



## 宏观研究

## 【粤开宏观】出口同比下行的四个变量：9月出口数据点评

2022年10月24日

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：方堃

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】当前及下阶段财政经济形势、风险与建议》2022-10-11

《【粤开宏观】总量显著好转，结构尚待改善：9月金融数据点评》2022-10-12

《【粤开宏观】二十大报告解读：新时代新征程新使命》2022-10-16

《【粤开宏观】财政十年（2012-2022）：从账房先生到国家治理》2022-10-19

《【粤开宏观】三季度经济增长超预期的三大原因》2022-10-24

## 事件

2022年10月24日，海关总署发布9月进出口数据。按美元计价，9月中国出口同比增速5.7%，前值7.1%；进口同比增速0.3%，前值0.3%。9月贸易顺差847.4亿美元，前值793.9亿美元。

## 摘要

## 一、9月出口总量同比增速下行，结构上有喜有忧

下半年出口“旺季不旺”，外需疲软是主要原因。9月国内疫情、高温等制约国内生产的因素大幅缓解，但出口同比增速仍下探至5.7%。

**1、9月出口下行主要是由于欧美消费需求低迷。分地区看，欧美发达市场需求低迷是出口主要拖累项。**9月对美日欧出口增速悉数下滑，其中对美国出口同比-11.6%，同比跌幅较8月扩大7.8个百分点。**分商品看，海外消费品出口需求进一步降温。**一是海外出行等服务业需求降温。9月服装、鞋靴出口同比均下滑至个位数。二是电子消费需求仍在拖累出口，9月自动数据处理设备出口拖累单月同比0.9个百分点。三是海外加息抑制地产相关需求，9月家具/家电/灯具出口同比大幅负增长。

**2、9月出口支撑主要来自于具备生产成本优势成品油和汽车。一是欧洲能源危机带动成品油等能源化工品出口需求。**9月成品油出口同比大增131%，拉动出口同比1.0个百分点。地缘冲突、制裁、减产等因素使得能源供不应求的预期不断升温，国际油价高位运行。**二是新能源产业链高景气继续带动汽车出口。**9月汽车出口同比依然延续高增长129%，拉动出口同比1.2个百分点。今年前三季度中国汽车累计出口量已经超越德国。

## 二、影响后续出口动能的四个变量：外需衰退、美国去库存、汇率贬值、海外生产瓶颈

分析出口形势的根本在于对海外需求和供应链的判断。2022年出口逆风因素增加，预计四季度出口增长下行压力依然较大。主要是基于：一是欧美继续大幅加息，发达经济体需求衰退程度加剧，全球贸易总量承压；二是美国库存周期转向去库存，对进口商品需求进一步降温；三是汇率贬值对出口的拉动作用相对有限。四是欧洲能源危机可能加深经济衰退程度。

**1、全球高通胀与全球加息周期交织，经济衰退风险加剧，全球贸易增长承压。**9月全球制造业PMI跌至荣枯线下方，指向全球制造业外需转弱。全球经济金丝雀韩国9月出口同比继续下滑至2.8%，与韩国制造业景气预期指数下行走势一致。

**2、今年美国圣诞节购物提前，消费品库存积压限制未来订单增长空间。**今年美国零售商和消费者为了避免承担更高的成本，更多选择提前采购，以锁定圣诞消费品价格。今年中国对美出口圣诞节礼品提前了2个月见顶，造成了



美国零售商库存挤压，后续去库存阶段，消费需求进一步承压。

**3、非美经济体货币竞争性贬值，汇率对我国出口增长拉动作用减弱。**今年8月下旬以来，出口经济体货币出现竞争性贬值，人民币开启一轮快速贬值。但人民币贬值程度不及日元、韩元，汇率对中国争取更多出口份额的作用有限。

**4、欧洲能源危机或将加深经济衰退，供给替代对出口的支撑作用将减弱。**短期而言，欧盟能源危机下生产受限，欧洲工业品订单需求，利好我国化工、金属等工业品出口。往后看，如果欧洲能源危机引发欧洲经济大幅衰退，消费品和资本品需求将大幅收缩，仍可能大幅拖累我国出口。未来经济衰退引发产业链调整，欧洲制造业或将加快去产能，生产需求对出口的支撑作用或将明显弱化。

**风险提示：**国内疫情升级阻碍生产；海外经济需求下滑超预期。



## 目 录

一、9月出口同比继续下行，外需疲软是主因 .....	1
1、9月出口拖累项：欧美市场消费品需求疲软 .....	1
2、9月出口支撑项：成品油和汽车出口强劲 .....	1
二、影响后续出口动能的四个因素：外需衰退、美国去库存、汇率贬值、海外生产瓶颈 .....	1
1、经济增长乏力，全球外需进一步放缓 .....	1
2、圣诞消费抢跑引起库存积压 .....	1
3、汇率贬值对出口拉动作用有限 .....	1
4、欧洲能源危机或将加深经济衰退 .....	10

## 图表目录

图表 1：9月出口环比回归正增长 .....	1
图表 2：9月对美、欧、日出口增速均明显下滑 .....	1
图表 3：9月汽车、成品油对出口同比拉动幅度较高 .....	1
图表 4：9月全球制造业 PMI 跌至荣枯线以下 .....	1
图表 5：9月韩国制造业和出口同步下行 .....	1
图表 6：中国台湾电子产品出口增速大幅下降 .....	1
图表 7：中国出口集装箱运价指数 CCFI 步入下行通道 .....	1
图表 8：2022 年美国圣诞节用品消费较去年提前了 2 个月 .....	1
图表 9：美国进口消费品和中间品增速快速下行 .....	1
图表 10：亚洲经济体 9 月竞争性贬值 .....	10
图表 11：欧洲能源危机冲击消费者和消费者信心 .....	10
图表 12：煤炭、有色、化学制品出口景气带动工业增加值增长 .....	1

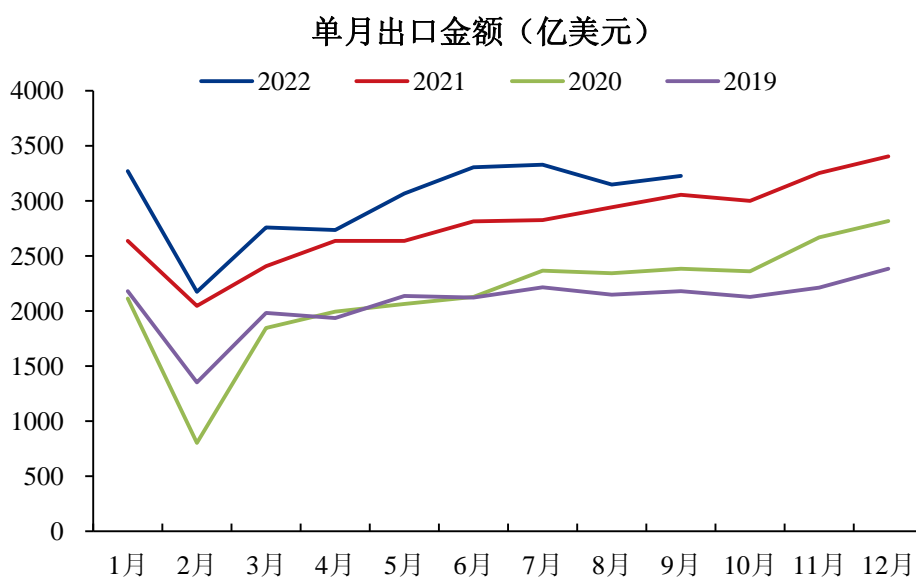


## 一、9月出口同比继续下行，外需疲软是主因

**上半年国内生产修复，出口“淡季不淡”。**今年4月国内疫情阻碍国内生产和物流，出口增速首次来到个位数时代。随后5-7月，出口恢复两位数增长且超出预期。这一方面是由于国内供应链的韧性，前期积压的订单需求集中释放。另一方面可能是由于欧美高通胀约束下，部分需求前置，出口景气强于季节性。

**下半年外需疲软，出口“旺季不旺”。**8月出口同比下滑至7.1%，出口形势骤然转冷，国内疫情和高温限电制约了国内生产。而9月国内制约因素大幅缓解，但出口同比增速仍下探至5.7%，反映出外需疲弱是出口放缓的主因。

图表1：9月出口环比回归正增长



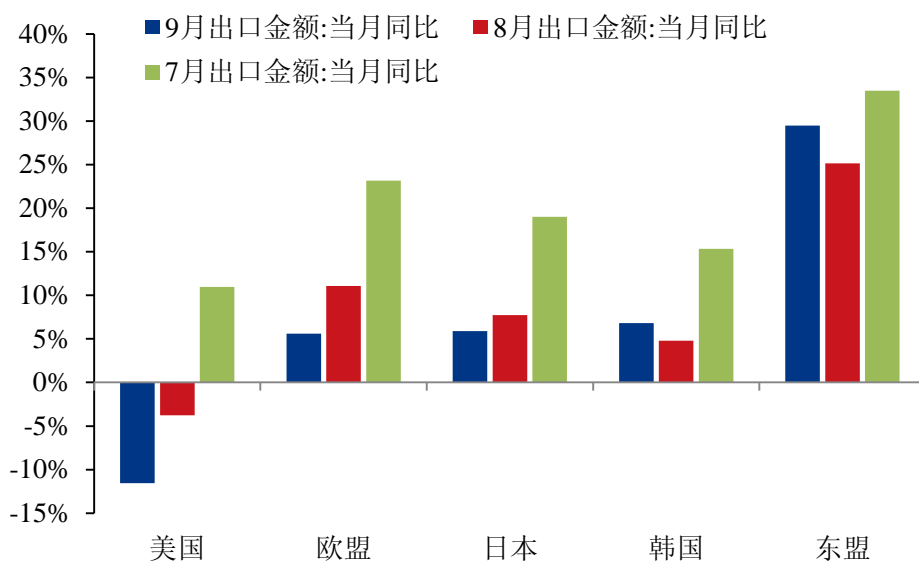
资料来源：wind、粤开证券研究院

### 1、9月出口拖累项：欧美市场消费品需求疲软

**一是欧美发达市场需求低迷是出口主要拖累项。**分地区来看，出口结构分化，发达经济体全面走弱，新兴市场出口相对景气。9月对美日欧出口增速悉数下滑，其中对美出口同比跌幅加深，出现两位数负增长。9月对美国出口同比-11.6%，同比跌幅较8月扩大7.8个百分点；对欧盟/日本出口同比下滑至个位数增长，分别为5.6%/5.9%，较8月分别下行5.5/1.8个百分点。而9月对东盟出口维持高增速，9月对东盟地区出口同比29.5%，较前值25.1%小幅提速。



图表2：9月对美、欧、日出口增速均明显下滑



资料来源：wind、粤开证券研究院

**二是消费品出口需求进一步降温。**分商品结构看，一是海外出行等服务业需求降温。9月服装、鞋靴出口同比均下滑至个位数。二是电子消费需求仍在拖累出口，虽然9月手机出口保持正增长，但9月自动数据处理设备出口拖累单月同比0.9个百分点。三是海外加息抑制地产相关需求，9月家具/家电/灯具出口同比-9.4%/-14.5%/-19.8%。

## 2、9月出口支撑项：成品油和汽车出口强劲

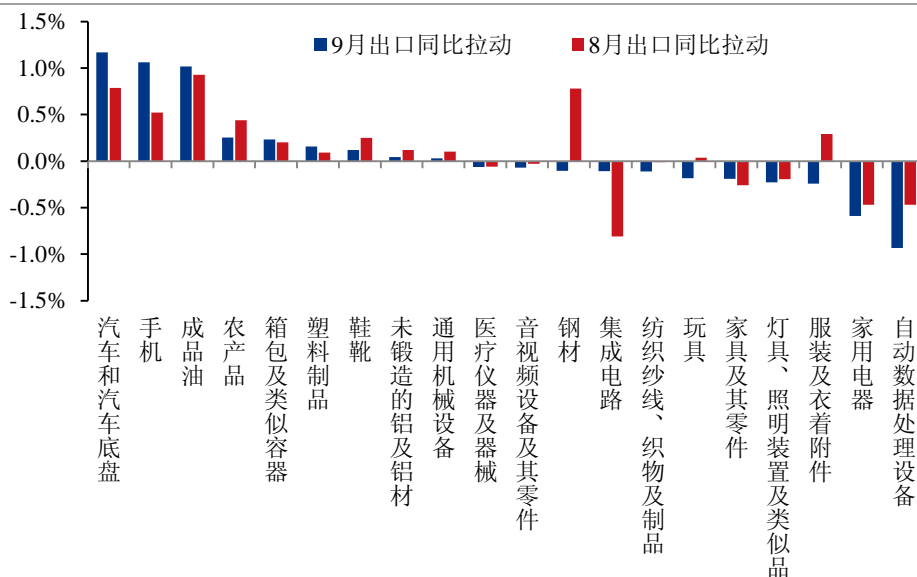
尽管出口整体承压，但结构上仍有支撑，主要来自于具备生产成本优势成品油和汽车。

**一是欧洲能源危机带动成品油等能源化工品出口需求。**9月成品油出口同比大增131%，拉动出口同比1.0个百分点。国际石油市场需求火热，乌克兰危机引发欧美对俄罗斯石油升级制裁，地缘冲突不确定因素频发，国际原油及成品油价格仍处于高位运行。而且欧洲加快了能源库存采购步伐，引起国际石油市场需求量增加，而石油输出国组织欧佩克决议11月起启动原油减产，能源供不应求的预期不断升温。

**二是新能源产业链高景气继续带动汽车出口。**9月汽车出口同比依然延续高增长129%，拉动出口同比1.2个百分点。今年以来，中国汽车累计出口量已经超越德国，中国成为仅次于日本的全球第二大汽车出口国。



图表3：9月汽车、成品油对出口同比拉动幅度较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 二、影响后续出口动能的四个因素：外需衰退、美国去库存、汇率贬值、海外生产瓶颈

分析出口形势的根本在于对海外需求和供应链的判断。疫情以来，得益于海外需求爆发与中国供应链的确定性，中国出口迎来总量和份额双重提升。而今年出口逆风因素增加，前三季度，全球外需放缓叠加订单竞争压力加剧，我国出口整体下行，出口回归低增长的常态。

未来中国出口依然在外需放缓与供应链韧性中需求平衡，预计四季度出口增长下行压力依然较大，主要是基于：一是欧美继续大幅加息，发达经济体需求衰退程度加剧，全球贸易总量承压；二是美国库存周期转向去库存，对进口商品需求进一步降温；三是汇率贬值对出口的拉动作用相对有限。四是欧洲能源危机与经济衰退程度可能加深。

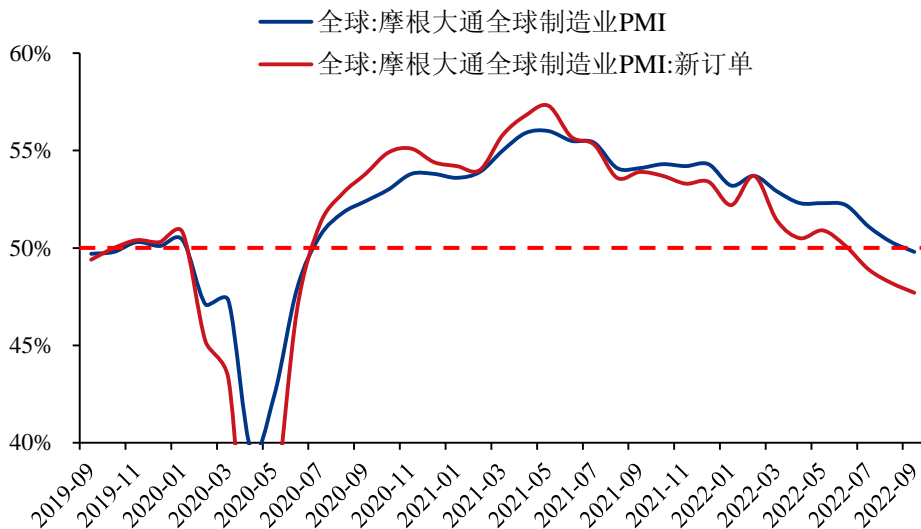
### 1、经济增长乏力，全球外需进一步放缓

**全球高通胀与全球加息周期交织，经济衰退风险加剧，全球贸易增长承压。**10月WTO发布报告，预计2022年全球商品贸易量将增长3.5%，但随着能源成本激增和加息削弱需求，2023年全球商品贸易量应仅增长1%，远低于之前预测的3.4%。

**一是全球需求景气度下行。**9月全球制造业PMI跌至荣枯线下方，制造业新订单指数大幅下滑，指向全球制造业景气度明显转弱。而美国ISM制造业PMI大幅下滑至50.9，创2020年6月以来新低；欧元区制造业PMI则连续三个月位于荣枯线下方。有全球经济“金丝雀”之称的韩国9月出口同比继续下滑至2.8%，与韩国制造业景气预期指数下行走势一致。中国台湾地区9月出口首现负增长，电子消费品出口增长下滑是主要拖累。



图表4：9月全球制造业 PMI 跌至荣枯线以下



资料来源：wind、粤开证券研究院

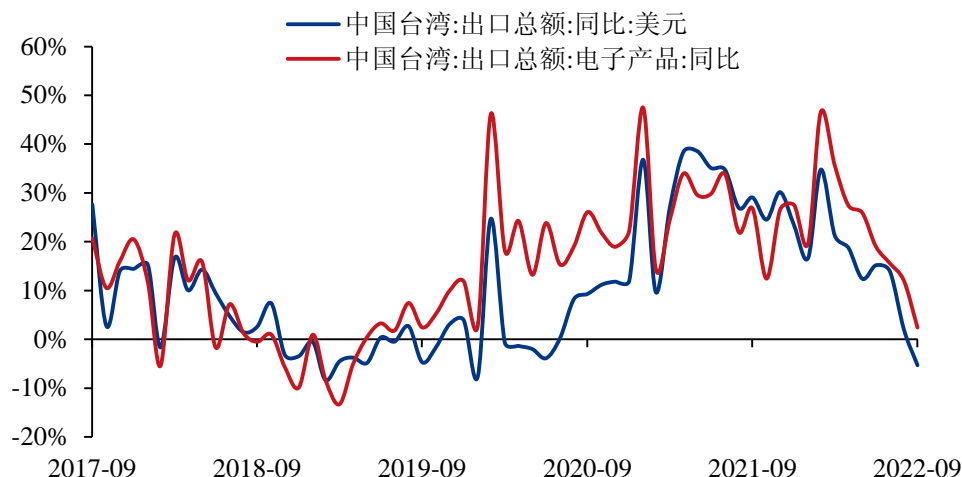
图表5：9月韩国制造业和出口同步下行



资料来源：wind、粤开证券研究院



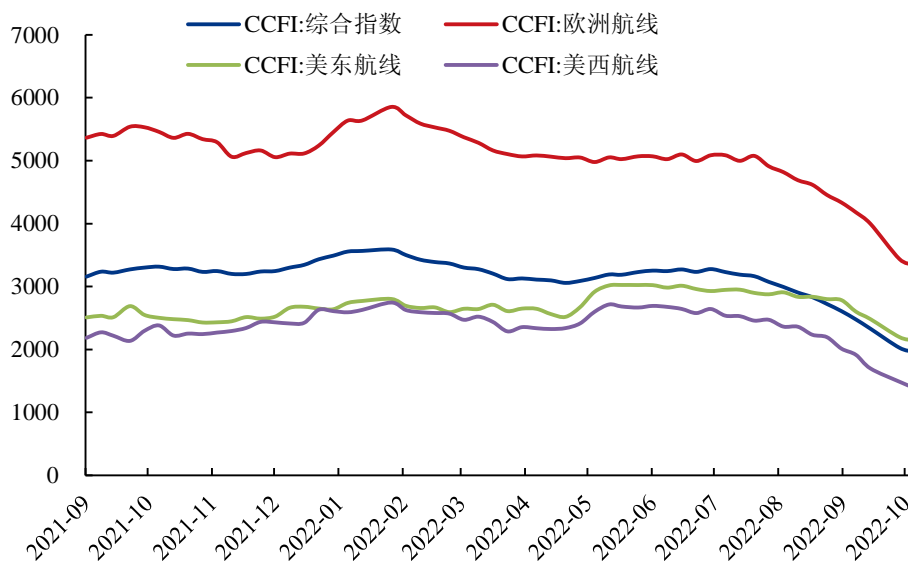
图表6：中国台湾电子产品出口增速大幅下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

国际航运市场也显示出外贸订单低迷。港口货物运价是外贸形势的“晴雨表”，9月中国出口集装箱运价指数 CCFI 累计下跌超 17%，美国、欧洲航线的集装箱运价均出现大幅下降，外需放缓是运价下跌的主要原因。

图表7：中国出口集装箱运价指数 CCFI 步入下行通道



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 2、圣诞消费抢跑引起库存积压

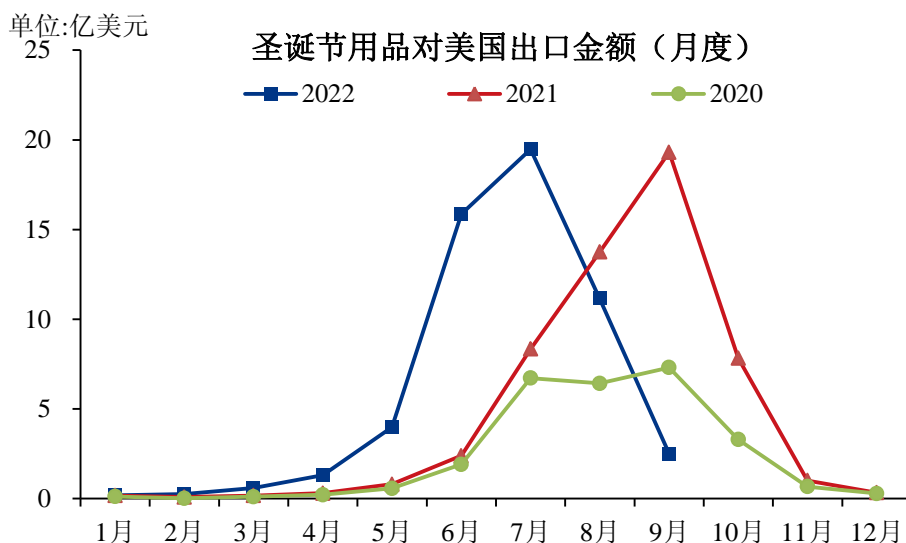
美国圣诞节购物提前，消费品出口前置引起库存积压。去年四季度美国制造商与零售商均处于主动补库存阶段，出现了圣诞季和抢购潮，叠加供应链的“长鞭效应”，致使去年四季度出口远高于往年。而今年美国零售商和消费者为了避免承担更高的成本，更多选择提前采购，以锁定圣诞消费品价格。从海关总署的细项数据来看，2022年7月，我国对美国出口圣诞节用品金额达到峰值 19.48 亿美元，与 2021年9月达峰相比，提前了 2 个月。目前美国消费品补库存基本结束，大批零售商纷纷报告库存积压。未来随





随着美国步入去库存周期，对美出口还将进一步放缓，拖累整体出口同比增速下行。

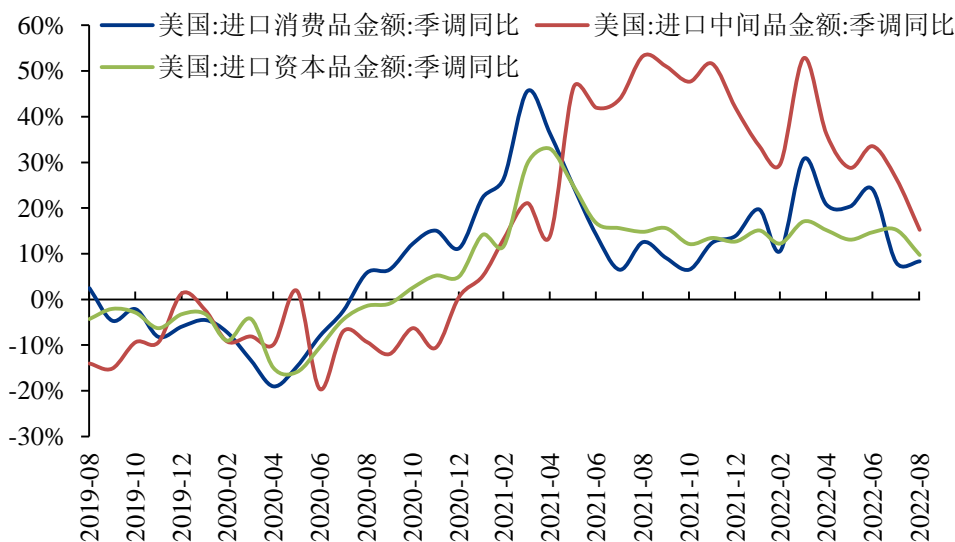
图表8：2022年美国圣诞节用品消费较去年提前了2个月



资料来源：海关总署、粤开证券研究院

**通胀高企抑制居民消费，消费品未来出口动能承压。**今年9月美国CPI同比仍高达8.2%，系连续7个月高于8%。消费者的通胀预期同样处于高位，高通胀与快加息影响下，美国居民将收缩消费需求。并且从美国商务部披露的进口数据来看，2022年下半年，美国进口的消费品和中间品金额都出现环比萎缩，同比增速也出现大幅下滑。8月美国进口消费品金额同比8.3%，较3月同比高位大幅下降。

图表9：美国进口消费品和中间品增速快速下行



资料来源：美国商务部普查局、粤开证券研究院

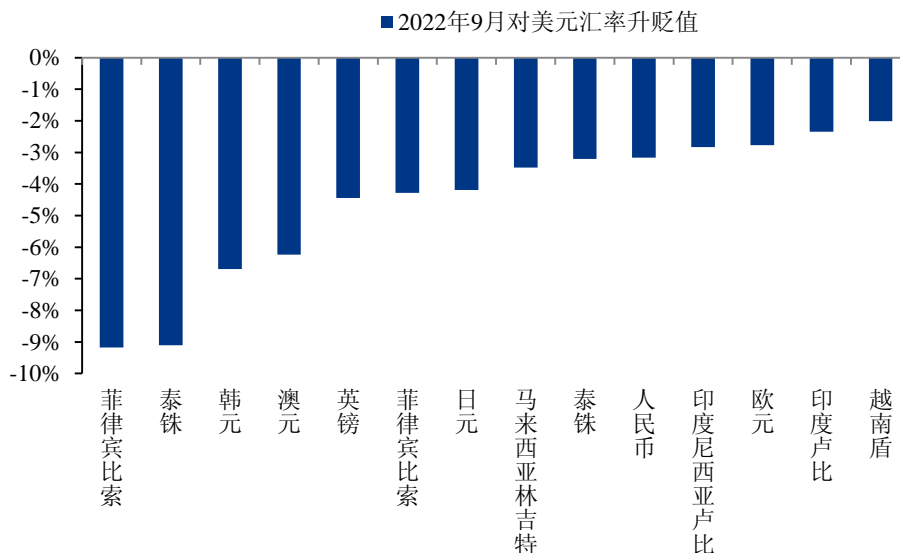
### 3、汇率贬值对出口拉动作用有限

**本轮竞争性贬值过程中，汇率对我国出口增长拉动作用减弱。**今年8月下旬以来，出口经济体货币出现竞争性贬值，人民币开启一轮快速贬值，主要是因为美联储紧缩预



期增强，中美利率迅速收窄。但是其他亚洲经济体如日本、韩国本币贬值幅度更大，东亚制造国之间存在一定的价格竞争。人民币贬值程度不及日元、韩元，汇率对中国争取更多出口份额的作用有限。

图表10：亚洲经济体9月竞争性贬值

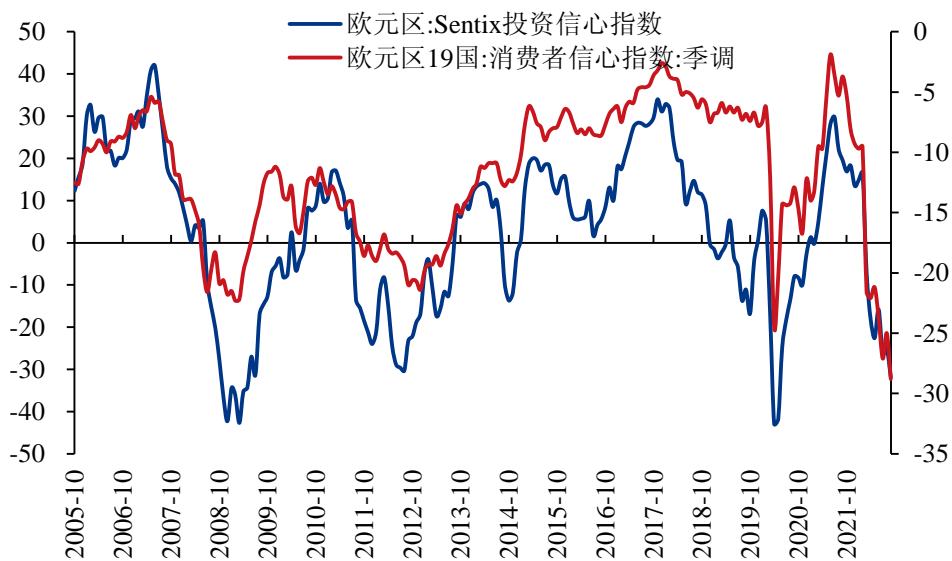


资料来源：同花顺、粤开证券研究院

#### 4、欧洲能源危机或将加深经济衰退

**欧洲能源危机限制能源密集型产品生产。**今年夏季欧洲处于能源需求淡季，能源价格受到地缘因素屡创历史新高。欧洲能源瓶颈限制制造业和服务业复苏，欧洲消费者和投资者信心均跌至历史低位。而且能源涨价使得欧洲贸易条件变差，欧盟对外进口工业品规模持续增加，货物贸易逆差持续扩大。中国承接了欧洲制造瓶颈的转移订单，中国具有比较优势的产品出口高增长。

图表11：欧洲能源危机冲击消费者和消费者信心

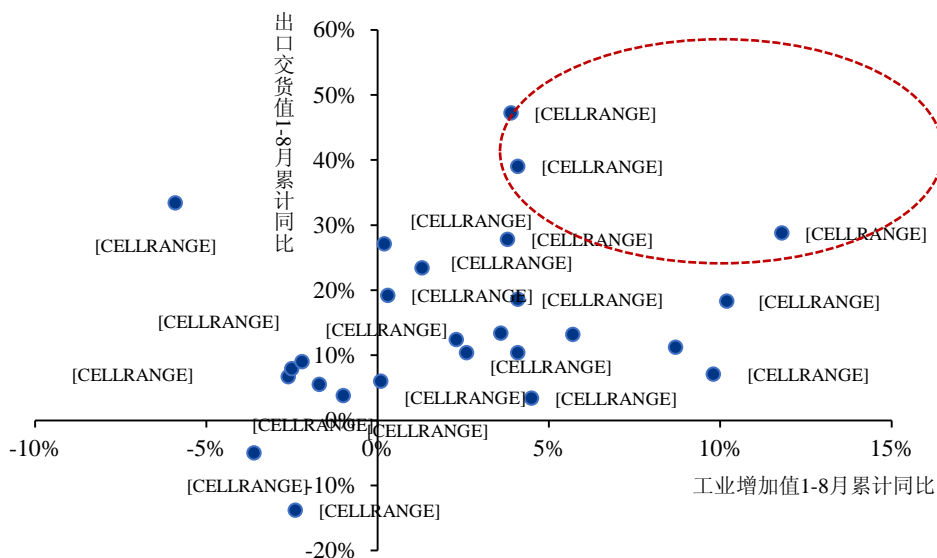


资料来源：wind、粤开证券研究院



**欧洲能源危机或将加深经济衰退，供给替代对出口的支撑作用将减弱。**今年全球高通胀环境下，受益于国内保供稳价政策，我国生产成本的优势支撑了出口的韧性，而化工、有色、煤炭、电气、机械等制造业出口增长也带动了行业增加值的提升。短期而言，欧盟能源危机下生产受限，欧洲工业品订单需求，利好我国化工、金属等工业品出口。往后看，欧洲经济衰退概率大幅上升，如果欧洲能源危机引发欧洲经济大幅衰退，消费品和资本品需求将大幅收缩，仍可能大幅拖累我国出口。经济衰退引发产业链调整，欧洲制造业或将加快去产能，生产需求对出口的支撑作用或将明显弱化。

**图表12：煤炭、有色、化学制品出口景气带动工业增加值增长**



资料来源：wind、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。  
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)