

后续出口有加速回落风险吗？

宏观经济专题

虽然当前我国出口仍然维持了相对强劲势头，但是面对国内疫情冲击、出口新订单下降和地缘政治不确定性，后续出口呈现出有一定下行风险。

考虑疫情冲击，由企业停产和陆路、港口物流导致的供应链压力已经有发酵迹象，无法排除后续出口交付承压的可能。考虑到上海与长三角，及其他受疫情影响区域在我国出口比重，外贸相关产业链、以及他们在物流中的重要位置，相关压力可能不小。

考虑新订单下降，目前我国出口占海外市场的比重已有回落。如果国内生产持续受限，国内产业链相对于海外的优势减弱，或许还不能排除后续出口订单继续回落的可能。

至于地缘政治，除了关税以外，美国正在通过加强知识产权执法、金融制裁、严查海外上市资金来源等手段对中美之间的经贸活动产生约束，进而可能限制中国出口。所以，风险依旧存在。

回顾 2021 年，我国出口保持强势的主要原因，还是外需维持了强劲态势，特别是美欧发达经济体需求扩张的结果。

展望 2022 年，过去推动我国出口的动能开始陆续展现趋弱势头。无论是从分商品还是分区域出发，在海外需求逐步收缩的情况下，今年我国的出口增速大概率将延续回落。

我们预计我国全年出口增速在 1%左右，后续出口环比整体大概率弱于季节性，节奏上同比是前高后低，出口回落速度可能较快，下半年开始出口可能落入负区间。

这个时候是否有可能推动人民币汇率贬值？

贬值对我国出口肯定不是坏事。但除非人民币汇率出现较大幅度贬值（比如类比于 2015 年 811 汇改后的变化），不然可能对很难对我国出口起到非常明显的支撑。

而且还需要考虑对货币政策本身的制约和地缘政治问题。国际收支和汇率稳定是货币政策独立性的前提。所以，在现阶段美元走强与地缘政治摩擦加剧的背景下，央行顺势而为适度贬值可能是最为可能的方向。

对于债券市场，需要考虑到：一方面出口是疫情后中国经济最大的增长力量；另一方面也是保持国际收支平衡的物质基础。在今年出口下滑压力加大的背景下，一方面国内经济增长压力进一步上升，带来政策更大力度对冲的需要；另一方面需要考虑外部均衡的可能影响，观察央行如何兼顾内外平衡。

最终的汇总，还是在于具体政策组合和工具的选择上，目前我们维持降准以后降息的可能性，落实到债市，利率有空间，节奏需注意。

风险提示：国内外经济增长超预期、国内外通胀超预期、国内外宏观政策调整超预期、中美关系发展超预期、国内外疫情发展超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：艾迪转债，生产破碎锤和液压件的优质企业 - 申购建议：积极申购》 2022-04-14
- 2 《固定收益：如何看待当前市场内忧与外患？ - 天风总量联席解读（2022-04-13）》 2022-04-14
- 3 《固定收益：永吉转债，贵州省印刷行业的标杆企业 - 申购建议：积极参与》 2022-04-14

内容目录

1. 如何看待疫情等因素对出口的影响？	5
1.1. 如何看待国内疫情对出口的影响？	5
1.2. 如何看待 PMI 出口新订单明显回落的影响？	8
1.3. 如何看待中美关系对出口的影响？	9
2. 2021 年出口回顾：三个视角看出口	10
2.1. 分商品观察：新旧动能持续推动出口扩张	10
2.2. 分地区观察：多地区持续拉动出口强势表现	12
2.3. 量价视角观察：旺盛需求下整体量高价升	14
3. 2022 年出口预测：动能能否维持？	17
3.1. 海外需求能否维持？	17
3.2. 不同商品出口是否仍有动能？	20
3.2.1. 原材料和中间品出口还会好吗？	20
3.2.2. 车辆设备出口还会好吗？	21
3.2.3. 机电杂项出口还会好吗？	21
3.3. 还需关注哪些可能的影响？	24
3.3.1. 如何看待海外供应链问题对出口的影响？	24
3.3.2. 如何看待人民币汇率对出口的影响？	25
3.4. 如何看待今年出口增速与节奏变化？	25
4. 小结	27

图表目录

图 1：上海港集装箱吞吐量（万标准箱、%）	5
图 2：目前实施疫情三区管控较严格区域的出口占比（%）	5
图 3：中汽协乘用车产量当月值（万辆）	5
图 4：中汽协汽车产量当月值（万辆）	5
图 5：上海规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）	6
图 6：吉林省规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）	6
图 7：八大枢纽港口集装箱吞吐量旬度数据（%）	7
图 8：分区域集装箱吞吐量旬度数据（%）	7
图 9：国内陆运物流指数	7
图 10：疫情影响陆运物流指数	7
图 11：出口集装箱运价指数	7
图 12：内贸集装箱运价指数 PDCI	7
图 13：工业企业出口交货值增速（%）	8
图 14：上海出口两年同比（%）	8
图 15：中国与其他亚洲国家 PMI（%）	8
图 16：中国 PMI 新出口订单与韩国出口型企业新订单指数（%）	8
图 17：中国对欧盟出口占欧盟进口的份额（%）	8

图 18: 中国、韩国和越南出口同比 (%)	8
图 19: 中美双边贸易在美国分部门中的份额 (%)	9
图 20: 中美双边贸易在中国分部门中的份额 (%)	9
图 21: 累计出口增速 (%)	10
图 22: 当月出口增速 (%)	10
图 23: 主要大类商品出口占比 (%)	11
图 24: 主要大类商品出口拉动率 (%)	11
图 25: 主要拉美国国家生产情况	14
图 26: 主要拉美国国家 GDP 环比增速 (%)	14
图 27: 集成电路出口的量价情况 (百万个、万美元/百万个)	15
图 28: 便携式电脑出口的量价情况 (万台、万美元/万台)	15
图 29: 手机出口的量价情况 (万台、万美元/万台)	15
图 30: 纺织原料出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	15
图 31: 钢铁出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	15
图 32: 肥料出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	15
图 33: 化妆洗护出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	16
图 34: 塑料轮胎出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	16
图 35: 整车出口的量价情况 (辆、万美元/辆)	16
图 36: 集装箱出口的量价情况 (个、万美元/个)	16
图 37: 考虑乌克兰局势的美欧经济增长前景比较 (%)	17
图 38: 各国通胀 (%)	19
图 39: 美债隐含通胀预期 (%)	19
图 40: 欧央行通胀预期 (%)	19
图 41: 美欧综合产能利用率 (%)	20
图 42: 美欧制造业综合生产指数季调 (%)	20
图 43: 墨西哥和日本的工业指标 (%)	20
图 44: 各国制造业 PMI (%)	20
图 45: 新能源车与汽柴油车出口交货值 (亿元)	21
图 46: 美国新车与二手车销售 (百万美元)	21
图 47: 美国薪资增速与收入增速 (%)	22
图 48: 东京都:名义工资指数同比 (%)	22
图 49: 美国居民家庭资产负债表与存款数据 (百万美元、%)	22
图 50: 美国家庭消费与商品消费比重 (十亿美元、%)	23
图 51: 日本家庭消费与商品消费比重 (十亿日元、%)	23
图 52: 美国服务消费与商品消费 (十亿美元)	23
图 53: 日本服务消费与商品消费 (十亿日元)	23
图 54: 美国耐用品消费比重 (十亿美元、%)	23
图 55: 日本耐用品消费比重 (十亿美元、%)	23
图 56: 美国销售环节库存销售比缺口 (%)	24
图 57: 美国生产环节存货出货比、未完成订单出货比缺口 (%)	24
图 58: 纽约联储全球供应链压力指数 GSCPI	24

图 59: 洛杉矶集装箱港口的装卸天数 (天)	24
图 60: 贸易差额与人民币汇率 (%)	25
图 61: 我国季度出口的环比季节性 (%)	26
表 1: 出口商品比重与变化 (%、pct)	11
表 2: 出口商品拉动率与变化 (%、pct)	12
表 3: 出口地区比重与变化 (%、pct)	13
表 4: 出口地区拉动率与变化 (%、pct)	13
表 5: 地区出口占比与变化——前 12 月累计出口 (%、pct)	14
表 6: IMF 与世界银行的最新经济预期 (%)	18
表 7: 季节性水平的全年出口预测值 (亿美元、%)	26
表 8: 经过系数调整的全年出口预测值 (亿美元、%)	26

后疫情时期，出口对国内经济复苏和金融稳定做出了重要贡献。虽然当前我国出口仍然维持了相对强劲势头，但是面对国内疫情冲击、出口新订单下降和中美贸易摩擦的不确定性，后续出口能否保持强劲？是否存在加速回落的风险？上述问题备受市场关注。

1. 如何看待疫情等因素对出口的影响？

1.1. 如何看待国内疫情对出口的影响？

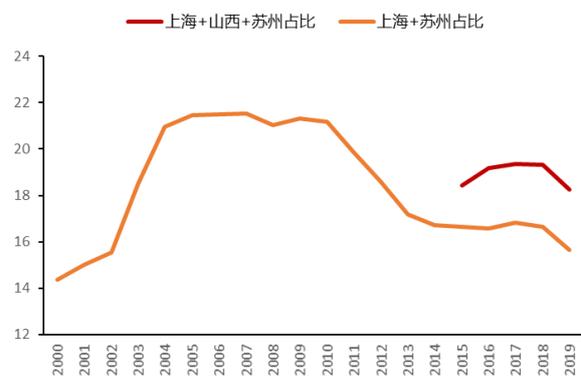
国内疫情冲击如何影响出口？主要考虑两方面：一是生产，二是物流。

图 1：上海港集装箱吞吐量（万标准箱、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：目前实施疫情三区管控较严格区域的出口占比 (%)



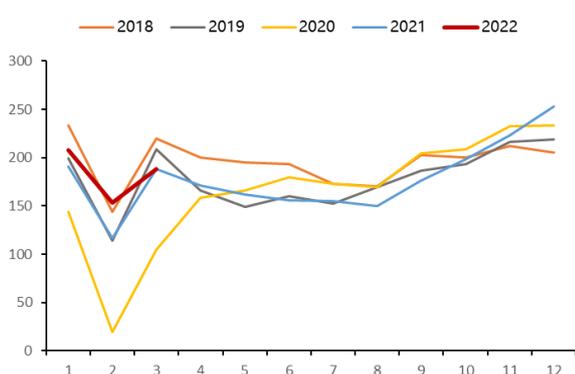
资料来源：WIND、天风证券研究所

第一，疫情是否影响了工业生产？毫无疑问，影响是存在的。

以国内整车生产为例，受到国内疫情与防控措施对供应链的影响¹，国内多家整车生产厂商宣布停产或减产。

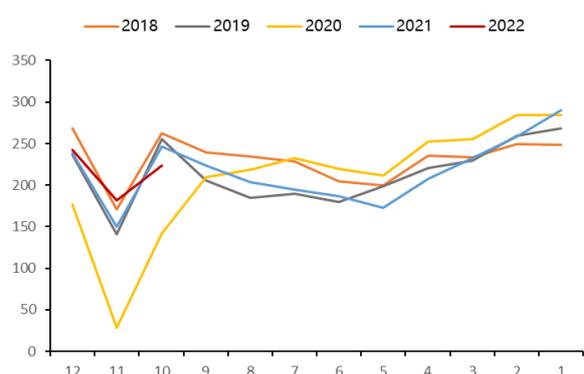
从中汽协月度的生产数据观察，本轮疫情冲击下，国内整车生产确实受到了不小冲击。而汽车产业是推动我国出口的最要新动能之一。

图 3：中汽协乘用车产量当月值（万辆）



资料来源：WIND、中汽协、天风证券研究所

图 4：中汽协汽车产量当月值（万辆）

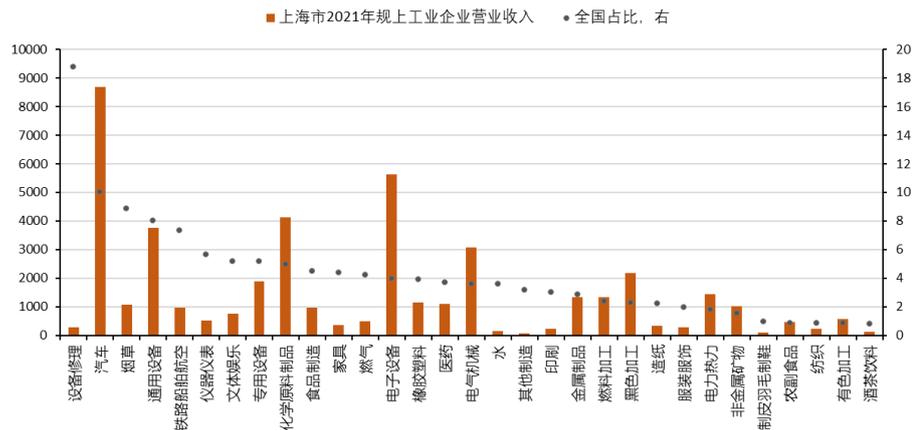


资料来源：WIND、中汽协、天风证券研究所

还有哪些产业可能受到类似影响？我们不妨从本轮疫情的重点区域，上海和吉林，在全国产业链的分布出发观察。吉林在全国产业链中的较为突出的主要是汽车产业，而上海在汽车、通用设备、化工、机电等产业，其全国的占比均在 4%以上，而且是我国主要的出口产业，在我国出口规模中的排序分别为第六、第八、第五和第一，合计占比约 58.4%。

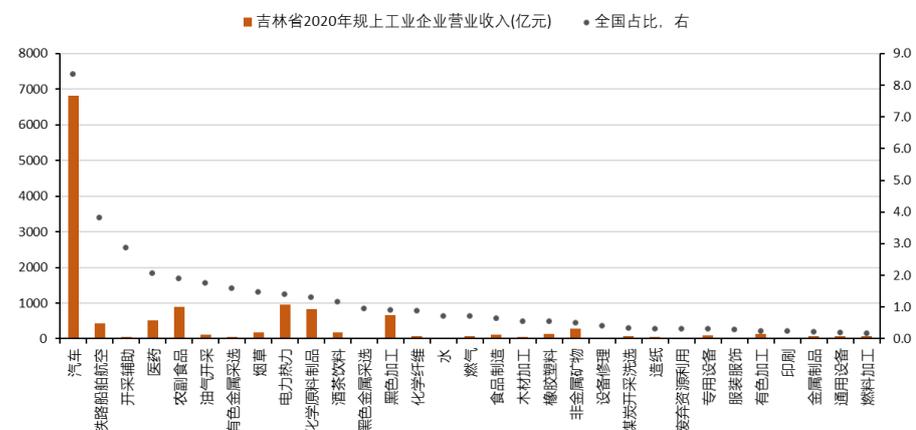
¹ <https://www.caixin.com/2022-04-11/101868318.html>

图 5：上海规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：吉林省规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，疫情是否影响了与外贸相关的运输物流？

从中港协数据观察，本轮国内疫情发生后，结合旬度数据与两年同比观察，全国整体的港口物流，特别是外贸港口物流并未受到显著影响，全国八大枢纽港口的外贸集装箱吞吐量还在上行，但是内贸吞吐量明显下行。

观察长江三港，情况是相反的，外贸集装箱的吞吐量明显回落，反倒是内贸集装箱吞吐量有所提高。

一方面，可能反映了疫情影响下，上海及周边地区外贸相关生产和交付活动的减弱。当然，也可以解释为，部分本该从上海港发货的企业，选择从其他港口进行发货。另一方面，结合陆路物流分析，本轮国内疫情发生后，疫情防控政策的收紧更多影响的是陆路物流。在此情况下，部分企业选择“陆转水”，这与近期部分媒体的报道是相契合的²，也解释了为何长江三港的集装箱吞吐量一度上行。

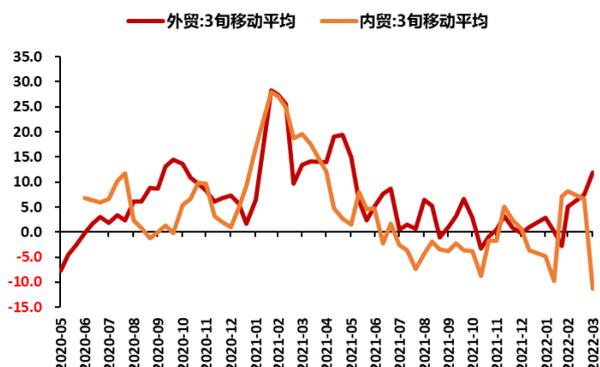
所以从港口物流角度出发，暂时还未看到疫情对整体港口物流的影响，但是对局部港口物流的影响还是较为显著。

至于疫情导致的陆路物流压力，以及路转水行为的变化，是否会导致港口的拥挤，或者说疫情防控是否已经直接或间接的影响了港口物流的运转，从出口和内贸集装箱价格指数观察，目前还没有观察到相应压力。

² <https://gjkdw.com/news/shanghaiwuliu-30924.html>

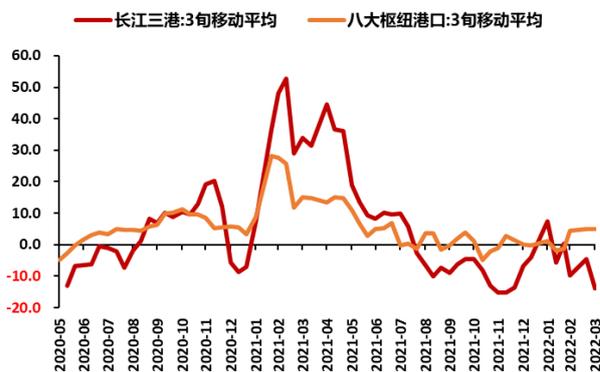
但数据发布存在滞后性，结合央视新闻报道³，因为目前上海周边港口实施闭环式管理，加上外地对上海防控比较严格，还是对集卡运力形成了 25-30%的影响，进而影响了港口物流效率。估计后续发布的数据会陆续有所体现。

图 7：八大枢纽港口集装箱吞吐量旬度数据（%）



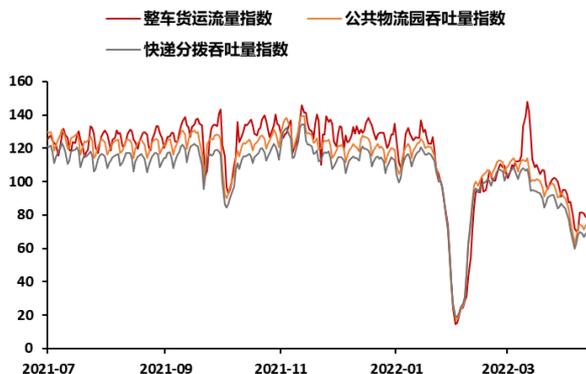
资料来源：中港协、天风证券研究所。注：数据为 3 旬移动平均

图 8：分区域集装箱吞吐量旬度数据（%）



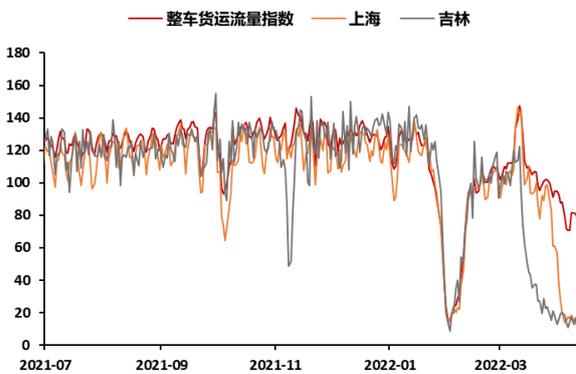
资料来源：中港协、天风证券研究所

图 9：国内陆运物流指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：疫情影响陆运物流指数

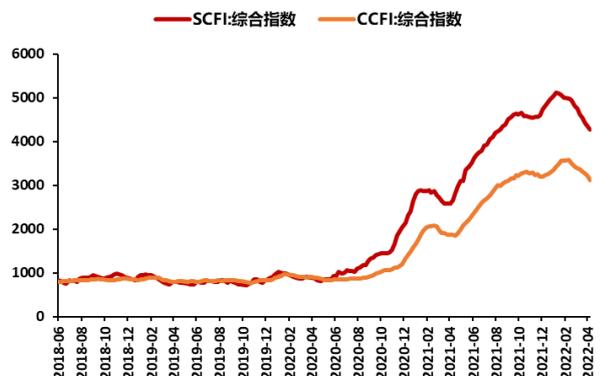


资料来源：WIND、天风证券研究所

综合来看，目前疫情防控对整体出口的压力还没有明显体现，出口交付暂时正常。这可能跟数据公布或者供应链存在传导时滞，导致压力还没有完全体现有关。

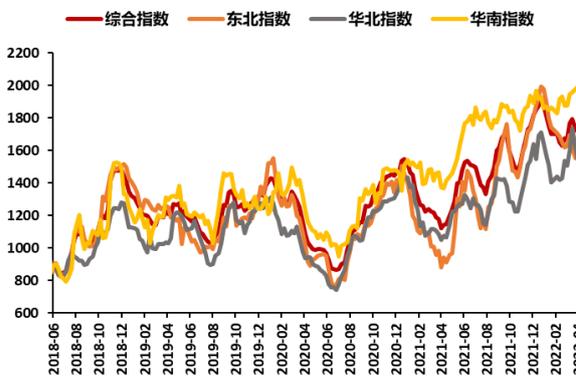
从目前情况外推，由企业停产和陆路、港口物流导致的供应链压力已经有发酵迹象，后续出口交付承压的可能在上升。考虑到上海及其周边地区在外贸相关生产产业链、以及在陆路、港口物流中的重要位置，相关压力较大。

图 11：出口集装箱运价指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

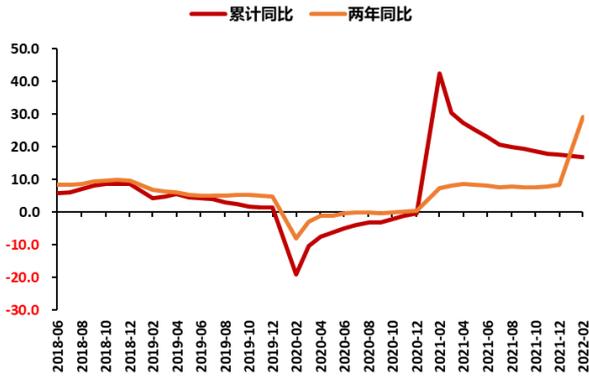
图 12：内贸集装箱运价指数 PDCI



资料来源：WIND、天风证券研究所

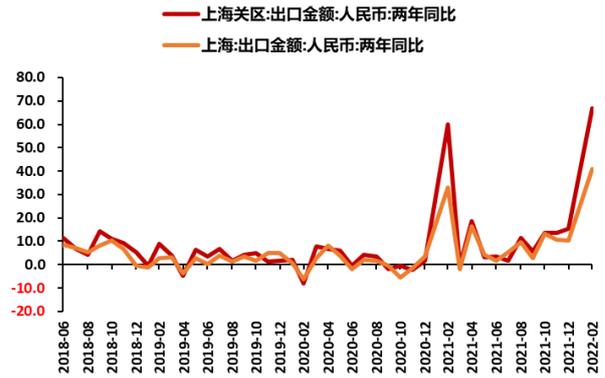
³ <https://news.cctv.com/2022/04/12/ARTIlg9nMcyjWF4QYpHBh8pyKF220412.shtml>

图 13：工业企业出口交货值增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 14：上海出口两年同比（%）



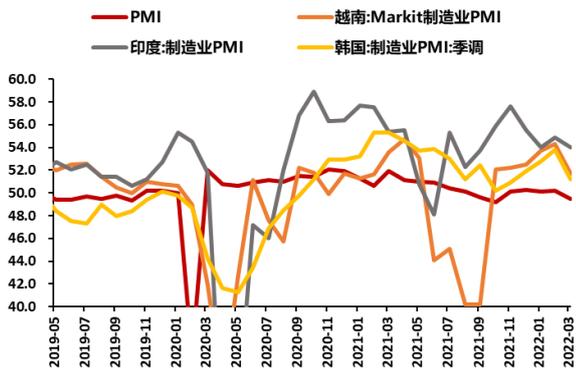
资料来源：WIND、天风证券研究所

1.2. 如何看待 PMI 出口新订单明显回落的影响？

3 月 PMI 新出口订单指数从上月的 49.0 明显回落至 47.2。疫情后，虽然我国 PMI 新出口订单指数也有过较快回落的先例，市场也一度有过担心，但整体没有当前那么担忧。

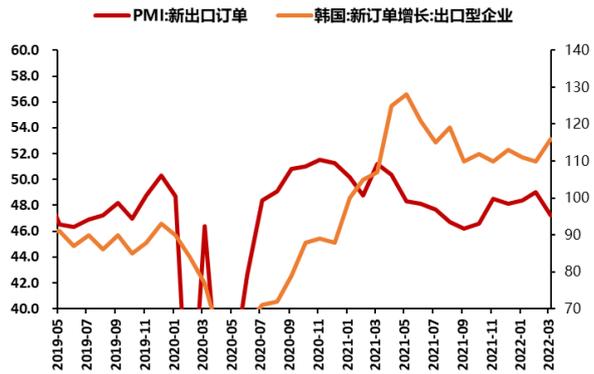
如今市场担忧的问题在于，随着海外疫情防控的逐步放松，我们出口占海外市场的比重已经有了回落迹象。如果国内生产持续受限，会不会导致订单的加速转移？毕竟疫情后推动我国出口保持强劲的一个关键因素，正是国内产业链对海外的明显优势。

图 15：中国与其他亚洲国家 PMI（%）



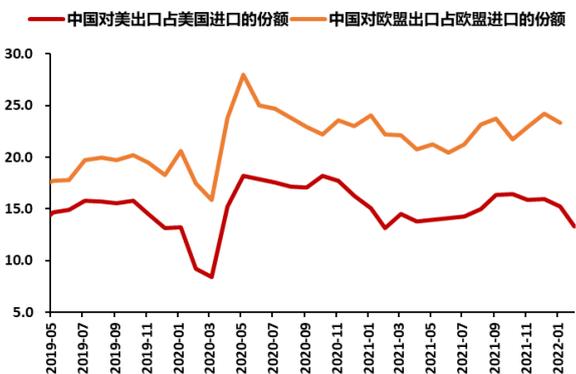
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 16：中国 PMI 新出口订单与韩国出口型企业新订单指数（%）



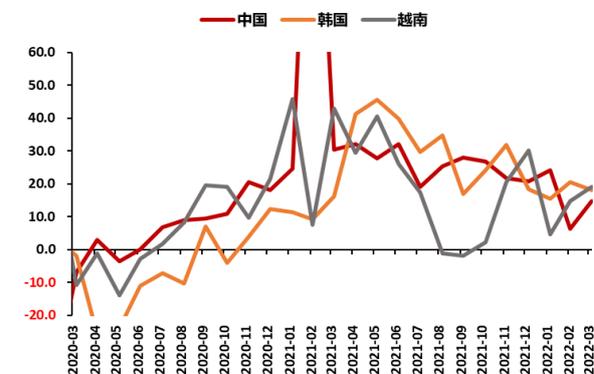
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 17：中国对欧盟出口占欧盟进口的份额（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 18：中国、韩国和越南出口同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

目前来看，我们还没法排除上述可能性。今年以来，中国与其他亚洲国家制造业景气度普遍回落，保持了比较一致的共同趋势。但如果专门从出口新订单观察，在我国出口新订单指数回落的同时，韩国反而是有所增长的，说明出口新订单的回落，目前还不是外向型国家的共同趋势。

而且横向比较中国、越南和韩国的出口增速，虽然从去年下半年起，各国都在出口增速的趋势性下滑中。但是今年一季度以来，我国出口增速回落速度，还是要略快于越南和韩国。说明近期我国出口增速回落，要快于海外整体需求的回落。未来出口订单是否会加速转移至其他经济体，还需观察。

1.3. 如何看待中美关系对出口的影响？

前期美国贸易代表办公室发布声明⁴，将恢复 352 项自中国进口商品的加征关税豁免，豁免期将回溯至 2021 年 10 月 12 日，直至 2022 年 12 月 31 日。

自美国前总统特朗普挑起中美贸易摩擦，依据所谓“301 条款”，对部分中国输美产品加征关税。考虑到供应链情况和企业负担，特朗普政府批准对起其中部分产品豁免加征关税。绝大部分关税豁免已于 2020 年底过期。

美国贸易代表戴琪去年 10 月启动关税豁免审查，考虑是否对此前有豁免资格的 549 项产品继续实行豁免。本次声明宣布继续对其中 352 项中国输美产品实行豁免。

整体来看，本次美国恢复了 352 项商品的加征关税豁免，但是仍有大部分商品受到加征关税的影响。

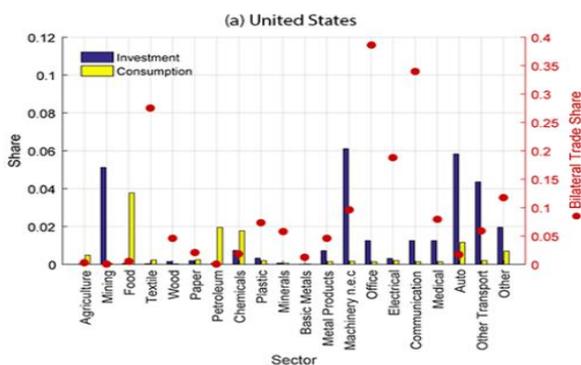
更为关键的是，本次美国的部分关税豁免，主要考虑的还是缓解本身的高通胀局面，还不能视为中美关系趋缓的迹象。

美联储的一篇工作论文指出⁵，中美贸易摩擦对美国长期增速水平的影响要高于中国，因为美国从中国进口的多数商品会最终作用于终端投资，而中国从美国进口的商品作用于终端投资的比例要小得多。自然，中美贸易摩擦也更容易通过外贸渠道影响美国通胀。

另外还要认识到，在加征关税以外，美国还能够通过多种方式限制中国出口。包括对中国在美国知识产权侵权及其他活动加强执法、对重点企业或个人实施金融制裁、严查海外上市资金来源、严审中资海外投资、收购、参股等手段，都可以对中美之间的经贸活动产生实质性的影响，进而限制中国出口。

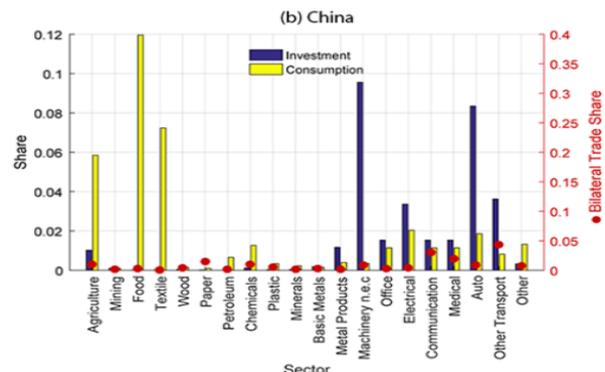
所以，在目前地缘政治压力高企的背景下，仍然对中国出口存在进一步的影响。

图 19：中美双边贸易在美国各部门中的份额（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 20：中美双边贸易在中国各部门中的份额（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

市场所关心的上述三个新问题，整体而言，对后续我国出口更多表现为不利的一面。

那么，结合传统框架视角分析，如何看待我国后续出口，本文继续进行分析。首先，本文从分商品、分区域和量价三个视角出发，简单回顾我国去年出口。其次，在此基础上，结合今年的新形势、新问题，对后续出口进行研判。

⁴ <https://cn.chinadaily.com.cn/a/202203/29/WS6242d064a3101c3ee7acdf35.html>

⁵ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-effect-of-us-china-tariff-hikes-differences-in-demand-composition-matter-20210304.htm>

2. 2021 年出口回顾：三个视角看出口

2021 年我国出口表现亮眼，同比 2019 年增速超三成，两年累计同比超 15%。

2021 年出口表现为什么好？我们试着从商品、地区、量价三个角度进行回顾。

图 21：累计出口增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 22：当月出口增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

2.1. 分商品观察：新旧动能持续推动出口扩张

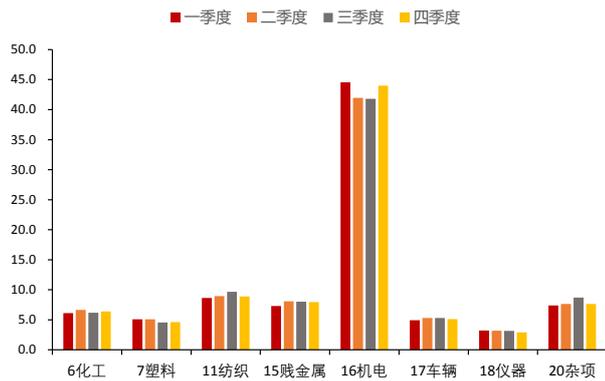
2021 年，新能源产业和疫情反复下“宅经济”的延续成为推动我国出口的两大影响因素。我国出口最多的产品为机电，占比接近出口总额的一半，后续依次为纺织、贱金属、杂项制品、化工、车辆、塑料和仪器。剔除基数影响，拉动我国出口最多的产品同样为机电，除此之外杂项、贱金属、化工、车辆、塑料、纺织、仪器亦对出口有所拉动。所涉及产品主要涵盖电子、车辆、地产与纺织四大产业链，包括最终消费品、原材料与中间品。

从一季度到四季度，各类产品占比发生了明显变化。四个季度中，最高占比出现在一季度的有塑料、机电、仪器，最高占比出现在二季度的有化工、贱金属、车辆，最高占比出现在第三季度的有纺织、杂项。

一至四季度的占比变化体现了出口动力在各季度有所不同。一季度以电子为代表的耐用消费品是推动我国出口的重要动能，二季度以化工、贱金属为代表的中间品成为了推动我国出口的新动能，三季度以纺织、杂项为代表的更广泛消费品成为了推动我国出口的又一新动能，即使纺织占我国出口的比重较疫情前明显降低。四季度无任一产品最高占比，但出口前八项产品的最高同比拉动率均出现在四季度，说明各类产品贡献均匀，均对当季出口起到拉动作用。

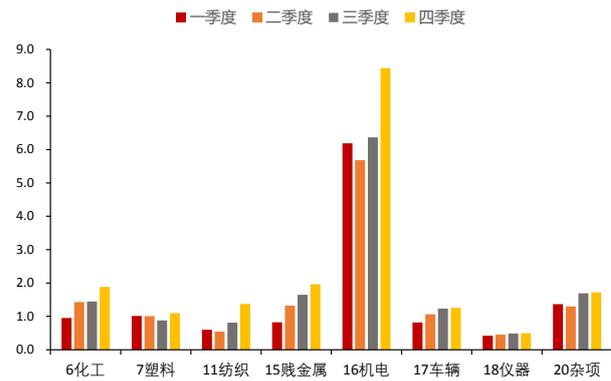
新动能快速拉动出口需求，传统出口支柱产业表现依旧不俗。车辆和塑料的两年同比增速全年在 20% 以上，自身出口快速扩张是拉动出口的主要动力因素。机电全年同比增速位于所有产品中游，占比较往年负增长，同时拉动率增长边际递减，证明机电需求较之前有所减弱，拉动幅度上不如新动能强势，但仍保持着一定的内生动力。

图 23：主要大类商品出口占比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 24：主要大类商品出口拉动率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

表 1：出口商品比重与变化 (%、pct)

指标	占比%				比 2020 年同期增减 pct				比 2019 年同期增减 pct			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
1 动物	0.45	0.46	0.43	0.45	-0.20	-0.11	-0.09	-0.07	-0.25	-0.24	-0.19	-0.22
2 植物	0.91	0.79	0.78	0.88	-0.32	-0.26	-0.17	-0.20	-0.12	-0.21	-0.24	-0.41
3 油脂	0.06	0.07	0.07	0.08	-0.00	0.01	0.01	0.04	0.01	0.03	0.02	0.03
4 食品	1.08	1.13	1.07	1.11	-0.31	-0.17	-0.07	0.06	-0.21	-0.18	-0.15	-0.19
5 矿产品	1.60	1.79	1.37	1.31	-1.09	0.38	0.38	0.17	-0.68	-0.30	-0.53	-0.81
6 化工	6.12	6.66	6.18	6.41	-0.23	0.82	1.43	1.63	0.30	1.20	1.15	1.70
7 塑料	5.10	5.09	4.57	4.62	0.59	0.65	-0.09	-0.06	0.80	0.70	0.35	0.46
8 皮革	0.93	1.00	1.08	1.07	-0.21	0.11	0.08	-0.03	-0.28	-0.47	-0.34	-0.45
9 木制品	0.58	0.64	0.62	0.63	-0.02	0.04	0.04	0.05	-0.02	0.01	0.03	0.04
10 纸制品	0.81	0.85	0.89	0.86	-0.21	-0.12	-0.06	-0.02	-0.21	-0.20	-0.20	-0.16
11 纺织	8.63	8.95	9.67	8.90	-0.73	-3.58	-2.55	-0.16	-1.25	-1.61	-1.69	-0.96
12 鞋帽	2.17	2.00	2.28	2.24	-0.15	0.29	0.17	0.15	-0.35	-0.55	-0.38	-0.25
13 石玻璃	1.97	2.07	2.04	2.07	-0.02	0.03	-0.16	-0.27	-0.15	-0.13	-0.10	-0.25
14 贵金属	0.87	0.93	0.78	0.91	0.28	0.32	0.12	-0.03	0.11	0.05	-0.04	0.05
15 贱金属	7.30	8.09	8.01	7.94	-0.22	1.16	1.66	1.28	-0.37	0.40	0.88	1.00
16 机电	44.56	41.97	41.80	43.98	0.44	-2.15	-1.89	-1.64	0.43	-0.68	-0.89	-0.79
17 车辆	4.93	5.32	5.29	5.11	0.34	1.46	1.15	0.67	0.37	0.75	0.97	0.62
18 仪器	3.21	3.19	3.17	2.91	-0.09	-0.32	-0.16	-0.27	-0.04	-0.01	-0.06	-0.20
19 武器	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
20 杂项	7.40	7.64	8.70	7.64	1.45	0.81	-0.05	-0.85	0.89	0.51	0.70	0.51
21 艺术品	0.03	0.05	0.11	0.09	0.00	0.03	0.09	0.05	0.02	0.02	0.08	0.04
22 特殊	1.29	1.31	1.11	0.80	0.70	0.60	0.15	-0.50	0.99	0.91	0.61	0.24

资料来源：WIND、天风证券研究所。注 1：各分类商品名称为缩写。注 2：统一指标下前三分之一（前 8）的内容突出显示。

表 2：出口商品拉动率与变化（%，pct）

指标	拉动率%				比 2020 年同期增减 pct				比 2019 年同期增减 pct			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
HS 分类												
1 动物	-0.06	-0.05	-0.02	-0.01	0.03	0.03	0.03	0.05	-0.06	-0.04	-0.00	0.03
2 植物	0.07	0.02	0.02	-0.02	0.07	-0.01	-0.03	-0.08	0.06	-0.00	-0.02	-0.08
3 油脂	0.01	0.02	0.02	0.03	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02
4 食品	0.05	0.08	0.11	0.14	0.10	0.11	0.14	0.19	-0.03	0.02	0.07	0.15
5 矿产品	-0.11	0.12	-0.02	-0.12	-0.21	0.56	0.46	0.24	-0.45	-0.19	-0.26	-0.29
6 化工	0.95	1.43	1.45	1.88	1.05	1.39	1.52	1.70	0.28	1.01	1.11	1.90
7 塑料	1.01	1.01	0.88	1.10	1.11	0.95	0.41	0.40	0.59	0.78	0.53	0.85
8 皮革	-0.01	-0.08	0.02	0.01	0.13	0.24	0.20	0.08	-0.01	-0.05	-0.02	-0.10
9 木制品	0.07	0.09	0.11	0.14	0.14	0.15	0.12	0.12	0.07	0.10	0.10	0.15
10 纸制品	0.01	0.03	0.05	0.10	0.01	0.02	0.03	0.06	-0.09	-0.01	-0.02	0.02
11 纺织	0.60	0.54	0.81	1.37	1.65	-0.22	0.10	1.01	0.46	0.67	0.65	1.36
12 鞋帽	0.13	0.03	0.20	0.34	0.44	0.43	0.35	0.29	0.13	0.07	0.13	0.21
13 石玻璃	0.20	0.24	0.29	0.31	0.32	0.32	0.11	0.04	0.02	0.19	0.18	0.12
14 贵金属	0.16	0.15	0.11	0.20	0.25	0.23	0.22	0.10	0.12	0.11	0.06	0.16
15 贱金属	0.82	1.32	1.65	1.96	1.32	1.91	1.87	1.63	0.32	1.04	1.22	1.76
16 机电	6.19	5.68	6.37	8.44	9.23	5.21	4.35	4.28	2.53	3.03	4.03	7.83
17 车辆	0.82	1.06	1.23	1.25	1.35	1.83	1.23	0.79	0.81	0.95	1.04	1.01
18 仪器	0.42	0.45	0.49	0.50	0.60	0.28	0.27	0.14	0.32	0.38	0.45	0.50
19 武器	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
20 杂项	1.37	1.30	1.69	1.72	1.90	1.22	0.71	0.35	0.94	1.00	1.20	1.38
21 艺术品	0.01	0.01	0.03	0.03	0.00	0.01	0.03	0.02	0.01	0.01	0.03	0.02
22 特殊	0.41	0.43	0.37	0.24	0.28	0.25	0.12	-0.13	0.37	0.34	0.23	0.10

资料来源：WIND、天风证券研究所。注 1：各分类商品名称为缩写。注 2：统一指标下前三分之一（前 8）的内容突出显示。

2.2. 分地区观察：多地区持续拉动出口强势表现

地区分类上，不同于以往直接对重点出口国家（地区）进行观察，我们采取大洲和重点国家（地区）相结合的分类方法，先对各大洲进行整体观察，再对美国、东盟、日本等地区进行重点分析。一方面原因是 2020 年后欧盟的出口统计进行了调整，英国脱欧后，出口份额归属在欧洲口径中，以欧洲口径更具可比性。另一方面原因是，疫情后全球贸易进行了重构，传统地区划分重视需求分析，忽视了产能重构后的供给分析。

2021 年，通过出口占比看各贸易伙伴在我国出口中的地位，美国、欧洲、东盟、日本超过我国出口占比一半，传统贸易伙伴依然位于领先位置。另外亚洲中的非东盟地区占比也很高，四个季度均超过 30%，且中国香港、韩国、中国台湾在累计 12 月出口占比中均位于前列，说明邻近国家及地区对我国的需求产生了大量出口。分季度看，东盟在二季度出现最高占比，美国、欧洲分别在三四季度出现最高占比，且亚洲在上半年出口表现整体不俗，说明上半年我国出口主要受益于周边国家地区的生产修复和疫情好转，下半年则受发达国家的高消费需求驱动。

虽然传统贸易伙伴保持着高占比和高拉动率，但占比较往年同期有所减少，证明虽然出口地位仍在，但其他地区对我国今年出口起到了更多拉动作用。观察各季度同比平均值，拉丁美洲的同比增速高居各国家和地区第一，墨西哥和加拿大、大洋洲也均位于前列，疫情后是这些新兴贸易伙伴快速拉动了我国出口。

对拉美地区的出口全年逐季递增，其对我国出口的拉动作用愈发明显。产品结构上，选取巴西和智利作为代表出口国家，其出口结构基本相似，前八项出口产品涵盖机电、汽车、地产、纺织产业链，包括中间品和制成品，其出口结构与美国基本一致。因此，我们认为 2021 年推动拉美地区出口的因素包括以下四点：

(1) **疫情好转，生产供应链修复。**拉美主要国家的生产情况普遍有所修复。阿根廷、墨西哥的经济景气均在回暖，巴西 PMI 始终位于荣枯线以上。供应链修复使得拉美国国家需求改善。

(2) **经济复苏，推动内需回升。**生产修复推动经济复苏，国民就业情况好转，内需回升。部分制成品进口受国内消费需求支撑。

(3) **美国需求的部分转移。**巴西智利的出口结构和美国出口高度一致，其中智利和美国的前八大出口产品类别完全相同，巴西仅有一项产品不同，证明美国的进口需求部分被拉美国国家承接。美国进口的转移可能受中美贸易战影响，成本驱动部分中国进口的产品需求转为其他国家，包括拉美国国家。

(4) **中国企业的避税需求。**关税壁垒除了推动美国将进口需求转向拉美，也鼓励中国企业将生产转移至拉美。中国企业在拉美订购中国生产的原材料和中间产品，并在拉美地区完成后续生产。

整体而言，2021 年外需的旺盛还是由美欧等发达经济体所推动。

表 3：出口地区比重与变化（%、pct）

指标	占比%				比 2020 年同期增减 pct				比 2019 年同期增减 pct			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
亚洲	47.72	47.82	45.45	46.92	-3.90	1.25	-0.39	-0.57	-1.23	-0.76	-2.26	-3.46
亚洲-东盟	14.80	14.91	13.56	14.30	-1.34	0.87	-0.90	-0.68	0.77	0.86	-0.28	-1.34
亚洲-非东盟	32.92	32.91	31.89	32.62	-2.56	0.38	0.51	0.11	-2.00	-1.62	-1.98	-2.12
欧洲	20.82	20.55	20.75	21.13	1.16	-1.28	-0.53	1.24	0.36	0.86	0.40	1.77
非洲	4.20	4.59	4.62	4.21	-0.29	0.24	0.23	-0.20	-0.15	-0.07	0.15	-0.43
北美洲	18.33	17.99	19.65	18.54	2.72	-1.25	-0.74	-1.17	0.28	-0.94	0.90	1.40
北美洲-美国	16.79	16.54	17.98	17.06	2.49	-1.04	-0.61	-1.02	0.28	-0.93	0.77	1.31
北美洲-非美国	1.54	1.45	1.67	1.48	0.22	-0.21	-0.13	-0.15	0.00	-0.01	0.13	0.09
拉丁美洲	6.50	6.70	7.18	6.77	0.31	1.28	1.51	-1.17	0.67	0.74	0.75	0.72
大洋洲	2.43	2.35	2.35	2.44	0.01	-0.25	-0.08	-0.06	0.06	0.17	0.05	0.01

资料来源：WIND、天风证券研究所。

表 4：出口地区拉动率与变化（%、pct）

指标	拉动率%				比 2020 年同期增减 pct				比 2019 年同期增减 pct			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
亚洲	5.89	6.48	6.37	7.90	7.85	7.60	4.82	3.96	2.76	4.13	3.52	6.05
亚洲-东盟	2.32	2.48	2.07	2.29	1.77	2.12	0.48	0.18	0.74	1.05	0.45	0.56
亚洲-非东盟	3.55	3.98	4.30	5.61	6.12	5.49	4.42	3.83	2.03	3.10	3.11	5.57
欧洲	2.96	3.29	3.52	4.88	3.97	1.99	1.82	2.74	0.89	2.06	2.02	3.92
非洲	0.50	0.62	0.81	0.66	0.63	0.69	0.52	0.16	0.16	0.42	0.34	0.20
北美洲	2.59	2.15	3.54	4.23	5.85	2.74	3.35	3.07	2.08	1.85	3.86	5.43
北美洲-美国	2.38	1.95	3.22	3.90	5.57	2.67	3.23	2.94	2.08	1.74	3.63	5.17
北美洲-非美国	0.21	0.20	0.32	0.33	0.29	0.08	0.13	0.13	0.02	0.11	0.23	0.27
拉丁美洲	1.16	1.26	1.46	1.62	1.36	1.75	1.43	3.07	0.58	0.95	0.98	1.24
大洋洲	0.35	0.41	0.40	0.49	0.46	0.23	0.25	0.19	0.21	0.29	0.23	0.37

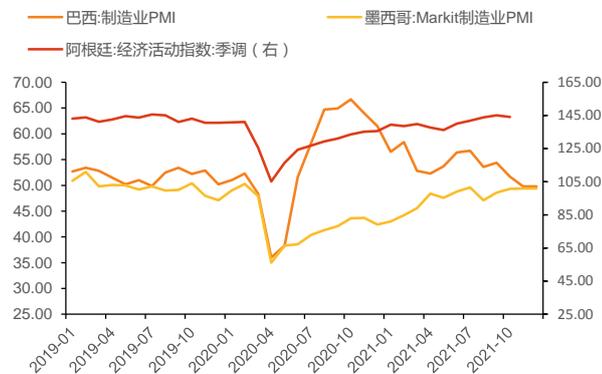
资料来源：WIND、天风证券研究所。

表 5：地区出口占比与变化——前 12 月累计出口（%、pct）

占比		比 2020 年同期		比 2019 年同期	
地区	%	地区	增减 pct	地区	增减 pct
美国	17.1	印度	0.3	美国	0.4
中国香港	10.4	墨西哥	0.3	马来西亚	0.3
日本	4.9	巴西	0.2	泰国	0.2
韩国	4.4	印度尼西亚	0.2	德国	0.2
越南	4.1	智利	0.2	智利	0.2
德国	3.4	马来西亚	0.2	越南	0.2
荷兰	3.0	孟加拉国	0.1	土耳其	0.2
印度	2.9	巴基斯坦	0.1	比利时	0.2
英国	2.6	泰国	0.1	巴西	0.2
马来西亚	2.3	吉尔吉斯斯坦	0.1	墨西哥	0.1
中国台湾	2.3	比利时	0.1	波兰	0.1
泰国	2.1	菲律宾	0.1	中国台湾	0.1
俄罗斯联邦	2.0	韩国	0.1	英国	0.1
墨西哥	2.0	土耳其	0.1	荷兰	0.1
澳大利亚	2.0	德国	0.1	巴基斯坦	0.1
印度尼西亚	1.8	哥伦比亚	0.1	菲律宾	0.1
菲律宾	1.7	希腊	0.1	以色列	0.1
新加坡	1.6	俄罗斯联邦	0.1	哥伦比亚	0.1
巴西	1.6	波兰	0.1	秘鲁	0.1
加拿大	1.5	阿联酋	0.1	埃及	0.1

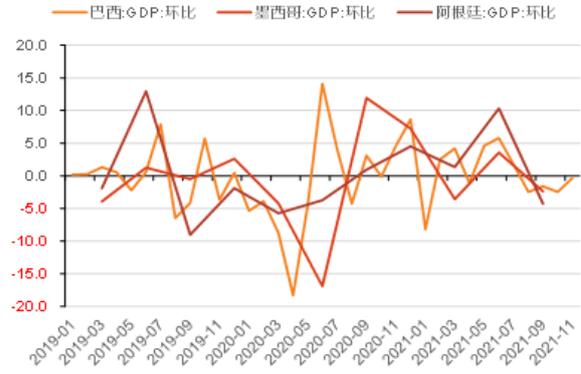
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 25：主要拉美国家生产情况



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 26：主要拉美国家 GDP 环比增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

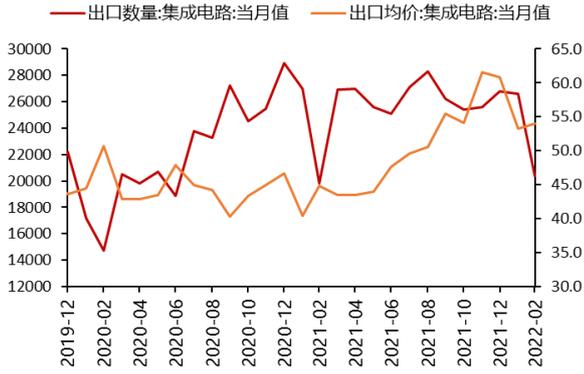
2.3. 量价视角观察：旺盛需求下整体量高价升

2021 年，主要出口产品价格的上涨固然成为推动我国出口的重要因素，但出口数量表现也不弱，我国出口表现仍受外需较强支撑。机电等传统出口支柱行业出口维持强劲，新能源汽车等新兴产业出口表现亮眼。

对 HS 码分类出口金额前六的大类商品，即机电、纺织、贱金属、化工、塑料、车辆，我们选取其中单类出口金额最高的几类代表性商品进行量价分析。

(1) **机电大类**。对于机电行业，我们选取了集成电路、便携式电脑、手机三类产品进行观察。整体而言，2021 年全年机电大类商品量价齐升，需求保持旺盛。

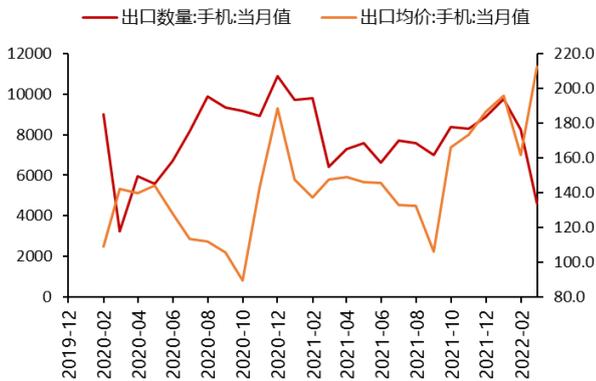
(2) **纺织大类**。对于纺织大类，我们选取纺织原料作为代表性产品。整体而言，2021 年全年纺织原料也是量价齐升，但是数量波动较为明显，可能与疫情扰动下对防疫物资的需求变化和经济复苏进程中纺织服装的需求变化。

图 27：集成电路出口的量价情况（百万个、万美元/百万个）


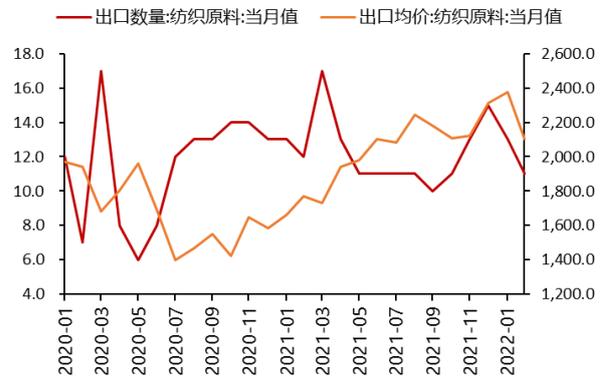
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 28：便携式电脑出口的价量情况（万台、万美元/万台）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 29：手机出口的价量情况（万台、万美元/万台）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 30：纺织原料出口的价量情况（万吨、万美元/万吨）


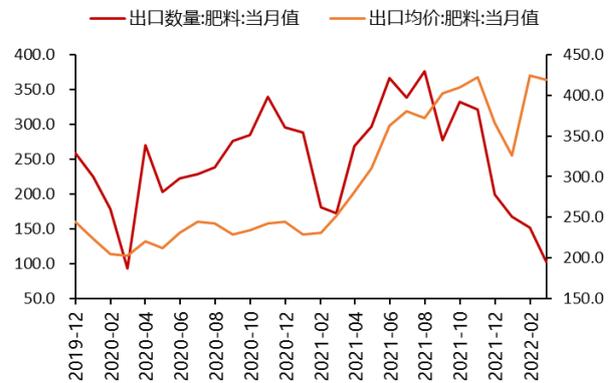
资料来源：WIND、天风证券研究所

(3) **贱金属大类**。我们选取钢材作为代表性商品。钢材的量价变化较为直观，数量上持续下降，价格上持续上涨。贱金属出口的回落一方面受国内供给约束的收紧，另一方面受原材料石油价格的抬升影响。

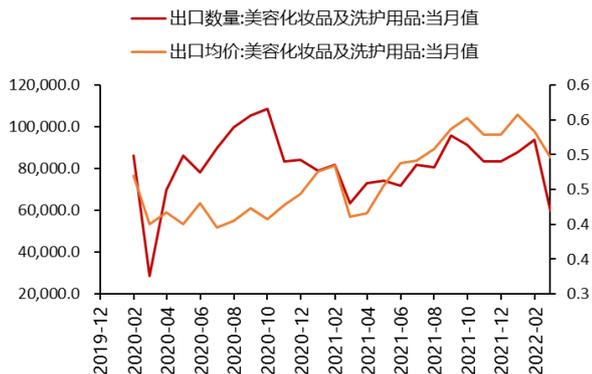
(4) **化工大类**。我们选取肥料和化妆洗护产品进行观察。化工行业出口产品的量价变化呈现一致性特征，只是由于代表性产品所属行业不同，量价变化有所分化。肥料的量价在全年均呈现先上升、后下降的变化趋势；化妆洗护产品的量价除去春节后的季节性回落以及四季度的回落外，总体表现为上涨趋势，与国家油价的全年上行有关。

图 31：钢铁出口的价量情况（万吨、万美元/万吨）

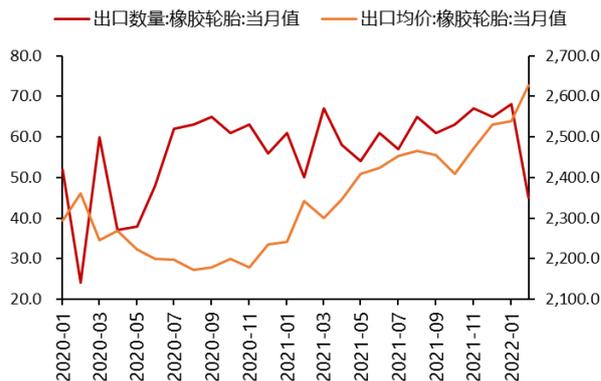

资料来源：WIND、天风证券研究所

图 32：肥料出口的价量情况（万吨、万美元/万吨）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 33：化妆洗护出口的量价情况（万吨、万美元/万吨）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 34：塑料轮胎出口的量价情况（万吨、万美元/万吨）


资料来源：WIND、天风证券研究所

(5) **塑料橡胶大类**。在此我们选择橡胶轮胎进行观察。整体而言，去年全年橡胶轮胎量价齐升。新能源汽车的蓬勃发展推动了塑料橡胶这一中间品的需求，同时石油作为塑料橡胶制品的原材料，石油价格的上涨也推动了塑料橡胶制品价格的走高。

(6) **车辆大类**。由于整车是车辆大类的代表性商品，而集装箱又与出口密切相关，因此我们选择整车和集装箱作为观察对象。整体而言，去年整车是车辆大类也是量价齐升。

图 35：整车出口的量价情况（辆、万美元/辆）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 36：集装箱出口的量价情况（个、万美元/个）


资料来源：WIND、天风证券研究所

整体而言，去年全年我国主要出口商品都有着量价齐升的变化，说明海外旺盛的需求在持续抬升的价格面前并未明显走弱。但与此同时，也要认识到，不断抬升的价格也可能抑制消费需求。从今年前两个月我国主要商品出口的表现看，部分商品已经出现了量跌价升的趋势，且量跌的幅度较明显，可能预示着海外需求的某种变化。

综上所述，从分商品、分地区与量价三个角度的分析结果表明，2021 年我国推动出口表现强势的主要原因还是外需维持了强劲态势，特别是美欧需求扩张的结果。具体又表现为多重因素共同作用，在分商品方面表现为传统出口优势商品与新兴商品的共同提升，在分区域方面表现为欧美的直接带动与非欧美区域的间接带动，在量价方面主要表现为量价提升，在市场份额方面则表现为美欧市场持续的高份额，特别是美国市场持续高于疫情前份额。

3. 2022 年出口预测：动能能否维持？

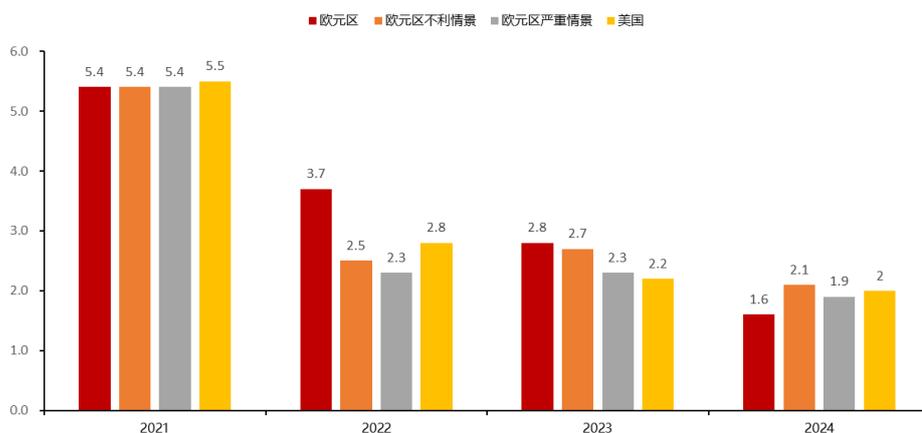
3.1. 海外需求能否维持？

如前所述，今年出口能否保持强劲，最重要的还是美欧经济能否持续快速扩张。

我们在前述报告《如何看待 2022 年美国宏观经济？》与《俄乌冲突后，欧央行如何评估？》中对 2022 年美欧宏观经济进行了较为细致的梳理。我们提出，相对于疫情前增速或潜在增速而言，2022 年美欧经济增速并不慢。但是从趋势比较看，相对于 2021 年，美欧经济增速还是有明显放缓。

且受制于地缘政治、高通胀风险，以及欧美央行的紧缩态势，美欧经济还存在较高的不确定性。整体而言，美欧经济未来逐步放缓还是比较明确。

图 37：考虑乌克兰局势的美欧经济增长前景比较（%）



资料来源：欧央行、CBO、天风证券研究所

除此以外，我们考虑更广泛的全球经济增长。

主要参考 IMF 和世界银行最新的经济预测，2022 年全球经济增速的回落并不慢。

具体来看，发达经济体方面，除了个别经济体，例如德国和日本，2022 年发达经济体的经济增速整体也是放缓的。

新兴市场方面，情况可能相对复杂一些。2022 年新兴市场经济体的增速也有一定幅度的回落，但是表现差异较大。就亚洲经济体而言，印度经济增速持平，但是东盟五国的经济增速是有所增长的。而东盟国家在我国进出口份额中占比还是比较高的。

当然，新兴市场经济体的经济增速普遍还是回落的，今年经济增速有提升的主要是低收入国家。一个重要的原因是，低收入国家的疫情防控相对较弱，经济重启相对滞后。

所以整体而言，今年我国出口面对的海外需求将有所放缓，特别是对我国出口起到了主要拉动作用的中高收入国家和发达经济体。一些低收入国家的经济可能有所增长，但在全球经济回落的趋势下，叠加地缘政治等因素，预计需求稳定性较差，估计很难支撑我国整体出口。

表 6：IMF 与世界银行的最新经济预期（%）

	IMF			世界银行		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
全球	5.9	4.4	3.8	5.5	4.1	3.2
发达经济体	5.0	3.9	2.6	5.0	3.8	2.3
美国	5.6	4.0	2.6	5.6	3.7	2.6
欧元区	5.2	3.9	2.5	5.2	4.2	2.1
德国	2.7	3.8	2.5			
法国	6.7	3.5	1.8			
意大利	6.2	3.8	2.2			
西班牙	4.9	5.8	3.8			
日本	1.6	3.3	1.8	1.7	2.9	1.2
英国	7.2	4.7	2.3			
加拿大	4.7	4.1	2.8			
其他发达经济体	4.7	3.6	2.9			
新兴市场和发展中经济体	6.5	4.8	4.7	6.3	4.6	4.4
亚洲地区	7.2	5.9	5.8			
中国	8.1	4.8	5.2	8.0	5.1	5.3
印度	9.0	9.0	7.1	-7.3	8.3	8.7
东盟五国	3.1	5.6	6.0			
欧洲地区	6.5	3.5	2.9			
俄罗斯	4.5	2.8	2.1	4.3	2.4	1.8
拉美加勒比地区	6.8	2.4	2.6	6.7	2.6	2.7
巴西	4.7	0.3	1.6	4.9	1.4	2.7
墨西哥	5.3	2.8	2.7	5.7	3.0	2.2
中东和中亚地区	4.2	4.3	3.6			
沙特阿拉伯	2.9	4.8	2.8	2.4	4.9	2.3
撒哈拉以南非洲地区	4.0	3.7	4.0	3.5	3.6	3.8
尼日利亚	3.0	2.7	2.7	2.4	2.5	2.8
南非	4.6	1.9	1.4	4.6	2.1	1.5
新兴市场中等收入经济体	6.8	4.8	4.6			
低收入发展中国家	3.1	5.3	5.5			

资料来源：IMF、世界银行、天风证券研究所

另外，今年宏观环境的另一大变化是通胀开始出现广泛上行的风险。这会对海外需求造成什么影响？

去年下半年以来至今，美欧通胀不断上行，通胀读数不断走高，有形成未来广泛高通胀风险的趋势，这是今年一季度以来，美欧央行同步加速转向的最主要原因。

我们在团队前期报告《我们距离防疫政策调整还有多远？》中提到，日本央行和我国央行没有转向，主要原因是，在本轮疫情冲击下，中日两国都较明显地收紧了疫情防控措施，对经济和需求形成了较大压力，因此通胀相对疲软。换言之，一旦中日逐步走出疫情，经济有所起色，全球性的通胀风险大概率也会向中日传导。总而言之，当今全球仍然面临着高通胀的困扰。

图 38: 各国通胀 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

如果通胀继续上行，一方面会直接抑制居民消费需求，另一方面，也会通过额外的高支出侵蚀居民资产负债表，伤害未来的消费潜能，抑制未来的消费需求。而海外消费需求受到抑制，对我国的出口前景无疑是不利的。

整体而言，直观来看，今年全球经济所面对的，正是一个经济下行且通胀上行的宏观环境，很少有经济体能够独善其身。经济动能趋缓叠加需求减弱，除部分经济体外，我国对各地区的出口可能面临比较普遍的增速回落情形。如果通胀快速进一步上行，海外需求回落的速度可能进一步加速。

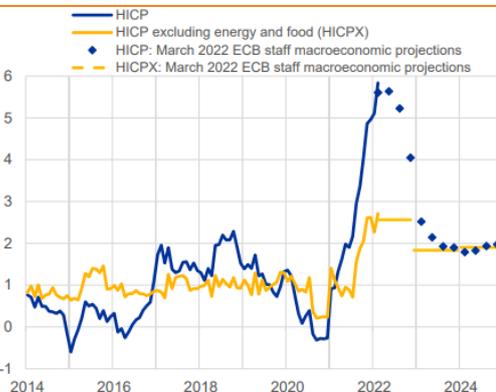
当然，如果通胀继续上行，还有促使主要经济体央行货币政策加速转向的风险，通过抑制投资进一步对需求形成压力。

图 39: 美债隐含通胀预期 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 40: 欧央行通胀预期 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

3.2. 不同商品出口是否仍有动能?

3.2.1. 原材料和中间品出口还会好吗?

我们观察美欧日越南和墨西哥的代表性工业指标，尽可能地反映全球产业链的情况。

去年下半年至今，从主要代表性工业指标观察，美国和欧盟的代表性工业指标或维持高水平、或继续回升。欧盟指标已经基本稳定在了疫情前的高位水平，进一步上行空间或有限。美国指标刚刚回升至疫情前水平，距离特朗普时期高点还有些许距离，不排除还有进一步上行的可能，但上行空间也相对比较有限。

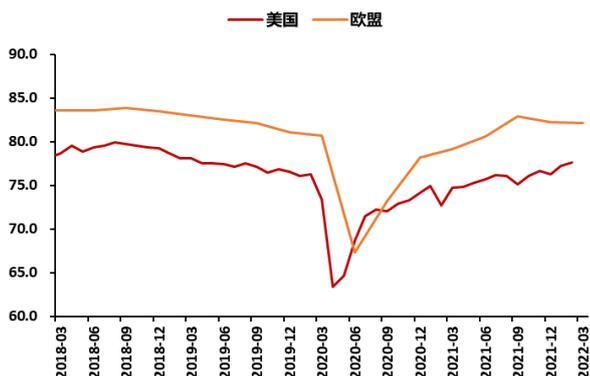
日本、墨西哥的代表性工业指标尚未完全回升至疫情前高点水平。不同的是，墨西哥指标相对比较平稳，日本指标则波动较大，可能与其断断续续地收紧疫情防控措施有关。

从制造业 PMI 观察，美国和欧盟指标在 2021 年上半年后，已经比较明显的进入了下行周期，主要反映了经济重新开放的影响。受疫情反复影响，日本、越南和墨西哥指标有过比较大的波动，但当前也已经基本触及疫情前最高水平，还没有明显的继续上行迹象。

整体而言，受疫情影响，虽然有所波折，但当前世界主要经济体的代表性工业指标或已回升至疫情前水平，或已经在一个较高水平维持相对稳定；从制造业 PMI 观察，当前世界主要经济体指标或已进入下行周期，或基本回升至疫情前水平、且基本稳定。

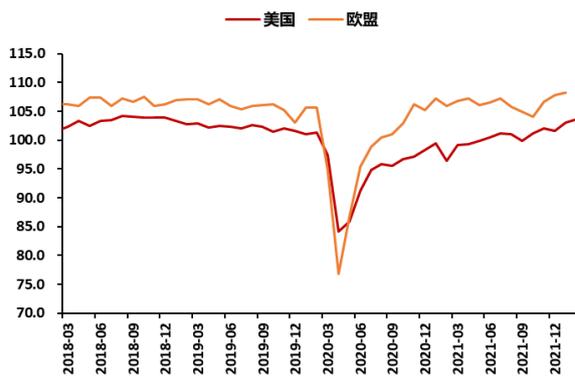
结合我国出口占美欧进口份额趋于稳定，且已经有所回落的情况，虽然不排除后续原材料和中间品出口继续扩张的可能，但可能扩张速度会逐步放缓。

图 41: 美欧综合产能利用率 (%)



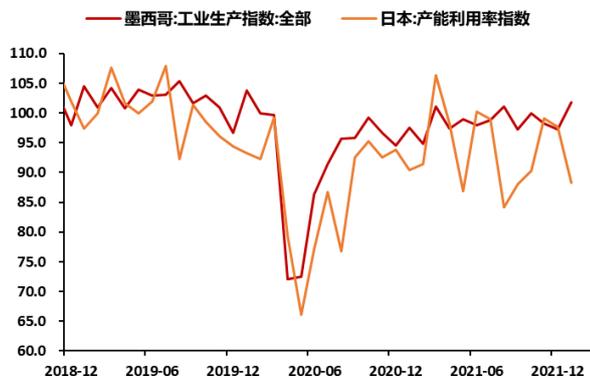
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 42: 美欧制造业综合生产指数季调 (%)



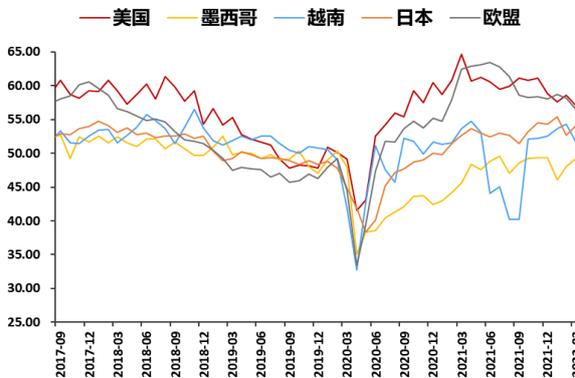
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 43: 墨西哥和日本的工业指标 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 44: 各国制造业 PMI (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

3.2.2. 车辆设备出口还会好吗？

新能源整车出口的快速增长，是推动疫情后我国汽车出口大幅提升的最主要原因。

一方面得益于海外经济重启与绿色转型下的需求扩张，另一方面也得益于国内汽车产业链相对健康的态势，受疫情和芯片的冲击相对较小。

长远而言，在高油价与绿色转型的推动下，海外新能源汽车的需求扩张是大势所趋。但站在当前位置，海外汽车消费需求的回落还是比较明显的。根据财新报道⁶，受疫情与乌克兰局势的多重影响，目前国内车企也陆续出现减产停产。

综合而言，我们估计，后续车辆设备出口可能难以继续维持前期高速扩张的态势。

图 45：新能源车与汽柴油车出口交货值（亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 46：美国新车与二手车销售（百万美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

3.2.3. 机电杂项出口还会好吗？

对这一问题的回答，取决于海外商品消费需求，特别是美欧日等主要发达经济体的耐用消费品消费需求能否持续扩张。具体而言，又可以拆分为两方面问题：一是考虑其消费潜能的变化，二是考虑其消费结构的变化。

疫情后美欧日等主要发达经济体的消费需求扩张，最主要的逻辑在于强有力的政策刺激转化为了居民消费，提升了居民收入，呵护了居民的资产负债表。所以后续海外需求能否维持高水平，既取决于后续居民收入增长，也取决于存量居民储蓄。

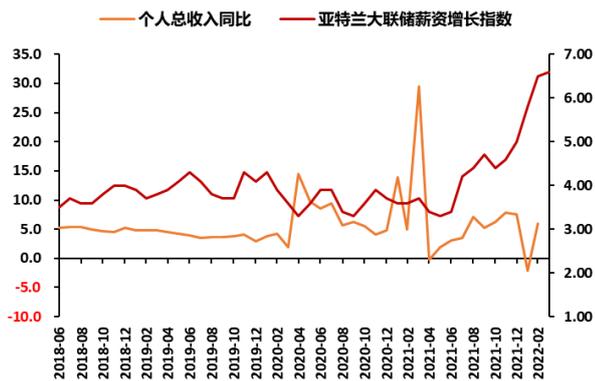
受限于数据可得性，我们主要分析美国和日本的情况。大致认为，欧洲情况是处在美国与日本之间的。而且在团队前期报告《我们距离防疫政策调整还有多远？》中，我们也经过梳理发现，欧洲情况是处在美国和日本之间的。

增量收入方面，随着疫情防控措施的逐步放松，纾困政策也逐步退出，美国和日本居民收入增速逐步向疫情前水平回归，估计难以维持较高增速。

存量储蓄方面，截止 2021 年四季度，根据美联储 Z1 金融账户数据观察，相对于收入增长，居民存量存款仍然保持在较高水平。

⁶ <https://www.caixin.com/2022-04-11/101868318.html>

图 47: 美国薪资增速与收入增速 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 48: 东京都:名义工资指数同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 49: 美国居民家庭资产负债表与存款数据 (百万美元、%)



资料来源: FED、天风证券研究所

考虑消费结构，逻辑上，随着经济逐步重启，居民服务消费的增长应该要快于商品消费的增长。但是在美国和日本数据中，我们并没有特别明显地观察到这一变化。

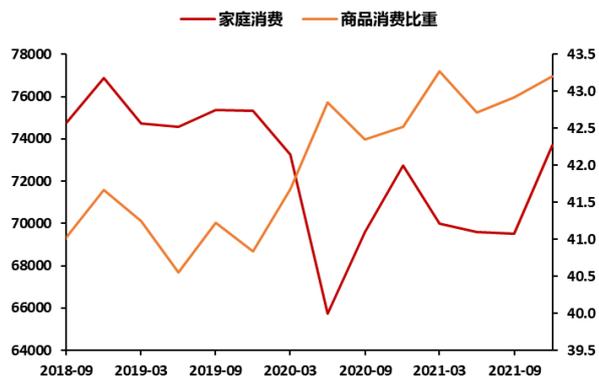
我们估计，三方面因素可能有所影响：一是经济可能有待进一步重启，来转变居民疫情后维持了较长时期的消费习惯；二是物价水平的持续上行，迫使居民在商品消费上仍然维持了较高水平的支出；当然，也有可能是海外居民的耐用品需求仍未释放完毕。具体情况可能还有待进一步观察。

整体而言，随着纾困政策的逐步退出，海外居民的收入增速将有所放缓，但是在存量储蓄的支撑下，海外居民的消费潜能还是有待释放的，仍有一定的需求扩张空间。从消费结构考虑，尽管数据还有待确认，但逻辑上数据回落的影响还有存在的。我们判断，后续我国机电杂项出口的增速可能也将逐步回落。

综上所述，就今年一季度情况观察，从外部需求出发，目前我国不同商品的出口还是维持了较高水平。但是从边际影响因素观察，从逻辑出发，后续我国各品种商品出口可能较难维持目前的强势状态。

图 50：美国家庭消费与商品消费比重（十亿美元、%）

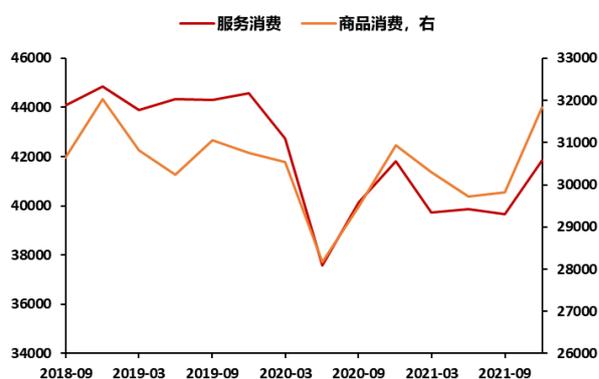

资料来源：WIND、天风证券研究所

图 51：日本家庭消费与商品消费比重（十亿日元、%）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 52：美国服务消费与商品消费（十亿美元）

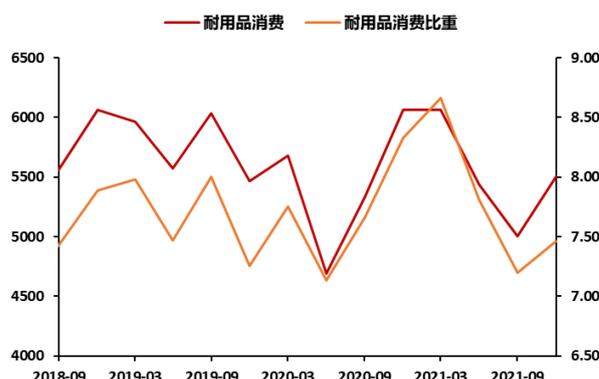

资料来源：WIND、天风证券研究所

图 53：日本服务消费与商品消费（十亿日元）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 54：美国耐用品消费比重（十亿美元、%）


资料来源：WIND、天风证券研究所

图 55：日本耐用品消费比重（十亿美元、%）


资料来源：WIND、天风证券研究所

3.3. 还需关注哪些可能的影响？

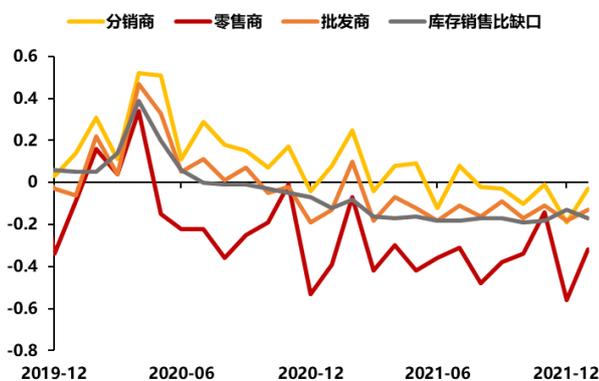
3.3.1. 如何看待海外供应链问题对出口的影响？

我们在前述报告《如何看待 2022 年美国的经济》中提到，受供应链扭曲的制约，美国整个产业链存在着比较明显的长鞭效应。具体表现为产业链的销售环节还有缺口，但是生产环节却存在一定程度的存货挤压。并且在全球产业链也可能存在类似情形。这也意味着，美国如今较为旺盛的订单需求，部分是需求带动的结果，还有一部分则是供应链扭曲导致的现象。

2022 年美国供应链改善是大概率事件，一个比较明确的例子是，美国的航运成本已经明显回落。与此同时，纽约联储全球供应链压力指数 GSCPI 也显示，年初以来全球供应链扭曲程度有明显缓解。在此情况下，供应链恢复可能加速我国出口订单的回落。

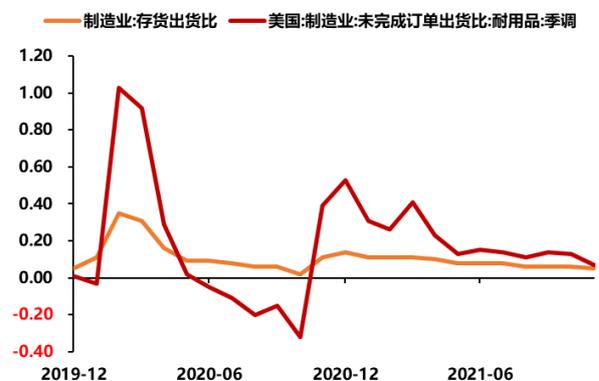
当然，供应链问题的缓解过程可能是充满曲折的，特别是在乌克兰局势等地缘政治形势仍然存在较高不确定性的情况下。

图 56：美国销售环节库存销售比缺口（%）⁷



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 57：美国生产环节存货出货比、未完成订单出货比缺口（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 58：纽约联储全球供应链压力指数 GSCPI⁸



资料来源：NYFED、天风证券研究所

图 59：洛杉矶集装箱港口的装卸天数（天）



资料来源：洛杉矶港、天风证券研究所

⁷ 我们将当前缺口定位为当前与疫情前（2019 年 12 月）的差距，下同。小于零意味着存在缺口，大于零意味着不存在缺口。

⁸ <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/03/global-supply-chain-pressure-index-march-2022-update/>

3.3.2. 如何看待人民币汇率对出口的影响？

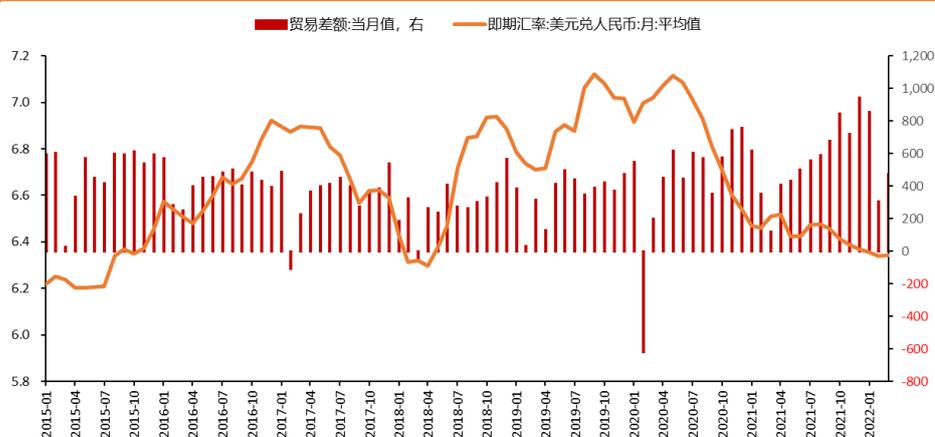
最近一个阶段美元继续上升，市场关注人民币贬值压力。从量价的角度出发，人民币汇率贬值，对我国出口无疑是利好。

但从人民币汇率的决定角度出发，我们也不难发现，我国出口的强劲表现，本身也是人民币汇率走强的重要影响因素。

如果把汇率作为外生变量考虑，目前需要关注的是政策是否会主动引导贬值。从历史和现实综合考虑，基于地缘政治和货币政策等多因素考虑，我们认为今年人民币单方面贬值的可能并不大，更多还是基于顺势而为的可能，适度波动。

整体而言，我们判断，人民币汇率贬值，对我国出口肯定不是坏事。但除非人民币汇率出现非常大幅度的贬值（比如类比于 2015 年 811 汇改后的变化），不然可能对很难对我国出口起到非常明显的支撑。

图 60：贸易差额与人民币汇率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

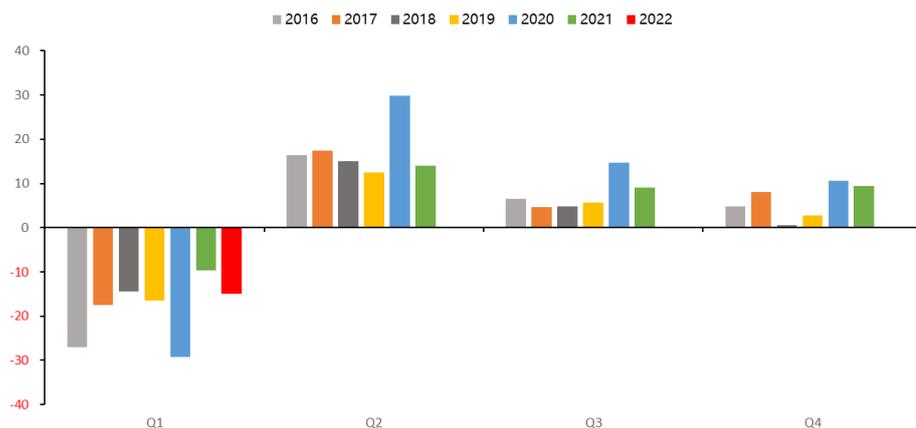
3.4. 如何看待今年出口增速与节奏变化？

综上所述，无论是从分商品还是分区域出发，在海外需求整体收缩，通胀风险不断上行的影响下，今年我国的出口增速大概率将延续回落。如果综合考虑疫情冲击、新订单回落、地缘政治、海外供应链因素等影响，未来我国出口的不确定仍高，尚无法排除后续出口加速回落的可能。人民币贬值对我国出口不是坏事，但如果不是大幅贬值，对支撑我国出口的影响可能相对有限。

那么，如何看待后续出口增速与节奏变化？我们基于季节性框架进行预测。

2022 年一季度，我国出口总额录得 8207 亿美元，同比增 15.8%，环比降 14.9%。从季度环比降幅来看，基本符合季节性水平。

图 61：我国季度出口的环比季节性（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

在一季度出口数据的基础上，我们继续根据季度季节性预测全年出口数据。

2015-2019 年，二至四季度的出口环比分别为 5.36%、1.98%与 3.22%。单纯按照季度季节性水平计算，全年出口数据如下：

表 7：季节性水平的全年出口预测值（亿美元、%）

	2021 年	2022 年	季度环比	季度同比
单位	亿美元	亿美元	%	%
一季度	7,090	8,207	-14.90	15.76
二季度	8,081	8647	5.36	7.01
三季度	8,815	8818	1.98	0.04
四季度	9,648	9102	3.22	-5.65
全年	33,635	34,777		3.40

资料来源：WIND、天风证券研究所。注：红色加粗的为预测值。

根据前述分析，我们根据系数来简单反映后续出口可能的回落情况，

我们在二至四季度的出口金额上，分别乘上 0.99、0.97、0.95 的系数，调整后的全年出口同比预计如下：

综上所述，预计我国全年出口增速在零附近，节奏上从一至四季度同比是前高后低，出口回落速度可能较快，下半年开始出口可能落入负区间。

而且从同比增速看，无论是否使用系数调整，我国出口在下半年回落至负数区间的可能性都是比较高的。

表 8：经过系数调整的全年出口预测值（亿美元、%）

	2021 年	2022 年	调整系数	季度环比	季度同比
单位	亿美元	亿美元		%	%
一季度	7090	8208		-14.90	15.76
二季度	8081	8561	0.99	5.36	5.94
三季度	8815	8554	0.97	1.98	-2.96
四季度	9648	8648	0.95	3.22	-10.37
全年	33635	33971			1.00

资料来源：WIND、天风证券研究所。注：红色加粗的为预测值。

4. 小结

虽然当前我国出口仍然维持了相对强劲势头，但是面对国内疫情冲击、出口新订单下降和地缘政治不确定性，后续出口呈现出有一定下行风险。

考虑疫情冲击，由企业停产和陆路、港口物流导致的供应链压力已经有发酵迹象，无法排除后续出口交付承压的可能。考虑到上海与长三角，及其他受疫情影响区域在我国出口比重，外贸相关产业链、以及他们在物流中的重要位置，相关压力可能不小。

考虑新订单下降，目前我国出口占海外市场的比重已有回落。如果国内生产持续受限，国内产业链相对于海外的优势减弱，或许还不能排除后续出口订单继续回落的可能。

至于地缘政治，除了关税以外，美国正在通过加强知识产权执法、金融制裁、严查海外上市资金来源等手段对中美之间的经贸活动产生约束，进而可能限制中国出口。所以，风险依旧存在。

回顾 2021 年，我国出口保持强势的主要原因，还是外需维持了强劲态势，特别是美欧发达经济体需求扩张的结果。

展望 2022 年，过去推动我国出口的动能开始陆续展现趋弱勢头。无论是从分商品还是分区域出发，在海外需求逐步收缩的情况下，今年我国的出口增速大概率将延续回落。

我们预计我国全年出口增速在 1%左右，后续出口环比整体大概率弱于季节性，节奏上同比是前高后低，出口回落速度可能较快，下半年开始出口可能落入负区间。

这个时候是否有可能推动人民币汇率贬值？

贬值对我国出口肯定不是坏事。但除非人民币汇率出现较大幅度贬值（比如类比于 2015 年 811 汇改后的变化），不然可能对很难对我国出口起到非常明显的支撑。

而且还需要考虑对货币政策本身的制约和地缘政治问题。国际收支和汇率稳定是货币政策独立性的前提。所以，在现阶段美元走强与地缘政治摩擦加剧的背景下，央行顺势而为适度贬值可能是最为可能的方向。

对于债券市场，需要考虑到：一方面出口是疫情后中国经济最大的增长力量；另一方面也是保持国际收支平衡的物质基础。在今年出口下滑压力加大的背景下，一方面国内经济增长压力进一步上升，带来政策更大力度对冲的需要；另一方面需要考虑外部均衡的可能影响，观察央行如何兼顾内外平衡。

最终的汇总，还是在于具体政策组合和工具的选择上，目前我们维持降准以后降息的可能性，落实到债市，利率有空间，节奏需注意。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com