

2022年11月09日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 出口何时见底？

—宏观专题报告

## 投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005  
tanqian@cfsc.com.cn  
分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn  
联系人：杨芹芹 S1050121110002  
yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《美国加息与衰退最后的博弈》  
2022-11-03
- 2、《从量价结构拆解出口韧性》  
2022-09-08
- 3、《华鑫证券\*宏观报告\*宏观深度报告：美国衰退：多远多深影响多大？\*20220804\*谭倩》

#### 看当下：外需承压，出口首现负增长

10月出口出现了2020年5月以来的首次负增长，主要是量价逻辑出现齐跌，外部需求快速回落所致。

#### 分品类：消费品延续下行，新能源韧性犹存

主要是消费品出口下行所致，而科技属性更强的汽车以及新能源相关产业则是保持了相对的韧性，继续支撑出口。

#### 分国别：欧美下行，东盟支撑

对欧出口主要出现了消费品和中间品的同降，体现出了需求的整体下滑。对美出口则是受到了持续的消费下行的影响，出口额同样跌破年内平均值。东盟国家则是相对坚挺，依然保持了相对的体量，成为出口的重要支撑。

#### 望明年：出口仍会继续下行

对欧盟出口在消费者信心指数和PMI的指向下，预计2023年二季度见底；对美出口则需要判断衰退的具体时间，预计2023年三季度对美出口才会触底反弹；对东盟的出口虽然当前仍有支撑，但在进入到2023年之后会由支撑转为拖累，推动出口增速下行。

#### 看政策：外需下行加大内需政策的期待

总结来说，当前两拖累（欧美）一支撑（东盟）的格局在进入到2023年之后将逐渐变为三拖累格局，出口增速预计在2023年一季度仍有加速下行的可能，最快会在二季度见底回暖。后续来看，外需的衰退加大了刺激内需的必要性，期待后续积极经济政策出台，进一步推动稳经济工作的进行。

#### 风险提示

地缘政治风险再度恶化，欧美衰退加速兑现，美联储货币政策转向

## 正文目录

1、 出口首次出现负增长.....	3
2、 需求下行拉低消费品出口.....	3
3、 贸易伙伴角度：欧美下行，东盟支撑.....	5
3.1、 对欧盟出口或于 2023 年二季度见底.....	5
3.2、 对美出口底仍需看衰退情况.....	7
3.3、 东盟仍有支撑，预计明年减弱.....	8
4、 出口最快 2023 年二季度回暖，仍需内需政策发力.....	10
5、 风险提示.....	10

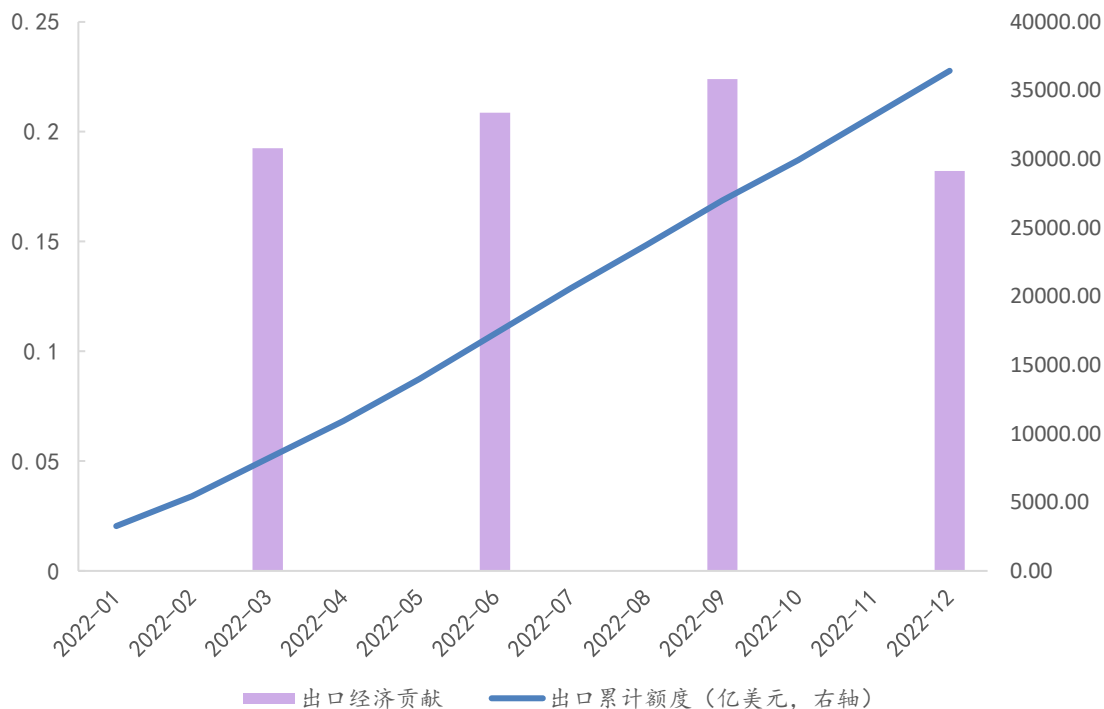
## 图表目录

图表 1：四季度出口贡献度将进一步降低.....	3
图表 2：三季度出口放缓的 HS 类别增加.....	4
图表 3：高端制造的价格韧性也开始出现下行.....	4
图表 4：消费品进口往往滞后于消费者信心的走势.....	5
图表 5：欧盟主要生产制造国 PMI 跌破 50 分界线.....	6
图表 6：欧盟 PMI 与中间品进口往往相隔一个季度的时差.....	6
图表 7：对美国消费品的出口在下半年出现明显下行.....	7
图表 8：美国两大 PMI 指数均来到 50 的边缘.....	7
图表 9：美国经济如何着陆决定了后续对美出口的走势.....	8
图表 10：菲律宾 PMI 是东盟中唯一相对坚挺的.....	9
图表 11：发展中国家出口的变化往往滞后于发达经济体增速.....	9

## 1、出口首次出现负增长

2022年11月7日，中国海关总署公布了新一期的外贸数据，我国10月进出口总值5115.9亿美元，同比下降0.4%，出现2020年5月份以来的首次负增长，出口的下降主要是量价逻辑开始出现齐跌，同时欧美等国家的需求下滑，带来出口的负增长。出口是我国经济的重要组成部分，在前三个季度中，出口对经济的平均贡献度高达20%以上，四季度出口全面走负或将拖累经济走低0.92个百分点，全年出口金额保持在7%左右的增长，符合我们在出口专题中的判断。但后续来看，出口的持续走负也将刺激积极经济政策出台，进一步推动稳经济工作的进行。

图表 1：四季度出口贡献度将进一步降低



资料来源：wind，华鑫证券研究

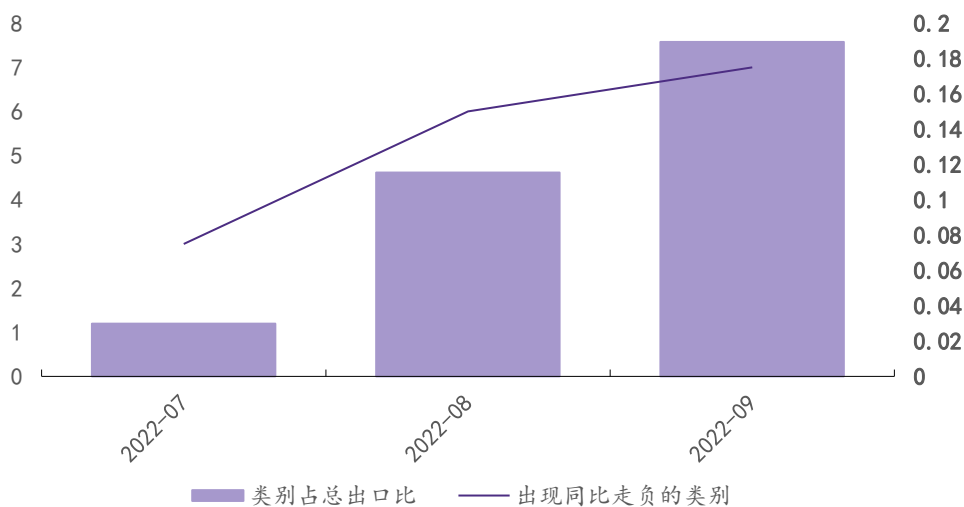
## 2、需求下行拉低消费品出口

从出口商品的角度来看，消费品属性更强的商品均出现了累计增速的回落，是出口下行的主要原本因，而科技属性更强的汽车和新能源相关领域则是表现出了一定的韧性。在欧美衰退威胁的逼近下，消费品首当其冲受到影响，箱包、鞋靴和服装等10月累计增速分别下降了1.3、2.6和3个百分点。当月同比增速则是分别下行了8.18、12.5和5.58个百分点，其中服装类的当月同比增速在9月份转负后进一步扩大至了16.93%。机电产品中消费属性更强的手机、家电和自动数据处理设备及其零部件也是延续了增速下行的趋势，当月同比增速分别下行了16.18、5.2和3.94个百分点。

科技属性更强一些的新能源和汽车领域则是保持了一定的韧性，太阳能电池板出口金额9月同比依然维持在近40%的高位，汽车出口则是继续保持了金额和数量的同步增长，10

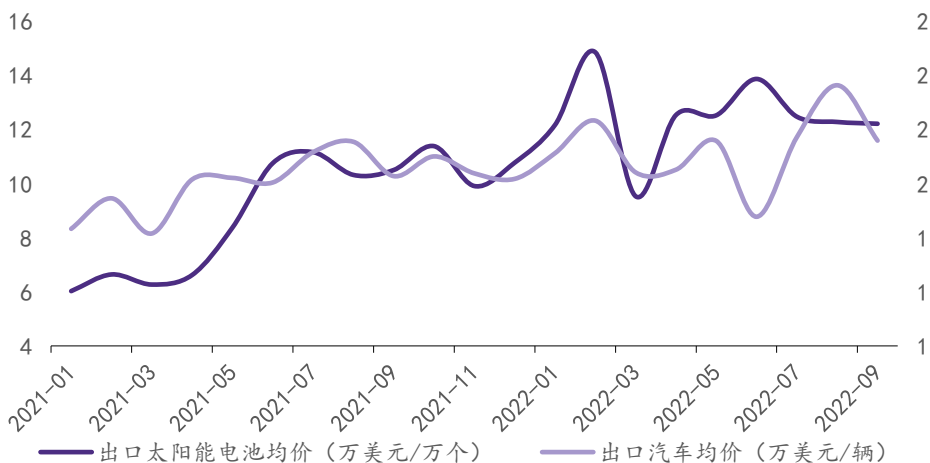
月当月同比增速分别为 89%和 60%。但从科技产品中也能看出中国量价关系的转变，过去支撑的价格优势在逐渐的减弱，太阳能电池板单价在下半年持续下行，从 6 月份的 13.88 万美元/万个下降至 12.22 万美元/万个，汽车和锂离子蓄电池价格也在九月份出现了下行，汽车价格 8 月接近 2 万美元的价格下降至 1.76 万美元每辆，锂离子蓄电池价格也从 8 月的 15.31 万美元/万个下降至 15.19 万美元/万个。从数量上来说，高端制造的出口数量也已经开始出现了下行的趋势，因此后续来看，高端制造的韧性也会逐渐减弱，对于出口的支撑效用也会逐步减少。

图表 2: 三季度出口放缓的 HS 类别增加



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 3: 高端制造的价格韧性也开始出现下行



资料来源: wind, 华鑫证券研究

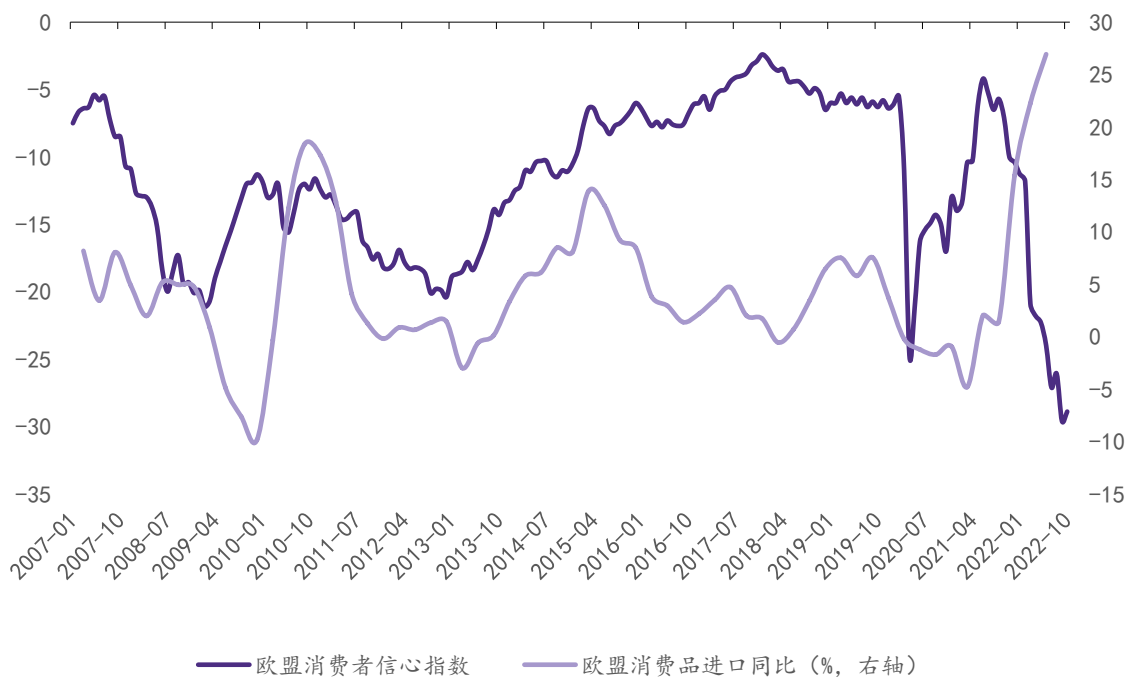
### 3、 贸易伙伴角度：欧美下行，东盟支撑

从主要的贸易伙伴来看，出口欧美国家的需求下行是当前出口低迷的主因。而对东盟以及其他亚洲国家的出口则是保持了一定的韧性，继续支撑出口。

#### 3.1、 对欧盟出口或于 2023 年二季度见底

10 月份对欧盟出口从上月 461 亿美元的规模下降到 441 亿美元，连续三个月下行，且已经低于了上半年 455 亿美元的平均出口额。从 9 月份的数据来看，中间品和消费品的下行是对欧盟出口下行的主要推动力：9 月份对欧盟出口消费品较 8 月份下行 25 亿美元，中间品出口下行 17 亿美元，占对欧盟出口环比减少的 90%。其中消费品出口的减少更多的是居民消费需求的下行，当前欧盟消费者信心指数连续走低，在 9 月份达到了-29.6 的历史低值，距离 2008 年时期-32 的历史最低点（非季调）已经十分接近，按照季调统计来算则是已经超过了 2008 年金融危机时期，创下了历史新低。消费者信心指数虽然在 10 月份略有回暖至-28.9，但是从过去历史经验来看，消费者信心是消费的先行指标，往往在消费者信心指数触底之后至少两个季度之后消费品进口增速才会触底，因此后续来看，我们认为对欧盟的消费品出口仍会延续当前的下行趋势至 2023 年二季度。

图表 4：消费品进口往往滞后于消费者信心的走势

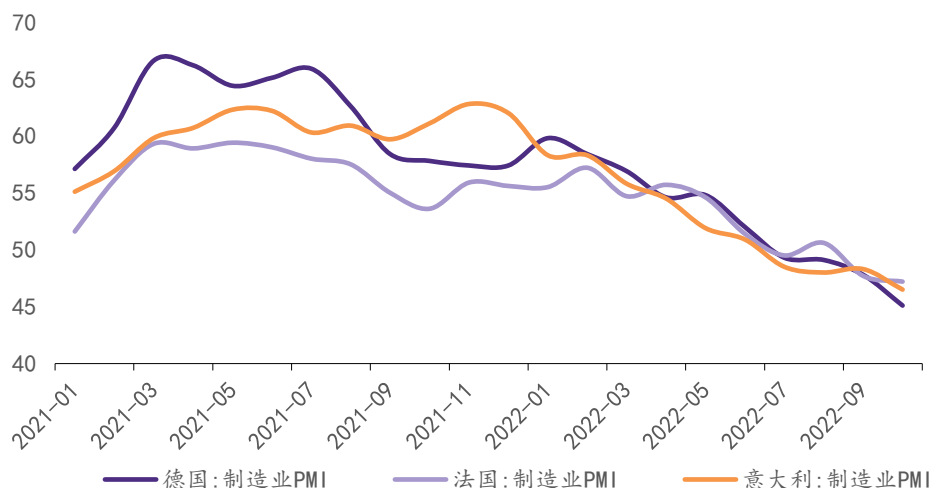


资料来源：wind，华鑫证券研究

中间品的出口则更多的是跟工业生产需求相关，欧盟的工业生产景气度在早期俄乌冲突和天然气价格上行的影响下出现了快速的下行，当前虽然能源价格压力有一定的缓解，但是高通胀和俄乌战争的持续继续给制造业带来压力，欧元区 PMI 在 10 月份下降至 46.4%，

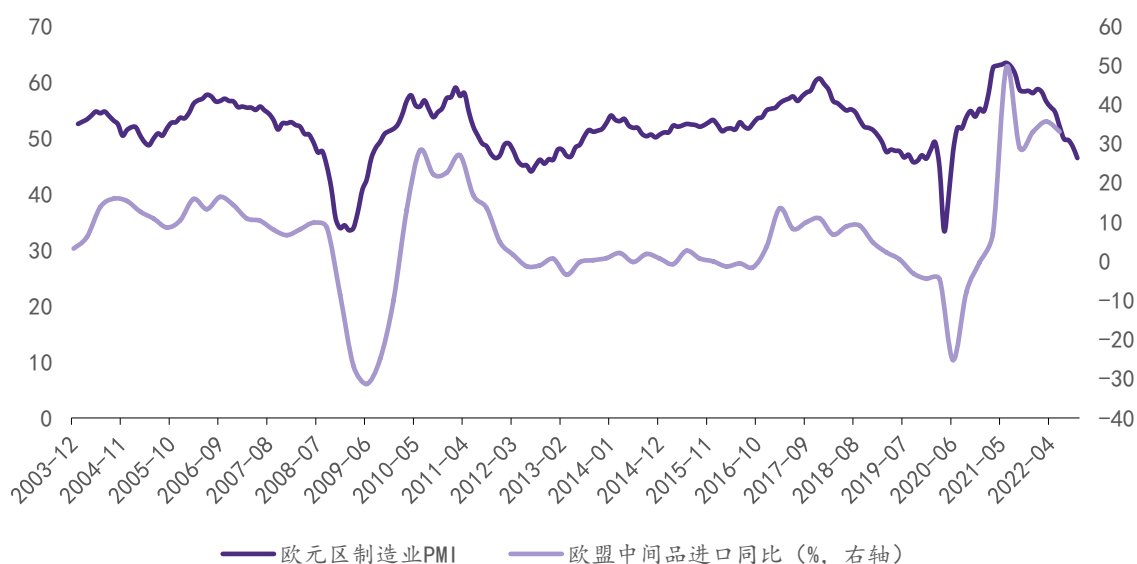
保持了 2022 年以来的下行趋势，且已经连续 4 个月低于 50% 的景气度分割线。欧盟主要的生产制造国家的 PMI 也均维持了下探趋势，德国 10 月份 PMI 录得 45.1%，法国 47.2%，意大利 46.5%。因此中间品的出口受到了比较大的压力，9 月份对欧盟中间品出口已经接近了 200 亿美元的分界线。往后来看 PMI 在高通胀和高能源价格的环境下依然受到压制，季度的 PMI 预计会在 2023 年的一季度见底，而中间品出口与 PMI 走势往往有一个月的时滞，因此中间品同样指向在 2023 年二季度出现增速的回升企稳。

图表 5：欧盟主要生产制造国 PMI 跌破 50 分界线



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 6：欧盟 PMI 与中间品进口往往相隔一个季度的时差

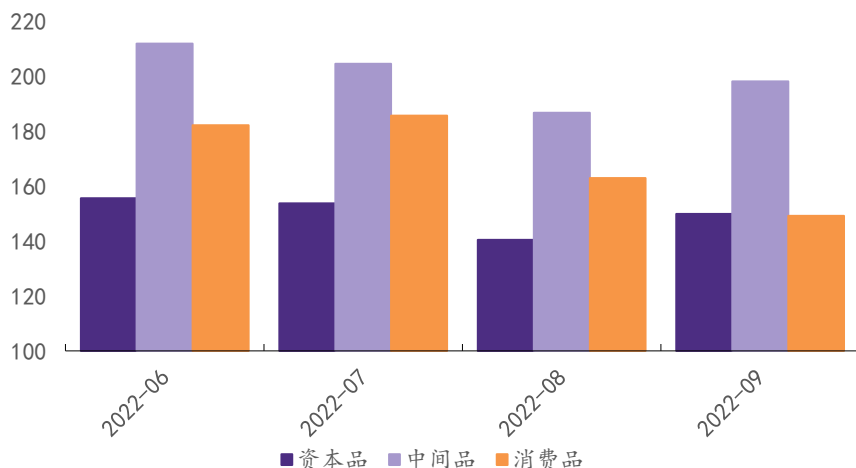


资料来源：wind，华鑫证券研究

### 3.2、对美出口底仍需看衰退情况

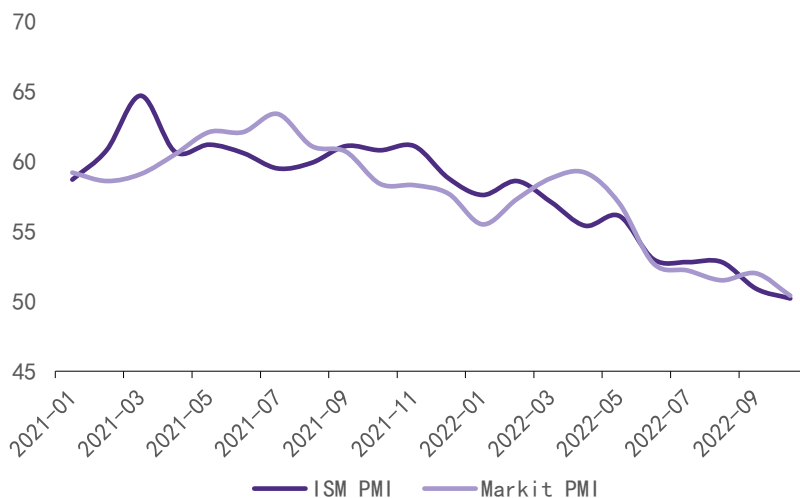
对美国的出口金额同样出现了加速的下行，10 月份对美国出口金额 470 亿美元，低于今年以来平均美元 490 亿美元的出口规模，较上月下降了 27 亿美元。与欧盟不同的是，对美国的出口更多的是体现在消费品的下行。今年 7 月份以来，对美国的中间品出口保持了相对的韧性，8 月份 186 亿美元，9 月份 198 亿美元，主要是因为美国 PMI 在供应链问题缓解的背景下出现了低位的回升：美国 9 月份 Markit PMI 录得 52%，高于前值的 51.5%。但是在后续加息延续的情况下，高位的借贷成本压力仍会继续推动美国制造业景气度的下降，当前美国 10 月 Markit PMI 录得 50.4%，ISM PMI 录得 50.2%，两大 PMI 数据均已经来到了景气度的分界线，预计能在四季度看到美国 PMI 数据的进入到不景气区间，进一步拖累中国对美国中间品出口的下降。

图表 7：对美国消费品的出口在下半年出现明显下行（亿美元）



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：美国两大 PMI 指数均来到 50 的边缘

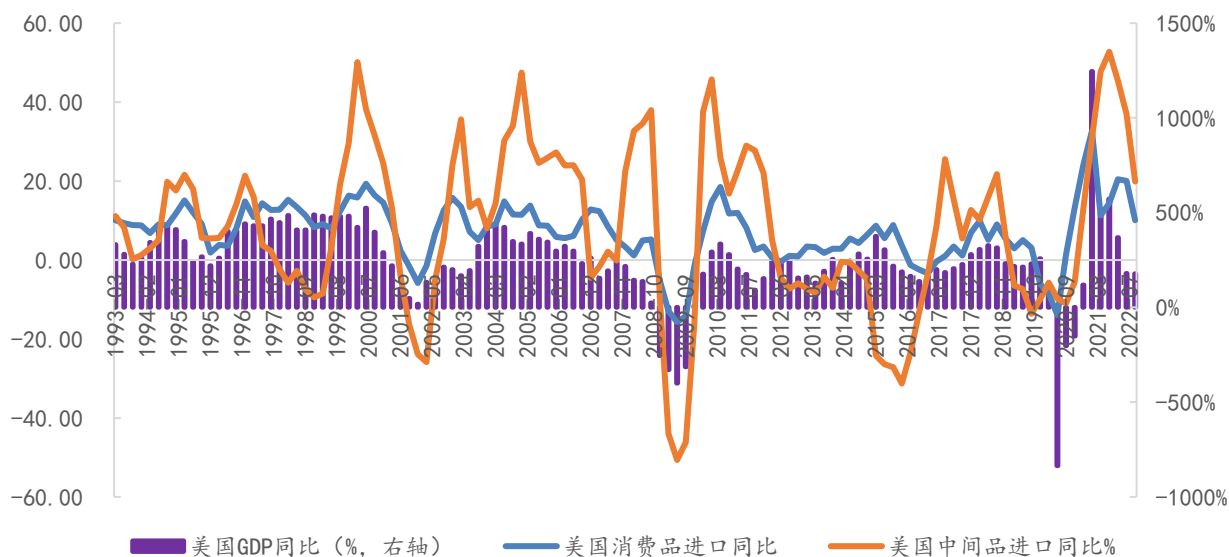


资料来源：wind，华鑫证券研究



对美国的消费品出口则是在美国消费下行的影响下进一步被压缩：9月对美消费品出口149亿美元，较前月下降了13亿美元。中国对美国出口的绝大部分消费品均是商品，而美国居民的商品消费在疫情财政刺激下出现了透支修复，随后便开始从商品消费像服务消费切换，根据我们美国衰退的主题报告，当前美国居民的商品消费依然超出正常曲线大约3400亿美元，后续仍会继续延续下行的趋势，同时疫情时期的财政累积的超额储蓄虽然仍有部分存留，但绝大部分集中在高财富低消费欲的家庭手中，因此后续来看美国商品消费的韧性也较弱。综合来看，经济是否能软着陆决定了对美出口未来的走向，当前来说我们认为美国衰退可能在2023年二季度兑现的可能性较大，因此对美出口可能仍待在2023年三季度才能触底回稳。

图表 9：美国经济如何着陆决定了后续对美出口的走向



资料来源：wind，华鑫证券研究

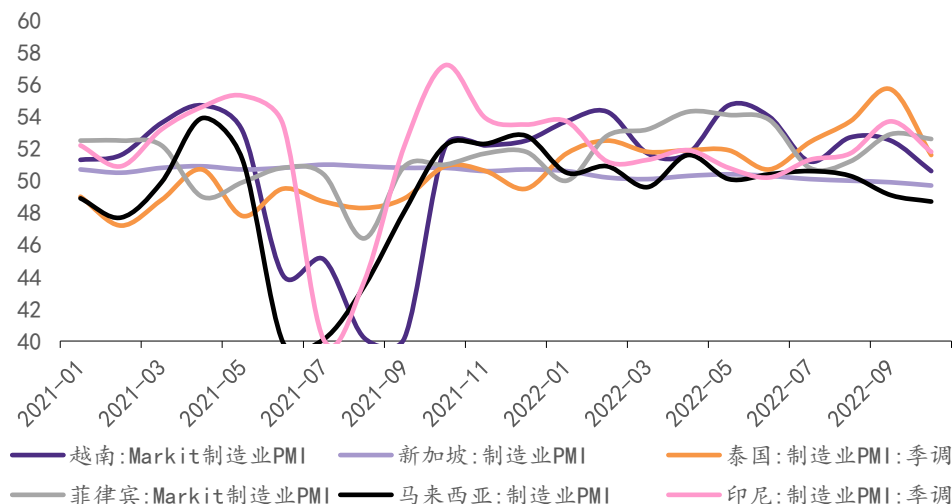
### 3.3、东盟仍有支撑，预计明年减弱

与深受衰退威胁的欧美国家不同，中国对东盟的出口保持了相当的韧性，10月份对东盟的出口额为488.6亿美元。国内对东盟的出口品主要是工业生产相关的中间品：上半年对东盟出口的中间品占总出口金额的55%。中间品的出口主要与PMI相关，从PMI的数据来看，当前东盟的生产制造景气度依然处在50区间之上，连续13个月处在经济区间之上，但是已经从高位下滑。仔细来看，东盟国家中的PMI也出现了一定的分化，其中新加坡和马来西亚的10月PMI均已经下降至50以下，分别录得49.7%和48.7%；泰国，印尼和越南则是出现了PMI的加速下行，分别较上月下行了4.1%、1.9%和1.9%。仅有菲律宾的PMI依然维持在相对的高位，10月份录得52.6%。东盟PMI的总体下行体现在出口数据上就是国内对东盟的中间品出口自6月份的高点下行，在9月份来到了260亿美元的规模。东盟主



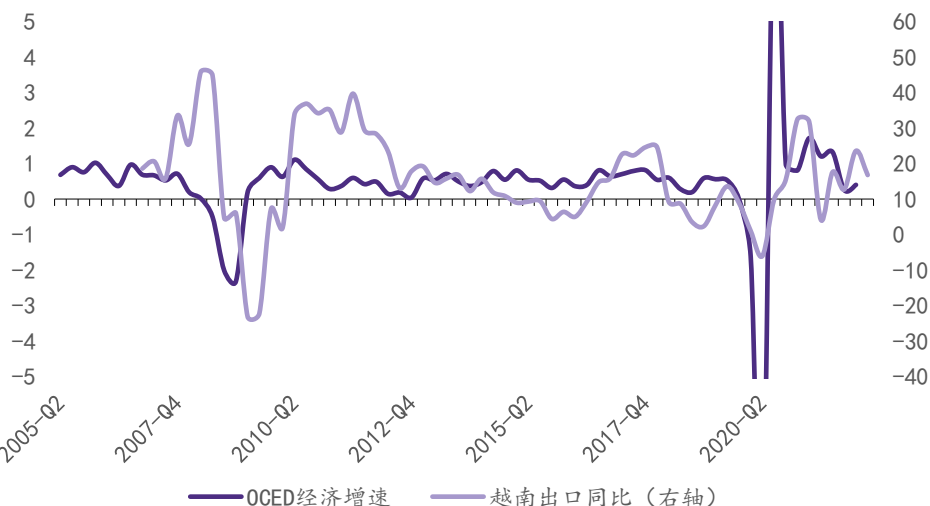
要通过再加工再生产将产品输出到世界各地，从周期上表现来看就是其出口往往后置于世界经济下行：越南出口数据往往滞后发达经济体经济危机。同时结合今年以来对东盟出口整体呈现上行：从2022年一季度平均375亿美元/月上升至三季度495亿美元/月。预计四季度对东盟的出口仍会继续下行但保持相对韧性，维持在今年平均水平450亿美元左右的水平，符合我们之前出口专题报告判断，但是在2023年一二季度将会开始体现出衰退的影响，出现出口的下行。

图表 10：菲律宾 PMI 是东盟中唯一相对坚挺的



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 11：发展中国家出口的变化往往滞后于发达经济体增速 (%)



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 4、出口最快 2023 年二季度回暖，仍需内需政策发力

总结来说，当前出口下行的压力主要是欧美国家的需求下降的影响，但是仍有东盟以及亚洲国家的支撑，形成两拖累一支撑的格局。但进入到 2023 年之后，东盟国家对于出口的支撑将减弱，同时欧美仍未从衰退威胁中恢复，两拖累一支撑逐渐变为三拖累格局，出口增速预计在 2023 年一季度仍有加速下行的可能，最快会在二季度见底回暖。

从宏观政策的角度来说，外需的走弱带来了经济压力，进一步加大了刺激内需的可能，刘鹤副总理也在近期提及“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，国内后续积极政策空间打开，关注后续重要的时间点所释放的积极信号以及政策：年末重要的中央政治局会议，中央经济工作会议，2023 年两会。

## 5、风险提示

地缘政治风险再度恶化，欧美衰退加速兑现，美联储货币政策转向

## ■ 宏观策略组介绍

**杨芹芹：**经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

**朱珠：**会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

**谭倩：**11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

**李刘魁：**金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

**周灏：**金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

**张帆：**金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。