

宏观深度报告 20221123

2023 全球经济增速下滑=多大的出口逆风？

2022 年 11 月 23 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

《2023 年全球经济会真的会陷入衰退吗？》

2022-11-22

《四季度我国出口将呈现哪些特征？》

2022-10-25

■ 11 月 22 日,经合组织 OECD 发布最新的经济预测,预计 2023 年世界经济将从 2022 年的 3.1%放缓至 2.2%。在全球 GDP 增速放缓、美欧或陷入衰退的大趋势下,明年我国出口的下行压力有多大?以史为鉴,在战后四次大衰退中(1975 年、1982 年、1991 年和 2001 年),全球贸易下降幅度是 GDP 的 4.8 倍(弗洛伊德,2009 年)。本文试图通过历史复盘,以情景假设的方式,探索 2023 年我国出口增速的区间。我们初步测算下,2023 年我国出口增速区间为-4.9%至 3.2%,中性情景下为-1.4%。

■ 我们的基本思路为在中国加入世界贸易组织后、历次全球经济陷入衰退或是经济增速大幅下行(downturn)的时间段中,选出与当前宏观背景有相似之处、具有参考意义的三年,分别作为中性、乐观和悲观情景的参考。

■ 我们对于 2023 年的基准假设为美欧将陷入两个季度左右的温和衰退。考虑到当前出口的下行压力主要来自于需求的退坡,我们选择了 2001、2012、2009 分别作为中性、乐观和悲观情景。当然,2009 年的“贸易大崩溃”显然过于悲观,我们将对 2009 年出口下行的幅度乘以小于 1 的系数,以此来分析极端情况下,我国出口的下行幅度。

■ 中性情景:2001 年,互联网泡沫破裂下,美欧等发达经济体经济经历了温和的减速或衰退。我们将 2001 年定义为中性情景,因为在新兴市场经济体强劲增长的支撑下,该年度世界人均 GDP 并未收缩。彼时美欧经济疲软,而 2023 年美欧陷入衰退的概率较大,经济走弱的背景与 2001 年类似。

2001 年美国对全球进口的最大拖累项为机电、矿产品和贱金属(同比增速分别为-13.9%、-9.8%、-11.7%)。我国方面,在缺失 2000 年同比增速的情况下,我们将各分项增速同 2002-2000 两年复合同比增速作对比,机电在 2001 年增速仅 1.6%(2002-2000 两年复合增速高达 18.8%),主要受到电子、通讯等互联网泡沫破裂冲击剧烈的行业影响。此外,杂货制品、鞋帽、纺织、贱金属等我国对美出口大头项目相对于 2002-2000 两年复合同比增速的平均降幅超过 10%。

■ 乐观情景:2012 年,欧洲深陷债务危机,但美国和主要新兴市场经济体具备韧性。2012 年相对于 2023 年的借鉴意义主要有三点:一是全球需求均边际走弱;二是出口商品价格均存在逆风因素;三是美国经济态势相对于欧洲均更为强劲。考虑到彼时美国经济未陷入衰退,全球人均 GDP 未收缩,仅欧洲经济负增长,我们将 2012 年作为乐观情景。

从行业维度来看,2012 年我国对欧出口的最大拖累项为机电、纺织和贱金属。2012 年,我国对欧盟出口的机电、纺织、贱金属占比我国出口总额共计约 11%,共计拖累我国 2012 年出口近 1pp,上述三项产品的同比增速分别为-6.8%、-14.5%、-13.9%。

■ 悲观情景:2009 年,全球贸易的下降是突然的、严重的、同步的,全球贸易增速跌超-10%。2009 年我国出口同比降 16.0%,为 1961 年以来最低。从行业的维度来看,占比前三的机电、贱金属、纺织分别录得-12.1%、-46.5%、-10.2%的同比增速,共计拖累我国出口 9.7pp。

■ 我们初步测算 2023 年我国出口增速区间为-4.9%至 3.2%,中性情景下为-1.4%。行业方面,历次全球经济走弱的情境下,占比我国出口最大的机电、贱金属、纺织的增速均经历大幅下滑,美欧等发达国家制造业疲弱时尤其显著。考虑 2022 年的高基数,2023 年我国对美欧出口上述三类产品的同比增速较 2022 年可能收窄 10%以上。

■ 风险提示:新冠病毒变异导致疫苗失效,各地区封锁程度大幅升级;地缘冲突加剧,局部战争爆发使得全球陷入深度衰退,全球贸易萎缩

内容目录

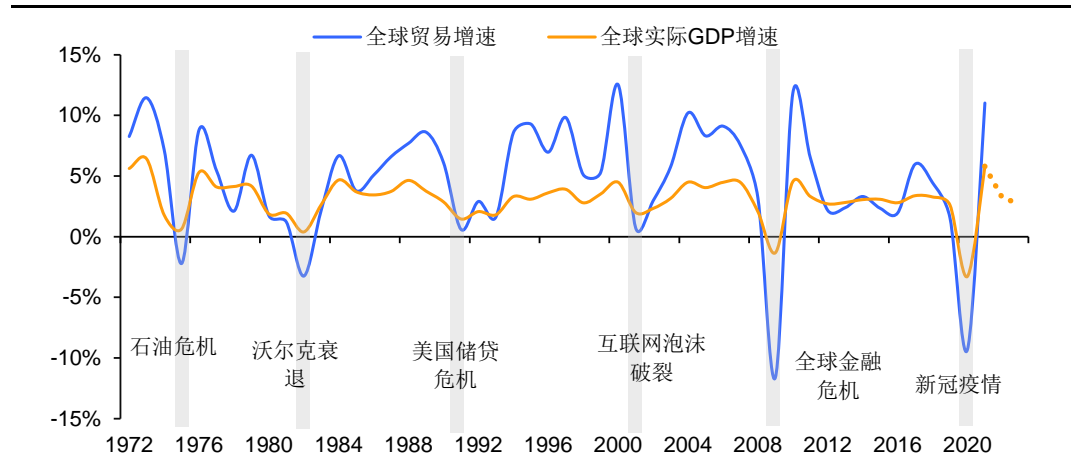
1. 历史复盘	4
1.1. 中性情景：2001 年	5
1.1.1. 2001 年全球贸易：资本品贸易受到重创	6
1.1.2. 中国出口：机电、矿产品、贱金属增速大幅收窄	7
1.2. 乐观情景：2012 年	8
1.2.1. 2012 年全球贸易：价格逆风因素与 2023 年类似	9
1.2.2. 中国出口：来自欧盟的拖累主要体现在机电、纺织和贱金属出口上	11
1.3. 悲观情景：2009 年	12
2. 测算 2023 年我国出口增速的区间	13
3. 风险提示	14

图表目录

图 1:	经济下行的背景下, 全球贸易萎缩幅度往往远超 GDP 的下滑幅度.....	4
图 2:	历次全球经济衰退或经济增速大幅下滑时, 全球和我国出口情况.....	4
图 3:	2001 年互联网泡沫破裂, 发达经济体进口疲软.....	5
图 4:	市场预计美欧在未来一年陷入衰退的概率均超过 50%.....	5
图 5:	2001 年美国资本品进口增速转负.....	6
图 6:	2001 年全球出口产品同比增速, 集成电路和电子元件领跌.....	6
图 7:	2001 年中国出口价值按目的地的分布.....	7
图 8:	中国出口价值增速及贡献.....	7
图 9:	欧债危机拖累下, 2012 年欧盟进口疲软.....	9
图 10:	2012 年中国出口价值按目的地的分布.....	11
图 11:	中国出口价值增速及贡献.....	11
图 12:	2008 年四季度至 2009 年上半年, 所有类型的商品贸易几乎同时崩塌.....	12
图 13:	2009 年中国出口价值按目的地的分布.....	13
图 14:	中国出口价值增速及贡献.....	13
表 1:	2001 年美国对全球进口价值同比增速 (2001 年拖累最大的前十项).....	7
表 2:	2001-2002 年美国对华进口价值同比增速 (按 2001 年贡献从低到高排列).....	8
表 3:	2010-2012 年全球各地区经济和贸易增速.....	10
表 4:	2011-2013 年欧盟对全球进口价值同比增速 (按 2012 年贡献从低到高排列).....	10
表 5:	2011-2013 年欧盟对华进口价值同比增速 (按 2012 年贡献从低到高排列).....	11
表 6:	2008-2010 年中国对全球出口价值同比增速 (按 2009 年贡献从低到高排列).....	13
表 7:	2023 年中国出口预测.....	14

在 2023 年全球经济增速放缓、美欧或陷入衰退的大趋势下，我国出口的下行压力有多大？以史为鉴，在战后四次大衰退中（1975 年、1982 年、1991 年和 2001 年），全球贸易下降幅度是 GDP 的 4.8 倍（弗洛伊德，2009 年）。本文试图通过历史复盘，以情景假设的方式，初步测算 2023 年我国出口增速的区间。

图1：经济下行的背景下，全球贸易萎缩幅度往往远超 GDP 的下滑幅度



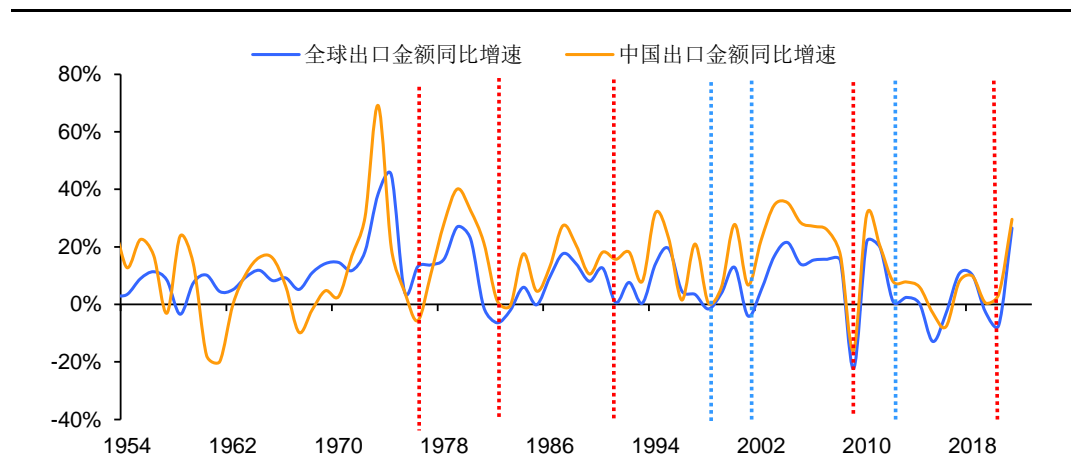
注：橙色虚线为 IMF 对于 2022 年和 2023 年增速的预测

数据来源：世界银行，IMF，东吴证券研究所

1. 历史复盘

我们的基本思路为在中国加入世界贸易组织后、历次全球经济陷入衰退或是经济增速大幅下行（downturn）的时间段中，选出与当前宏观背景有相似之处、具有参考意义的三年，分别作为中性、乐观和悲观情景的参考。考虑到当前出口的下行压力主要来自需求的退坡，我们选择了 2001、2012、2009 分别作为中性、乐观和悲观情景。

图2：历次全球经济衰退或经济增速大幅下滑时，全球和我国出口情况



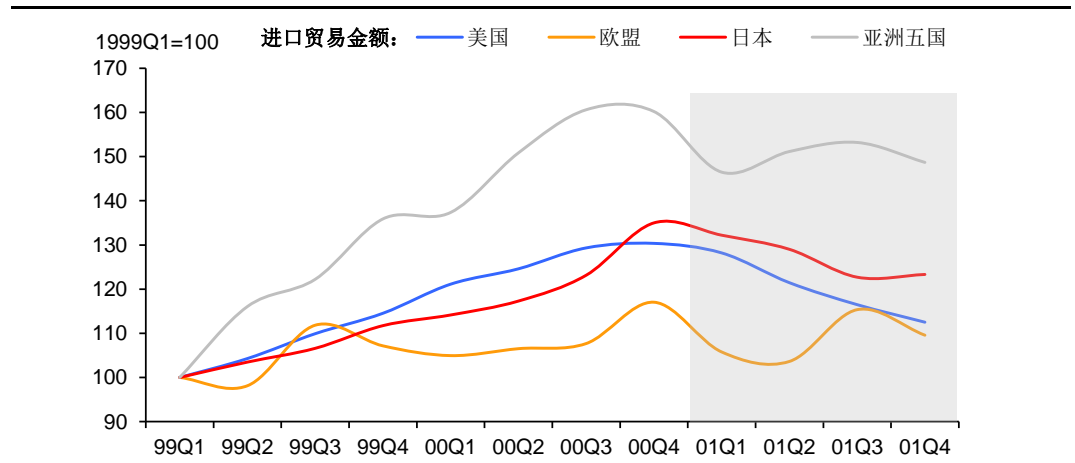
注：红色代表全球经济衰退，蓝色代表全球经济增速大幅下滑

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 中性情景：2001 年

2001 年我国加入了世界贸易组织 (WTO)，但是反直觉的是，该年度我国出口并没有经历大幅提振，反而是从 2000 年 27.8% 的同比增速下滑至 6.8% 的低位。主要原因在于外需的疲弱，互联网泡沫破裂下，许多发达经济体经济经历了温和的减速或衰退。2001 年第三季度全球人均产出下降，而许多发达国家录得负增长。不过中国和印度等主要新兴市场经济体的增长依然强劲，因而全球经济未陷入衰退。

图3：2001 年互联网泡沫破裂，发达经济体进口疲软

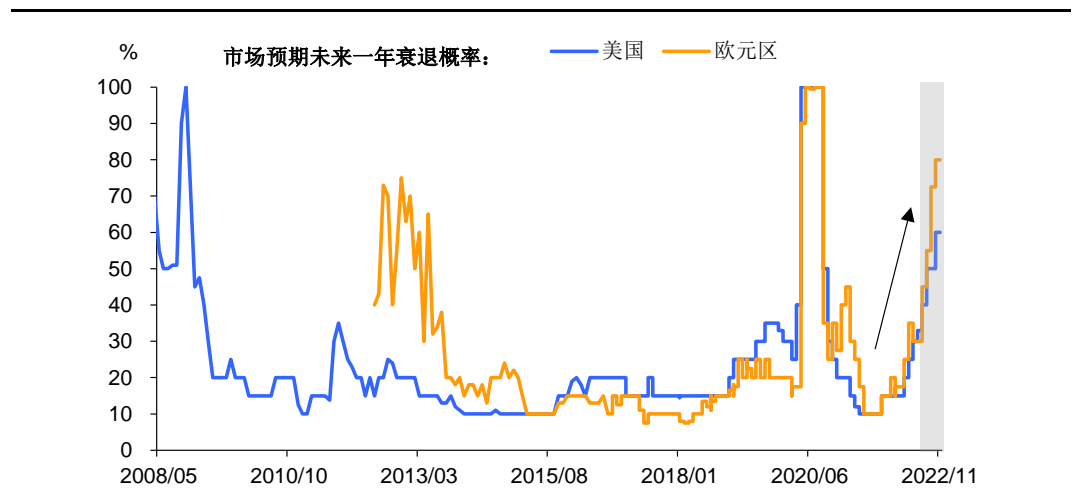


注：亚洲五国为中国、韩国、菲律宾、印度、马来西亚

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们将 2001 年定义为中性情景，因为在新兴市场经济体强劲增长的支撑下，该年度世界人均 GDP 并未收缩。彼时美欧经济疲软，而 2023 年美欧陷入衰退的概率较大，经济走弱的背景与 2001 年类似（图 4）。我们的中性情景假设：欧洲和美国都将于 2023 年陷入温和的衰退，以 2001 年为参考，对彼时全球出口和中国出口进行复盘，以探讨其对 2023 年中国出口的启示。

图4：市场预期美欧在未来一年陷入衰退的概率均超过 50%

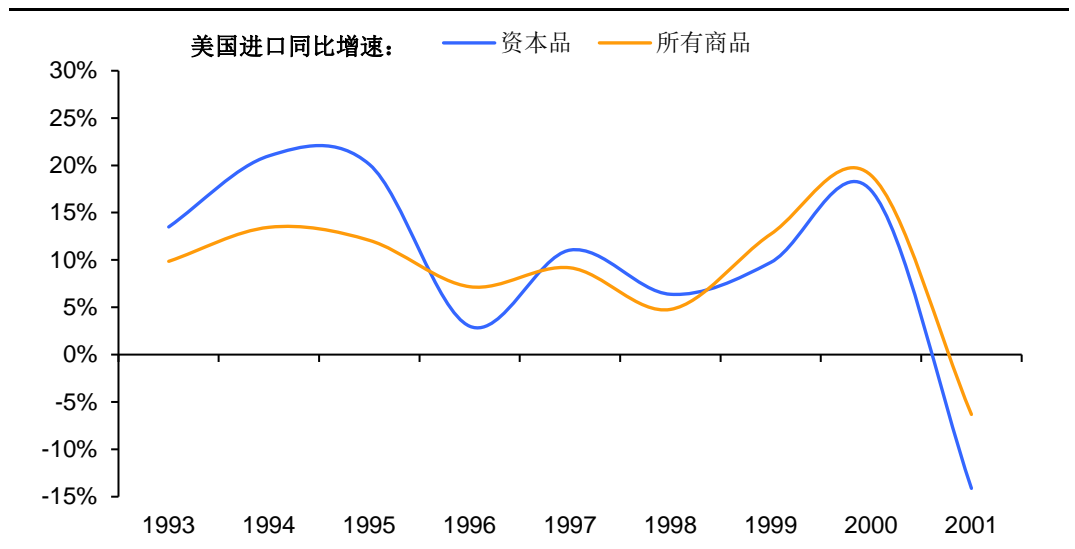


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.1.1. 2001 年全球贸易：资本品贸易受到重创

美国固定资产投资的锐减是世界贸易增速骤降的核心因素。如图 5 所示，资本品在 1993 年至 2000 年的商业周期中，平均增速超过 10%，是美国进口增速的核心拉动力。然而，2001 年互联网泡沫破裂，美国非住宅固定资产投资萎缩，资本品进口增速跌落负值区间，录得-14.1%的增速。

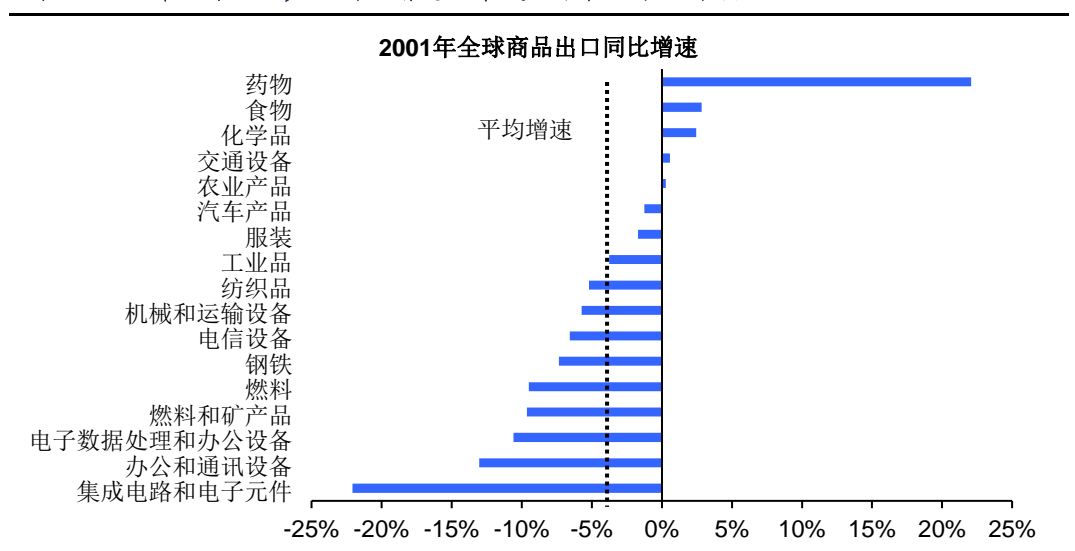
图5：2001 年美国资本品进口增速转负



数据来源：WTO，东吴证券研究所

从行业维度，集成电路和电子元件、办公和通讯设备以及周期品领跌。根据 WTO 数据，2001 年互联网泡沫破裂下，集成电路和电子元件是主要出口产品类别中同比跌幅最大的 (-22%)，排名第二的办公和通讯设备跌 13%，而该项目在过去十年年均增速高达 12% (图 6)。此外，全球经济从 2000 年的强劲增长到 2001 年增速大幅下滑，这一急剧逆转也体现在了钢铁等对周期高度敏感的产品上。

图6：2001 年全球出口产品同比增速，集成电路和电子元件领跌

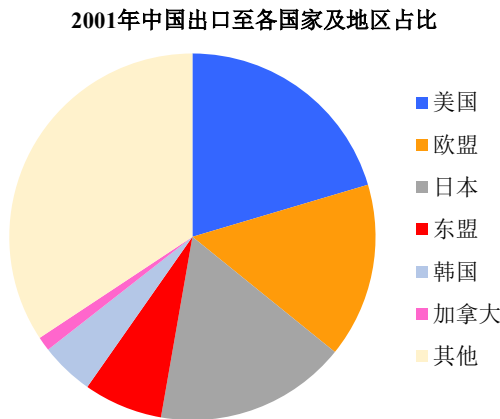


数据来源：WTO，东吴证券研究所

1.1.2. 中国出口：机电、矿产品、贱金属增速大幅收窄

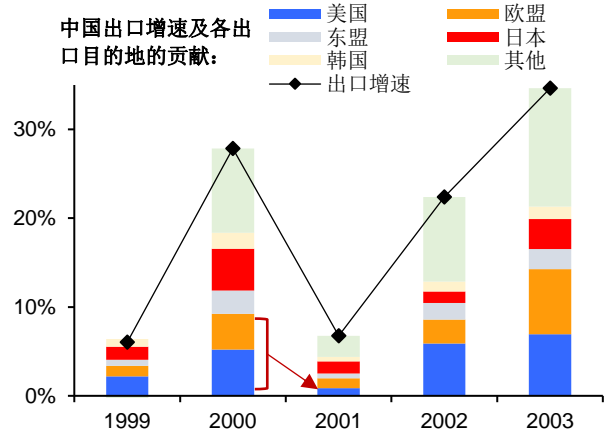
发达经济体需求疲弱严重拖累 2001 年我国出口。如图 7-图 8 所示，2001 年美国、欧盟和日本占据了我国出口的半壁江山（53%），上述三个经济体进口需求的骤降使得我国出口增速从 2000 年的两位数大幅回落至接近 1999 年的水平。2001 年，我国对美国、欧盟和日本出口对于我国出口的拉动相对于 2000 年收窄 11pp，其中美国的收窄幅度最大（4.3pp）。

图7：2001年中国出口价值按目的地的分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：中国出口价值增速及贡献



数据来源：Wind，东吴证券研究所

以美国为例，如表 1 所示，2001 年美国对全球进口的最大拖累项为机电、矿产品和贱金属（同比增速分别为-13.9%、-9.8%、-11.7%）。鉴于没有可得的中国对外出口细分数据，我们的分析使用出口目的地国家对华进口作为代替（下同）。

表1：2001年美国对全球进口价值同比增速（2001年拖累最大的前十项）

HS类别	占比美国总进口	美国对全球进口同比增速		
		2001	2001贡献	2002
机电类产品	27.7%	-13.9%	-3.8%	1.4%
矿产品	11.0%	-9.8%	-1.1%	-0.6%
贱金属	4.4%	-11.7%	-0.5%	9.1%
珠宝贵金属等	2.3%	-12.2%	-0.3%	1.9%
专业仪器及其零件	3.4%	-5.5%	-0.2%	2.0%
车辆等运输设备	16.1%	-0.9%	-0.1%	5.4%
纺织类产品	6.4%	-1.7%	-0.1%	7.0%
木浆及纸制品	1.9%	-4.9%	-0.1%	3.3%
塑料及橡胶制品	2.5%	-2.8%	-0.1%	13.6%
植物产品	1.1%	-5.8%	-0.1%	16.9%

注：2001 贡献为各分项对美国进口的贡献测算

数据来源：Comtrade，东吴证券研究所

从行业维度来看，2001 年我国对美出口占比大头的机电、鞋帽和纺织增速大幅收窄，而最大拖累来自车辆等运输设备、矿产品和专业仪器（表 2）。在缺失 2000 年同比增速的情况下，我们将各分项增速同 2002-2000 两年复合同比增速作对比，机电在 2001 年增速仅 1.6%（2002-2000 两年复合增速高达 18.8%），主要受到电子、通讯等互联网泡

沫破裂冲击剧烈的行业影响。此外，杂项制品、鞋帽、纺织、贱金属等我国对美出口大头项目相对于 2002-2000 两年复合同比增速的平均降幅超过 10%。

表2: 2001-2002 年美国对华进口价值同比增速 (按 2001 年贡献从低到高排列)

HS类别	中国对美国出口占 比中国总出口	美国对华进口同比增速		
	2001	2001	2001贡献 (bp)	2002-2000两年复合
车辆等运输设备	0.3%	-17.4%	-5.9	4.9%
矿产品	0.1%	-33.6%	-4.6	-13.8%
专业仪器及其零件	0.7%	-2.0%	-1.4	2.6%
艺术品等	0.0%	-3.0%	-0.1	1.4%
动植物油蜡	0.0%	-22.0%	0.0	-5.2%
植物产品	0.1%	1.5%	0.1	17.6%
活动物及动物产品	0.2%	0.9%	0.1	13.6%
武器弹药等	0.0%	47.3%	0.2	75.4%
特殊交易品及未分类商品	0.2%	7.1%	1.7	11.6%
皮革制品旅行用品等	0.8%	2.3%	1.8	12.0%
木浆及纸制品	0.2%	8.8%	1.9	23.2%
化工产品	0.4%	5.4%	2.1	15.1%
食品烟草等	0.1%	24.7%	2.3	38.1%
木炭及木制品	0.2%	11.0%	2.3	25.3%
珠宝贵金属等	0.2%	15.1%	2.6	29.4%
石料陶瓷玻璃等	0.4%	7.8%	3.2	19.6%
杂项制品	4.1%	1.1%	4.5	16.7%
纺织类产品	1.7%	3.1%	5.1	12.4%
贱金属	1.0%	5.4%	5.3	18.1%
塑料及橡胶制品	0.7%	10.0%	7.5	20.3%
机电类产品	6.7%	1.6%	10.4	18.8%
鞋帽伞杖鞭等及其零件	2.3%	6.0%	13.4	9.0%

注: 2001 贡献为各分项对中国出口的贡献测算

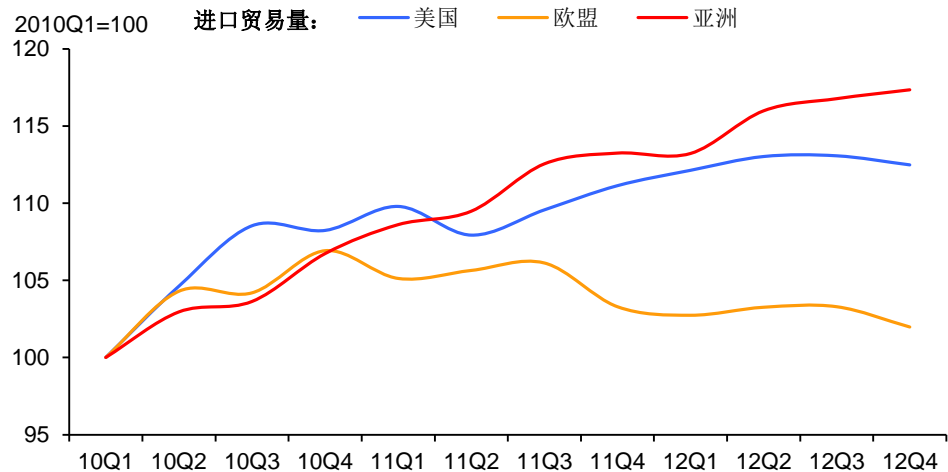
数据来源: Comtrade, 东吴证券研究所

2023 年全球经济增速料将放缓, 加息潮下发达经济体普遍面临经济增速下行的风险, 美欧或将陷入衰退。行业方面, 机电面临较大的下行风险, 其中消费电子增速下滑已经在 2022 年凸显。总体来说, 2023 年与 2001 年的宏观背景类似, 我们将后者作为中性情景进行参考。

1.2. 乐观情景: 2012 年

欧债危机导致全球贸易增速大幅放缓。欧债危机的冲击下, 欧盟 2012 年人均 GDP 同比降 0.9%, 产出疲软和高失业率使得欧洲需求骤降, 拖累欧洲对全球的进口, 各经济体的出口增速也普遍放缓。世界贸易组织在其年度全球贸易报告中指出, 由于欧洲经济增长放缓, 需求受到抑制, 叠加对欧元未来的不确定性加剧, 2012 年世界出口贸易量增速从 2011 年的 5.2% 降至 2.1%, 而 2.1% 的增长率不仅远低于金融危机前 6.0% 的平均增长率 (1990-2008 年), 也低于 1992 年至 2011 年这 20 年间 5.3% 的平均增长率。

图9：欧债危机拖累下，2012年欧盟进口疲软



数据来源：WTO，东吴证券研究所

我们将2012年定义为乐观情景，因为在美国和主要新兴市场经济体增长的支撑下，该年度世界人均GDP在任何一个季度都没有收缩。彼时美国相对于欧洲经济更为强劲，这与当前欧洲深陷能源危机、美国经济的相对竞争力进一步凸显的情况有相似之处。我们的乐观情景假设：仅考虑欧洲将于2023年陷入衰退，以2012年为参考，对彼时全球出口和中国出口进行复盘，以探讨其对2023年中国出口的启示。

1.2.1. 2012年全球贸易：价格逆风因素与2023年类似

价格因素的拖累下，2012年世界出口价值增速不及数量增速，我们认为2023年将与此情况类似。根据WTO数据，2012年全球商品出口贸易量同比增2.1%，然而美元价值仅增长0.2%，主要受到以大宗商品为代表的商品价格下跌的拖累。根据国际货币基金组织数据，咖啡(-22%)、棉花(-42%)、铁矿石(-23%)和煤炭(-21%)等商品的价格跌幅最大。聚焦我国的主要出口目的地发达经济体，2012年其进口贸易量同比降0.1%，其中欧盟27国同比降2.0%（表3）。

表3: 2010-2012年全球各地区经济和贸易增速

2010-2012年全球各地区实际GDP和商品贸易量增长(同比增速)									
区域	GDP			出口			进口		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
全球	3.8	2.4	2.1	14.1	5.2	2.1	13.6	5.1	1.9
北美	2.6	2	2.3	15.0	6.6	4.5	15.7	4.4	3.1
美国	2.4	1.8	2.2	15.4	7.1	4.1	14.8	3.8	2.8
美洲中部和南部	6.2	4.3	2.6	5.2	6.1	1.4	22.7	12.0	1.8
欧洲	2.3	1.7	-0.1	11.0	5.5	0.6	9.4	2.8	-1.9
欧盟27国	2.1	1.5	-0.3	11.7	5.7	0.3	9.1	2.4	-2.0
独立国家联合体(CIS)	4.7	4.8	3.7	6.1	1.8	1.6	18.8	17.1	6.8
非洲	4.5	0.7	9.3	5.4	-8.5	6.1	8.1	4.5	11.3
中东	4.9	5.2	3.3	7.5	5.5	1.2	8.2	5.1	7.9
亚洲	6.7	3.3	3.8	22.7	6.4	2.8	18.2	6.7	3.7
中国	10.4	9.2	7.8	28.1	8.8	6.2	22.0	8.8	3.6
日本	4.5	-0.6	1.9	27.5	-0.6	-1	10.1	4.3	3.7
印度	10.1	7.9	5.2	25.7	15	-0.5	22.7	9.7	7.2
中国港台地区、韩国及新加坡	8.2	4	1.8	20.9	7.8	1.6	17.9	2.7	1.5
发达经济体	2.7	1.5	1.2	13.1	5.1	1.0	10.7	3.1	-0.1
发展中经济体和CIS	7.3	5.3	4.7	15.3	5.4	3.3	18.2	8.0	4.6

数据来源: WTO, 东吴证券研究所

欧盟 2012 年进口拖累最大的三项为机电、贱金属和纺织类产品, 恰恰是我国出口的三个大头。根据世界贸易组织数据, 欧盟占世界进口的比重较大(2012 年包括欧盟内部贸易占比 32%, 不包括为 15%), 欧盟进口需求的下降对全球贸易产生剧烈影响。从欧盟进口行业的维度, HS 分类下的 22 类行业中, 仅有 3 类在 2012 年同比正增长, 拖累前五为机电、贱金属、纺织、塑料及橡胶制品、车辆等运输设备(表 4)。而上述五个行业是我国出口重点行业, 占比 2012 年我国出口总额超 70%。

表4: 2011-2013 年欧盟对全球进口价值同比增速(按 2012 年贡献从低到高排列)

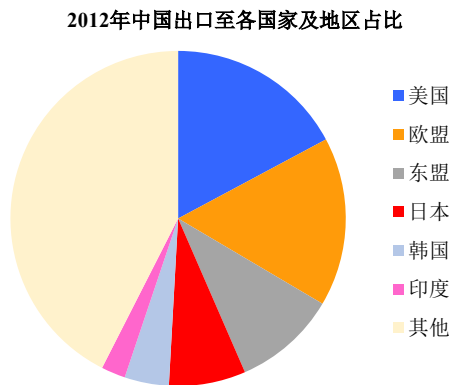
HS类别	占比欧盟总进口		欧盟对全球进口同比增速			
	2012	2011	2011	2012	2012贡献	2013
机电类产品	19.6%	7.4%	-6.5%	-1.3%	0.4%	
贱金属	5.2%	26.0%	-18.3%	-1.0%	-2.8%	
纺织类产品	5.1%	16.4%	-11.7%	-0.6%	3.5%	
塑料及橡胶制品	2.7%	23.1%	-10.5%	-0.3%	2.5%	
车辆等运输设备	5.5%	-3.4%	-4.3%	-0.2%	-0.9%	
化工产品	8.2%	15.9%	-2.3%	-0.2%	-1.2%	
杂项制品	2.1%	4.4%	-8.2%	-0.2%	-2.1%	
活动物及动物产品	1.2%	13.7%	-9.8%	-0.1%	4.4%	
木浆及纸制品	0.9%	6.8%	-12.3%	-0.1%	-4.2%	
植物产品	2.5%	24.8%	-3.7%	-0.1%	3.8%	
食品烟草等	2.3%	16.3%	-2.9%	-0.1%	4.0%	
鞋帽伞杖鞭等及其零件	1.0%	9.2%	-6.5%	-0.1%	2.5%	
木炭及木制品	0.6%	7.7%	-10.8%	-0.1%	-0.2%	
专业仪器及其零件	3.3%	12.7%	-1.8%	-0.1%	1.9%	
石料陶瓷玻璃等	0.6%	6.9%	-8.4%	-0.1%	-3.5%	
皮制品旅行用品等	0.7%	16.9%	-5.1%	0.0%	4.9%	
特殊交易品及未分类商品	1.0%	27.3%	-1.7%	0.0%	-6.8%	
动植物油蜡	0.5%	33.4%	-1.5%	0.0%	-3.7%	
武器弹药等	0.1%	4.2%	-1.6%	0.0%	-4.3%	
艺术品等	0.2%	22.7%	13.3%	0.0%	17.8%	
矿产品	32.1%	34.4%	1.1%	0.4%	-5.7%	
珠宝贵金属等	4.7%	27.9%	8.3%	0.4%	33.5%	

数据来源: Comtrade, 东吴证券研究所

1.2.2. 中国出口：来自欧盟的拖累主要体现在机电、纺织和贱金属出口上

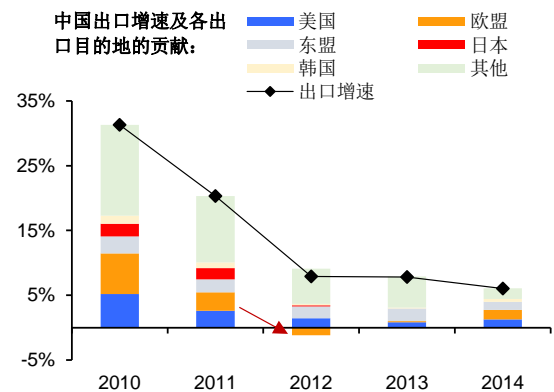
欧债危机对全球需求的拖累下，2012年我国出口从高速增长区间滑落。尽管2012年我国占全球的出口份额较2011年提升0.7%至11.2%，但出口同比增速下滑至7.9%（2010及2011年均超过20%），一方面受价格逆风因素的影响，另一方面受到欧债危机下全球贸易增速大幅放缓的影响。如图10-图11所示，2012年，我国对欧盟出口占比我国出口总额的16.3%，仅次于美国（占比17.2%），而我国对欧出口同比降6.2%，拖累我国出口1pp（2011年为拉动2pp）。

图10：2012年中国出口价值按目的地的分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：中国出口价值增速及贡献



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从行业维度来看，2012年我国对欧出口的最大拖累项为机电、纺织和贱金属。2012年，我国对欧盟出口的机电、纺织、贱金属占比我国出口总额共计约11%，共计拖累我国2012年出口近1pp，上述三项产品的同比增速分别为-6.8%、-14.5%、-13.9%（表5）。

表5：2011-2013年欧盟对华进口价值同比增速（按2012年贡献从低到高排列）

HS类别	中国对欧盟出口 占比中国总出口	欧盟对华进口同比增速			
		2011	2012	2012贡献 (bp)	2013
机电类产品	7.8%	7.9%	-6.8%	-52.7	-1.0%
纺织类产品	2.0%	12.2%	-14.5%	-28.9	0.0%
贱金属	1.0%	26.1%	-13.9%	-13.8	0.5%
杂项制品	1.4%	4.0%	-8.9%	-12.7	-2.4%
车辆等运输设备	0.5%	-20.6%	-17.6%	-8.0	-10.4%
化工产品	0.7%	23.2%	-9.0%	-6.0	3.6%
鞋帽伞杖鞭等及其零件	0.5%	10.6%	-6.7%	-3.7	0.8%
塑料及橡胶制品	0.5%	22.7%	-4.0%	-2.2	4.2%
石材陶瓷玻璃等	0.3%	-1.5%	-6.9%	-1.7	-9.3%
皮制品旅行用品等	0.4%	9.3%	-4.6%	-1.7	-2.8%
矿产品	0.1%	17.7%	-27.1%	-1.4	-24.2%
活动物及动物产品	0.1%	19.4%	-10.9%	-1.3	-4.9%
珠宝贵金属等	0.1%	14.5%	-8.2%	-1.1	-1.1%
植物产品	0.1%	18.9%	-8.6%	-0.9	6.5%
木炭及木制品	0.1%	4.4%	-6.3%	-0.9	-5.8%
木浆及纸制品	0.1%	7.1%	-3.1%	-0.5	-0.3%
食品烟草等	0.1%	14.6%	-5.0%	-0.4	4.4%
特殊交易品及未分类商品	0.0%	3.3%	-11.1%	-0.4	-17.7%
武器弹药等	0.0%	43.3%	-2.9%	0.0	-4.4%
动植物油脂	0.0%	64.8%	25.8%	0.1	0.1%
艺术品等	0.0%	-3.7%	133.6%	0.9	-64.8%
专业仪器及其零件	0.5%	15.3%	3.0%	1.4	3.2%

注：HS 类别中的蓝色项目代表欧盟对全球进口前五大拖累项；2012 贡献为各分项对中国出口的贡献测算

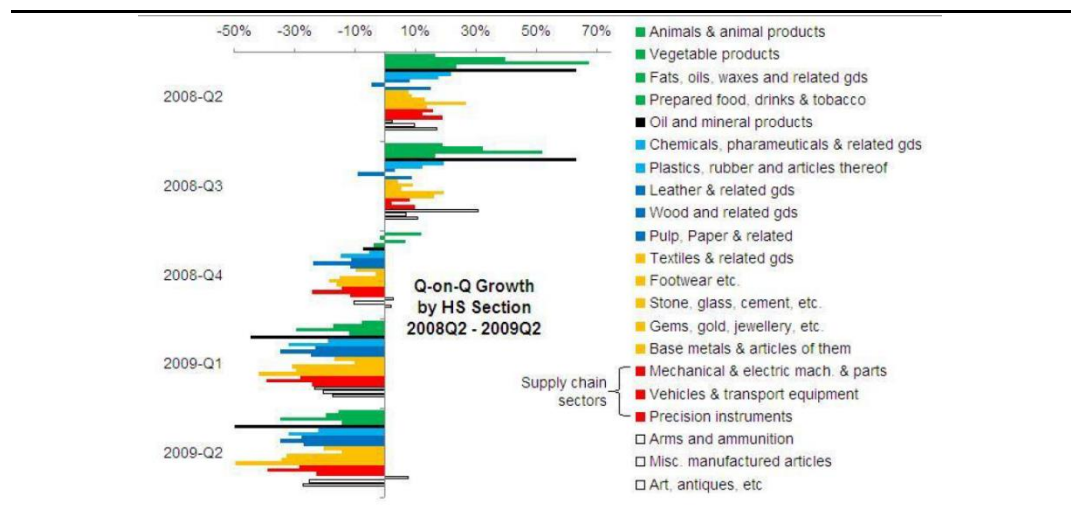
数据来源：Comtrade，东吴证券研究所

总体来说，我们认为 2012 年相对于 2023 年的借鉴意义主要有三点：首先，全球需求均边际走弱；再者，出口商品价格均存在逆风因素；最后，美国经济态势相对于欧洲均更为强劲。考虑到彼时美国经济未陷入衰退，全球人均 GDP 未收缩，仅欧洲经济负增长，我们倾向于将 2012 年作为乐观情景。

1.3. 悲观情景: 2009 年

2008 年全球金融危机爆发，2009 年全球经济陷入大萧条以来第二严重的衰退（第一为新冠疫情所造成的衰退），而同年全球贸易增速跌超-10%，幅度远超 GDP 的下行程度，为大萧条以来最低。2009 年的“贸易大崩溃”（The “great trade collapse”），全球贸易的下降是突然的、严重的、同步的（图 12）。

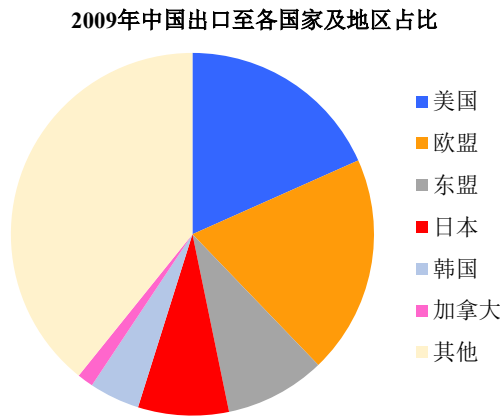
图 12：2008 年四季度至 2009 年上半年，所有类型的商品贸易几乎同时崩塌



数据来源：Comtrade，CEPR，东吴证券研究所

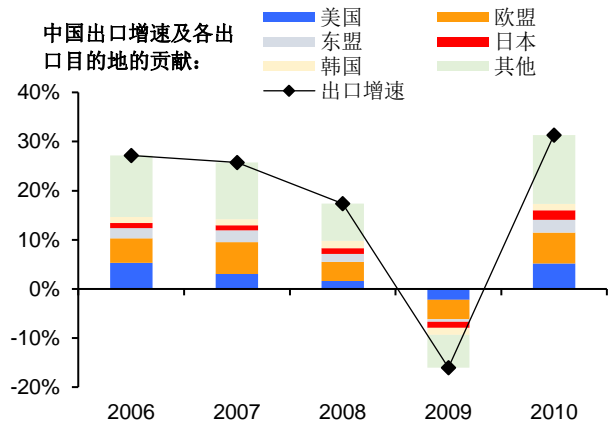
尽管我们的基准假设是 2023 年美欧将陷入两个季度左右的温和衰退，但是在新冠疫情、俄乌危机等外生变量的扰动下，全球经济的下行风险较大，因此我们将悲观假设设定为：全球经济增速普遍下行，参考 2009 年出口下行的幅度，乘以小于 1 的系数，以此来分析极端情况下，我国出口的下行幅度。

图13: 2009年中国出口价值按目的地的分布



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 中国出口价值增速及贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2009年我国出口同比降16.0%，为1961年以来最低。从行业的维度来看，占比前三的机电、贱金属、纺织分别录得-12.1%、-46.5%、-10.2%的同比增速，共计拖累我国出口9.7pp（表6）。

表6: 2008-2010年中国对全球出口价值同比增速（按2009年贡献从低到高排列）

HS类别	占比中国总出口	中国对全球出口同比增速			
		2008	2009	2009贡献	2010
机电类产品	44.7%	15.5%	-12.1%	-5.4%	30.1%
贱金属	6.4%	24.5%	-46.5%	-3.0%	43.7%
纺织类产品	13.4%	8.2%	-10.2%	-1.4%	23.7%
化工产品	4.5%	34.8%	-21.5%	-1.0%	38.7%
杂项制品	6.0%	20.3%	-13.2%	-0.8%	22.5%
车辆等运输设备	5.0%	28.6%	-15.0%	-0.7%	47.9%
矿产品	1.9%	48.8%	-37.6%	-0.7%	33.4%
塑料及橡胶制品	3.0%	12.7%	-13.2%	-0.4%	38.0%
专业仪器及其零件	3.5%	16.8%	-10.5%	-0.4%	33.0%
食品烟草等	1.3%	10.5%	-12.2%	-0.2%	21.2%
石料陶瓷玻璃等	1.7%	22.5%	-9.0%	-0.2%	32.6%
木炭及木制品	0.8%	0.6%	-19.3%	-0.1%	20.9%
鞋帽伞杖鞭等及其零件	2.9%	17.3%	-4.3%	-0.1%	27.5%
皮制品旅行用品等	1.4%	11.0%	-8.8%	-0.1%	39.5%
珠宝贵金属等	0.6%	4.4%	-11.9%	-0.1%	67.3%
木浆及纸制品	0.8%	12.7%	-5.6%	0.0%	23.8%
动植物油蜡	0.0%	81.9%	-44.5%	0.0%	12.0%
特殊交易品及未分类商品	0.1%	-21.7%	-4.5%	0.0%	-9.9%
艺术品等	0.0%	0.4%	-33.3%	0.0%	217.9%
武器弹药等	0.0%	31.7%	-17.8%	0.0%	53.5%
植物产品	1.0%	2.6%	6.7%	0.1%	28.7%
活动物及动物产品	0.8%	14.5%	13.0%	0.1%	25.5%

注: 2009贡献为各分项对中国出口的贡献测算

数据来源: Comtrade, 东吴证券研究所

2. 测算2023年我国出口增速的区间

我们初步测算2023年我国出口增速区间为-4.9%至3.2%，中性情景下为-1.4%。如前文所述，我们对于2023年我国出口增速预测的中性、乐观和悲观情景分别参考了2001年、2012年和2009年。

表7: 2023年中国出口预测

2023年我国出口目的地对应出口增速预测	2022年1-10月占比	中性情景	乐观情景	悲观情景
美国	16.6%	-3.8%	4.6%	-3.7%
东盟	15.8%	-6.4%	11.1%	-2.0%
欧盟	15.6%	-4.0%	-3.4%	-5.8%
日本	4.8%	0.3%	1.2%	-4.7%
韩国	4.6%	-2.1%	3.2%	-8.2%
越南	4.1%	0.6%	9.7%	2.3%
印度	3.3%	10.4%	-3.0%	-1.7%
其他	35.2%	1.5%	2.0%	-6.9%
2023年中国出口预测		-1.4%	3.2%	-4.9%

注: 悲观情景使用的乘数为 0.3

数据来源: Wind, Comtrade, 东吴证券研究所测算

行业方面, 历次全球经济走弱的情境下, 占比我国出口最大的机电、贱金属、纺织的增速均经历大幅下滑, 美欧等发达国家制造业疲弱时尤其显著。考虑 2022 年的高基数, 2023 年我国对美欧出口上述三类产品的同比增速较 2022 年可能收窄 10% 以上。

3. 风险提示

新冠病毒变异导致疫苗失效, 各地区封锁程度大幅升级。尽管属于尾部风险, 但鉴于应对新冠的特效药仍未研发成功, 疫情对于全球贸易影响的不确定性尚存。

地缘冲突加剧, 局部战争爆发使得全球陷入深度衰退, 全球贸易萎缩。俄乌冲突可能进一步升级, 影响区域可能进一步扩大, 全球经济复苏的下行风险犹存。

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>

