



海内外多重作用下，超预期的回落 ——11月贸易数据点评

摘要

- **进出口增速继续走低，对外贸易遇寒明显。**按美元计，1-11月份我国货物贸易进出口总额同比增长5.9%，其中出口总额同比增长9.1%，进口同比增长2%。10月单月我国货物贸易进出口总值同比减少9.5%，基数效应及外需不强下增速回落9.1个百分点，出口同比连续两个月为负值，主要受季节性因素及国内散点疫情持续、海外加息冲击外需等影响；进口增速回落9.9个百分点，受疫情影响，国内部分需求偏弱，同时高基数效应和价格因素削弱也压制了进口增速。后续防疫政策释放有利信号，但外需走弱仍将拖累出口。
- **我国与主要贸易伙伴进出口单月增速都有所回落。**1-11月，东盟仍为我国第一大贸易伙伴，对东盟、欧盟和美国等主要贸易伙伴进出口增速较前值回落。11月单月，我国向东盟、欧盟、日本、美国进口和出口同比增速都有所回落，其中，美国出口金额增速回落幅度最大；日本进口的增速回落幅度最大。其他贸易伙伴方面，我国与RCEP国家贸易关系保持稳定。美、欧央行加息仍快、地缘政治风险起伏不定，全球经济下行势头显现，对我国出口产生明显压力。
- **海外购物旺季效应弱，大多商品出口继续走弱。**从出口商品看，在海外需求有所放缓、国内疫情等因素影响下，劳动密集型产品、机电产品、高新技术产品等主要商品出口表现仍较弱。11月单月，出口仍不及预期。成品油出口金额同比增速走高，肥料出口金额同比由负转正，大多劳动密集型产品出口金额降幅扩大，机电产品和高新技术产品出口金额同比及环比都有明显回落。在外需走弱下，预计出口将继续承压。
- **粮食进口季节性环比回升，主要中上游商品进口偏弱。**11月粮食进口同比量价齐减，在冬季来临及季节性因素影响下，环比10月进口数量和金额都有所升高，大豆与粮食的进口趋势一致。与预期一致，基数及国内外需求双重作用下，进口表现不佳，11月单月，铁矿砂及其精矿环比10月量升价减，铜矿砂及其精矿、煤及褐煤、原油、成品油、天然气进口量价齐升，稀土环比10月量价齐跌，高新技术产品和机电产品进口回落明显。后续疫情边际影响减弱，国内政策发力拉动部分行业需求提升下，有望提振进口表现。
- **风险提示：**国内疫情散发超预期，地缘冲突超预期，海外经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

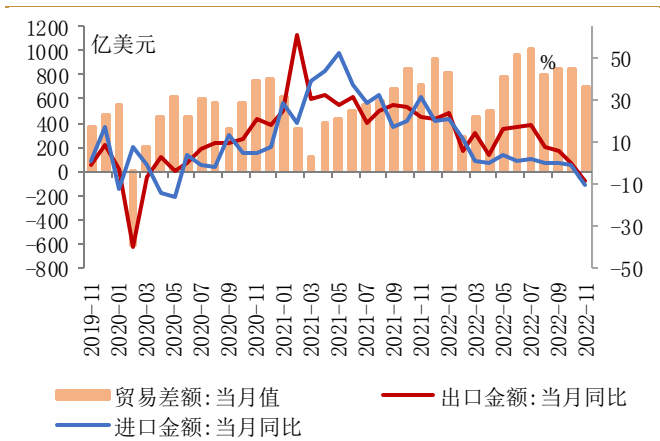
1. 国内第三支箭落地，美国加息放缓箭在弦上 (2022-12-02)
2. 再下探，何时暖？——11月PMI数据点评 (2022-12-01)
3. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望 (2022-11-27)
4. 政策托举力度不减，美联储将放缓加息 (2022-11-25)
5. 身在其中：从产业角度看全球和我国 (2022-11-21)
6. 央妈呵护之意显著，APEC、G20释放合作信号 (2022-11-20)
7. 偏弱数据叠加密集政策，是拐点吗？ (2022-11-16)
8. 房企融资再迎利好，美国通胀超预期回落 (2022-11-13)
9. 偏谨慎的居民消费，待修复的购房意愿——10月社融数据点评 (2022-11-11)
10. 如何看拜登“期中大考”的一抹“红”？ (2022-11-10)

1 进出口增速继续走低，对外贸易遇寒明显

11月国内进出口延续负增长，进口和出口表现均不及预期。按美元计，1-11月份我国货物贸易进出口总额57813.9亿美元，同比增长5.9%，较前值下降1.8个百分点。其中，1-11月份出口总额累计32917.2亿美元，同比增长9.1%，增速较1-10月回落2个百分点。海外主要经济体加息节奏仍快，全球经济下行压力增大，外需转弱，出口增长遇到阻力；进口方面，1-11月进口累计24896.7亿美元，增长2.0%，增速较前值回落1.5个百分点，国内部分城市疫情情况变化影响生产端，进口增速有所回落；贸易顺差8020.4亿美元。单月来看，11月我国货物贸易进出口总值为5223.40亿美元，同比减少9.5%，基数效应和全球经济不景气导致增速较10月大幅回落9.1个百分点，环比增加2.0%；11月，出口总值为2960.9亿美元，同比降低8.7%，较10月降幅继续扩大8.4个百分点，连续两个月增速为负，增速下滑幅度超过出市场普遍预期，出口金额环比下降0.9%。11月，进口总值2262.5亿美元，较去年同期下降10.6%，增速大幅回落9.9个百分点，连续两个月为负，环比9月上升6.1%。受疫情影响，国内部分需求偏弱，同时高基数效应和价格因素削弱也压制了进口增速。贸易顺差有所减少，顺差额为698.4亿美元，去年同期顺差为717.1亿美元。

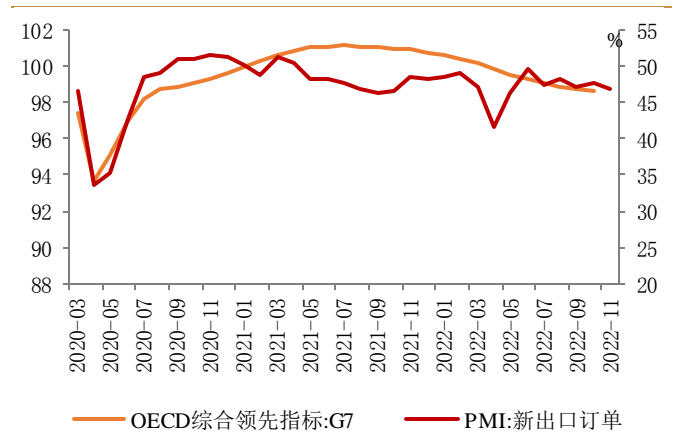
防疫政策释放有利信号，但外需走弱仍将拖累出口。疫情后美国国内消费正在从商品转向服务，加上加息使得需求走弱；欧洲、日本经济也有走弱趋势。在疫情反复的扰动下，国内11月生产活动和消费需求复苏基础仍不牢固。11月，国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，随后北京、广州、重庆等优化疫情防控措施。随着疫情影响的边际走弱，国内需求端和生产端预计都将有所恢复，对进出口贸易或形成一定拉动，但海外需求走弱叠加出口替代效应，预计短期出口仍将承压。

图 1：进、出口当月同比增速降幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：PMI新出口订单走低



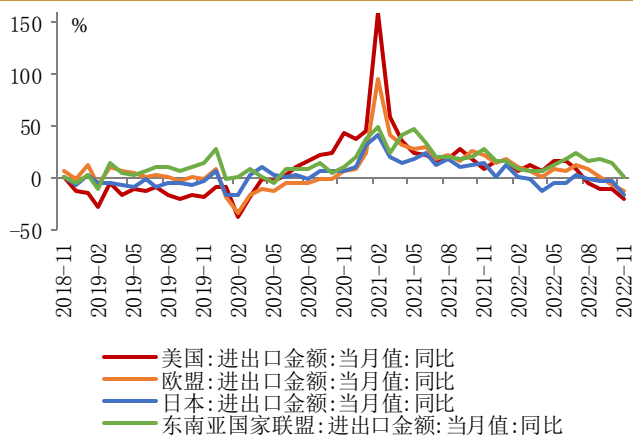
数据来源：wind、西南证券整理

2 我国与主要贸易伙伴进出口单月增速都有所回落

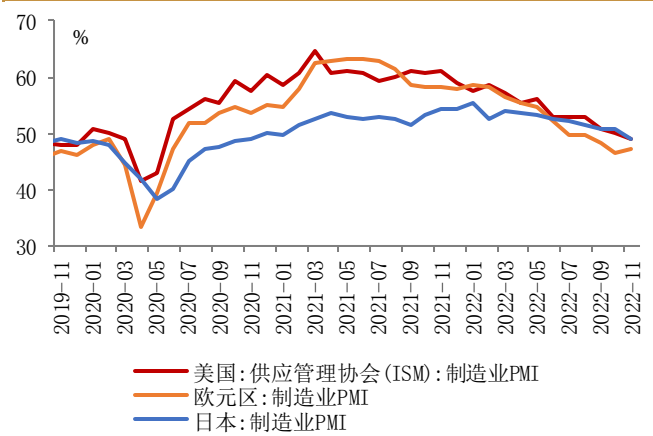
1-11月，东盟仍为我国第一大贸易伙伴，对东盟、欧盟和美国等主要贸易伙伴进出口增速较前值回落。1-11月，我国与东盟贸易总值为8865.56亿美元，较去年同期增长12.5%，较前值增速减慢1.3个百分点，占我国外贸总值的15.33%；其中，对东盟出口359.95亿美元，增长19.1%，较前值下降1.4个百分点；自东盟进口5265.62亿美元，较去年同期增

长 4.6%，较 1-10 月回落 1 个百分点；对东盟贸易顺差 1434.32 亿美元。欧盟为我国第二大贸易伙伴，1-11 月我国与欧盟贸易总值为 7797.96 亿美元，增长 4.4%，较前值回落 9.6 个百分点，占我国进出口总额的 13.49%。其中，对欧盟出口 5183.81 亿美元，增长 11.5%，增速较前值下降 2.5 个百分点；自欧盟进口 2614.16 亿美元，下降 7.3%，降幅较前值扩大 1 个百分点，欧洲目前仍受经济复苏动能不足、通胀仍高等因素的冲击，我国对欧盟贸易顺差达到 2569.65 亿美元。美国、韩国分别为我国第三和第四大贸易伙伴，1-11 月，我国与美出口金额同比增加 3.4%，增速较 1-10 月回落 3.2 个百分点；对韩出口增速达 11.8%，较前值增速也有所回落。对美国进口同比下降 0.5%，增速较前值回落 0.8 个百分点，对韩国进口同比下降 4.4%，较前值下降 2.6 个百分点。单月来看，我国向东盟、欧盟、日本、美国进口和出口同比增速都有所回落，其中，美国出口金额增速回落幅度最大；日本进口的增速回落幅度最大。具体来看，11 月，我国对东盟、欧盟、美、日的出口增速为 20.27%、-10.62%、-25.43%和-5.62%，分别较上月下降 9.2、1.7、12.9 和 9.4 个百分点；对东盟、欧盟、美国、日本的进口增速为 4.56%、-16.25%、-7.28%、-24.47%；增速较上月分别回落 0.4、11.2、5.7、14.0 个百分点。11 月摩根大通全球综合 PMI 指数降至 48.0%，已连续 4 个月处于收缩区间。同时，11 月美、欧、日等发达经济体制造业 PMI 指数全面降至荣枯平衡线以下。近期美、欧央行加息仍快、地缘政治风险起伏不定，全球经济下行势头显现，对我国出口产生明显压力。同时国内疫情抑制生产端需求，造成进口增长乏力。后续随着疫情影响的边际减弱有望提振进口，但出口可能短期仍承压。

其他贸易伙伴方面，我国与 RCEP 国家贸易关系保持稳定。11 月，我国与 RCEP 国家进出口总额为 1656.35 亿美元，占进出口总额的 31.71%，较 10 月回落 1.86 个百分点。我国对 RCEP 国家出口总额占总出口的比重为 29.24%，较前值占比下降约 1 个百分点，进口总额占总进口比为 34.95%，较前值占比回落 3.35 个百分点，占比整体较稳定，RCEP 红利持续释放。1-11 月，我国与拉丁美洲出口总额同比增速为 13.7%，较前值下降 3.1 个百分点，进口同比增长 4.7%，较前值下降 0.9 个百分点。1-11 月，我国向非洲出口增加 11.7%，进口增加 14.1%，进口增速有所回落，出口增速有所回升。

图 3：我国与主要贸易伙伴进出口情况（以美元计）


数据来源：wind、西南证券整理

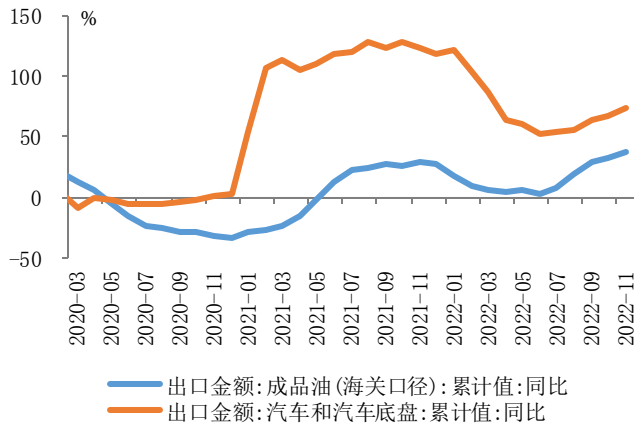
图 4：美欧制造业景气度继续下滑


数据来源：wind、西南证券整理

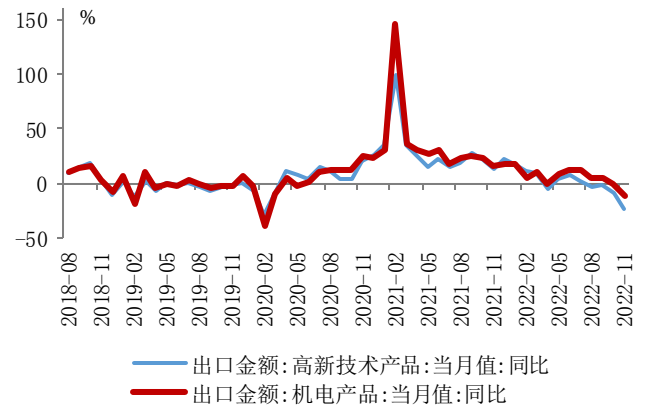
3 海外购物旺季效应弱，大多商品出口继续走弱

从出口商品看，在海外需求有所放缓、国内疫情等因素影响下，劳动密集型产品、机电产品、高新技术产品等主要商品出口表现仍较弱。1-11月，从出口数量看，除中药材及中成药、箱包及类似容器、鞋靴、钢材、未锻轧铝及铝材、汽车（包括底盘）、船舶外，其他主要商品出口数量同比都有不同程度的回落，肥料、成品油同比回落较多，分别下降28.4%和19.4%，另外手机、家用电器和集成电路的出口数量同比降幅也超过两位数。与前值相比，大多机电产品出口数量同比降幅扩大，只有汽车（包括底盘）的增速较1-10月加快2.1个百分点；上游商品中，粮食、成品油出口数量增速较前值有所加快；劳动密集型商品受基数影响表现分化。从出口金额看，肥料、家具及其零件、及机电产品中的自动数据处理设备及其零部件、家用电器、音视频设备及其零件、船舶、医疗仪器及器械、灯具照明装置及其零件的同比增速为负值，其中家用电器回落最多，1-11月出口同比下降12.6%，较1-10月降幅继续扩大1.1个百分点。与1-10月相比，除水产品、粮食、成品油、肥料、汽车（包括底盘），其他主要上游产品、劳动密集型商品、机电产品及高技术产品1-11月的出口金额增速都有不同程度的回落。劳动密集型商品方面，1-11月主要商品的出口金额增速都较1-10月有所回落，塑料制品、箱包及类似容器、纺织纱线织物及其制品、服装及衣着附件、鞋靴、玩具出口金额同比分别增长10.6%、29.9%、4.7%、4.3%、22.7%和7.2%，分别较1-10月增速减慢1.8、2.1、2.2、2.1、2.2和3.6个百分点。1-11月，机电产品和高技术产品出口金额分别较前值回落2.0和3.0个百分点至5.6%和0%。大多商品的出口金额回落与外需转弱及国内疫情都有关系。

单月来看，出口表现不及预期，且继续走弱。继上个月出口表现转弱明显后，本月出口仍不及预期。成品油出口金额同比增速走高，肥料出口金额同比由负转正，大多劳动密集型产品出口金额降幅扩大，机电产品和高技术产品出口金额同比及环比都有明显回落。具体来看，从劳动密集型产品看，灯具、照明装置及类似品，服装及衣着附件，箱包及类似容器，纺织纱线、织物及其制品，塑料制品在11月出口金额增速分别为-18.18%、-14.88%、12.2%、-14.94%、-4.11%，较前值分别回落2.48、回升2.05、回落7.5、5.89和6.9个百分点。除服装及衣着附件外，其他主要劳动密集型产品出口金额单月同比增速有回落，且服装同比回落程度也较大，环比来看，塑料制品和鞋靴的出口金额有提升，箱包及类似容器，纺织纱线、织物及其制品，服装及衣着附件，玩具的出口金额回落，一方面与海外购物旺季没有明显拉动其需求有关，另一方面也与国内生产受疫情负面影响有关。11月成品油出口金额同比增长100.39%，在基数明显走高的背景下，较前值仍大幅回升36.51个百分点，环比看，11月成品油出口金额较10月大幅增长40.59%。9月30日，商务部正式下发第五批成品油、低硫船燃出口配额，总量为1500万吨，在出口配额较充裕且国内成品油产量有所提升的背景下，出口表现较好。基数效应下，本月肥料出口数量和金额同比增速回升，出口金额同比由10月-0.57%变为11月的28.49%，出口数量由10月的-9.01%变为11月的11.66%，但在出口淡季影响下，出口金额环比下降30.76%。机电产品、高技术产品的出口金额同比分别下降11.38%和23.91%，较10月增速回落10.65和16.63个百分点，其中集成电路、手机、船舶、医疗仪器及器械出口金额同比回落较多，汽车和汽车底盘出口金额同比增速较上月回升23.8个百分点至113.02%。10月新出口订单指数和进口指数分别为46.7%和47.10%，分别较前值下降0.9和0.8个百分点，仍连续19个月和18个月处于收缩区间。随着海外央行持续紧缩，经济增长势头转弱，欧美11月制造业PMI均在荣枯线下，海外制造业需求减弱对我国出口增长有所抑制，国内疫情对外贸物流也有所影响。在外需走弱下，预计出口将继续承压。

图 5：成品油、汽车和汽车底盘出口金额同比增速较快


数据来源：wind、西南证券整理

图 6：机电产品、高新技术产品出口增速继续回落


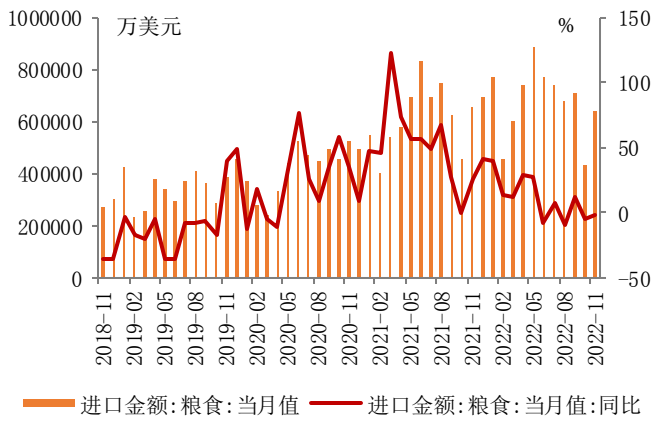
数据来源：wind、西南证券整理

4 粮食进口季节性环比回升，主要中上游商品进口偏弱

粮食进口同比量价齐减，环比 10 月进口数量和金额都有所升高。11 月粮食进口量为 1083.6 万吨，同比回落 16.58%，降幅较上月缩小 5.01 个百分点，在冬季来临及季节性因素影响下，环比大幅上升 42.71%；以美元计，粮食进口金额同比降幅较上月缩窄 2.58 个百分点至 2.47%，粮食进口金额环比大幅上升 47.91%。其中，大豆与粮食的进口趋势一致，11 月大豆进口金额同比下降 3.06%，增速较上月收窄 2.99 个百分点，环比回升 72.22%，进口数量同比降幅收窄 4.74 个百分点至 -14.24%，环比回升 77.71%，大豆时值收获季节及阿根廷重启美元大豆政策，都利于我国进口环比升高。同比看，受制于全球粮食危机及国内需求受疫情影响，粮食和大豆的进口金额和数量同比都有所回落，季节性因素下环比改善明显。

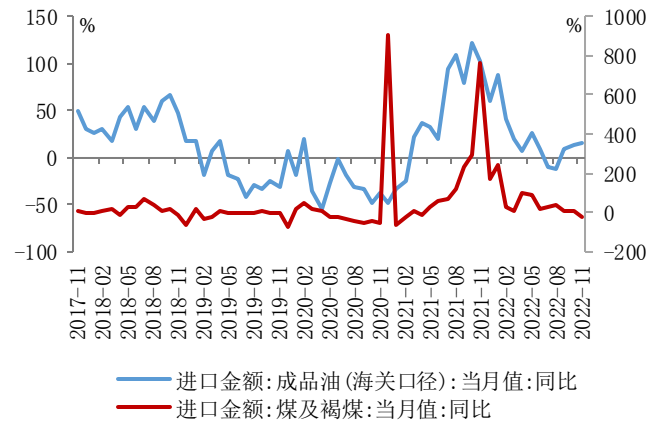
与预期一致，基数及国内外需求双重作用下，进口表现不佳，高技术产品和机电产品进口回落明显。主要上游商品方面，1-11 月，铁矿砂及其精矿进口金额同比回落较多，铜矿砂及其精矿、煤及褐煤、原油、成品油、天然气、稀土的 1-11 月进口金额同比都为正值，但除成品油外，同比增速较前值都有不同程度回落。11 月单月，以美元计，铁矿砂及其精矿环比 10 月量升价减，铜矿砂及其精矿、煤及褐煤、原油、成品油、天然气进口量价齐升，稀土环比 10 月量价齐跌。同比来看，11 月铁矿砂及其精矿，铜矿砂及其精矿进口金额同比降幅有所缩窄，分别较上月降幅收窄 4.41 和 2.57 个百分点至 -22.38% 和 -11.59%，而两者去年基数都有明显走高，近期铁矿石补库仍在继续，且印度自 11 月 19 日下调铁矿石出口关税，中国进口印度铁矿石有上升预期。在基数大幅升高的背景下，11 月我国煤及褐煤进口金额同比增速由前值 2.77% 下滑至本月的 -26.04%，进口数量同比增速也由上月 8.31% 回落至本月 -7.81%。其他商品方面，1-11 月，机电产品和高新技术产品进口金额同比分别回落 7% 和 7.2%，都较前值有明显下滑。其中 11 月单月，机电产品进口金额同比下滑 23.8%，降幅较前值扩大 16.7 个百分点，基数波动及国内需求受疫情打击下，汽车和汽车底盘、集成电路和机床进口金额同比回落 21.2%、27.58% 和 21.6%，增速分别较上月下降 71.85、26.53、22.35 个百分点。11 月，高新技术产品进口金额同比回落 27.2%，降幅较上月扩大 16.19 个百分点。与上月我们预期的一致，11 月受基数明显升高国内外需求变化双重作用下，进口金额同比增速继续下滑，在后续疫情边际影响减弱，国内政策发力拉动部分行业需求提升下，有望提振进口表现。

图 7：我国粮食进口金额同比降幅收窄



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：煤及褐煤进口金额同比回落较多



数据来源：wind、西南证券整理

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn