

宏观点评 20220930

出口拐点的交叉验证

2022年09月30日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《人民币跌破 7.15, 美国真能独善其身?》

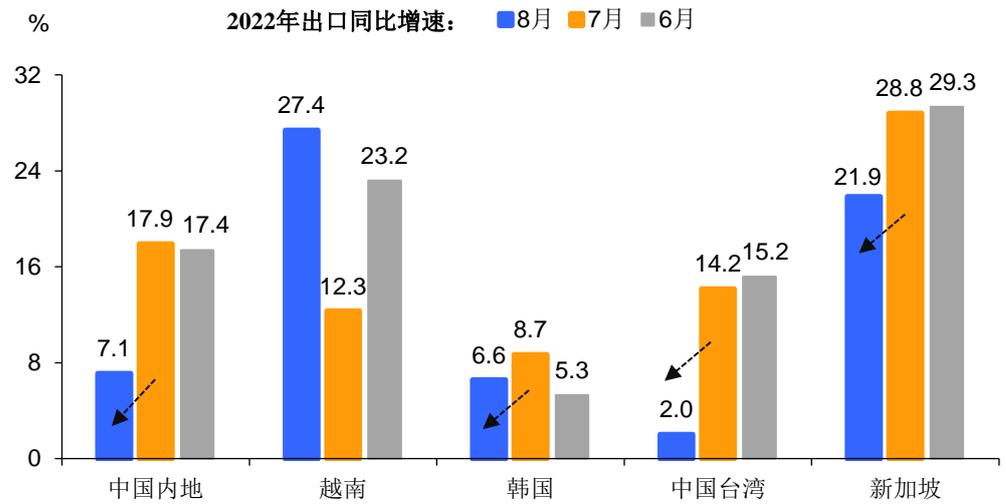
2022-09-26

《美联储年内加息超 4%, 市场充分定价了吗?》

2022-09-21

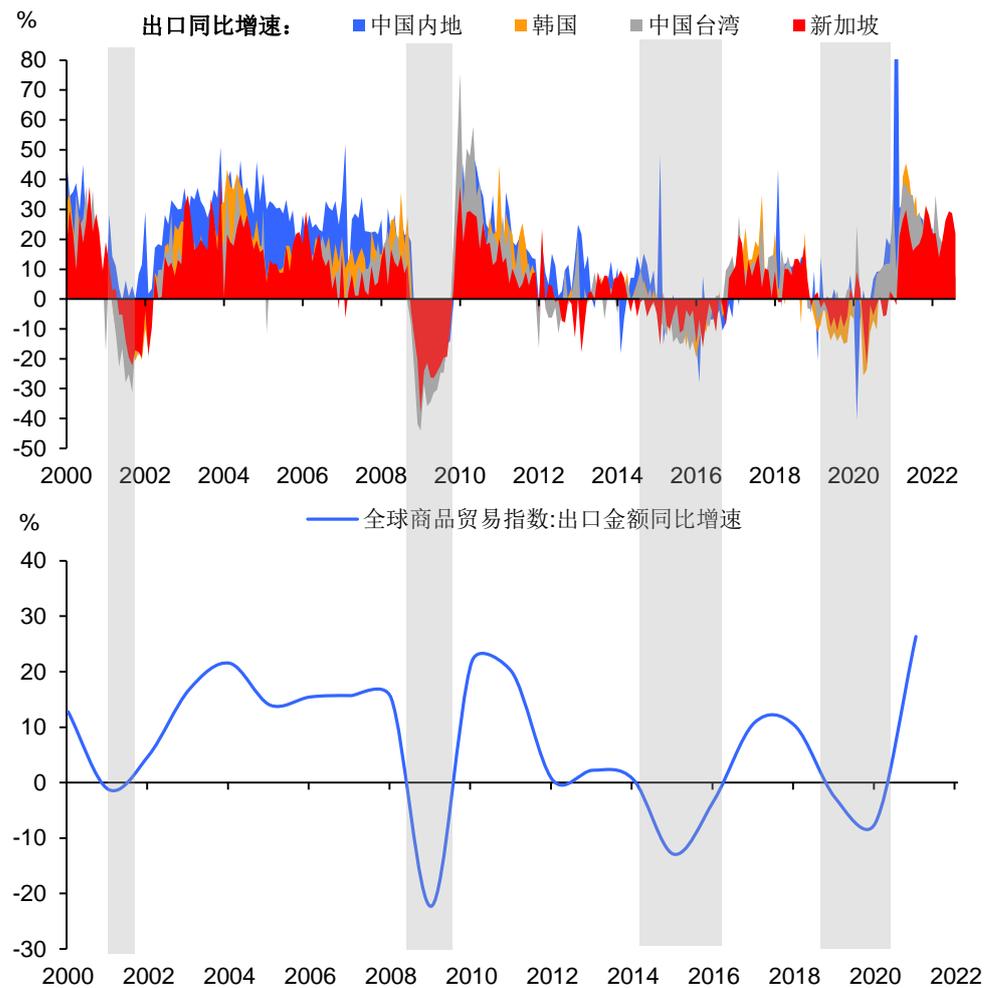
- 随着海外需求退坡的逐步显现, 全球出口的转向是否已经发生? 本文对越南、韩国、新加坡、中国台湾这几个亚洲主要出口经济体进行了分析, 对海外出口的信号指向进行了交叉验证。2022 年 6 至 8 月, 上述经济体的数据均显示着出口承压, 这在占比居首位的机电产品上尤为显著, 我们认为 2022 年四季度, 全球出口面临着由高增速向中低增速的转向, 而 2023 年在欧美经济体可能陷入短暂衰退的风险下, 全球出口面临的压力将进一步显现。
- 亚洲经济体的出口对于全球出口状况富有代表性(图 2)。从份额的维度, 仅中国内地及中国台湾、越南、韩国、新加坡这几个亚洲经济体便占据了 2021 全球出口份额的近四分之一(世界贸易组织口径)。而除了拥有相对高频出口数据的韩国是公认的全世界经济的风向标外, 新加坡的出口对亚洲乃至全球制造业周期的波动也极为敏感, 是全球经济活动的又一个较好的领先指标。
- 机电在上述几个亚洲经济体的出口占比中均居首位, 部分先行数据已经影射出全球电子产品需求的放缓(图 3)。2022 年 7 至 8 月, 中国内地、中国台湾和韩国的制造业 PMI 跌破荣枯线, 从分项新出口订单来看, 我国内地和台湾地区也低于荣枯线, 后者更是经历了连续 5 个月的下滑, 8 月录得 36.1%(图 4-图 5)。鉴于在这三者的出口结构中, 集成电路和手机等无线设备占比为大头, 这预示着全球范围电子产品需求的放缓。
- 而全球超常态加息对于需求的压制将是全方位的, 消费品、资本品和中间品都难幸免。图 6-图 7 中对中国内地出口的市占率和需求强度的分析显示, 2022 年 1-5 月海外对于中间品的需求强度还有一定的韧性, 不过, 鉴于机电的细分行业多为资本品和中间品, 机电需求强度的下行意味着中间品的需求强度也面临下行风险。
- 2023 年欧美经济体陷入衰退的风险加大, 全球经济增速料将进一步放缓, 亚洲出口将持续承压。我们结合亚洲各经济体的出口结构和近期数据进行了分析:
- 韩国出口已呈下滑态势, 2023 年情况将更为严峻。如图 9 所示, 在 2022 年 1-8 月韩国出口同比增速(下同)加速下滑, 9 月前 20 日跌至-8.7%。从出口目的地的维度, 对华出口在韩国出口中占比最大, 我国的经济复苏及需求的回暖对于韩国出口有举足轻重的影响。从产品维度, 机电占据了韩国出口的半壁江山, 其中对全球经济势头高敏感的电子产品占比过半, 2022 年 1-8 月韩国机电细分行业出口增速加速下滑(图 10)。
- 越南 8 月出口反弹不具备持续性, 支柱产业机电和纺织都将进一步承压。由于细分数据较为滞后, 越南出口的风向标属性不强, 其 8 月出口的高增速也主要得益于低基数。我们此前的报告《2021 年出口份额为何中国和韩国回升, 越南回落?》指出, 越南出口产品的复杂程度较低, 2021 年机电占比便过半, 全球对机电产品需求强度的降低对越南的冲击也将更大。而占比越南出口第二大的纺织品已经受到欧美订单减少的冲击, 越南纺服集团董事长预计 2022 年 9 至 12 月, 越南纺织品每月仅出口 31-32 亿美元, 明显低于前 8 个月的均值(37-38 亿美元)。
- 中国台湾出口中机电占比超 60%(2021 年), 面对需求放缓的压力更大。发达国家家庭消费的正常化对全球制造业周期的影响已经体现在了我国台湾的出口订单上。我国台湾机械外销订单与美国核心资本品新订单有较好的同步性, 前者同比增速已连续 6 个月下降, 表明美国制造业景气度的持续下降(图 12)。鉴于我国台湾出口金额超过三分之一由集成电路贡献, 发达国家电子产品需求的下滑对于我国台湾的冲击要比其他亚洲经济体更大。
- 新加坡的出口数据也体现了全球制造业周期的下行。2022 年 6 至 8 月, 新加坡持续超 20% 的出口增速主要得益于石油类产品, 剔除这部分商品后同比增速平均下修 8.6 个百分点(图 13)。而新加坡出口占比大头的电子产品, 2022 年 1 月出口增速高达 20%, 后续波动下行, 8 月骤降至 3.9%(图 14)。
- 总体来看, 亚洲主要出口型经济体近期的数据均显示着出口承压, 这在占比居首位的机电产品上尤其显著, 全球出口的拐点得到了交叉验证。在欧洲地缘政治紧张局势和以美联储为代表的各央行加速的紧缩政策下, 需求的下行速度可能超预期, 尽管 9 月我国出口在限电影响的逐渐消退下, 同比增速相对于 8 月可能略有回升, 但在外需回落的趋势下, 2022 年四季度至 2023 年全球出口转向中低增速的趋势难以逆转。
- 风险提示: 新冠病毒变异导致疫苗失效, 确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁; 俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 亚洲经济体出口同比增速



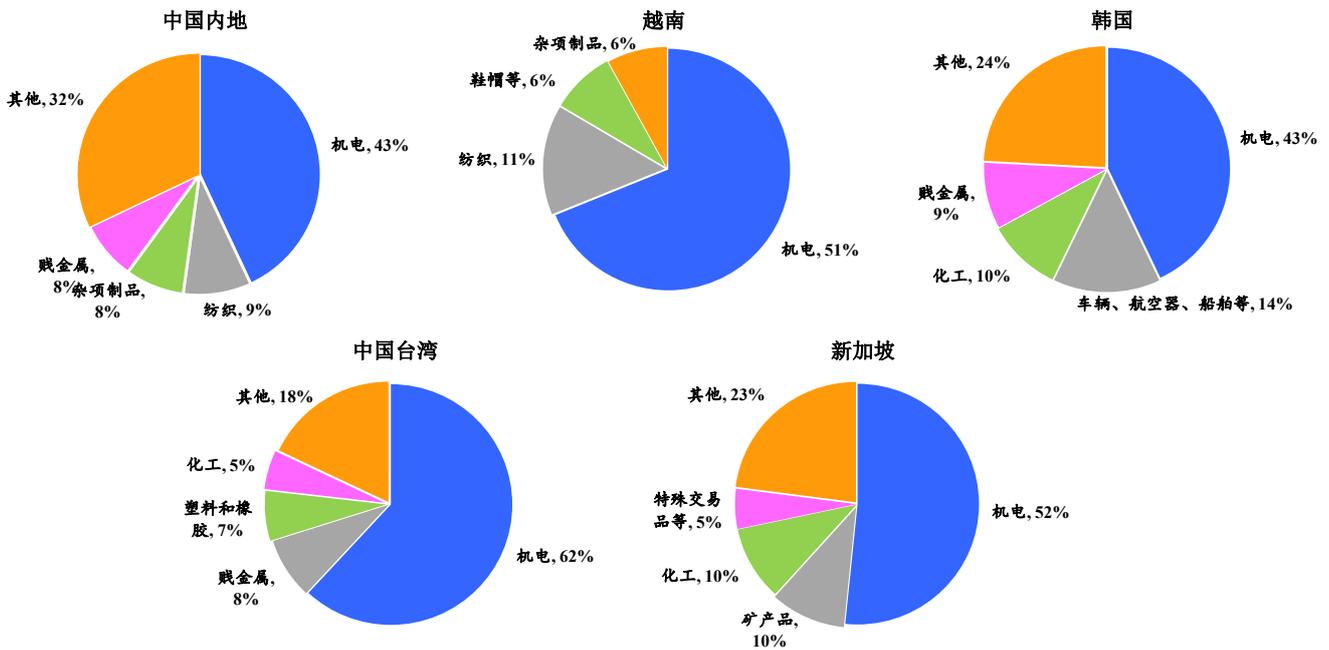
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 亚洲经济体的出口增速对于全球出口具有代表性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

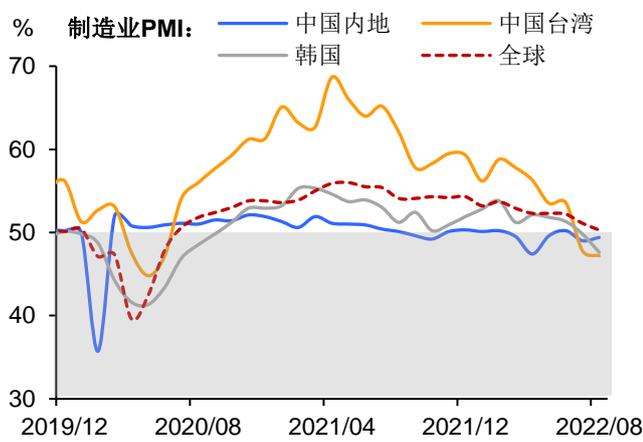
图3: 亚洲主要经济体出口结构中机电占比居首位



注: 2021 年数据

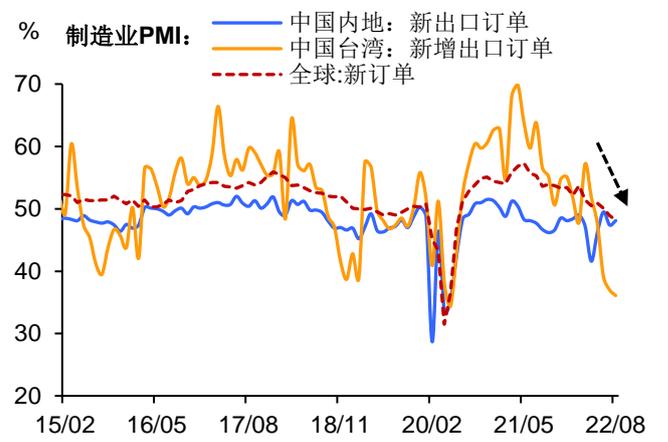
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 中国内地、中国台湾和韩国制造业 PMI 已跌至荣枯线以下



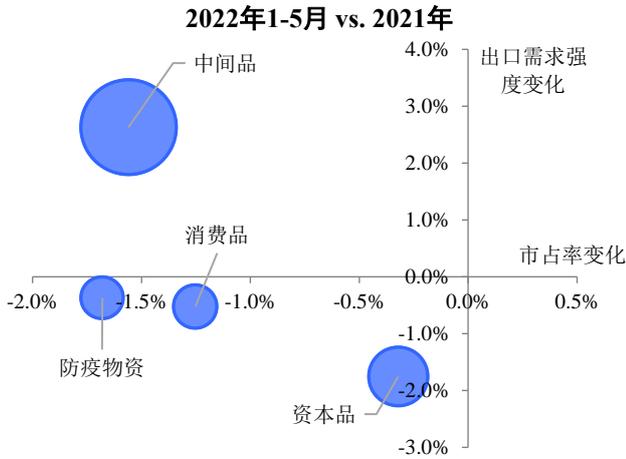
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 中国台湾制造业 PMI 新增出口订单连续 5 个月下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

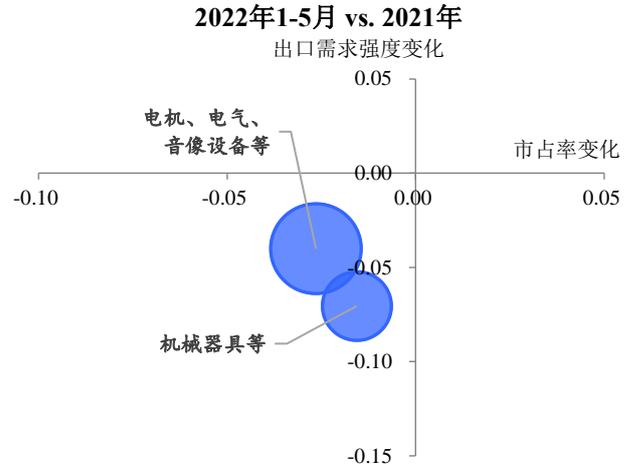
图6: 全球对中间品的需求尚存支撑



注: 中国内地出口数据

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

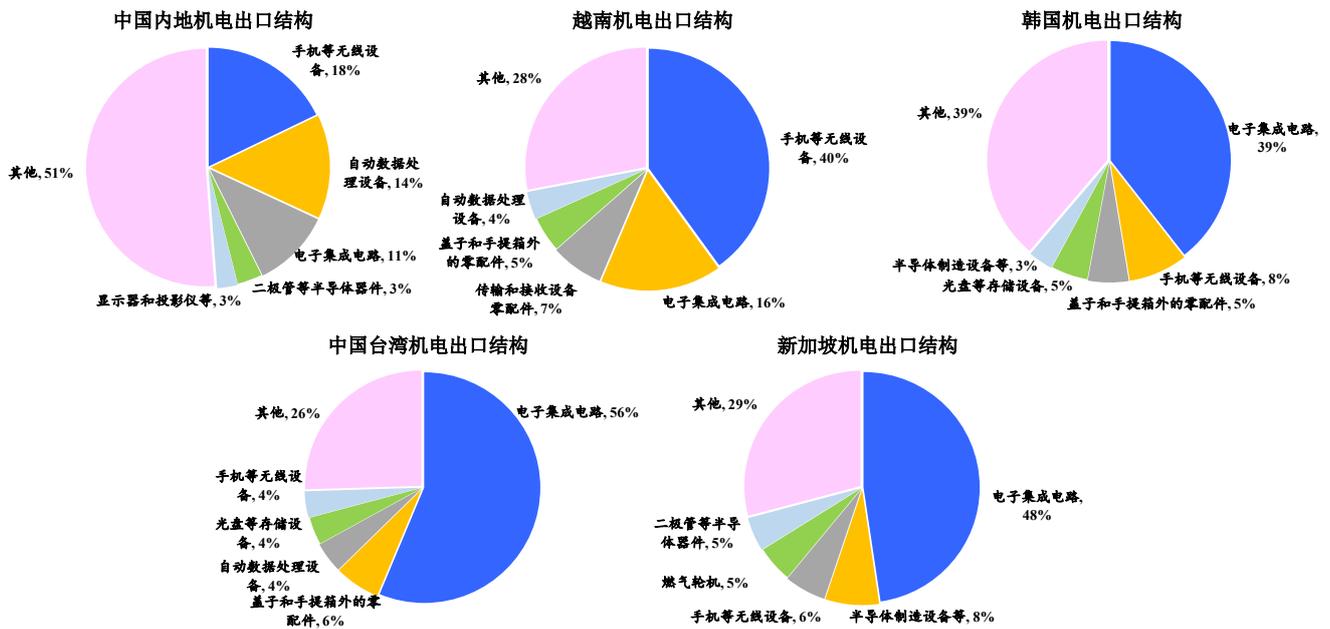
图7: 机电两大细分行业显示出全球需求强度的减弱



注: 中国内地出口数据

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

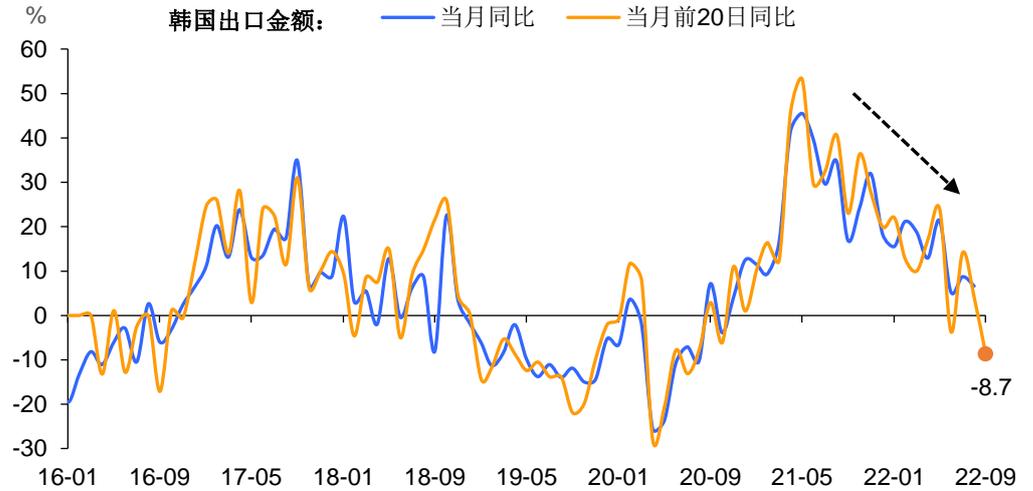
图8: 亚洲主要经济体机电出口结构



注: 2021年数据

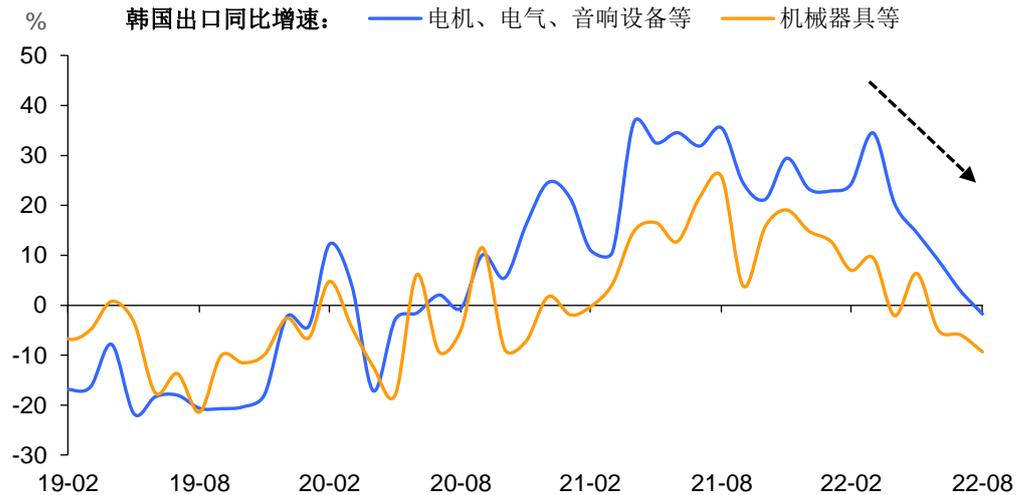
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 2022年9月前20日, 韩国出口同比增速跌至-8.7%



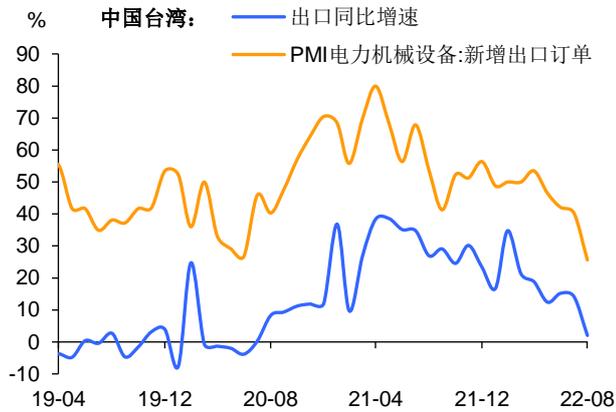
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022年韩国机电细分行业出口同比增速



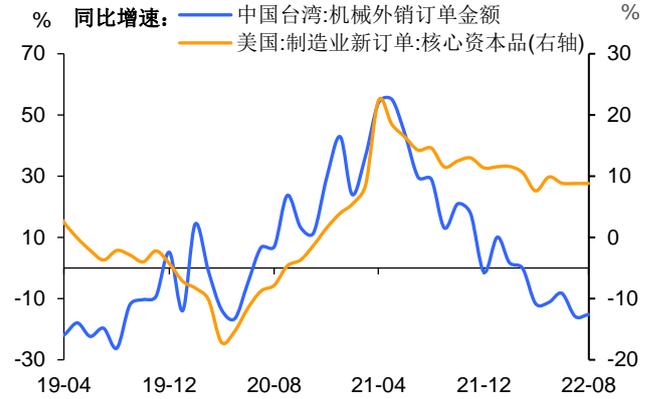
数据来源: 韩国海关总署, 东吴证券研究所

图11: 中国台湾月度出口同比增速



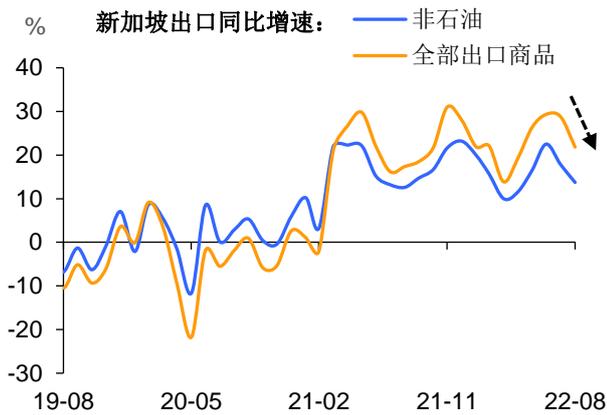
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022年1-8月, 中国台湾机械外销订单承压



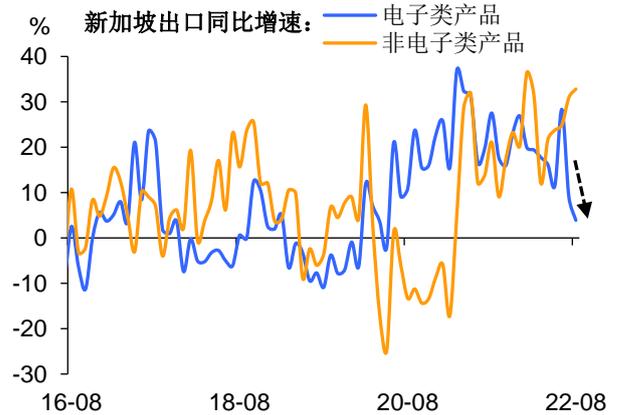
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 新加坡出口同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022年新加坡电子类产品出口承压



数据来源: 新加坡统计局, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

