

“消失”的圣诞订单和全球经贸周期下行

今年10月中国对外总出口金额2983.7亿美元，同比增速-0.3%。出口同比连续两个月下行之后，10月出口同比继续回落，并且回落幅度超过市场预期。

10月出口同比读数-0.3%，较上月走弱6个百分点。本轮出口景气始于2020年6月，负增长的出口同比是本轮出口景气以来的首次。

如何理解本轮出口同比降温，当月出口反应了怎样的全球经贸现实？

常规的“圣诞订单”现象在今年10月消失了

10月是传统的出口圣诞季，通常出口订单会季节性走强。反映在银行间外汇市场，即外汇市场成交量会在每年的10月季节性上升。然而今年10月出口并未季节性走高，今年10月“圣诞订单”现象并未出现。

与之相应，10月出口结构中居民消费紧密相关的板块——消费电子和地产链出口表现尤弱。10月消费电子和地产链出口同比分别为-7.6%和-14.8%，创下本轮贸易景气周期以来的最低增速。

我们还发现，10月出口走弱较多的东道国主要是欧洲、东盟、日本等非美经济体。9月以来中国对美出口快速下降，10月中国对美出口同比虽然表现较弱，但基本持平于9月，未有进一步明显走弱。反观中国对欧盟出口，同比增速较9月下降12.7个百分点，2020年4月以来首次降至负值。10月中国对欧盟、东盟、日本、中国香港和印度的出口对总出口拉动较9月下降了4.6个百分点。

8月以来中国出口降温，指向当下全球经贸格局出现新现象

中国出口已经连续3月出现下滑，我们理解这一趋势性背后有两点原因。

其一，海外居民消费需求已经明显走弱。8月开始，家具家电等耐用品，与医疗器械等防疫物资出口同比加速下行，10月相关板块进一步出口降温。与之对应，今年7、8月份开始，美国零售商库存偏高，补库行为开始趋缓。

其二，全球生产初步呈现放缓趋势。一个重要的信号是，通用设备、汽车零部件等出口8月开始走弱。

值得一提的是，海外居民消费持续走弱已经在预期之内，10月超预期的关键在于生产设备与零部件的走弱。

全球制造业PMI自9月起降至收缩区间，10月进一步下行。制造业生产需要通用设备，可做印证的是，中国通用设备出口同比也在10月首次降至负值。

当前中国出口趋势及结构反应了全球处于经贸周期下行阶段

从当前出口结构中我们看到，中国出口走弱的趋势已经呈现。这一点已在市场预期之内。结合当前出口结构，我们认为8月以来中国出口持续下行，根本原因是全球经贸周期处于下行阶段。

这一阶段中，非美经济典型弱于美国，消费弱于生产，这也是为何我们看到中国出口呈现出来的格局是对非美出口走弱更快，居民消费板块出口更为疲软。作为印证8月以来韩国出口同比加速下行，也反映当下全球经贸下行现实。

透过出口，我们可以更加清晰理解当下资产定价的重要变量

全球经贸周期下行阶段中，我们首先迎来的是偏强的美元和偏弱的非美货币。这一过程中，非美经济体资产容易受到美元流动性收紧压制，非美货币和非美风险资产面临一定程度的脆弱性。

正因为看到这一外在现实约束，国内稳内需的迫切性提升。

今年以来，出口、基建和制造业投资支撑经济，内需偏弱。随着全球经贸周期下行，出口下行趋势不改，出口对人民币汇率的支撑减弱，内需接棒出口变得更为迫切。

风险提示：地产政策不及预期；疫情发展超预期；海外地缘政治风险超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

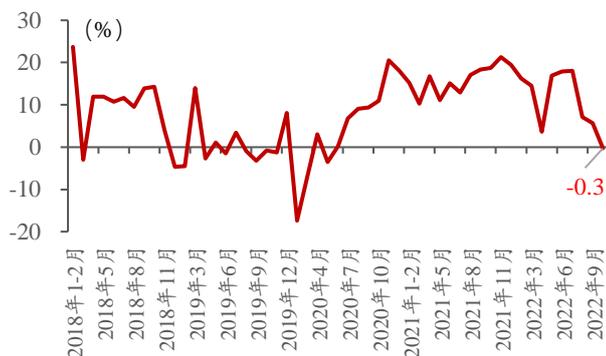
电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

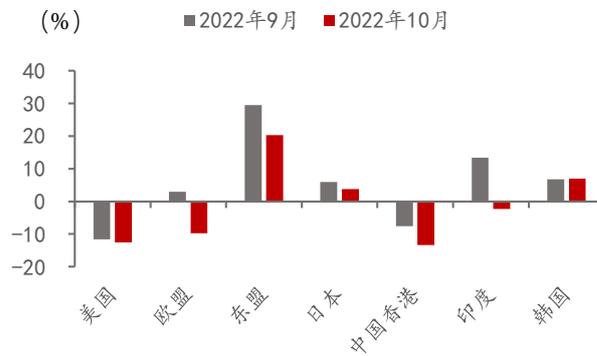
- 1.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产强势-2022/11/06
- 2.美联储11月议息会议点评：美债和美元到拐点了么？-2022/11/03
- 3.宏观专题研究：供销社体系发展的三大方向-2022/11/02
- 4.2022年10月PMI数据点评：PMI重回收缩区间重要么？-2022/10/31
- 5.全球大类资产跟踪周报：内外市场热度分化-2022/10/30

图1：10月出口同比下行幅度超预期（单位：%）



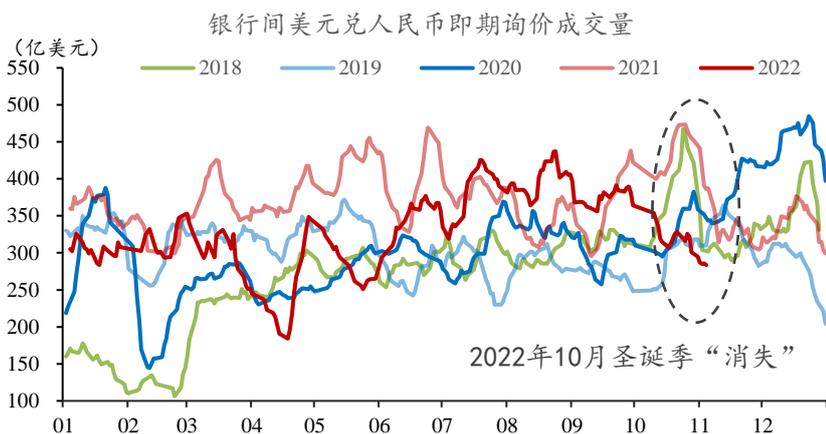
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：10月中国对非美经济体出口同比走弱较快



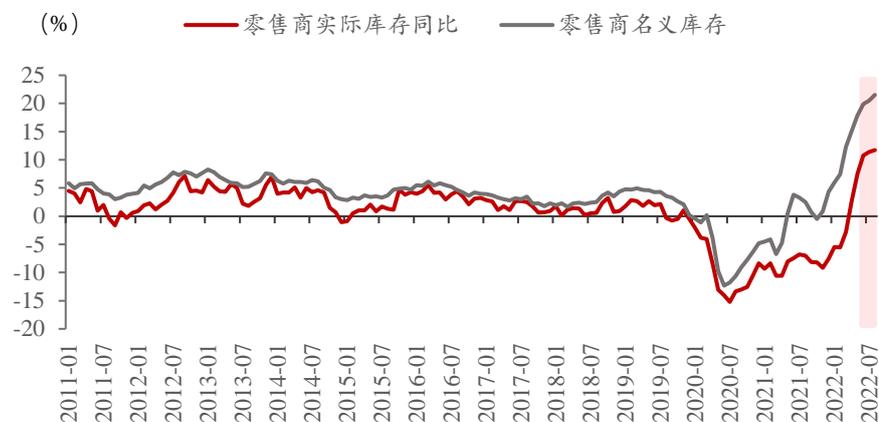
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2022年圣诞季“消失”



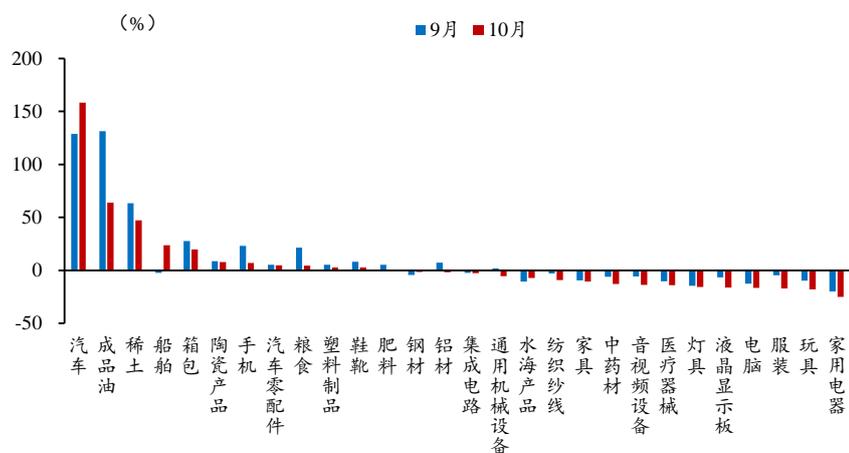
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：美国零售商补库趋缓（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：9月和10月重点商品出口同比（单位：%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026