

## 总量研究

## 出口继续回落，内需发力紧迫性上行

——光大宏观 2022 年 12 月贸易数据点评兼周报（2023-01-14）

## 要点

## 本周关注：

2023 年 1 月 13 日，海关总署公布 2022 年 12 月进出口数据。

**出口跌幅进一步扩大。**一是因为高基数，二是 12 月多地疫情“过峰”，冲击了国内的生产和运输活动；三是全球总需求继续下滑，尤其对欧盟出口大幅回落，构成边际拖累。分项来看，除成品油、汽车、肥料、船舶出口增速维持高位，其余品类增速普遍回落。尤其是电子设备、家具玩具和机电产品，受 2021 年基数较高的影响，下滑幅度尤其较大。

展望 2023 年，出口不仅受到海外总需求回落的影响，也进一步受到加息的结构性冲击。一方面，随欧美持续大步加息，对总需求冲击的效应持续显现。另一方面，美国消费韧性主要集中体现于服务和非耐用品消费方面，耐用品库存已经行至高点，难以形成对中国出口的拉动。

**进口跌幅超预期收窄，**原材料和工业品对进口边际贡献较强。2023 年，预计在低基数和内需恢复的拉动下，进口下滑压力反而小于出口，经济修复将推动“衰退式”贸易顺差收敛，也即净出口对经济的贡献将持续回落。因此，在更大的外需回落压力显现之前，内需发力的紧迫性也在进一步提升。

**全球资产：**本周（1 月 9 日至 1 月 13 日），全球股市和大宗商品价格普遍上涨。其中，美国股指普遍下跌，标普 500 收涨 2.67%，纳斯达克收涨 4.82%；欧洲股市普遍上涨，德国 DAX 收涨 3.26%，法国 CAC40 收涨 2.37%；亚洲股市普遍上涨，上证综指收涨 1.19%，恒生综指收涨 3.56%，日经 225 收涨 0.56%。大宗商品价格方面，工业品、农产品和贵金属价格普遍上涨。

**海外央行：**美联储亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，通胀正在放缓，可以考虑放慢升息速度。美联储费城联储主席帕特里克·哈克(Patrick Harker)表示，美联储未来应将利率上调 25 个基点。欧洲央行管委、拉脱维亚央行行长 Kazaks 表示，核心通胀是衡量价格压力的关键指标，欧洲央行三大关键利率应上调至“限制性区间”，2023 年没有理由降息。日本央行官员表示，将研究超宽松货币政策的副作用。

**海外政策：**欧盟外国政府补贴条例正式生效。据北京日报 1 月 12 日报道，当地时间 12 日，欧盟委员会发布公告称，欧盟外国政府补贴条例正式生效。条例赋予了欧盟委员会审查非欧盟国家对其在欧盟从事经济活动的公司提供补贴的权利。该条例适用于欧盟范围内的所有经济活动，包括并购和收购、政府采购和其他市场行为。

**国内观察：****上游：**1 月以来，原油价格环比下跌，铜价环比上涨。**中游：**1 月以来，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比上涨。**下游：**1 月以来，商品房成交面积同比由负转正，猪价、菜价、水果价格趋势分化。**流动性：**1 月以来，货币利率下行，债券利率分化。

**风险提示：**美联储加速加息，加速全球衰退风险。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004  
021-52523802  
liuwah@ebsecn.com

## 相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？  
——2022 年 11 月贸易数据点评（2022-12-08）

10 月数据下探，政策加力正当时——2022 年 10 月经济数据点评（2022-11-17）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

# 目 录

<b>1、 出口超预期下滑，进口增速回升 .....</b>	<b>4</b>
1.1、 高基数影响下，出口跌幅继续扩大.....	4
1.2、 进口：跌幅收窄，“衰退式”贸易顺差将逐步回落 .....	6
1.3、 外需回落，内需发力紧迫性上行 .....	7
<b>2、 海外观察.....</b>	<b>8</b>
2.1、 美债收益率下行，通胀预期下行.....	8
2.2、 全球股市和大宗商品价格普遍上涨 .....	9
2.3、 美联储可能再次放缓加息步伐.....	10
2.4、 欧盟外国政府补贴条例正式生效 .....	10
<b>3、 国内观察.....</b>	<b>11</b>
3.1、 上游：原油价格环比下跌，铜价环比上涨 .....	11
3.2、 中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比上涨.....	12
3.3、 下游：商品房成交面积同比由负转正，猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	12
3.4、 流动性：货币利率下行，债券利率分化.....	13
<b>4、 下周财经日历.....</b>	<b>14</b>
<b>5、 风险提示.....</b>	<b>14</b>

## 图目录

图 1: 2022 年 12 月出口复合增速继续回落.....	5
图 2: 对美、对日出口增速低位震荡, 对欧盟出口增速大幅走低.....	5
图 3: 12 月成品油、汽车、肥料、船舶品类出口增速维持高位, 其余品类增速普遍回落.....	5
图 4: 汽车链条、船舶链条、成品油出口增速维持高位, 其余普遍回落.....	6
图 5: 从增速来看, 大宗商品(能源、农产品)增速较高, 其余品类进口增速普遍回落.....	7
图 6: 近期美国耐用品消费同比增速回落, 但服务消费和非耐用品消费增速依然相对稳定.....	8
图 7: 批发商耐用品库存行至高位, 非耐用品库存较低.....	8
图 8: 全球新增订单回落速度快于产出回落速度.....	8
图 9: 综合 IMF 对全球贸易量和份额的判断, 预测 2023 年出口.....	8
图 10: 美国 10 年期国债收益率较上周下行.....	9
图 11: 法德 10 年期国债收益率较上周下行.....	9
图 12: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行.....	9
图 13: 美国投资级企业债利差收窄.....	9
图 14: 全球股市普遍上涨.....	10
图 15: 大宗商品价格普遍上涨.....	10
图 16: 原油价格环比下跌.....	11
图 17: 铝价环比下跌, 库存同比下降.....	11
图 18: 水泥价格指数环比下跌.....	12
图 19: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比上涨.....	12
图 20: 商品房成交面积同比由负转正.....	13
图 21: 猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	13
图 22: 货币市场利率下行.....	13
图 23: 债券市场利率趋势分化.....	13

## 表目录

表 1: 下周全球经济数据热点.....	14
----------------------	----

# 1、出口超预期下滑，进口增速回升

## 事件：

2023年1月13日，海关总署发布2022年12月进出口数据：

【1】出口（以美元计价）同比降9.9%，预期降10.4%，前值修正为降8.9%；

【2】进口（以美元计价）同比降7.5%，预期降8.6%，前值降10.6%；

【3】贸易顺差780.1亿美元，预期785.8亿美元，前值692.5亿美元。

## 核心观点：

**出口跌幅进一步扩大。**一是因为高基数，二是12月多地疫情“过峰”，冲击了国内的生产和运输活动；三是全球总需求继续下滑，尤其对欧盟出口大幅回落，构成边际拖累。分项来看，除成品油、汽车、肥料、船舶出口增速维持高位，其余品类增速普遍回落。尤其是电子设备、家具玩具和机电产品，受2021年基数较高的影响，下滑幅度尤其较大。

展望2023年，出口不仅受到海外总需求回落的影响，也受到加息的结构性冲击。一方面，随欧美持续大步加息，对总需求冲击的效应持续显现。另一方面，美国消费韧性主要集中体现于服务和非耐用品消费方面，耐用品库存已经行至高点，难以形成对中国出口的拉动。

**进口跌幅超预期收窄**，原材料和工业品对进口边际贡献较强。2023年，预计在低基数和内需恢复的拉动下，进口下滑压力反而小于出口，经济修复将推动“衰退式”贸易顺差收敛，也即净出口对经济的贡献将持续回落。因此，在更大的外需回落压力显现之前，内需发力的紧迫性也在进一步提升。

## 1.1、高基数影响下，出口跌幅继续扩大

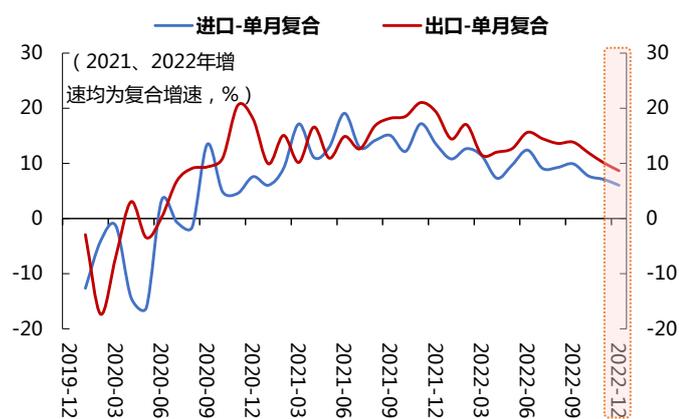
**12月出口增速进一步回落，跌幅低于市场预期。**12月出口（以美元计）同比下降9.9%，跌幅低于市场预期的降10.4%，自11月的下降8.9%进一步回落；环比方面，12月出口环比增速3.6%，大幅低于历史同期4.5%的表现（2017、2018、2019年）。

**出口跌幅进一步扩大，一是因为2021年四季度基数较高。**2021年11月为年内出口增速高点，12月为次高点，以2019年为基期，两年复合分别为21.0%和19.3%，基数走高给12月同比增速带来压力。

**二是，12月多地疫情“过峰”，扰动国内工业生产和运输活动。**据北大国发院报告，在“新十条”出台后大概13天，12月20日全国多地疫情陆续达峰，到12月底各地感染均已过峰。疫情对于全国的生产和运输活动带来扰动，12月生产和配送时间PMI均大幅回落。

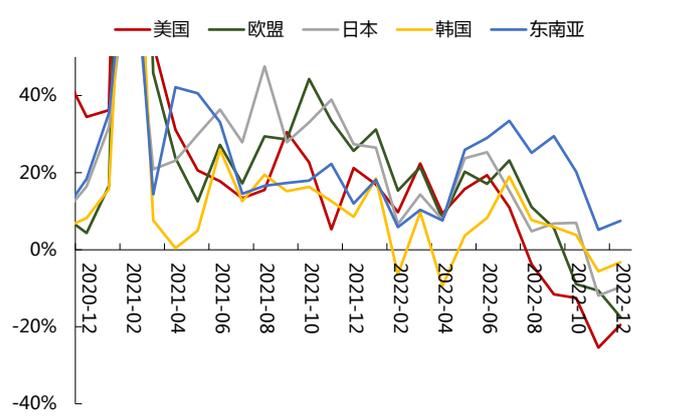
**三是，12月对欧洲出口跌幅大幅走阔，带来边际拖累，对美、对日出口跌幅维持低位震荡，对东南亚出口增速小幅上行。**分国别看，对美国、日本出口跌幅维持低位震荡，对东南亚出口增速小幅上行，增速从11月的5.2%上行至12月的7.5%，但远低于三季度30%左右的增速。对欧洲跌幅走阔，跌幅从11月的10.6%扩大至12月的17.5%，对12月整体出口带来边际拖累，指向欧洲经济活动进一步减弱。

图 1：2022 年 12 月出口复合增速继续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（复合增速以 2019 年为基期）

图 2：对美、对日出口增速低位震荡，对东盟出口增速大幅走低



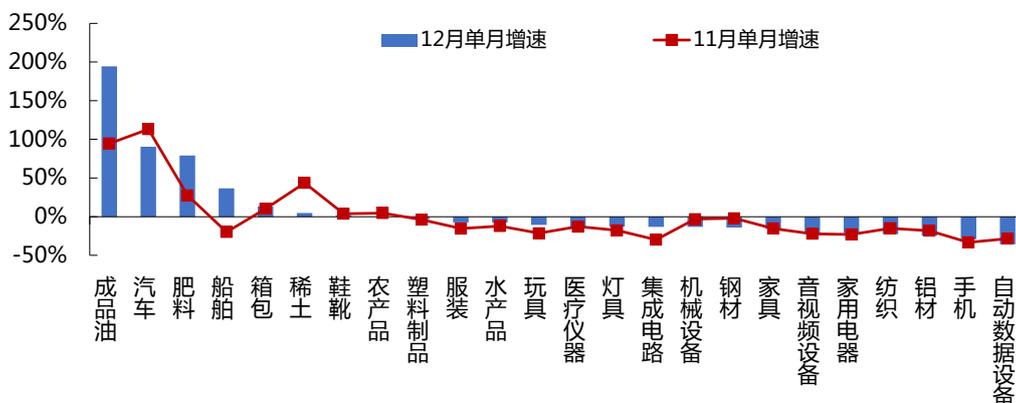
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：均为单月增速，部分月份读数较高在图中未完全展示

分项来看，除成品油、汽车、肥料、船舶出口增速维持高位，其余品类增速普遍回落。重点产品中，汽车出口增速自高位小幅回落，增速从 11 月的 113% 回落至 12 月的 91%，表现依然亮眼。受海外供给不足和中国车企出口竞争力的大幅增强，2022 年全年汽车出口增速维持高位。船舶出口增速由上月的 -20% 转正至 37%，受前期海运需求旺盛、物流运输受阻等因素影响，导致海外船舶供需紧张，拉动船舶对外出口。

肥料、成品油出口增速也表现亮眼，单月增速分别从 11 月的 27.6% 和 94.6%，上行至 12 月的 79.0% 和 194.4%。但二者出口金额占比不大，难以对出口形成趋势性影响。

除此之外的其余品类，如纺织服装（占 2021 年总出口的 7.3%，下同）、家具玩具（5%）、电子设备（包括手机及家用电器，7.3%）和机电产品（15%），整体来看下滑趋势均比较明显。尤其是电子设备、家具玩具和机电产品，受 2021 年基数较高的影响，下滑幅度尤其较大。

图 3：12 月成品油、汽车、肥料、船舶品类出口增速维持高位，其余品类增速普遍回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：汽车链条、船舶链条、成品油出口增速维持高位，其余普遍回落

	出口额 (2021年, 亿美元)	出口额 (占比)	2022年单月增速					
			7月	8月	9月	10月	11月	12月
农产水产	1059	3.2%	26%	15%	6%	6%	1%	-1%
防疫物资	1655	4.9%	13%	-2%	-4%	-10%	-15%	-22%
纺织服装	2461	7.3%	23%	9%	1%	-10%	-8%	-3%
家具玩具	1693	5.0%	5%	-8%	-11%	-16%	-18%	-14%
电子设备	2450	7.3%	-9%	1%	6%	-5%	-30%	-27%
汽车	345	1.0%	64%	67%	129%	89%	113%	91%
船舶	217	0.6%	-31%	37%	-2%	24%	-20%	37%
机电产品	5025	15.0%	2%	-9%	-7%	-12%	-26%	-26%
钢铁有色	1020	3.0%	43%	31%	-2%	-3%	-5%	-16%
化工	1107	3.3%	12%	5%	5%	1%	-2%	1%
成品油	324	1.0%	42%	129%	127%	58%	95%	194%
整体出口金额	33571							

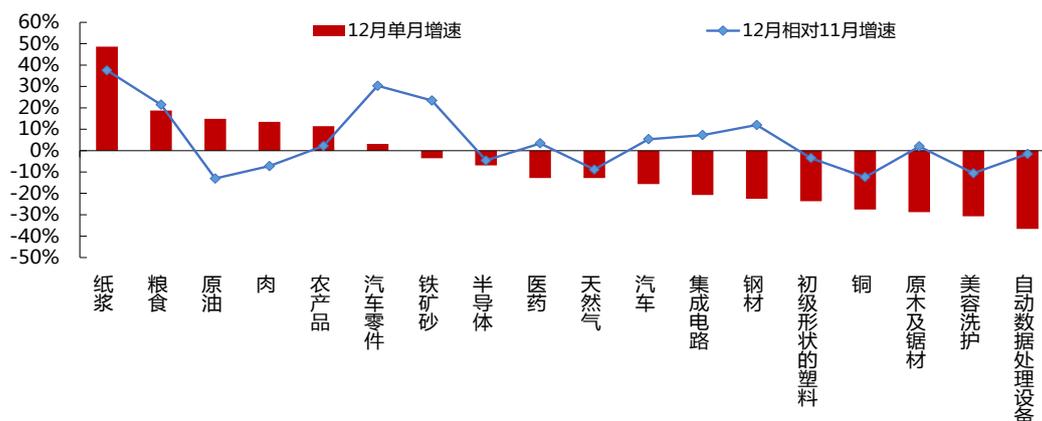
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、进口：跌幅收窄，“衰退式”贸易顺差将逐步回落

**12月进口跌幅超预期收窄。**12月进口（以美元计价）同比降7.5%，高于预期的降8.6%，相较于11月的跌幅10.6%回升。从环比来看，11月进口增速环比为0.8%，高于历史同期的-2.0%（2017年、2018年、2019年），环比表现反而超历史趋势。

分项来看，对12月进口构成较大拉动的项目，主要集中于原材料和工业品。为剔除基数，我们以2019年为基期的复合增速观察，原材料方面，如天然气、粮食、纸浆、农产品和原油，12月的同比复合增速分别为25%、22%、20%、14%和12%；工业品方面，如半导体、铜和集成电路，12月的同比复合增速分别为12%、8%和8%。除此之外其余产品增速表现均较为疲弱。

**展望2023年，预计在低基数和内需恢复的拉动下，进口下滑压力反而小于出口，经济修复将推动“衰退式”贸易顺差回落。**2022年国内内需整体疲弱，居民消费倾向较低，导致进口率先回落。展望2023年，一方面进口的基数效应相对较低，按美元计，全年增速为1.10%，远低于出口的7%。尤其是在二、三季度，来自基数的同比压力会骤然降低。另一方面，国内经济复苏进程持续推进，企业扩产意愿自2022年8月以来出现明显上行，居民收入增速回升。随内需逐步企稳改善，也会对进口带来一定支撑。因此，2023年进口压力反而小于出口，意味着净出口对GDP的贡献会进一步减弱。

**图 5：从增速来看，大宗商品（能源、农产品）增速较高，其余品类进口增速普遍回落**


资料来源：Wind，光大证券研究所（图中为单月增速）

### 1.3、外需回落，内需发力紧迫性上行

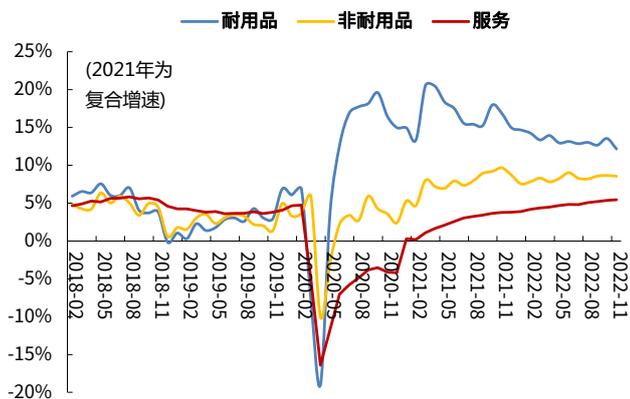
**2022 年三季度以来，全球总需求进一步回落。**随美联储加速加息，全球多个央行跟随式加息，紧缩货币政策对需求端的遏制作用持续显现。三季度以来，各国制造业 PMI 普遍出现大幅回落，英国、韩国、德国下滑尤为明显。作为全球外贸活动的风向标，韩国出口增速自 2022 年 10 月以来转负。

**展望 2023 年出口，需要判断两个关键因素，一是全球总需求，二是中国份额。**一方面，全球总需求增速大概率回落，根据 IMF，预计 2023 年全球商品贸易名义增速约 1.6%（2022 年为 11.4%）。另一方面，中国份额有望小幅回升，但空间不大：疫情以来，中国份额随着海外生产恢复程度而波动。当下欧美通胀高企，供应链受冲击，2022 年二季度以来中国所占份额小幅回升，但是难以回到 2021 年的高峰水平。

从份额来看，观察过往加息周期，加息对于海外居民非耐用品和服务消费的冲击相对较小，对耐用品消费的冲击较大。而从中国的出口结构来看，无论是对全球出口还是对美国出口，以资本品和耐用消费品占优，非耐用消费品占比相对较小。在 2023 年的以消费和非耐用品占优的全球消费结构中，中国出口份额难以出现较大规模的上行。

综上，如果全球需求回落速度相对较慢，且中国份额还能维持 2022 年水平，则预计 2023 年出口增速将收敛至小个位数增长；但如果全球消费出现超预期回落，即使我国份额优势保持不变，预计出口也将出现负增长。（详情请参考我们在 12 月 20 日外发的报告《再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望》）

图 6：近期美国耐用品消费同比增速回落，但服务消费和非耐用品消费增速依然相对稳定



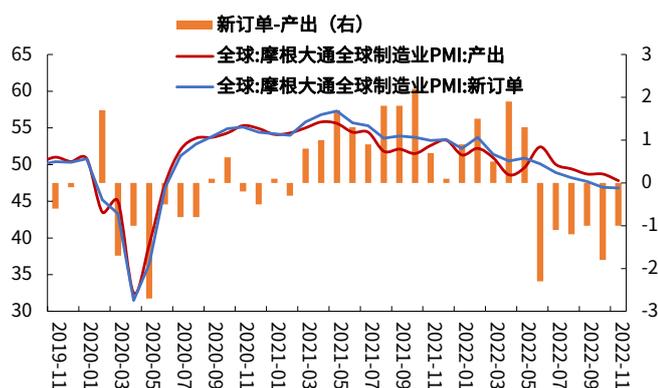
资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：为与出口金额对标，采用名义消费增速，数据截至 2022 年 11 月

图 7：批发商耐用品库存行至高位，非耐用品库存较低



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍；数据截至 2022 年 11 月

图 8：全球新增订单回落速度快于产出回落速度



资料来源：WTO，光大证券研究所 （单位：%）

图 9：综合 IMF 对全球贸易量和份额的判断，预测 2023 年出口

全球贸易总额 商品	十亿美元	名义增速	中国出口金额/全球贸易额	中国出口金额 (万亿美元)	中国出口对应增速
2019A	18544	-2.8%	13.5%	2.50	0.5%
2020A	17135	-7.6%	15.1%	2.59	3.6%
2021A	21453	25.2%	15.7%	3.36	29.9%
2022A	23898	11.4%	15.1%	3.60	7.0%
2023E	24854	4.0%	15.4%	3.82	6.1%
2023E	24281	1.6%	15.1%	3.66	1.6%
2023E	23898	0.0%	15.1%	3.60	-5.8%

资料来源：Wind，IMF，WTO，光大证券研究所预测（全球贸易增速中性测算参考 IMF，乐观和悲观为相对中性情景做小幅上调和下调）

在更大的外需回落压力到来之前，内需发力的紧迫性进一步提升。一是，2022 年 12 月 15 日，中央经济工作会议指出，要突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，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。二是，随着全国各地度过疫情高峰期，各项经济活动将逐步回归正常，企业人员到岗逐

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\\_51385](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51385)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn