



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

外需乏力，期待内需发力

——东海看数据之：11月进出口数据

投资要点

- **事件：**12月7日，海关总署发布11月进出口数据。11月，以美元计价，出口当月同比-8.7%，前值-0.3%；进口当月同比-10.6%，前值-0.7%；贸易差额698.4亿美元，前值851.5亿美元。
- **核心观点：**高基数、外需回落、疫情导致的供给影响共同作用下，11月出口明显回落。往后看，供给因素持续时间不会太长，但总体上出口的回落趋势是较为明确的，明年外需放缓主导下出口压力可能会加大。政治局会议明确大力提振市场信心，多次强调发展，推动经济运行整体好转，定调积极。叠加疫情政策的变化，2023年内需抓手将成为重要投资主线。
- **出口增速明显弱于季节性。**出口金额同比增速创2020年2月以来新低，虽有基数上升的原因，但环比-0.8%，为2008年以来历年同期最低。
- **多种因素叠加导致出口增速明显走弱。**1)基数明显抬升，去年10、11月出口金额分别为2991亿美元、3243亿美元。2)外需放缓延续，美日制造业PMI在疫情后首次回落至荣枯线以下，欧元区制造业PMI维持低位。同时海外库存增速仍处高位，未来去库阶段外需可能持续承压。3)11月国内疫情影响导致人员流通放缓，供应链稳定受到影响，统计局PMI生产指数放缓至47.8%，供应商配送时间指数放缓至46.7%。这与今年4月出口增速显著回落所反映出的供给冲击这一特征相似。
- **对主要经济体出口增速均放缓，但东盟仍有支撑。**当月对美国、欧盟出口增速降幅扩大，对日本出口增速转负，对东盟出口增速虽较上月回落15个百分点，但仍保持正增长。
- **汽车出口依旧高增，集成电路拖累较多。**大类上来看，农产品出口增速依然为正，机电产品出口增速略低于整体增速，高新技术产品出口增速回落幅度较大，供应链可能是因素之一。细分小类上，汽车出口表现依然强势，重回三位数增长；拥有成本优势的肥料出口增速上升较为明显；出行相关产品增速有所回升；而集成电路等中间设备增速回落或反映供给影响，此前4月增速较3月回落14个百分点以上；地产后周期产品依旧低迷。
- **进口同步回落。**从结构上看，以中间品进口为主的集成电路、汽车（包括底盘）等增速回落较多。而部分大宗商品进口有改善，原油进口维持高位，铜矿砂、未锻造铜进口金额及进口量增速均小幅上升，铁矿砂进口维持低增速。
- **风险提示：**1) 疫情超预期影响；2) 海外局势变化超预期。

正文目录

1. 多种因素叠加导致出口增速明显走弱.....	4
2. 汽车出口依旧高增，集成电路拖累较多	6
3. 进口同步回落	7
4. 核心观点	9
5. 风险提示	9

图表目录

图 1 出口环比季节性, %	4
图 2 以美元计价出口金额同比, %	5
图 3 美、欧、日制造业 PMI	5
图 4 生产指数及供应商配送时间指数, %	5
图 5 美国库存增速, %	5
图 6 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %	6
图 7 11 月与 10 月分国别出口增速及变化, %, %	6
图 8 汽车出口金额及同比, 百万美元, %	6
图 9 汽车出口数量级同比, 万辆, %	6
图 10 以美元计价进口金额同比, %	8
表 1 部分产品出口金额增速及出口数量增速, %	6
表 2 部分产品进口金额增速及进口数量增速, %	8

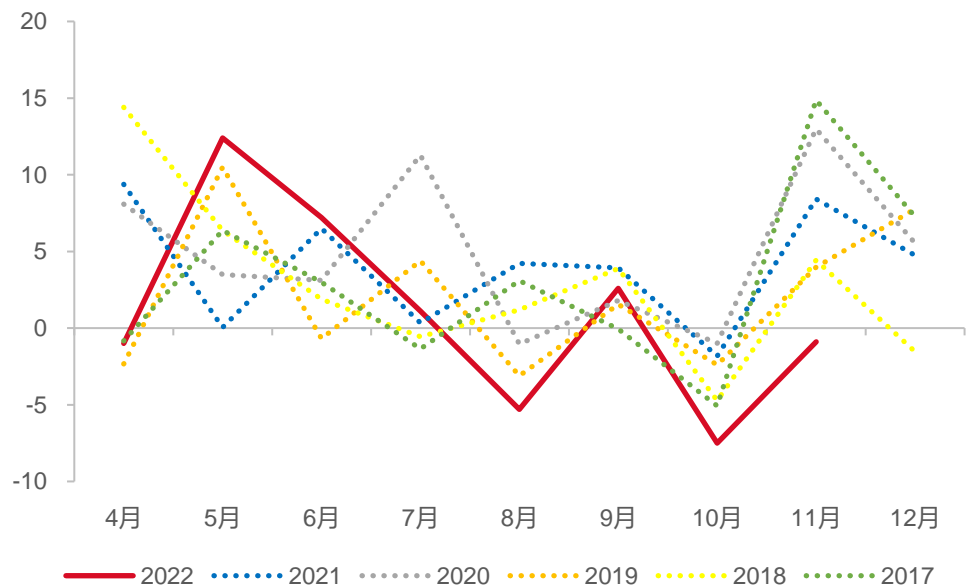
事件: 12月7日,海关总署发布11月进出口数据。11月,以美元计价,出口当月同比-8.7%,前值-0.3%;进口当月同比-10.6%,前值-0.7%;贸易差额698.4亿美元,前值851.5亿美元。

1.多种因素叠加导致出口增速明显走弱

出口增速明显弱于季节性。出口金额同比增速创2020年2月以来新低,虽有基数上升的原因,但环比-0.8%,为2008年以来历年同期最低。

2017-2021年历年11月出口增速均值为8.94%,2022年11月为-0.9%,2017-2021年历年10月出口增速均值为-3.0%,2022年10月为-7.5%。从季节性的角度来看,11月的出口增速较10月更弱。

图1 出口环比季节性, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

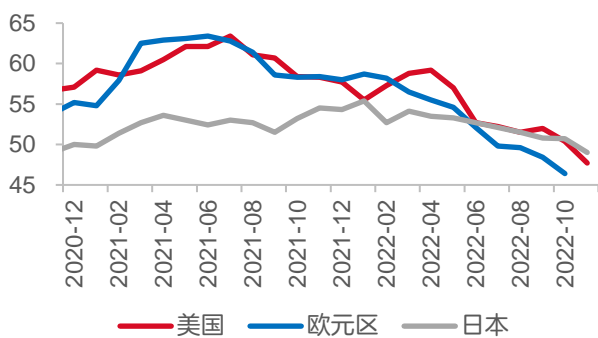
多种因素叠加导致出口增速明显走弱。1)基数明显抬升,去年10、11月出口金额分别为2991亿美元、3243亿美元。2)外需放缓延续,美日制造业PMI在疫情后首次回落至荣枯线以下,欧元区制造业PMI维持低位。同时海外库存增速仍处高位,未来去库阶段外需可能持续承压。3)11月国内疫情影响导致人员流通放缓,供应链稳定受到影响,统计局PMI生产指数放缓至47.8%,供应商配送时间指数放缓至46.7%。这与今年4月出口增速显著回落所反映出的供给冲击这一特征相似。

图2 以美元计价出口金额同比, %



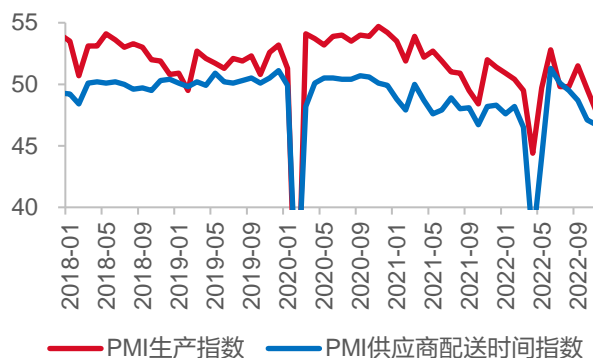
资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图3 美、欧、日制造业 PMI



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图4 生产指数及供应商配送时间指数, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图5 美国库存增速, %

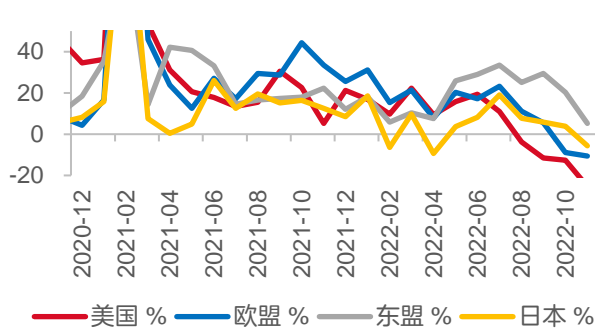


资料来源: 美国商务部, 东海证券研究所

对主要经济体出口增速均放缓,但东盟仍有支撑。当月对美国、欧盟出口增速降幅扩大,对日本出口增速转负,对东盟出口增速虽较上月回落 15 个百分点,但仍保持正增长。

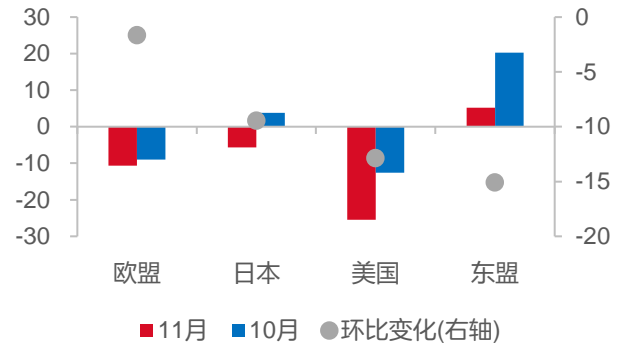
2022 年 11 月,中国对美国、欧盟、日本、东盟出口增速分别为-25.4%、-10.6%、-5.6%、5.2%,前值分别为-12.6%、-9.0%、3.8%、20.3%。

图6 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

图7 11月与10月分国别出口增速及变化, %, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

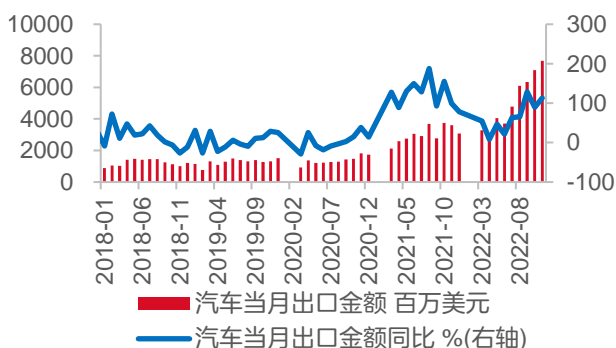
2.汽车出口依旧高增,集成电路拖累较多

汽车出口依旧高增,集成电路拖累较多。大类上来看,农产品出口增速依然为正,机电产品出口增速略低于整体增速,高新技术产品出口增速回落幅度较大,供应链可能是因素之一。细分小类上,汽车出口表现依然强势,重回三位数增长;拥有成本优势的肥料出口增速上升较为明显;出行相关产品增速有所回升;而集成电路等中间设备增速回落或反映供给影响,此前4月增速较3月回落14个百分点以上;地产后周期产品依旧低迷。

2022 年 11 月农产品、机电产品、高新技术产品出口金额同比分别为 4.6%、-11.4%、-23.9%,前值 10.1%、-0.7%、-7.6%。

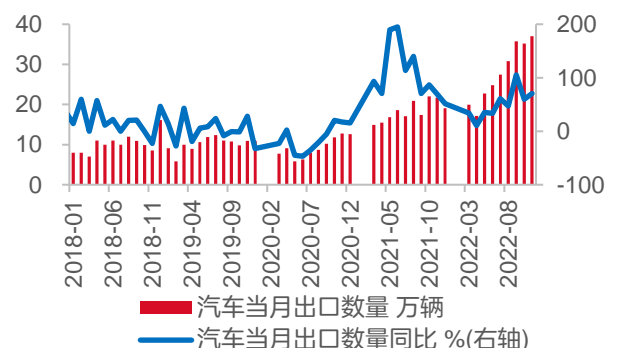
汽车(包括底盘)出口金额同比 113.1%,前值 89.2%,出口数量同比 70.5%,前值 60.0%;肥料出口金额同比 28.5%,前值-0.6%,出口数量同比 11.6%,前值-8.9%;鞋靴出口金额同比 3.7%,前值 2.7%,出口数量同比-2.5%,前值-10.8%;集成电路出口金额同比-29.8%,前值-2.4%,出口数量同比-21.4%,前值-18.0%。

图8 汽车出口金额及同比,百万美元, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

图9 汽车出口数量级同比,万辆, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

表1 部分产品出口金额增速及出口数量增速, %

产品	金额			数量		
	2022-11	2022-10	环比变化	2022-11	2022-10	环比变化
汽车(包括底盘)	113.1%	89.2%	23.9%	70.5%	60.0%	10.5%
肥料	28.5%	-0.6%	29.1%	11.6%	-8.9%	20.5%
鞋靴	3.7%	2.7%	1.0%	-2.5%	-10.8%	8.3%
集成电路	-29.8%	-2.4%	-27.4%	-21.4%	-18.0%	-3.4%

汽车(包括底盘)	113.1	89.2	23.9	70.5	60.0	10.5
成品油	100.4	63.9	36.5	46.5	12.9	33.6
稀土	44.3	47.3	-3.0	-39.3	-16.8	-22.5
粮食	28.7	4.6	24.1	40.9	-3.2	44.0
肥料	28.5	-0.6	29.1	11.6	-8.9	20.6
箱包及类似容器	12.2	19.7	-7.5	2.2	8.0	-5.8
鞋靴	3.7	2.7	1.0	-2.5	-10.8	8.4
中药材及中式成药	3.0	-12.9	15.9	6.6	10.3	-3.7
汽车零配件	-0.3	4.8	-5.1			
陶瓷产品	-1.6	8.0	-9.6	1.8	1.8	0.0
钢材	-2.5	-1.5	-1.0	28.2	15.3	12.9
通用机械设备	-3.2	-5.3	2.2			
塑料制品	-4.1	2.8	-6.9			
水产品	-12.2	-7.2	-5.0	-12.6	-7.6	-5.1
医疗仪器及器械	-12.7	-13.9	1.1			
服装及衣着附件	-14.9	-16.9	2.0			
纺织纱线、织物及其制品	-14.9	-9.1	-5.9			
家具及其零件	-15.9	-10.6	-5.3			
液晶显示板	-16.2	-16.2	0.1	8.0	15.8	-7.8
未锻轧铝及铝材	-18.1	-1.6	-16.5	-10.5	-0.1	-10.5
灯具、照明装置及其零件	-18.2	-15.7	-2.5			
船舶	-19.9	23.7	-43.6	2.2	124.9	-122.7
音视频设备及其零件	-20.5	-13.5	-7.0			
玩具	-21.9	-17.9	-4.0			
家用电器	-22.9	-25.0	2.1	-21.2	-23.5	2.3
自动数据处理设备及其零件	-28.3	-16.6	-11.8			
集成电路	-29.8	-2.4	-27.4	-21.4	-18.0	-3.4
手机	-33.3	7.0	-40.4	-24.9	-11.1	-13.8

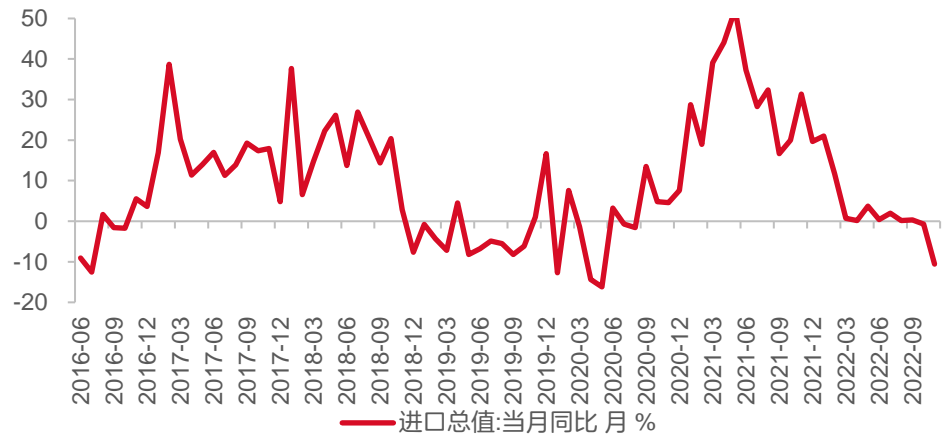
资料来源：海关总署，东海证券研究所

3.进口同步回落

进口同步回落。从结构上看，以中间品进口为主的集成电路、汽车（包括底盘）等增速回落较多。而部分大宗商品进口有改善，原油进口维持高位，铜矿砂、未锻造铜进口金额及进口量增速均小幅上升，铁矿砂进口维持低增速。

汽车（包括底盘）进口同比-21.2%，前值 50.6%，进口数量同比-15.3%，前值 70.5%；集成电路进口金额同比-27.6%，前值-1.1%，进口数量同比-25.3%，前值-17.2%；原油进口金额同比 28.1%，前值 43.8%，进口数量同比 11.8%，前值 14.1%；铜矿砂及其精矿进口金额同比-11.6%，前值-14.2%，进口数量同比 10.2%，前值 4.0%。

图10 以美元计价进口金额同比, %



资料来源：海关总署，东海证券研究所

表2 部分产品进口金额增速及进口数量增速, %

产品	金额			数量		
	2022-11	2022-10	环比变化	2022-11	2022-10	环比变化
食用植物油	74.5	38.9	35.6	69.2	21.3	47.9
原油	28.1	43.8	-15.7	11.8	14.1	-2.3
肉类(包括杂碎)	20.8	17.4	3.4	20.8	-5.5	26.3
空载重量超过 2 吨的飞机	20.3	32.1	-11.8	0.0	21.4	-21.4
肥料	18.8	46.0	-27.2	-25.7	-14.1	-11.6
成品油	16.2	13.3	3.0	19.9	17.6	2.4
纸浆	11.4	15.5	-4.0	-6.0	0.7	-6.8
干鲜瓜果及坚果	-0.6	4.0	-4.6	-7.2	-2.0	-5.2
粮食	-2.5	-5.1	2.6	-16.6	-21.6	5.0
大豆	-3.1	-6.1	3.0	-14.2	-19.0	4.8
天然气	-3.2	8.7	-11.8	-3.8	-18.9	15.1
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-3.8	12.5	-16.3			
二极管及类似半导体器件	-4.7	-4.9	0.2	-30.5	-31.1	0.5
铜矿砂及其精矿	-11.6	-14.2	2.6	10.2	4.0	6.2
未锻轧铜及铜材	-13.5	-18.1	4.6	5.8	-1.5	7.3
医药材及药品	-15.9	-19.2	3.2	27.2	80.0	-52.8
美容化妆品及洗护用品	-20.2	-6.1	-14.1	-20.2	-24.0	3.8
初级形状的塑料	-20.4	-11.5	-8.9	-5.8	0.8	-6.6
汽车(包括底盘)	-21.2	50.6	-71.8	-15.3	70.5	-85.8
机床	-21.6	0.7	-22.3	-32.2	5.5	-37.7
铁矿砂及其精矿	-22.4	-26.8	4.4	-5.8	3.7	-9.5
煤及褐煤	-26.0	2.8	-28.8	-7.8	8.3	-16.1
汽车零配件	-27.4	-16.1	-11.4			
集成电路	-27.6	-1.1	-26.5	-25.3	-17.2	-8.1
原木及锯材	-30.8	-30.1	-0.7	-21.1	-26.5	5.4
钢材	-34.5	-19.7	-14.8	-47.2	-31.5	-15.7
自动数据处理设备及其零部件	-34.9	-29.5	-5.4			
纺织纱线、织物及其制品	-36.3	-35.0	-1.3			
液晶显示板	-38.0	-40.2	2.2	-28.2	-12.5	-15.7

资料来源：海关总署，东海证券研究所

4.核心观点

核心观点：高基数、外需回落、疫情导致的供给影响共同作用下，11月出口明显回落。往后看，供给因素持续时间不会太长，但总体上出口的回落趋势是较为明确的，明年外需放缓主导下出口压力可能会加大。政治局会议明确大力提振市场信心，多次强调发展，推动经济运行整体好转，定调积极。叠加疫情政策的变化，2023年内需抓手将成为重要投资主线。

5.风险提示

- 1) 疫情超预期影响，可能导致供应链及生产受阻，进而导致出口增速的下滑。
- 2) 海外局势变化超预期，如俄乌紧张局势，导致全球通胀居高不下，进而引发货币政策超预期收紧，导致全球经济陷入衰退。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089