



## 宏观专题

# 三个维度看出口：增速何时见底？

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点：

- **核心观点：**年初以来，全球贸易的积极因素在增多，全球出口订单已经连续两个月回升。我们从量价、出口目的地、产品三个维度研究 2023 年出口的趋势和增速，预计全年出口增速为-3%左右。按节奏来看，前三季度出口数量较去年底将有所修复，但价格持续下行造成拖累，整体出口呈震荡趋势，四季度价格回升将带动整体出口增速回升。
- **全球贸易的积极信号在增多：**从三个全球贸易相关指数来看，今年 1-2 月以来，贸易形势确实在明显好转。一是全球出口订单指数已经连续两个月回升。二是 BDI 指数自 2 月中下旬以来已增长两倍。三是与贸易相关的投资者预期指数已进入磨底期。
- **出口量价：**(1) 回顾 2022 年，全球贸易量价齐涨，中国出口价涨量跌，中国出口增速慢于全球，出口份额亦随之下降。去年全球/中国出口价格同比增长 8%/7.9%，出口数量分别增长 2.6%/-0.5%。我国的出口份额也随着增速下降，2022 年底为 13.4%，较上年下降 0.4 个点，但仍比 2019 年高 1.4 个点。
- (2) 从历史来看，2023 中国出口份额大概率仍将小幅提升。一是从概率来看，中国份额小幅上升是常态，2001 年以来只有 15-16 年连续两年份额下降。二是与金融危机之后相似，中国份额大幅提升后，并不一定会出现回吐。
- (3) 贸易环境改善后，中国出口预计不会弱于全球。去年出口受疫情冲击大，疫情过峰后，会带来出口份额的回补，而放开出入境，中国和其他国家的人员和贸易联系将较此前三年进一步加强。
- (4) 预计出口数量增长 1-2%，出口价格下降 4.5%，全年出口增速在-3.5%到-2.5%左右。按节奏来看，前三季度出口数量较去年底将有所修复，但价格持续下行造成拖累，整体呈震荡趋势，四季度价格回升将带动整体出口增速回升。
- **出口目的地：**(1) 我国面向主要贸易伙伴的出口增速已经分化为四个层次，从低到高依次为：美国、中国香港 (-25%，-20%) < 英国、欧盟、中国台湾 (-20%，-10%) < 日本、韩国、印度 (-5%，5%) < 澳大利亚、东盟 (5%，10%)。

- **(2) 美国贡献了近期我国一半的出口负增长，警惕对美出口下降过快。**关税仍在拖累我对美出口。2022年，美国从我国进口关税清单内产品增速为6.5%，而从全球其他地区进口增速为18.5%；我国在美国关税清单产品进口份额中的占比从17.7%大幅降至11.1%，其中65%被越南、韩国、墨西哥、泰国等替代。
- **(3) 根据出口目的地增速区间，可计算2023年出口增速区间为(-7.1%，-2.6%)，结合量价来看，我们认为2023年-3%左右的出口增速仍然是合理并且可达到的。**
- **出口产品：**(1) 按照BEC产品分类来看，2022年我国出口增长主要由中间品带动，较2021年增长13.8%；消费品出口增长3.7%，资本品出口下降3.2%。
- **(2) 中间品出口亮眼代表海外对我国的产业链依赖度较高，2023年中间品出口优势仍将延续。**以东南亚为例，越南近三分之一的进口中间品来自中国，其出口增加值有14.4%来源于中国，接近欧美日韩的总比例。我国中间品出口优势仍将延续，与东南亚的协同生产网络效应将对中间品出口形成持续支撑。
- **(3) 相对而言，消费品和资本品出口并不乐观。**海外消费需求下行趋势不会改变，尽管下行节奏方面可能体现为更有韧性。资本品方面，2022年我国资本品出口落后于全球资本开支增长。2023年全球经济仍存衰退风险的背景下，资本开支会率先下降，资本品出口形势较2022年更不乐观。
- **风险提示：**海外经济下行超预期；美国去库存速度偏慢；地缘政治事件影响全球贸易。

## 内容目录

1. 全球贸易的积极信号在增多 .....	4
2. 量价：出口数量增速不低于全球，价格下降是主要拖累 .....	6
3. 出口目的地：警惕对美出口下降过快 .....	10
4. 产品维度：中间品>消费品>资本品 .....	13
5. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 欧盟经济景气度在去年 10 月后回升 .....	5
图 2: 美国零售销售尚未显著下降 .....	5
图 3: 全球出口订单指数连续两个月回升 .....	5
图 4: BDI 指数从 2 月中下旬开始大幅反弹 .....	5
图 5: 道琼斯交通运输指数与全球出口的底部基本重合 .....	6
图 6: 全球和中国出口价格同比 .....	7
图 7: 全球和中国出口数量同比 (6MMA) .....	7
图 8: 2022 年中国出口数量增速慢于主要经济体 .....	7
图 9: 中国出口份额变化 (12MMA) .....	7
图 10: 出口份额与相对增速是同一个问题 .....	8
图 11: 越南出口份额变动 .....	8
图 12: 价格周期领先于我国出口周期变化 .....	9
图 13: 大宗商品价格领先于出口价格 .....	9
图 14: 我国出口增速的四个层次 .....	10
图 15: 加征关税拖累我对美出口 .....	12
图 16: 加税和未加税产品的美国进口增速 (月同比, 6MMA) .....	12
图 17: 关税清单产品进口规模变化 (2022 年减 2018 年) .....	12
图 18: 关税清单产品的中国份额被替代 .....	12
图 19: 区域贸易容量同比 .....	13
图 20: 中美进出口数据悖论 .....	13
图 21: BEC 分类产品出口增速 .....	14
图 22: 越南进口中间品情况 (左: 亿美元) .....	14
图 23: 越南出口增加值的来源占比 .....	14
图 24: 中国对美出口 .....	15
图 25: 美国进口增速 .....	15
表 1: 从 PMI 看全球经济已度过阶段性低谷 .....	4
表 2: 美国货物进口增速 .....	11
表 3: 根据前十大出口地区预测 2023 出口增速 .....	13
表 4: 主要出口商品同比增速 .....	15

近期，全球贸易的积极信号在显著增多，或预示 2023 全年出口形势比去年底的市场预判要更加乐观。我们从量价、出口目的地、产品三个维度分别探究 2023 年出口的趋势和增速。

## 1. 全球贸易的积极信号在增多

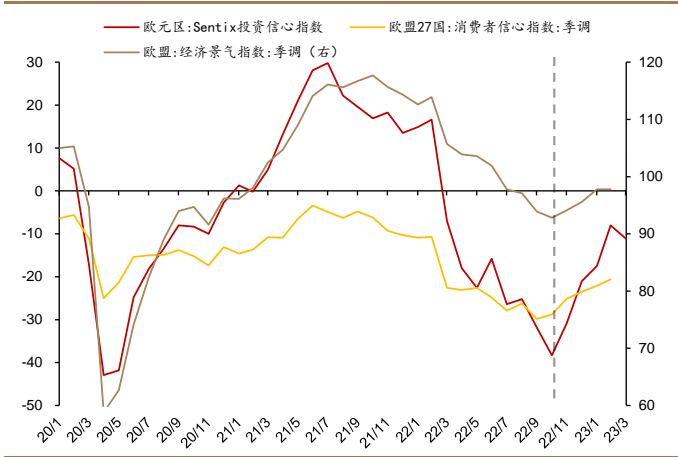
去年底以来全球经济韧性显著增强，贸易需求降幅可能低于此前预期。全球 PMI 在 12 月见底，2 月已回升至 50% 的荣枯线附近。尽管欧元区和美国的 2 月 PMI 仍处于收缩区间，但环比来看已连续多月改善。欧洲经济景气度在 10 月左右见底后回升，如图 1，消费者和投资者信心指数均从 10 月开始反弹，并持续 4-5 个月。美国消费仍有一定韧性，1 月零售销售环比增速近 3%，超过市场预期；即使去年基数较高，近几个月同比增速仍有 6% 左右，消费需求仍将在一段时间内保持韧性。除欧美之外的全球其他地区 2 月 PMI 达到 51% 的扩张区间，其中东盟 51.5%、印度 55.3%。

表 1：从 PMI 看全球经济已度过阶段性低谷

地区	经济	趋势	02/2023	01/2023	12/2022	11/2022	10/2022	09/2022	08/2022	07/2022	06/2022
世界	扩张		50.0	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2
世界（除欧元区和美国外）	扩张		51.0	49.7	49.5	49.5	49.7	49.5	50.2	51.0	52.2
欧元区	收缩		48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1
欧元区（不含法德）	扩张		50.7	49.7	48.0	47.5	47.4	49.3	49.7	50.3	52.4
新兴市场	扩张		51.6	49.9	49.8	49.7	49.8	49.4	50.2	50.8	51.7
东盟	扩张		51.5	51.0	50.3	50.7	51.6	53.5	52.3	52.2	52.0
美国	收缩		47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7
英国	收缩		49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8
法国	收缩		47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4
德国	收缩		46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0
意大利	扩张		52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9
日本	收缩		47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7
韩国	收缩		48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8	51.3
澳大利亚	扩张		50.5	50.0	50.2	51.3	52.7	53.5	53.8	55.7	56.2
加拿大	扩张		52.4	51.0	49.2	49.6	48.8	49.8	48.7	52.5	54.6
巴西	收缩		49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54.0	54.1
墨西哥	扩张		51.0	48.9	51.3	50.6	50.3	50.3	48.5	48.5	52.2
中国台湾	收缩		49.0	44.3	44.6	41.6	41.5	42.2	42.7	44.6	49.8
印度	扩张		55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9
马来西亚	收缩		48.4	46.5	47.8	47.9	48.7	49.1	50.3	50.6	50.4
泰国	扩张		54.8	54.5	52.5	51.1	51.6	55.7	53.7	52.4	50.7
越南	扩张		51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54.0
印度尼西亚	扩张		51.2	51.3	50.9	50.3	51.8	53.7	51.7	51.3	50.2
俄罗斯联邦	扩张		53.6	52.6	53.0	53.2	50.7	52.0	51.7	50.3	50.9

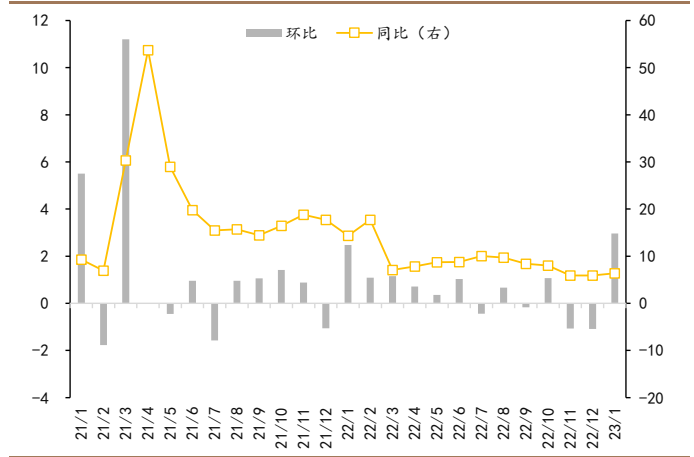
资料来源：CEIC，德邦研究所

图 1: 欧盟经济景气度在去年 10 月后回升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 美国零售销售尚未显著下降 (%)



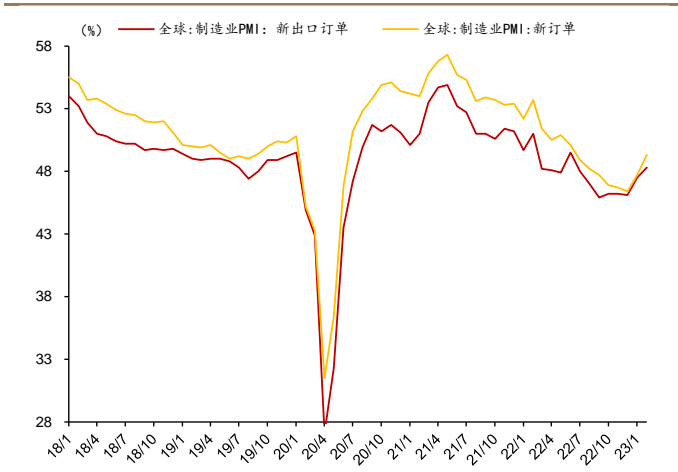
资料来源: Wind, 德邦研究所

从三个全球贸易相关指数来看,今年 1-2 月以来,贸易形势确实在明显好转。一是全球出口订单指数已经连续两个月回升。去年 9-12 月全球制造业 PMI 的出口订单指数触底,在 46% 附近波动,而 1 月以来已经连续两个月反弹,分别回升 1.4、0.8 个点。

二是 BDI 指数自 2 月中下旬以来已增长两倍。2 月 16 日,BDI 指数达到 530 点的低点,随后开启反弹,截至 3 月 15 日已经回升至 1603 点,较低点增长两倍。BDI 指数止跌回升,代表中国经济复苏已开始拉动全球贸易走出低谷。

三是与贸易相关的投资者预期指数已进入磨底期。道琼斯交通运输指数 (DJTA) 代表着对运输部门前瞻性的投资者预期,因而对全球贸易有一定的预判作用,从历史来看, DJTA 与全球贸易的底部基本重合。而近期 DJTA 同比已经进入磨底期,如图 5,或预示着全球贸易即将见底。

图 3: 全球出口订单指数连续两个月回升



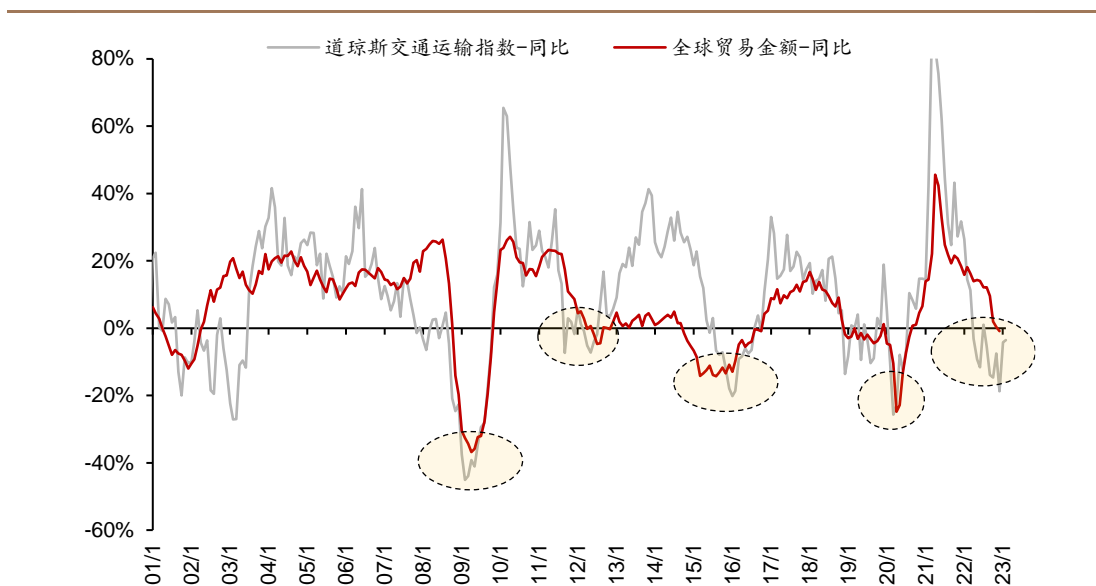
资料来源: CEIC, 德邦研究所

图 4: BDI 指数从 2 月中下旬开始大幅反弹



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：道琼斯交通运输指数与全球出口的底部基本重合



资料来源：Wind, CPB, 德邦研究所

## 2. 量价：出口数量增速不低于全球，价格下降是主要拖累

我们在去年 10 月 26 日外发报告中，综合量价预测 2023 出口增速-7%，但目前来看，形势出现了一些变化，价格可能更有韧性。

回顾 2022 年，全球贸易量价齐涨，中国出口价涨量跌，中国出口增速慢于全球，出口份额亦随之下降。

去年全球出口价格同比增长 8%，中国出口价格增长 7.9%<sup>1</sup>，价格对出口的贡献较 2021 年有所下降，但仍处于历史高位。全年出口价格节奏为前高后低，四季度全球和中国出口价格增速均已降至 1% 附近。

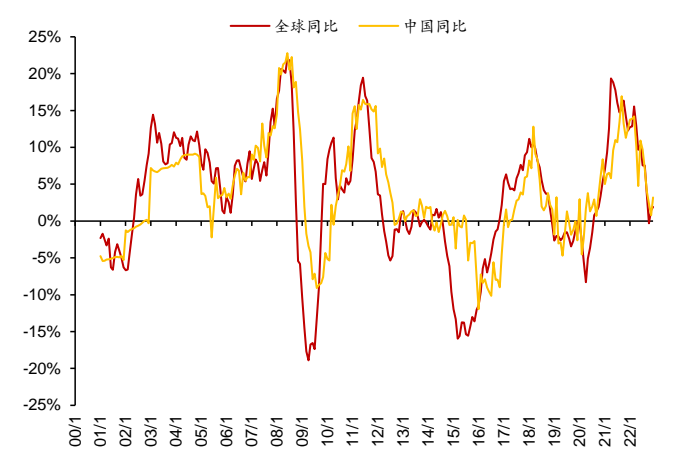
出口数量方面，2022 年全球和中国出口数量分别增长 2.6%、-0.5%，中国增速比全球低 3.1 个点。CPB 披露的 2000 年以来的全球贸易数据中，仅有 4 个年份，中国增速低于全球，而 2022 年二者的差距是最大的。分国家和地区来看，2022 年主要经济体出口数量增速均快于我国，如欧元区为 3.2%、美国 4.2%、除中国以外的新兴市场为 6.1%。

我国的出口份额也随着增速下降。从 CPB 数据来看，2022 年底我国占全球出口份额为 13.4%，较上年下降 0.4 个点，但仍比 2019 年高 1.4 个点。

<sup>1</sup> 月度价格增速的均值

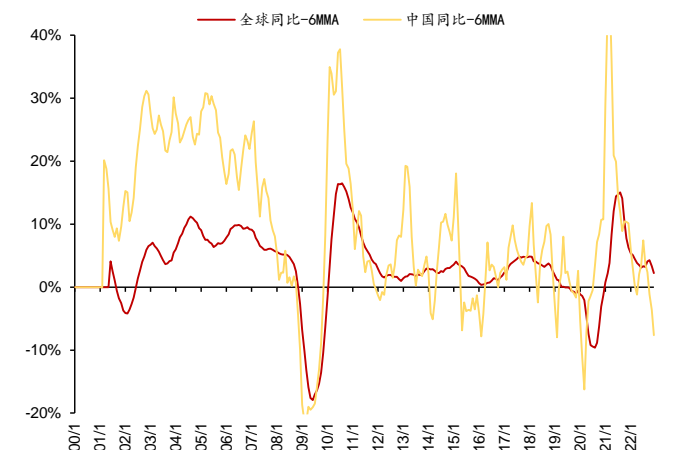


图 6：全球和中国出口价格同比



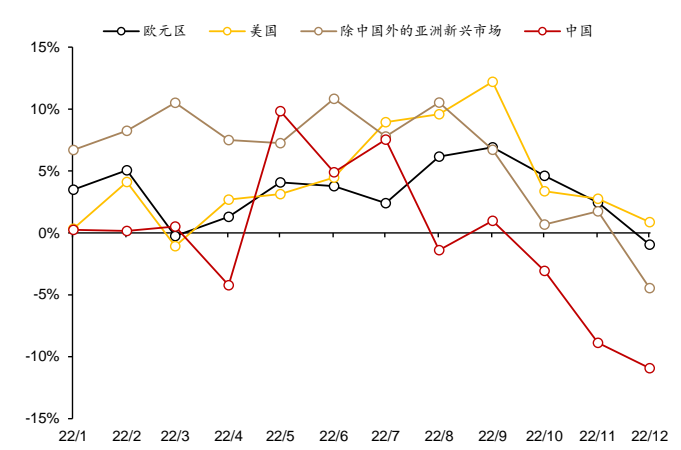
资料来源：CPB，德邦研究所

图 7：全球和中国出口数量同比（6MMA）



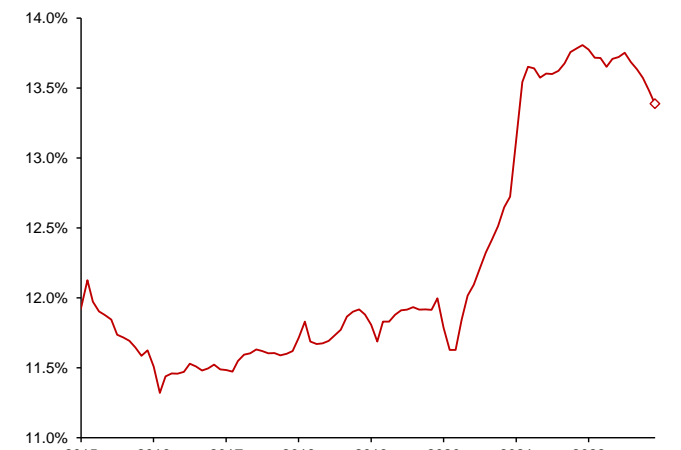
资料来源：CPB，德邦研究所

图 8：2022 年中国出口数量增速慢于主要经济体



资料来源：CPB，德邦研究所

图 9：中国出口份额变化（12MMA）



资料来源：CPB，德邦研究所

从历史来看，2023 中国出口份额大概率仍将小幅提升，份额与出口的相对增速同步变动，这意味着出口增速不会低于全球。一是从概率来看，中国份额小幅上升是常态，2001 年以来只有 5 个年份份额下降，概率只有 22.7%；2022 年份

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\\_53337](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53337)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>