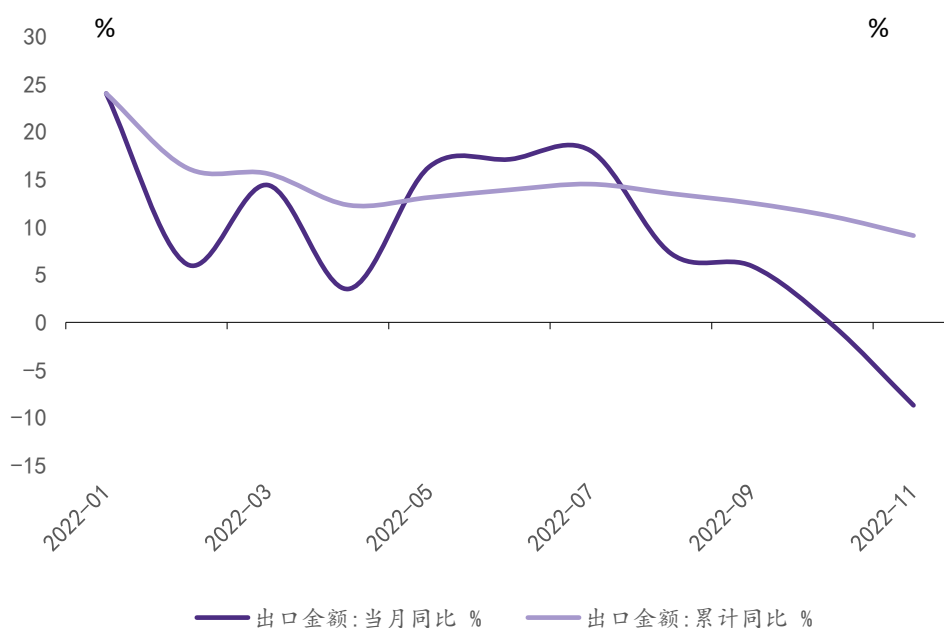
一方面是高基数影响，波动被放大。2021年11月美元计价的当月出口金额3242.77亿美元，同比增速达到21.49%。

另一方面则是美国需求较为低迷，对美国出口出现加速下行，同比增速较上月减少了12.8个百分点录得-25.4%，占据总出口金额减少的49.36%，成为出口的主要拖累项。

其他贸易伙伴中，欧盟出口增速继续保持负增长，但是降幅收窄，较10月增速减少1.6个百分点录得-10.6%；东盟对出口支撑还在，但有所减弱，同比增速下降15.1%录得5.2%。

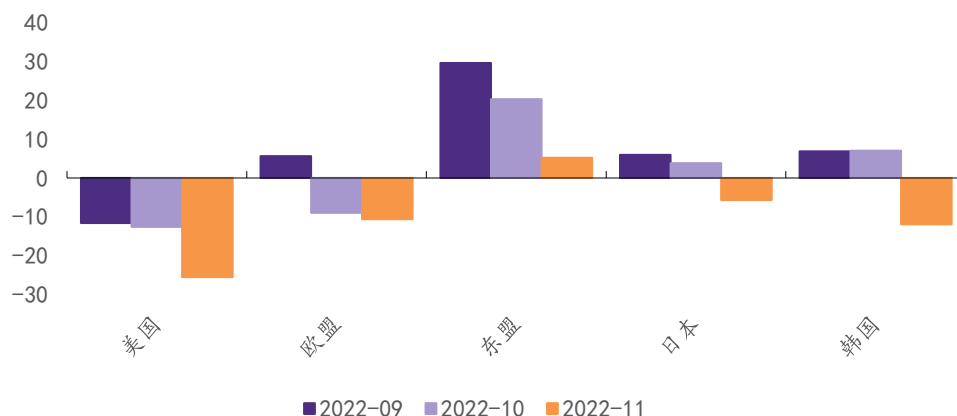
但是从当月出口金额来看，对东盟出口增速下行更多是去年同期高基数的影响，而从环比增速来看对东盟出口则是依然保持了相对健康的态势。11月对东盟国家出口金额502.9亿元，环比增速2.94%，仍然高于今年以来470亿元的平均出口值。11月出口数据中，美国跌落至第三大贸易伙伴，而东盟则是连续三个月成为国内最大的出口贸易伙伴。

图表1：11月出口增速超预期下行



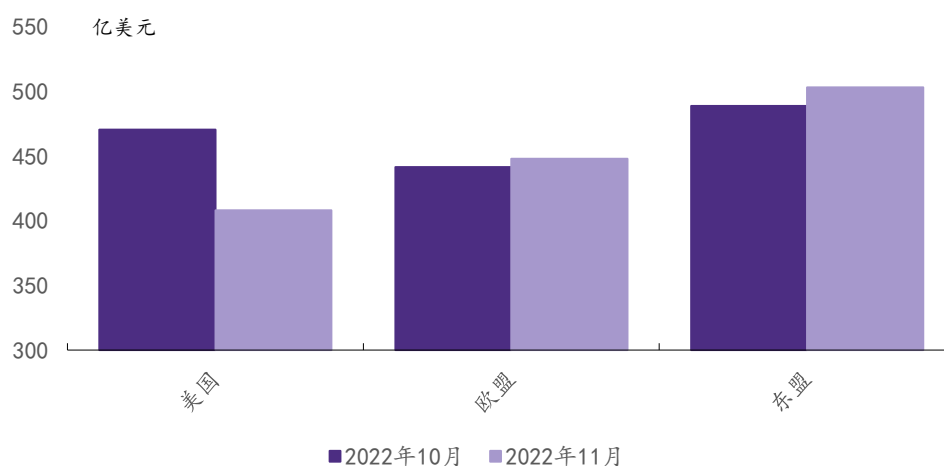
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 2：东盟是当前出口的唯一支撑



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：三大贸易伙伴中对美出口回落明显



资料来源：wind，华鑫证券研究

2、对美出口为何出现大幅下滑？

对美出口是 11 月出口下行的主要拖累项，而对美出口大幅下滑，主要有两方面原因：

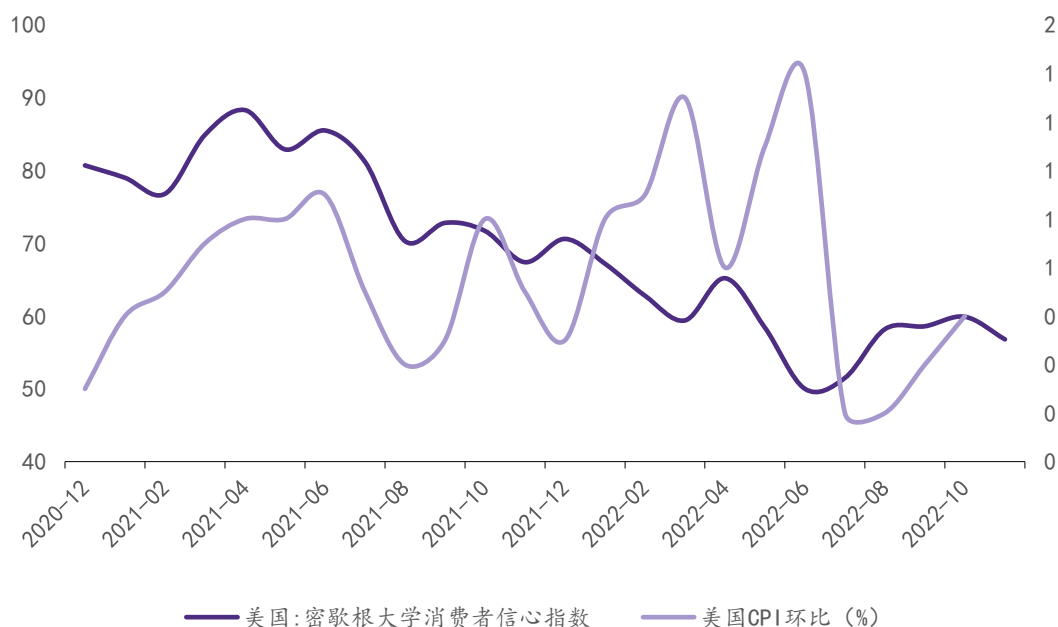
一方面是美国消费者信心大幅下降，消费品需求持续走弱。11 月美国消费者信心指数再次出现下行录得 56.8%，是今年 7 月以来的最低值。消费者信心大幅下降主要是通胀担忧再起以及对于经济下行预期。美国 CPI 环比在经历了 7 月和 8 月两个月的零增长之后，再次出现了上行：9 月和 10 月分别环比增加 0.2% 和 0.4%，其中能源项结束了三个月的环比减少，在 10 月出现了 1% 的环比正增长，食品项则是一致保持了 0.7% 的相对高位的环比增速。经济下行压力则具体体现在了联储加息造成的高借贷成本影响经济活力，以及劳动力市场

请阅读最后一页重要免责声明

4

预期的减弱。高通胀叠加对于经济的不确定性，使得消费者开始变得越发谨慎。根据密歇根大学的消费者信心报告，有近 60%的居民在高通胀的影响下开始减少消费；面对高通胀，消费者依然更倾向于储蓄而不是消费，仅有 12%的人认为在高通胀时期进行储蓄是个坏主意，远低于 1981 年的 19%和 1979 年的 23%。

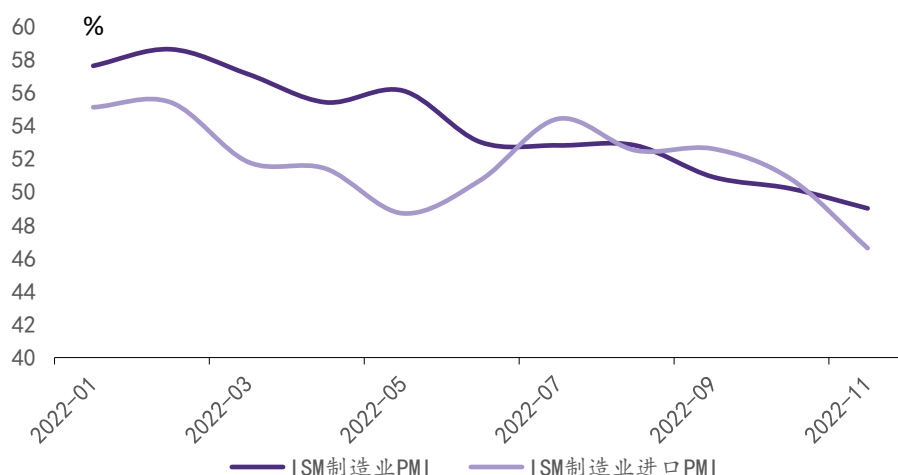
图表 4：居民消费意愿再度下行



资料来源：wind，华鑫证券研究

另一方面，生产条件的恶化也使得美国制造业对于中间品的进口进一步放缓。11 月美国 ISM 制造业 PMI 较上月下行 1.2 个百分点来到 49%，在 2020 年 5 月疫情之后再度进入到收缩区间。其中跟国内中间品出口更相关的 ISM PMI 进口指数出现了大幅的走低并进入到了荣枯线之下：出口指数较上月下行了 4.2 个百分点来到 46.6%，同样是 2020 年 5 月以来的最低值。出口指数的下行和消费者信心的走低指向美国对中间品和消费品的需求减少，造成了 11 月对美国出口超预期回落。

图表 5：制造业生产和进口意愿同步进入到收缩区间



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、2022 年出口收官何处？

回溯我们《从量价结构拆解出口韧性》的报告，在 8 月份我们就判断出口将会快速走弱，对于经济的支撑减弱，方向判断正确。从贸易伙伴的表现来说，我们认为欧美的需求将会持续下行，而东盟则会继续支撑，但是东盟增速则会在高基数的影响下出现下行，观点同样在近期得到了验证。但从增速测算的角度，后续的黑天鹅事件例如欧盟能源危机叠加美联储连续超鹰派加息使得我们对于经济条件和需求恶化的估算不足，当前推断国内美金计价全年出口增速预计在 6%-7%，低于我们过去 10% 的乐观预期。

4、如何展望 2023 年出口？

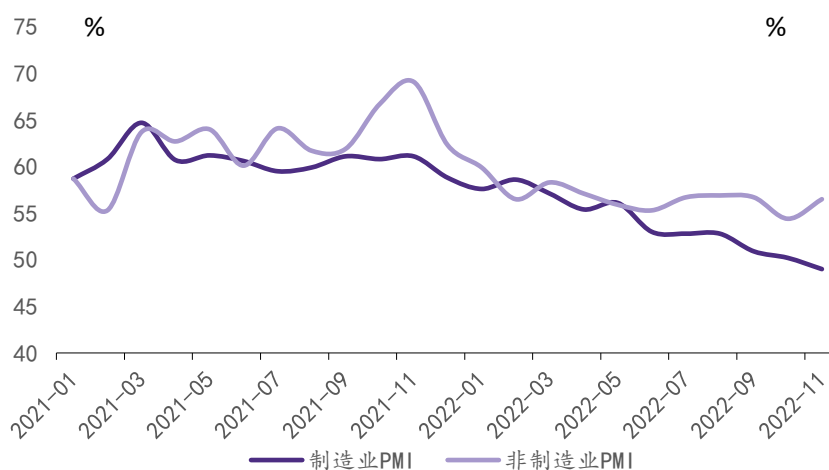
预计 2023 年出口将呈现先下后上的走势。从消费品出口的角度来看，当前海外需求收缩仍未结束，还需等待经济下行压力缓解。从生产端来看，当前全球制造业的景气度同处在下行周期，对于中间品出口的压制仍未结束：美国 ISM 制造业 PMI 在 11 月进入到收缩区间，欧盟制造业 PMI 则已经连续 5 个月处于荣枯线之下，东盟 11 月制造业 PMI 虽然仍处在景气区间录得 50.7%，但也已经连续 3 个月下行。因此我们预计 2023 年中国出口整体会在需求下行生产低迷的影响下再度走低，但是伴随着衰退压力的缓和和货币条件的改善，需求和生产将在 2023 年后半程回温，进而带动出口数据的回稳。但是考虑到高基数效应，下行压力会被放大而上升速度会被放缓。

4.1、对美国出口拐点预计在年中，预计全年同比-13%

对美出口需要考虑当前对于生产和需求的主要压制因素：加息周期以及经济的下行压力。从加息周期来看，基于当前较为强劲的非农就业以及服务业 PMI，工资增长和相对旺盛的服务消费提升了通胀的粘性，使得 CPI 快速下行的可能性降低，按照当前联储更缓更高的加息路径来看，预计 12 月份的 FOMC 会议上美联储将会把加息顶点目标上调至 5% 以上，这将使得联储的加息进程更长，预计在 2023 年二季度才能看到联储完成货币政策的收紧。

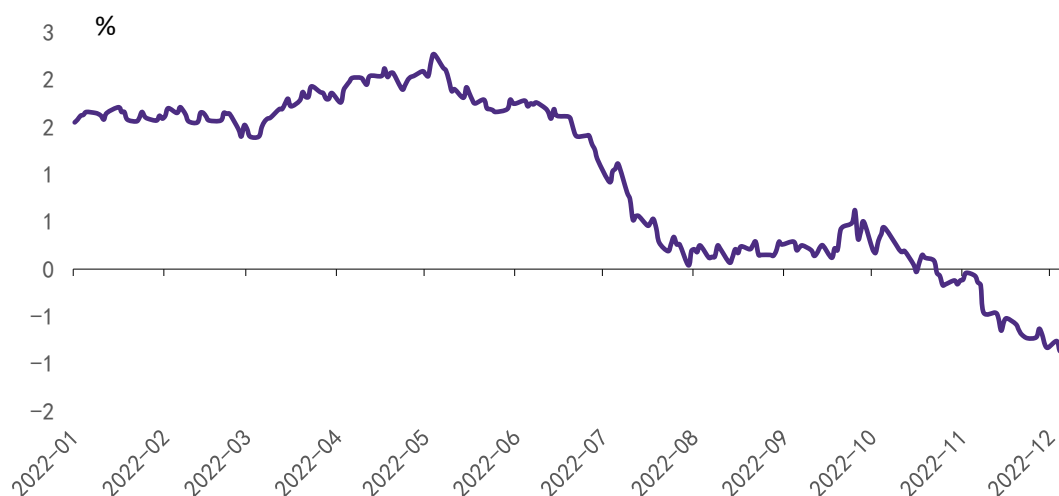
从经济形势来看，当前美国经济表现出了一定走弱的迹象，但是更多的是由商品到服务、由线上到线下的消费结构切换所带来的经济结构的回调。11 月美国 ISM 制造业 PMI 超预期回落 1.2 个百分点来到 49%，时隔两年首次进入不景气区间。按照历史经验，美国衰退往往会滞后于 ISM 制造业 PMI 3-4 个月，指向明年一季度末衰退的到来，但是 11 月 ISM 服务业 PMI 却呈现出逆势上行的姿态，服务消费仍处在需求旺盛的修复期。服务业的修复也能从非农就业上窥见一斑：11 月美国非农数据取得超预期增长，其中超过 83% 的私人就业增长来自于服务业。因此对于美国衰退仍要等到服务业 PMI 和服务业就业出现疲软，预计 2023 年二季度末三季度初兑现的可能性更大。利差指标同样指向二季度衰退：美国 3M10Y 利差在 2022 年 10 月底开始走负，而 3M10Y 利差倒挂后最快 6 个月，平均 11 个月就会出现官方定义，同样指向 2022 年的二季度末出现衰退概率较大。因此对应到消费和生产的需求，在衰退兑现、加息触顶停滞，压制对美出口的因素将会出现边际的好转，预期的改善和压制的放缓将推动对美出口在二季度末出现修复。

图表 6：美国服务业和制造业景气度出现背离



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 7：3M10Y 利差的走负预示 2023 二季度衰退可能性增大



资料来源：wind，华鑫证券研究

对美出口测算我们主要分为两种办法，一种办法是通过中间品和消费品出口增速的拟合，另一个方法则是通过历史数据的回顾来对整体增速做一个判断。从数据拟合的角度来说，根据 IMF2023 年经济和美国外贸数据的预测，预计 2023 年对美国出口的同比增速将较今年下行 13 个百分点，录得-10%左右。

基于历史数据，我们假设三种情况，分别是对应了经济软着陆，浅衰退和深衰退三种情景，分别可以对应 2018 年，2000 年和 2008 年时期出口的表现。在经济软着陆时期，出口会持续处在相对低的正增长，年化增速维持在 3%左右，增速同比下行大概 10 个百分点；浅衰退时期对应的 2000 年互联网泡沫时期，对美出口有月份走负，但年化增速依然保持了 5%左右的同比增速，同比增速下行 16%。深度衰退时出口同比增速长期处在-20%的区间，全年出口同比-12%，增速同比下行 20 个百分点。

从当前 NBER 的各项指标以及金融条件来看，本轮美国浅衰退的可能性更大，对应到年化增速下行 16%，2022 年预计对美国全年出口仍会保持在正增长的区间，对应到明年对美国出口全年增速在-10%至-13%之间。虽然从同比增速上来看依然下行比较明显，但是主要是相对的高基数所致，相较于疫情后两年的出口平均值，2023 年对美出口额依然会保持正

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_50179

