

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

## 出口阴霾仍在延续

2022年12月8日

- **弱外需延续，出口增速再次低于预期。**11月出口同比增速深度下挫，成为自新冠疫情发生以来的次低点。出口连续两次大幅低于市场预期，有疫情因素的扰动，但是最为重要的是受到弱外需延续的影响。在弱外需延续下，出口阴霾在多个国家间蔓延。11月中国对美国出口降幅较10月再度扩大，一是终端消费的需求降温，二是制造业市场需求转弱。欧盟增速继续走弱，东盟的支撑作用已经十分薄弱。从商品结构上看，除汽车外的机电类产品增速转弱，汽车表现具有韧性。此外，成品油出口增速继续上升，钢材出口受生产端和外需双重夹击，增速继续下滑。
- **弱内需和弱生产对进口的拖累幅度更深。**11月进口金额同比降幅扩大至两位数，一部分原因是受去年同期高基数的影响，另一部分原因是国内弱生产和弱需求的扰动。内需仍受到疫情扰动，严峻的疫情形势拖累内需，高新技术产业受到牵连。1) 从生产端来看，11月制造业PMI延续下行趋势，景气度进一步收缩，生产和新订单指数较10月均下滑，弱生产和弱需求继续拖累进口。2) 从消费端来看，10月消费者信心指数下行，消费动力不足拖累11月消费品进口。另外，北京、广州等高新技术企业聚集地此次疫情形势严峻，拖累高新技术产品和机电产品进口。分产品看，机电和高新技术产品进口降幅扩大，工业原料全线下滑，成品油对进口稍有提振。
- **短期内，出口阴霾或难消散。**我们认为出口负增速的风险仍可能持续。第一，在欧美紧缩政策下，短期内经济难以恢复，且明年欧美经济或仍将继续下行，因此直至明年年初欧美的双拖累格局仍难改善。从经济领先指标来看，欧美将持续拖累我国出口，一是11月欧美制造业PMI均位于收缩区间，制造业景气度仍低迷，二是欧美的OECD综合领先指标持续走弱，经济增长放缓。第二，东盟对我国出口增速的支撑作用已经十分薄弱。很可能在年底，东盟的支撑作用也会转为拖累。再加上年初有春节的影响，整体的出口增速都会受到抑制，短期内，预计对东盟的出口或难以扭转出口继续负增长的局面。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，东盟景气度超预期等。

目录

一、弱外需延续，出口增速再次低于预期.....	3
二、弱内需和弱生产对进口的拖累幅度更深.....	6
三、短期内，出口阴霾或难消散.....	8
风险因素.....	9

表目录

表 1: 11 月出口重点商品金额同比增速对比.....	5
表 2: 11 月进口重点商品金额同比增速对比.....	7

图目录

图 1: 11 月出口同比增速为-8.7%.....	3
图 2: 外需整体继续下滑，美国、越南等国贡献度大幅削弱.....	4
图 3: 11 月美国、越南 PMI 落入收缩区间，欧元区略有反弹.....	4
图 4: 11 月运价指数进一步回落.....	5
图 5: 11 月的结构性亮点是成品油和汽车.....	6
图 6: 11 月去年同期基数较高.....	6
图 7: 11 月能源类进口表现分化.....	8
图 8: OECD 综合领先指标持续走弱.....	8

## 一、弱外需延续，出口增速再次低于预期

11月出口同比增速（以美元计）为-8.7%，下挫幅度较深，成为自新冠疫情发生以来的次低点。出口连续两次大幅低于市场预期，有疫情因素的扰动，但是最为重要的是受到弱外需延续的影响。

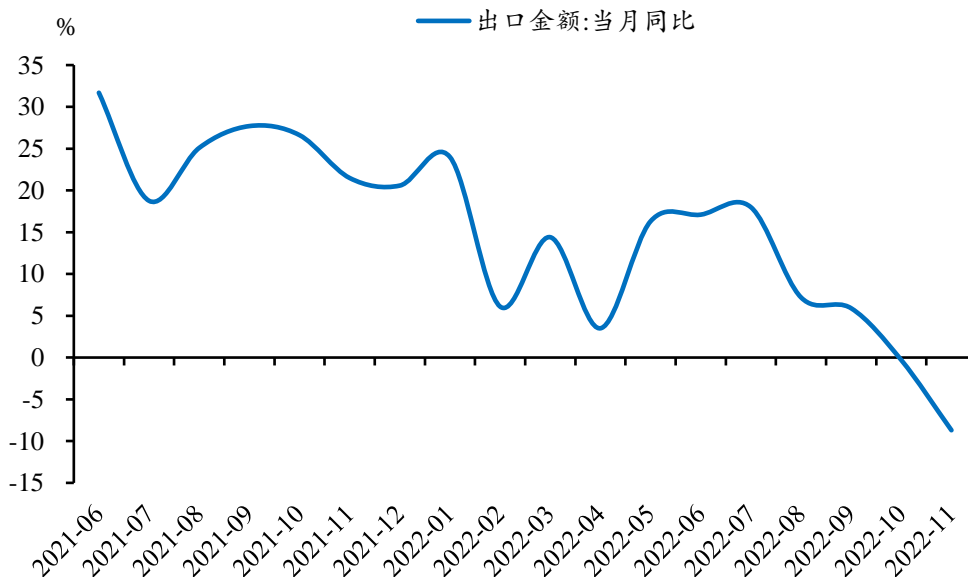
**弱外需延续，出口阴霾蔓延。**11月摩根大通全球制造业采购经理指数为48.8%，较上月下降0.6个百分点，连续3个月运行在50%以下的收缩区间，全球经济呈现继续下行走势。在弱外需延续下，出口阴霾在多个国家间蔓延。从8月的美国负贡献，扩大到欧盟和其他主要国别，再进一步扩大到其他非主要国别。现在多数国别贡献已经转负，尽管东盟还支撑着出口增速，但是东盟对出口的支撑也已经非常薄弱。具体来看：

**1) 美国制造业落入收缩区间，需求走弱拖累对我国产品的进口。**11月，中国对美国的出口增速已经进一步下滑到-25.43%，和10月的-12.56%相比，11月降幅翻倍。1) 从终端消费者需求来看，美国红皮书商业零售周同比的中枢比10月份进一步下降。而随着美国国内耐用品消费的减弱，由耐用品生产需求带来的机电类产品出口增速正在回落。2) 从制造业市场需求来看，11月美国制造业PMI录得47.7%，开始跌落收缩区间；ISM的制造业新订单PMI也已经连续三个月处于收缩区间，11月读数为47.2%。制造业PMI落入收缩区间，需求走弱拖累对我国产品的进口。

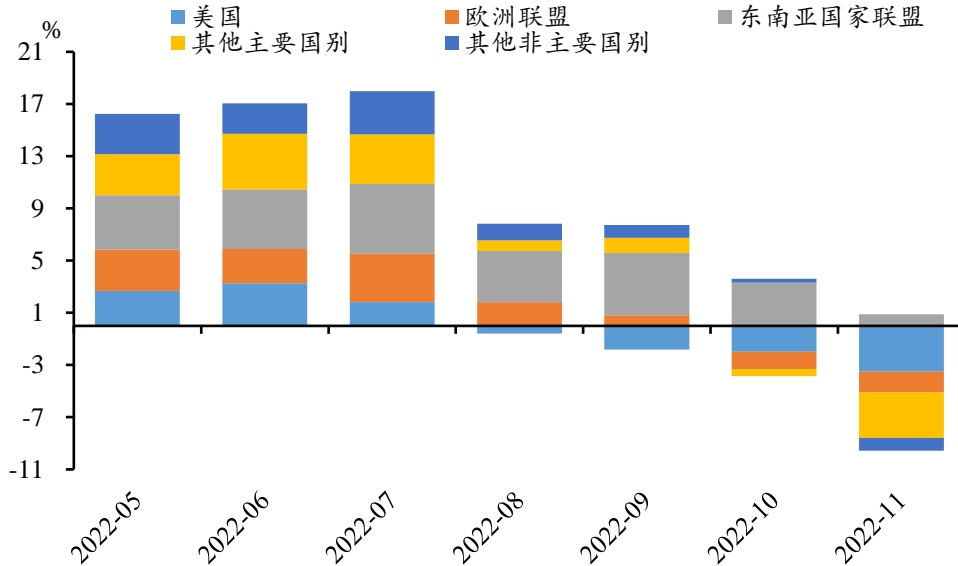
**2) 对欧盟的出口增速表现继续小幅走弱。**对欧盟的出口增速从10月的-8.95%下降到11月的-10.62%。从欧盟成员国上看，各占欧盟出口金额五分之一的德国和荷兰，中国对二者的出口同比降幅均继续扩大，而对法国和意大利的出口同比降幅有所收窄。从景气度上看，11月欧元区PMI为47.1%，比10月的46.4%略有回升，但仍然在收缩区间。

**3) 东盟对出口的支撑已经非常薄弱。**自5月起，东盟对我国出口的支撑作用一直都比较明显。在8月以来出口增速明显回落后，即使东盟与前值相比有所滑落，但在各个出口目的地中表现较好，对冲了一部分外需回落的影响，是我国出口的支撑力量。在东盟的韧性支撑下，整体出口增速也一直维持正增长。但10月起，东盟的支撑作用出现了松动，10月总出口陷入小幅负增速。11月东盟支撑作用大幅减弱，出口增速重度下挫至5.18%。从我们划分的五大出口目的地结构上看，东盟已经成为唯一的支撑力量。

图 1：11月出口同比增速为-8.7%

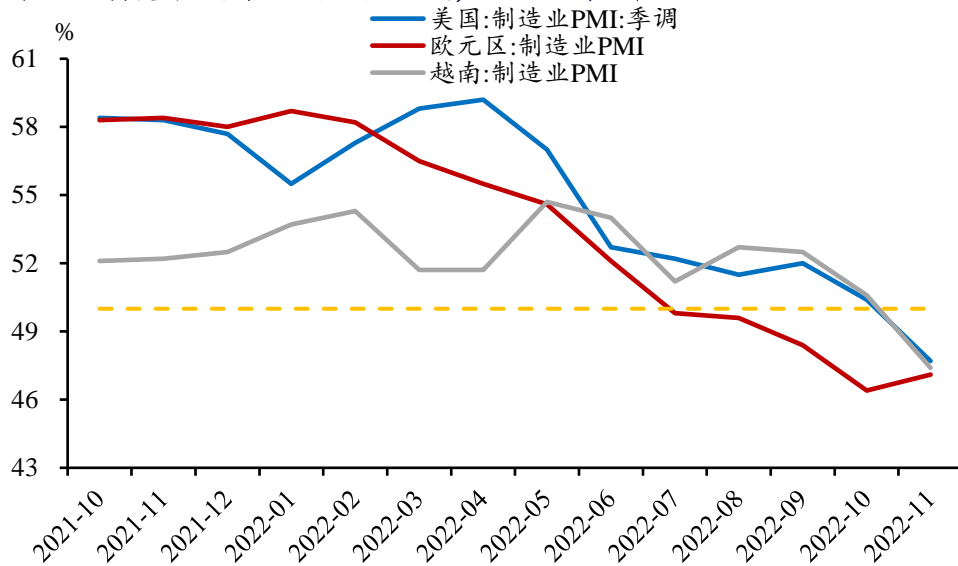


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：外需整体继续下滑，美国、越南等国贡献度大幅削弱**


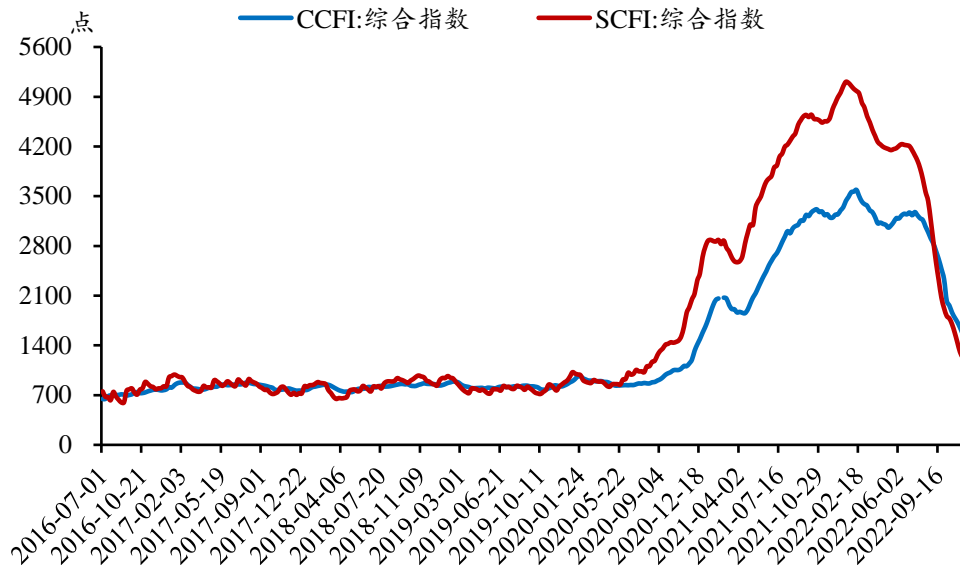
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其他主要国别为日、韩、英、香港、台湾、澳大利亚、俄罗斯、印度、加拿大、新西兰

**图 3：11 月美国、越南 PMI 落入收缩区间，欧元区略有反弹**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

运价指数持续下跌，外贸港口吞吐量高主要是空箱回流。中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）和上海出口集装箱综合指数（SCFI）持续下跌，11 月 SCFI 运价指数已基本回落到 2020 年上半年的水平。在吞吐量方面，中国港口协会数据显示，11 月上旬，中国沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增加 8.5%，其中外贸同比增加 9.2%，内贸增加 6.6%。表面上外贸集装箱吞吐量表现较好，但实际上，外贸集装箱增量主要来自于大量外贸空箱回流，而外贸重箱呈同比下降态势。

**图 4：11 月运价指数进一步回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

结构上，分商品类别来看，除汽车外的机电类产品出口走弱，成品油出口量价齐升。

1) 除汽车外的机电类产品出口走弱。11 月出口表现进一步减弱，机电和高新技术产品出口增速继续下滑。其中，出口金额占比过半的机电类产品出口同比增速为-11.38%，集成电路、手机和船舶的出口数量均有下滑；而机电产品中的汽车出口同比增速则表现较有韧性，出口数量同比增速继续上升至 68.18%，出口均价同比增速也继续上扬至 26.70%。

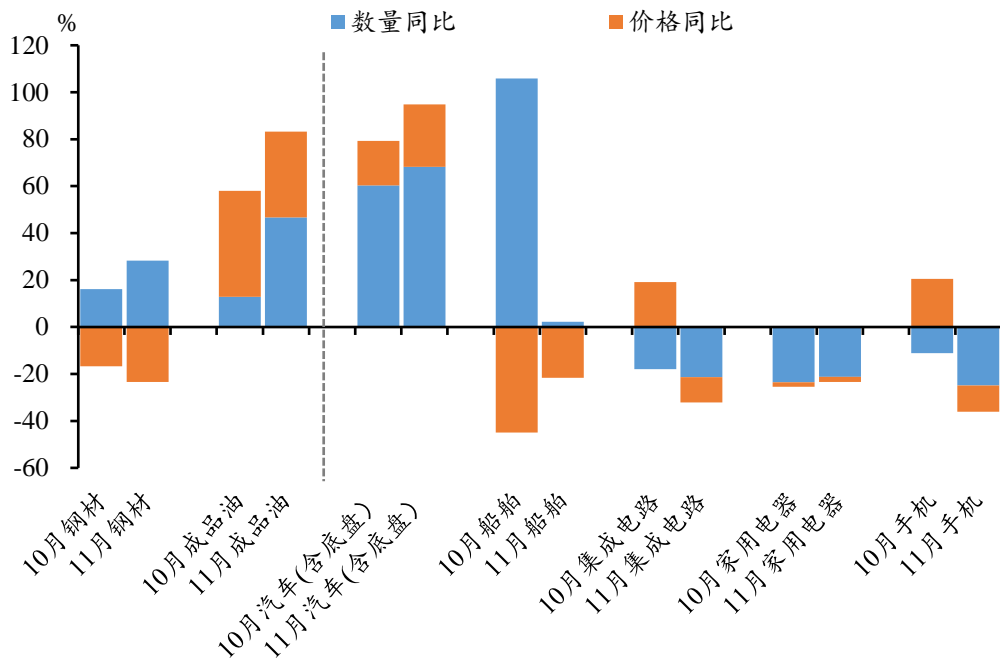
2) 成品油出口同比增速上升，钢材出口同比增速下滑。成品油的出口表现依旧有韧性，与 10 月份相比，成品油出口金额和出口数量的同比增幅都进一步扩大。而钢材出口同比增速下滑，背后除外需因素外，钢材生产端下降也是部分原因。11 月份，由于疫情多点频发对局部地区的工厂作业和工地施工有所抑制，加上冬季需求季节性衰减，生产端转弱。具体来看，11 月国内重点企业的日均钢材产量为 198.34 万吨/天，同比增速有所下滑。生产端的抑制，也可能导致整体的出口金额增速转弱。

**表 1：11 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(2022-11)	上月同比(2022-10)	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	-11.38	-0.20	-11.18	58.24
高新技术产品	-23.91	-7.10	-16.81	25.27
服装及衣着附件	-14.88	-16.80	1.92	4.43
纺织纱线织物及其制品	-14.94	-9.00	-5.94	3.81
钢材	-2.51	-0.30	-2.21	2.48
塑料制品	-4.11	3.10	-7.21	3.11
农产品	4.56	10.10	-5.54	2.98
家具及其零件	-15.92	-10.20	-5.72	1.99
鞋靴	3.73	3.10	0.63	1.63
玩具	-21.95	-17.60	-4.35	1.22
箱包及类似容器	12.20	20.40	-8.20	1.04
成品油	100.39	56.80	43.59	1.83
未锻轧铝及铝材	-18.15	-1.60	-16.55	0.55
陶瓷产品	-1.61	8.40	-10.01	1.05
肥料	28.49	-1.00	29.49	0.32
稀土	44.45	46.70	-2.25	0.03
中药材及中式成药	2.94	-12.91	15.85	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

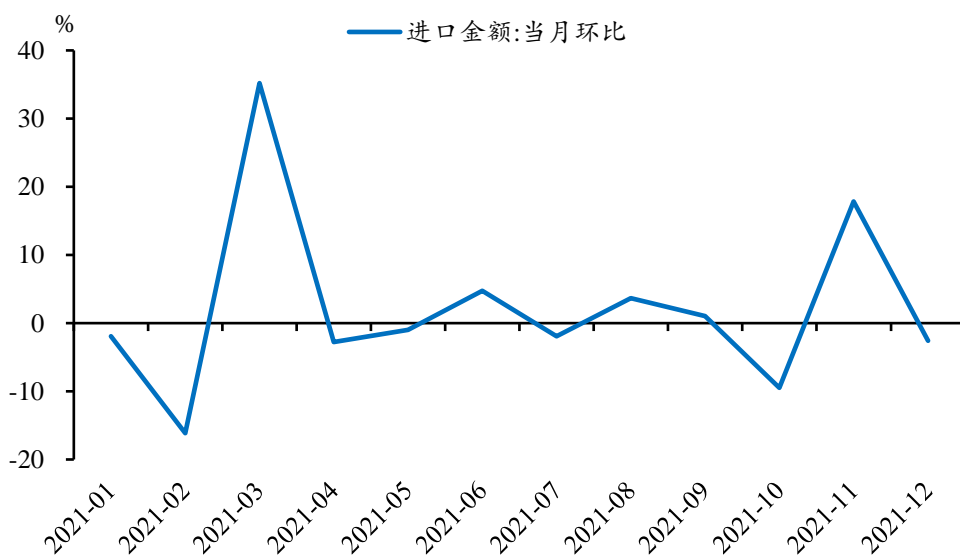
注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

**图 5：11 月的结构性亮点是成品油和汽车**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、弱内需和弱生产对进口的拖累幅度更深

11 月进口金额（美元计价）同比降幅下降至两位数，由 10 月的-0.7%下降至-10.6%，下滑了 9.9 pct，环比增速为 6.1%。自今年 6 月以来，进口增速一直不及市场预期，而 11 月进口同比增速大幅下滑，一部分原因是受到去年同期进口高基数的影响，另一个更为重要的原因则是内需不振。

**图 6：11 月去年同期基数较高**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**疫情形势严峻拖累产需，高新技术产业受到牵连。**受多地疫情爆发影响，11 月制造业生产和消费需求疲软，拖累进口。1) 从生产端来看，11 月制造业 PMI 延续下行趋势，景气度进一步收缩，生产和新订单指数较 10 月均

下滑，制造业供需双弱拖累进口。2) 从消费端来看，10月消费者信心指数下行，消费动力不足拖累11月消费品进口，其中，美容化妆品及洗护用品同比下降20.23%，纺织纱线、织物及制品同比下降36.28%。另外，北京、广州等高新技术企业聚集地此次疫情形势严峻，拖累高新技术产品和机电产品总进口，分别同比下降27.2%和23.8%。

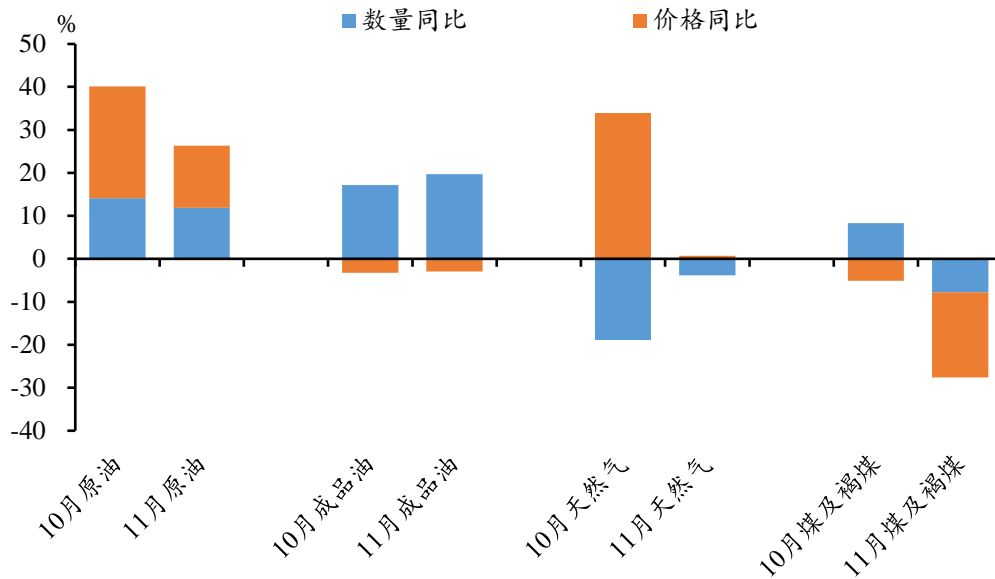
分产品看，工业原料全线下滑，成品油对进口稍有提振。在11月进口分项中，工业生产需求缩减导致工业原料进口延续负增长，与去年同期相比，煤及褐煤量价齐跌，天然气价涨量跌进一步拖累进口。值得注意的是，11月进口同比增速为正的分项更少，一是原油和成品油进口金额分别同比增长28.08%和16.24%，但驱动因素有所不同，原油量价齐升，成品油量涨价跌；二是农产品和肥料进口分别增长9.35%和18.76%，农业农村部最新调度显示，11月下旬在田蔬菜面积8241.5万亩，同比增加140.2万亩，这可能带动了肥料用量的同比增长。

表 2：11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(2022-11) 单位：%	上月同比(2022-10) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	-23.80	-6.50	-17.30	36.40
高新技术产品	-27.20	-10.60	-16.60	25.86
原油	28.08	41.30	-13.22	13.96
农产品	9.35	11.00	-1.65	9.12
铁矿砂及其精矿	-11.59	-20.80	9.21	4.12
未锻轧铜及铜材	-13.47	-18.20	4.73	1.94
铜矿砂及其精矿	-11.59	-14.60	3.01	2.07
天然气	-2.94	9.40	-12.34	3.23
初级形状的塑料	-20.39	-11.50	-8.89	2.00
医药材及药品	-15.94	-19.20	3.26	1.55
煤及褐煤	-26.04	2.10	-28.14	1.92
美容化妆品及洗护用品	-20.23	-6.10	-14.13	0.78
纸浆	11.42	15.50	-4.08	0.93
成品油	16.24	12.00	4.24	0.88
原木及锯材	-30.75	-30.07	-0.68	0.54
钢材	-34.49	-19.70	-14.79	0.58
纺织纱线、织物及制品	-36.28	-35.00	-1.28	0.39
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-3.81	12.50	-16.31	0.50
肥料	18.76	46.00	-27.24	0.17

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 7：11 月能源类进口表现分化**


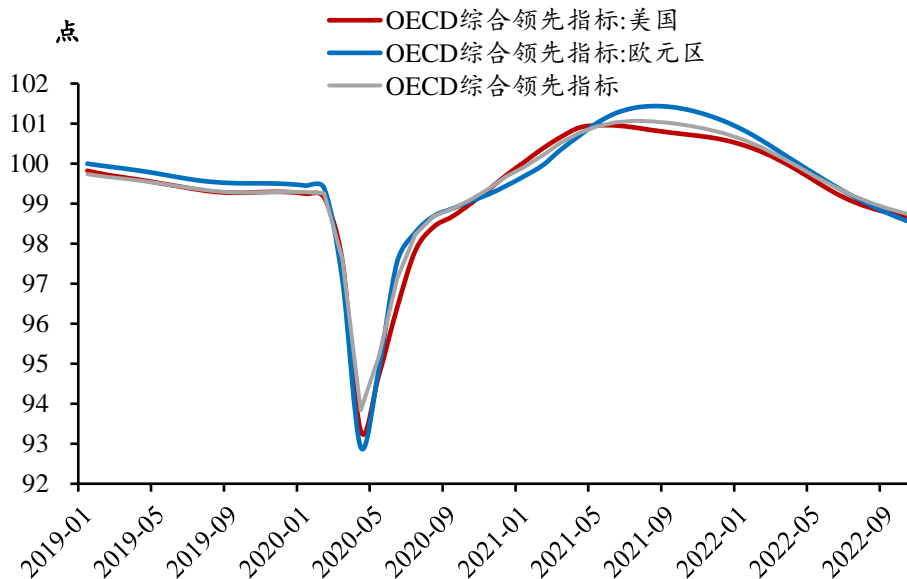
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、短期内，出口阴霾或难消散

短期内，出口阴霾或难消散，我们认为出口负增速的风险仍可能持续。

**第一，在欧美紧缩政策下，欧美双拖累格局难改。**在欧美紧缩政策下，短期内经济难以恢复，且明年欧美经济或仍将继续下行，因此直至明年年初欧美的双拖累格局仍难改善。从经济领先指标来看，欧美将持续拖累我国出口，一是 11 月欧美制造业 PMI 均位于收缩区间，制造业景气度仍低迷，二是欧美的 OECD 综合领先指标持续走弱，经济增长放缓。

**第二，东盟对我国出口增速的支撑作用已经十分薄弱。**很可能在年底，东盟的支撑作用或将转为拖累。再加上年初有春节的影响，整体的出口增速都会受到抑制，短期内，预计对东盟的出口或难以扭转出口继续负增长的局面。

**图 8：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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying@cindasc.com">liuying@cindasc.com</a>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。