

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口增速负风险不会轻易消散

2022年11月8日

- **出口超预期走弱的变与不变。**10月出口超预期走弱,变的是下滑幅度超预期,同比增速由正数变负数,不变的是外需走弱的逻辑。1)变的是出口下滑的幅度超预期。以美元计价的出口增速由正转负,且出口拖累项由美国一个负贡献转向欧美双层拖累。2)不变的是外需走弱的逻辑和一枝独秀的东盟出口贡献度。运价指数和集装箱吞吐量下滑共同验证外需趋弱逻辑不变,而东盟依旧是我国出口的支撑力量。3)从分项上看,重点出口商品全线下滑,机电和高新技术产品对出口增速的拖累尤其严重。机电产品的同比增速也由正转负,其中,除船舶外,集成电路、家用电器和手机的出口同比增速都较9月进一步下挫,这些产品出口回落主要是由于数量同比下滑较多,与外需走弱的逻辑相互验证。高新技术产品则继续上月的回落趋势,且回落幅度加深。重点出口商品的结构亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善。
- **工业生产景气度下滑,内需不足拖累进口。**10月多地疫情散发,疫情形势更加严峻,对内需产生扰动。此外,工业生产受国庆长假影响,增长态势放缓。10月制造业PMI重回收缩区间,制造业产、需双弱进一步拖累进口。分产品看,一方面,工业生产需求缩减拖累工业原料进口。铁矿砂及其精矿、铜及铜材、铜矿砂及其精矿、原木及锯材、钢材等10月进口金额同比增速均位于负区间。另一方面,原油、天然气等能源类产品进口增加。天然气的进口增速主要由价格支撑,而煤及褐煤的增速主要由进口数量支撑,原油和成品油呈量涨价跌态势。此外,在10月末购物狂欢节的带动下,美容化妆品及洗护用品进口金额同比增速较9月上升。
- **年底出口下行压力或将进一步加大。**在海外主要经济体增长放缓的背景之下,未来外需对出口的支撑作用可能进一步减弱。首先,欧美对我国出口的双拖累作用短期内可能不会出现改善。1)从制造业景气度水平上看,欧美制造业PMI下滑明显,且海外政策收紧仍在进程中。2)从OECD综合领先指标上看,总体的OECD综合领先指标持续走弱,欧美的综合领先指标也不例外。其次,在欧美双层拖累延续的背景下,东盟对我国出口的贡献度孤木难支。若后续欧美对我国出口增速的拖累作用持续,东盟的贡献度可能不足以完全对冲。总之,欧美拖累持续,叠加基数影响后,出口同比增速很可能继续维持负增长。但值得关注的是,出口不是目前市场的主逻辑,出口越弱或意味着政策越积极,这可能才是市场的主逻辑。
- **风险因素:**国内疫情再度反弹,东盟景气度超预期等。

目录

一、出口超预期走弱的变与不变.....	3
二、工业生产景气度下滑，内需不足拖累进口.....	6
三、年底出口下行压力或进一步加大.....	8
风险因素.....	8

表目录

表 1：10 月出口重点商品金额同比增速对比.....	5
表 2：10 月进口重点商品金额同比增速对比.....	7

图目录

图 1：由美国一个负贡献转向欧美双层拖累.....	3
图 2：人民币计价增速反映了人民币贬值的影响.....	3
图 3：我国对欧洲联盟主要国家出口增速大多转负数.....	4
图 4：外贸集装箱吞吐量均走弱.....	4
图 5：10 月的结构性亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善.....	6
图 6：天然气进口增速主要由价格支撑，而煤及褐煤进口增速主要由数量支撑.....	7
图 7：OECD 综合领先指标持续走弱.....	8

一、出口超预期走弱的变与不变

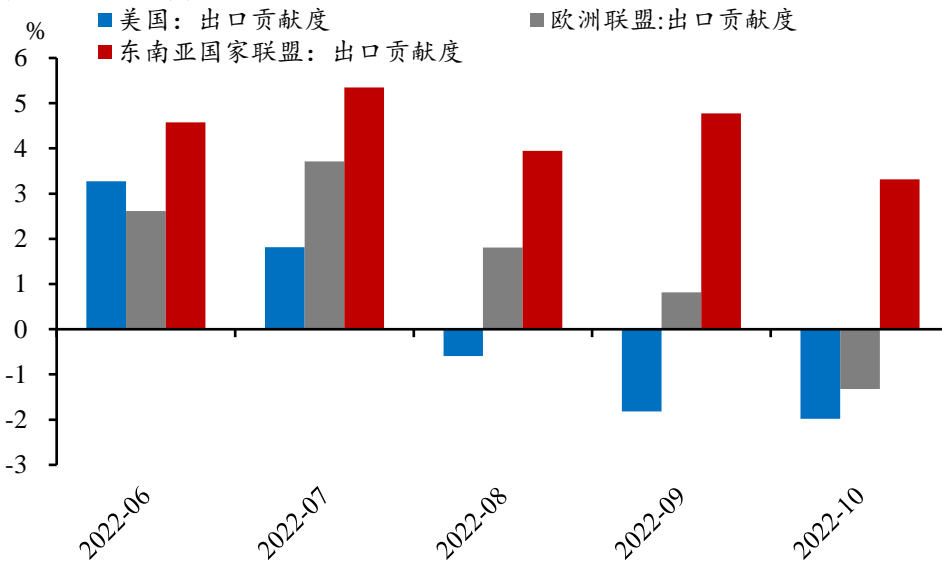
此次出口超预期走弱，变的是出口下滑幅度超预期，同比增速由正数变负数，不变的是外需走弱的逻辑。

1) 变的是出口下滑幅度超预期。

变化之一：以美元计价的出口增速由正转负。10月出口金额（美元计价）同比增速为-0.3%，为2020年6月以来的最低水平，与9月出口增速相比下降了6.0 pct。环比变化上，10月出口环比下挫7.5%，下挫幅度之大，为年内次高水平。按人民币计价，10月出口同比增速为7%，反映出人民币贬值有利于提升本币计价表现。

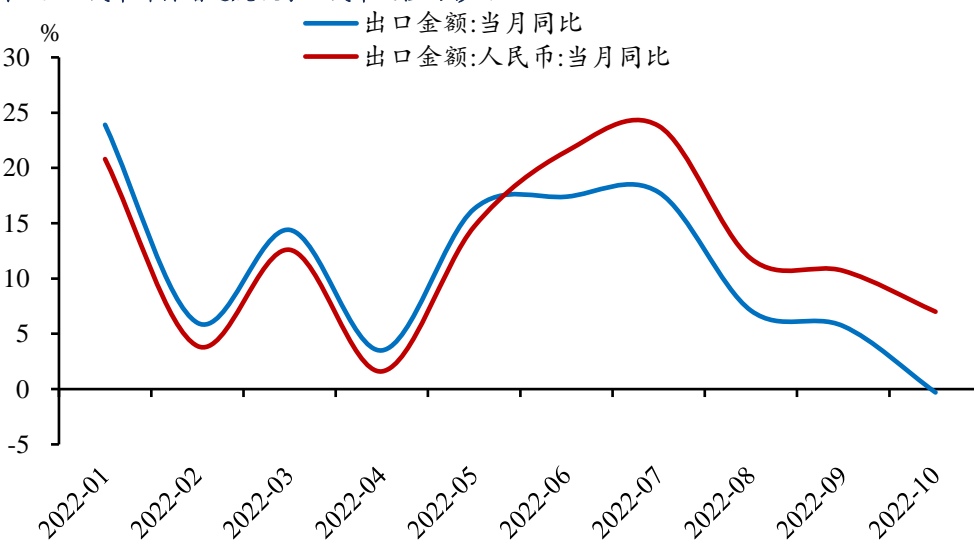
变化之二：由美国一个做贡献转向欧美双层拖累。从三大国别来看，我国主要的三大出口目的地中，只有东盟国家还对出口起着正向贡献作用。我国出口到主要欧洲联盟国家（德国、法国、意大利）的同比增速继续下滑，究其原因，我们认为面对通胀压力及不确定性，为了防范通胀上行风险，海外国家收紧政策抑制了需求，这可能进一步影响了欧盟国家对我国产品的进口。美国对我国出口的拖累幅度进一步加深，我国出口的同比增速转弱。

图 1：由美国一个做贡献转向欧美双层拖累

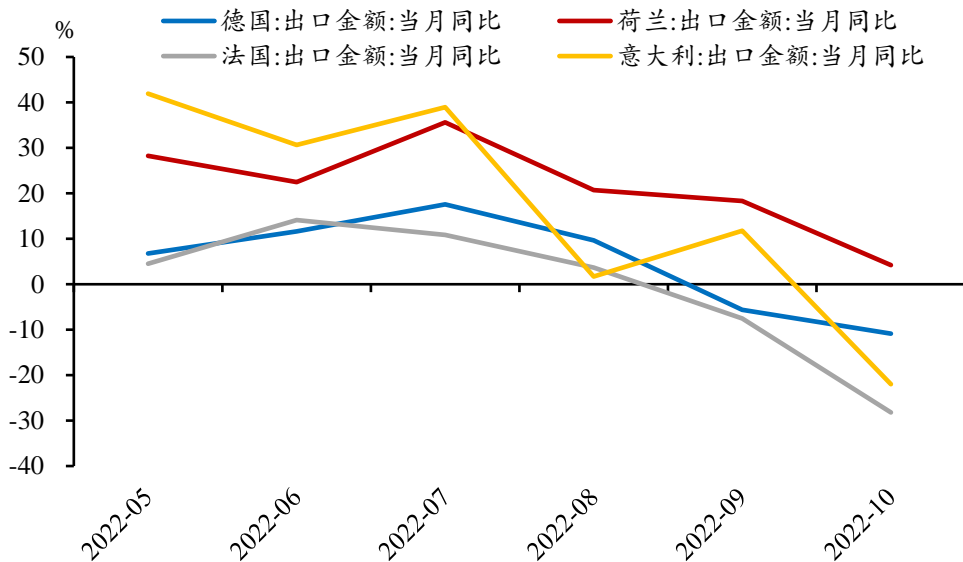


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：人民币计价增速反映了人民币贬值的影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

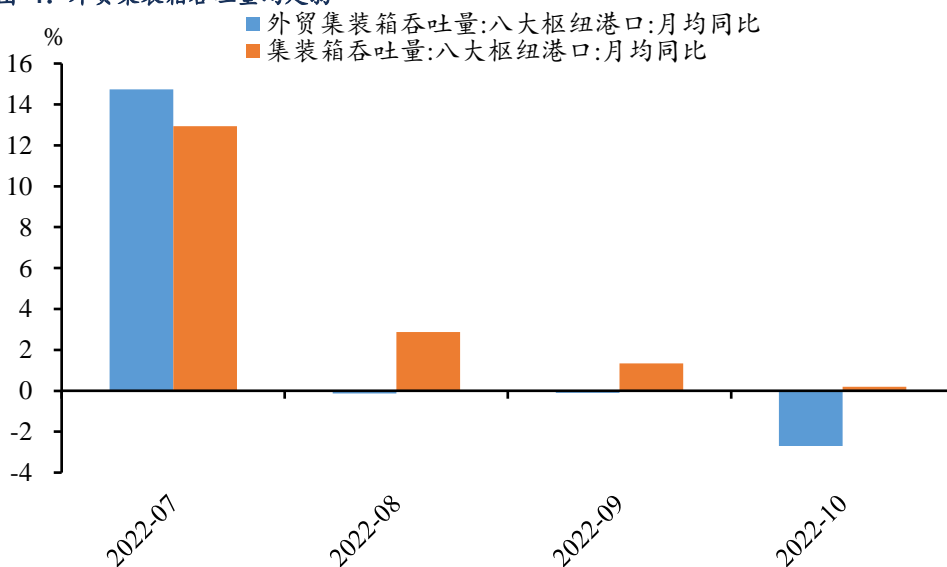
图 3：我国对欧洲联盟主要国家出口增速大多转负数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 不变的是外需走弱的逻辑和一枝独秀的东盟出口贡献度。

不变之一：运价指数和集装箱吞吐量下滑共同验证外需趋弱的逻辑不变。外需走弱的变化同样体现在运价指数的下降和吞吐量景气度的回落上。航运价格指数上，自 10 月份以来，CCFI 运线指数继续大幅回落。具体而言，10 月中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）为 1949.49 点，较 9 月指数下跌了 24.83%，而上海出口集装箱综合指数（SCFI）平均值为 1763.45 点，较上月平均下跌 24.75%。此外，波罗的海干散货指数 BDI 再次进入下降通道。集装箱吞吐量上，八大枢纽港口的集装箱吞吐量和外贸集装箱吞吐量都持续走弱。

不变之二：东盟依旧是我国出口的支撑力量。东盟对我国出口的支撑作用一直都比较明显，自 6 月起东盟对我国出口的贡献度一直呈现出较大的韧性。三大出口目的地中，欧盟、美国拖累出口增速，而东盟对我国出口增速贡献度一枝独秀，10 月东盟对我国出口的贡献度为 3.32 个百分点。即使与前值相比有所滑落，但在各个出口目的地中表现较好，是我国出口的支撑力量，也对冲了一部分外需回落的影响。

图 4：外贸集装箱吞吐量均走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

重点出口商品全线下滑，机电和高新技术产品对出口增速的拖累尤其严重。与9月增速相比，10月出口重点商品金额的同比增速几乎全部回落。机电产品的同比增速由正转负，回落至-0.73%。其中，除船舶外，集成电路、家用电器和手机的出口同比增速都较9月进一步下挫，这些产品出口回落主要是由于数量同比下滑较多，与外需走弱的逻辑相互验证。高新技术产品则继续上月的回落趋势，且回落幅度加深。

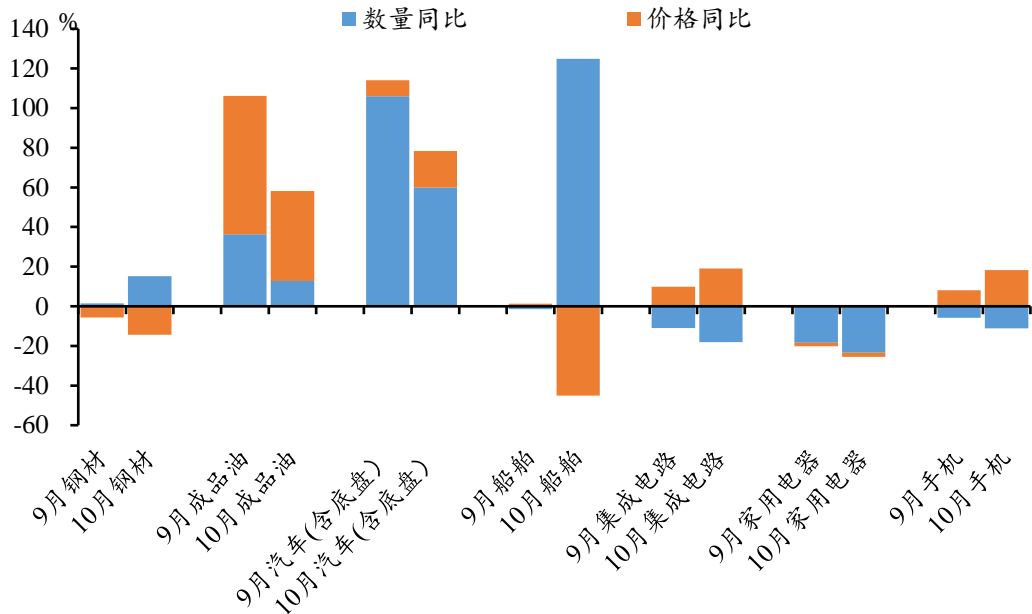
重点出口商品的结构亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善。从出口结构上看，10月出口金额同比增速超9月表现的分项并不多，在列示的重点商品中钢材和船舶的10月出口金额同比增速较9月进一步增加，且二者的改善均来源于出口数量的多增。10月钢材出口金额的同比增速为-1.50%，与9月的-4.10%相比，回升了2.6 pct，钢材出口增速的边际回升主要贡献在于数量的变化，10月钢材出口数量同比增长15.2%，远高于9月1.4%的数量同比增速。10月船舶出口数量高增，同比增速为124.92%，对冲了价格回落的影响。

表 1：10月出口重点商品金额同比增速对比

出口重点商品	当月同比(2022-10) 单位：%	上月同比(2022-09) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	-0.73	6.00	-6.73	59.37
高新技术产品	-7.58	-0.90	-6.68	27.60
服装及衣着附件	-16.93	-4.40	-12.53	4.58
纺织纱线织物及其制品	-9.05	-2.70	-6.35	3.81
钢材	-1.50	-4.10	2.60	2.27
塑料制品	2.79	5.60	-2.81	2.99
农产品	10.07	10.50	-0.43	2.78
家具及其零件	-10.61	-9.00	-1.61	1.94
鞋靴	2.71	8.30	-5.59	1.47
玩具	-17.91	-9.40	-8.51	1.44
箱包及类似容器	19.70	28.00	-8.30	1.07
成品油	63.88	125.40	-61.52	1.29
未锻轧铝及铝材	-1.62	7.30	-8.92	0.59
陶瓷产品	8.02	9.60	-1.58	1.03
肥料	-0.57	5.40	-5.97	0.45
稀土	47.36	63.50	-16.14	0.03
中药材及中式成药	-12.92	-6.09	-6.83	0.03

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

图 5：10 月的结构性亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、工业生产景气度下滑，内需不足拖累进口

10月进口金额(美元计价)同比增速为-0.7%，环比下降10.4%。分国别看，10月我国对欧盟、美国进口同比增速分别为-5.10%和-1.54%，对东盟进口同比增速为4.56%。

国庆长假影响生产，疫情多点频发扰动国内进口需求。10月多地疫情散发，本土新增确诊病例较9月环比增加49%，疫情形势更加严峻，对内需产生扰动。此外，工业生产受国庆长假影响，增长态势放缓。10月制造业PMI重回收缩区间，生产和新订单指数较9月均下滑，制造业产、需双弱进一步拖累进口。

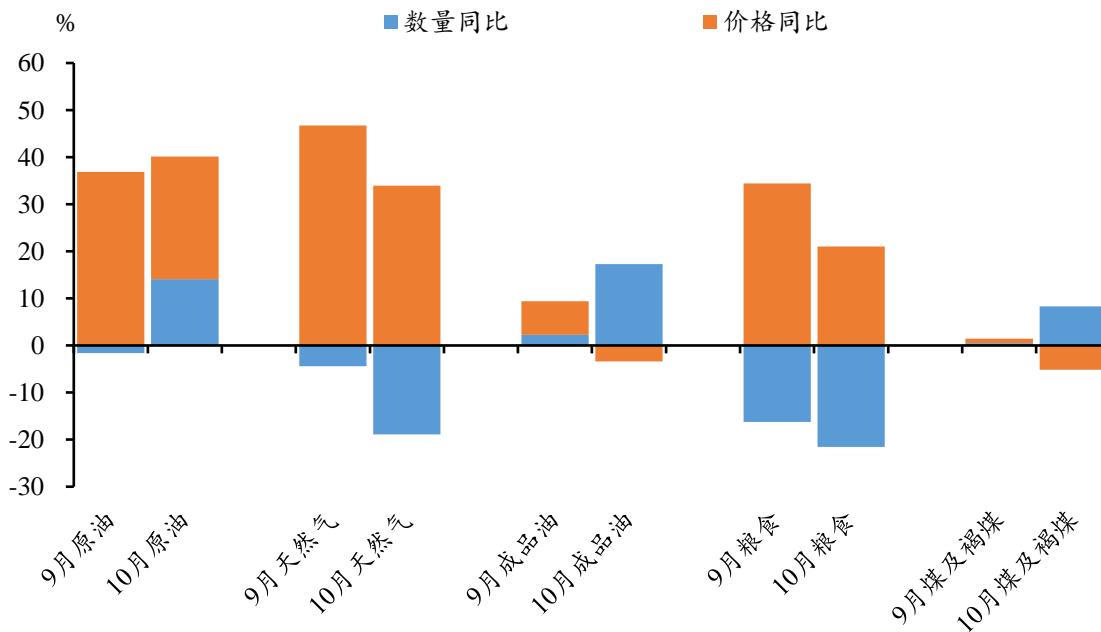
分产品看，工业生产需求不振拖累工业原料进口，而能源类产品进口增加。在10月进口分项中，一方面，工业生产需求缩减拖累工业原料进口。铁矿砂及其精矿、铜及铜材、铜矿砂及其精矿、原木及锯材、钢材等10月进口金额同比增速均位于负区间，其中，铜及铜材进口金额同比增速较9月缩减23.78 pct。另一方面，原油、天然气等能源类产品进口增加。天然气、煤及褐煤进口金额同比增速分别为8.91%和2.77%。其中，天然气的进口增速主要由价格支撑，而煤及褐煤的增速主要由进口数量支撑，原油和成品油呈量涨价跌态势。此外，在10月末购物狂欢节的带动下，美容化妆品及洗护用品进口金额同比增速较9月上升12.59 pct。

表 2：10 月进口重点商品金额同比增速对比

进口重点商品	当月同比 (2022-10)	上月同比 (2022-09)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-7.10	-7.50	0.40	39.49
高新技术产品	-11.01	-8.00	-3.01	28.69
原油	43.81	32.20	11.61	14.00
农产品	10.95	11.70	-0.75	7.98
铁矿砂及其精矿	-14.16	-31.70	17.54	4.31
未锻轧铜及铜材	-18.08	5.70	-23.78	1.55
铜矿砂及其精矿	-14.16	-11.70	-2.46	1.75
天然气	8.91	41.30	-32.39	2.57
初级形状的塑料	-11.51	-13.10	1.59	2.01
医药材及药品	-19.19	-22.40	3.21	1.30
煤及褐煤	2.77	-0.10	2.87	1.74
美容化妆品及洗护用品	-6.11	-18.70	12.59	1.01
纸浆	15.46	21.20	-5.74	0.90
成品油	13.29	8.20	5.09	0.75
原木及锯材	-30.06	-31.42	1.36	0.53
钢材	-19.72	-18.60	-1.12	0.62
纺织纱线、织物及制品	-34.98	-33.70	-1.28	0.38
天然及合成橡胶(包括胶乳)	12.46	41.35	-28.89	0.49
肥料	45.97	109.20	-63.23	0.16

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

图 6：天然气进口增速主要由价格支撑，而煤及褐煤进口增速主要由数量支撑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、年底出口下行压力或进一步加大

在海外主要经济体增长放缓的背景之下，未来外需对出口的支撑作用可能减弱，年底出口下行压力或将进一步加大。

首先，欧美对我国出口的双拖累作用短期内可能不会出现改善。在欧美双拖累下，我们重申外需走弱拖累出口的逻辑不变，欧美对出口的拖累作用或难言起色：

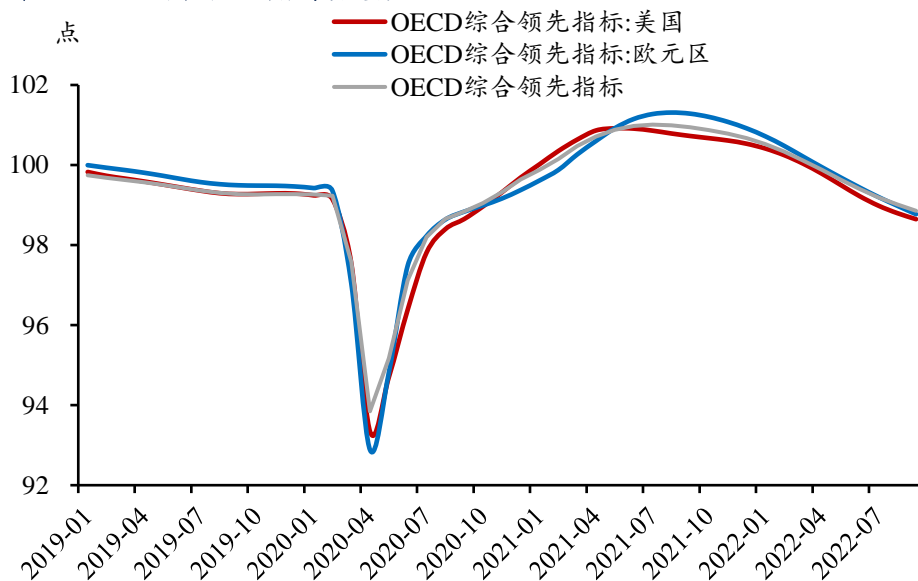
1) 从制造业景气度水平上看，欧美制造业 PMI 下滑明显。我国的主要出口贸易伙伴中，欧美的 PMI 自今年五月以来，都进入了明显的下行通道，进一步向荣枯线靠拢。其中，欧元区制造业 PMI 已经连续四个月低于荣枯线，在收缩区间徘徊，而 10 月美国制造业 PMI 为 50.4%，处于较低水平，且当前海外政策收紧仍在进程中。

2) 从 OECD 综合领先指标上看，欧美的综合领先指标持续走弱。OECD 综合领先指标持续走弱，欧美的综合领先指标也不例外。我们认为，在全球景气度逐步回落的背景之下，欧美对我国出口的双拖累作用短期内可能不会有明显改善。

其次，在欧美双层拖累延续的背景下，东盟对我国出口的贡献度孤木难支。在三大主要出口目的地中，外需对我国出口的拖累已经由美国一个负贡献转向欧美双层拖累，只有东盟还起着贡献作用。若后续欧美对我国出口增速的拖累作用持续，东盟的贡献度可能不足以完全对冲。

总之，若欧美拖累持续，叠加基数影响后，出口同比增速很可能继续维持负增长。但值得关注的是，出口不是目前市场的主逻辑，出口越弱或意味着政策越积极，这可能才是市场的主逻辑。

图 7：OECD 综合领先指标持续走弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内疫情再度反弹，东盟景气度超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。