

2022年12月14日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

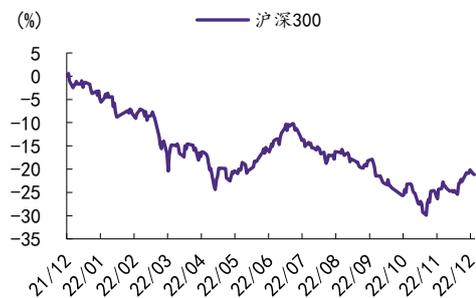
2023年出口展望：本轮出口拐点在何处？

—宏观专题报告

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001
 zhuzhu@cfsc.com.cn
 分析师：谭倩 S1050521120005
 tanqian@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、《四箭齐发确认 W 型右侧底》
2022-11-11
- 2、《出口何时见底？》
2022-11-09
- 3、《美国加息与衰退最后的博弈》
2022-11-03

11月出口为何超预期下行？

11月出口数据超预期下行，连续两个月负增，主要是对美出口快速下滑（对美出口减少占总出口减少的50%）和高基数影响（去年11月出口增速高达21.49%），对欧对东盟出口反而出现了环比上行。

预计2022年出口增速多少？

欧盟能源危机叠加美联储连续超鹰派加息加剧外需回落压力，经测算，国内以美元计价的2022年出口增速预计在6%-7%，低于过去10%的乐观预期。

如何展望2023年出口？

节奏：预计2023年出口呈现先下后上的态势，当前有所支撑的东盟将在明年一二季度变为拖累项，叠加基数效应影响，预计2023年出口快下缓上。

拐点：从主要的贸易伙伴拆分判断出口拐点，其中对美出口将在二季度出现边际改善（货币紧缩扭转），对欧出口预计在二季度回暖（系统压力缓解），对东盟出口则更多与世界经济修复情况相关，同样指向二季度会有好转。

增速：通过数据拟合和历史回顾两种办法，测算对主要贸易伙伴全年出口增速，分别为美（-13%）、欧（-12%）和东盟（11%），预计2023年会出现负增长，全年同比增速为-5%。

风险提示

欧美政策转向超预期，地缘政治风险再起

正文目录

1、 11月出口为何超预期回落？	3
2、 对美出口为何出现大幅下滑？	4
3、 2022年出口收官何处？	6
4、 如何展望2023年出口？	6
4.1、 对美国出口拐点预计在年中，预计全年同比-13%	7
4.2、 对欧出口二季度开始回暖，预计2023年同比-12%	9
4.3、 对东盟出口将加速下行，但仍有支撑，预计2023年同比11%	12
5、 风险提示	13

图表目录

图表 1: 11月出口增速超预期下行	3
图表 2: 东盟是当前出口的唯一支撑	4
图表 3: 三大贸易伙伴中对美出口回落明显	4
图表 4: 居民消费意愿再度下行	5
图表 5: 制造业生产和进口意愿同步进入到收缩区间	6
图表 6: 美国服务业和制造业景气度出现背离	7
图表 7: 3M10Y利差的走负预示2023二季度衰退可能性增大	8
图表 8: 美国金融条件依然处在比较健康的位置	9
图表 9: 欧元核心通胀依然处于高位，继续压制消费	10
图表 10: 消费者信心指数往往和欧元区消费品进口有着1-2个季度的时差	10
图表 11: 欧盟电价再次出现上行（欧元/兆瓦时）	11
图表 12: 当前系统压力走势与欧债危机时期类似	12
图表 13: 东盟出口与世界经济有比较好的拟合	13

1、11月出口为何超预期回落？

11月出口出现了超预期下滑，美元计价的出口总金额同比增速录得-8.7%，较上月下行8.4个百分点，远低于-4.2%的市场预期。主要有两方面因素：

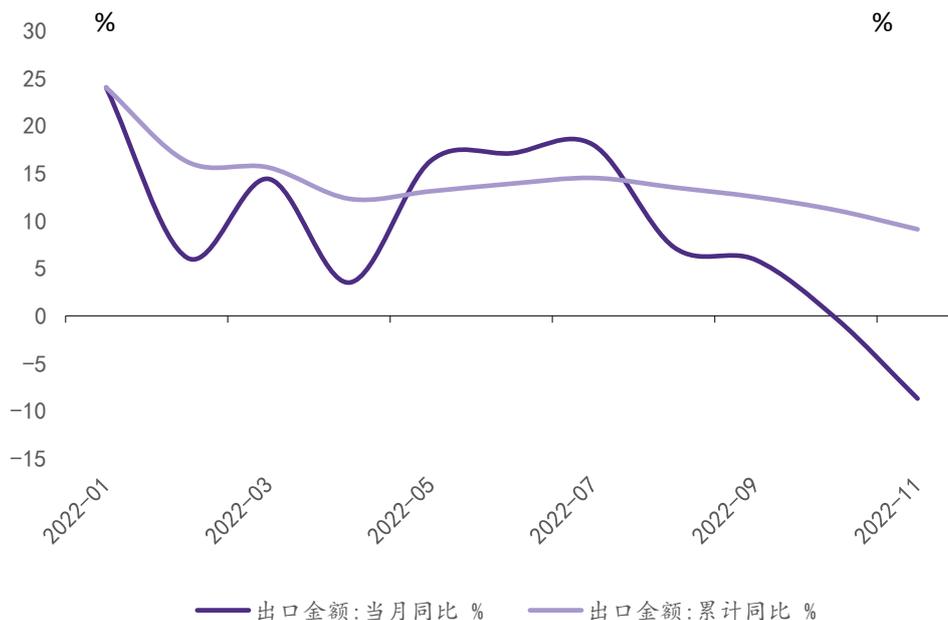
一方面是高基数影响，波动被放大。2021年11月美元计价的当月出口金额3242.77亿美元，同比增速达到21.49%。

另一方面则是美国需求较为低迷，对美国出口出现加速下行，同比增速较上月减少了12.8个百分点录得-25.4%，占据总出口金额减少的49.36%，成为出口的主要拖累项。

其他贸易伙伴中，欧盟出口增速继续保持负增长，但是降幅收窄，较10月增速减少1.6个百分点录得-10.6%；东盟对出口支撑还在，但有所减弱，同比增速下降15.1%录得5.2%。

但是从当月出口金额来看，对东盟出口增速下行更多是去年同期高基数的影响，而从环比增速来看对东盟出口则是依然保持了相对健康的态势。11月对东盟国家出口金额502.9亿元，环比增速2.94%，仍然高于今年以来470亿元的平均出口值。11月出口数据中，美国跌落至第三大贸易伙伴，而东盟则是连续三个月成为国内最大的出口贸易伙伴。

图表 1：11月出口增速超预期下行



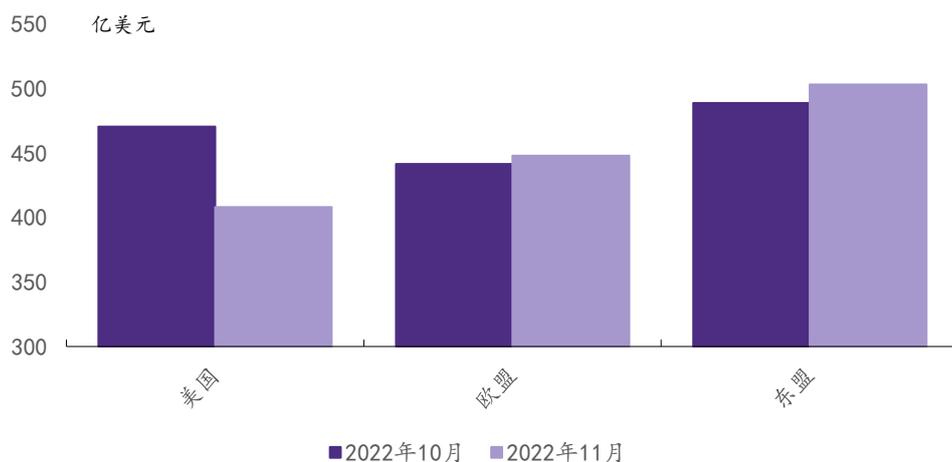
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 2：东盟是当前出口的唯一支撑



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：三大贸易伙伴中对美出口回落明显



资料来源：wind，华鑫证券研究

2、对美出口为何出现大幅下滑？

对美出口是 11 月出口下行的主要拖累项，而对美出口大幅下滑，主要有两方面原因：

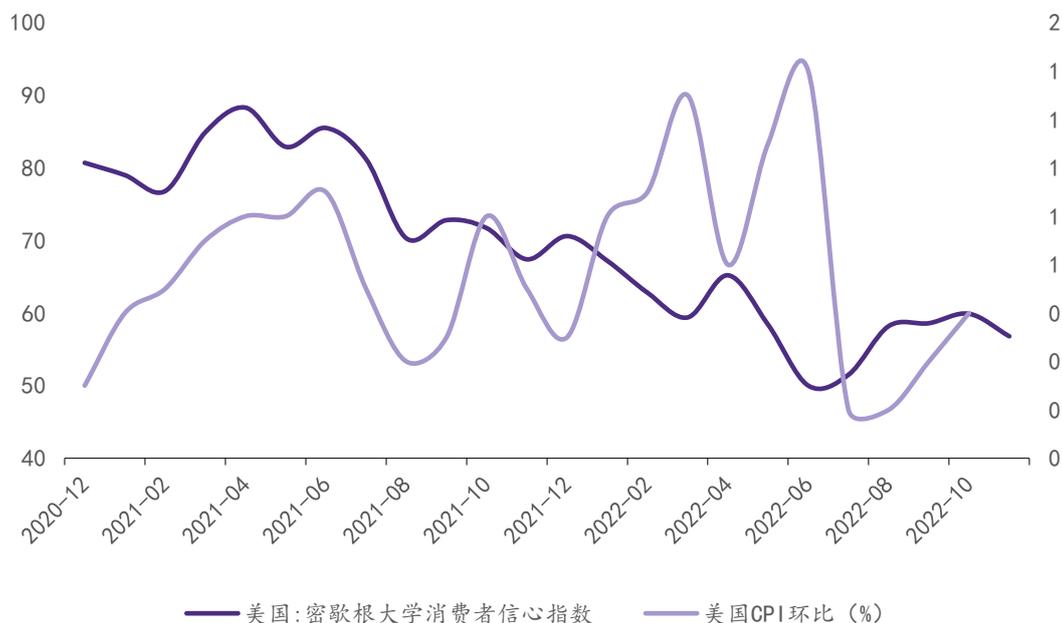
一方面是美国消费者信心大幅下降，消费品需求持续走弱。11 月美国消费者信心指数再次出现下行录得 56.8%，是今年 7 月以来的最低值。消费者信心大幅下降主要是通胀担忧再起以及对于经济下行预期。美国 CPI 环比在经历了 7 月和 8 月两个月的零增长之后，再次出现了上行：9 月和 10 月分别环比增加 0.2%和 0.4%，其中能源项结束了三个月的环比减少，在 10 月出现了 1%的环比正增长，食品项则是一致保持了 0.7%的相对高位的环比增速。经济下行压力则具体体现在了联储加息造成的高借贷成本影响经济活力，以及劳动力市场

请阅读最后一页重要免责声明

4

预期的减弱。高通胀叠加对于经济的不确定性，使得消费者开始变得越发谨慎。根据密歇根大学的消费者信心报告，有近 60%的居民在高通胀的影响下开始减少消费；面对高通胀，消费者依然更倾向于储蓄而不是消费，仅有 12%的人认为在高通胀时期进行储蓄是个坏主意，远低于 1981 年的 19%和 1979 年的 23%。

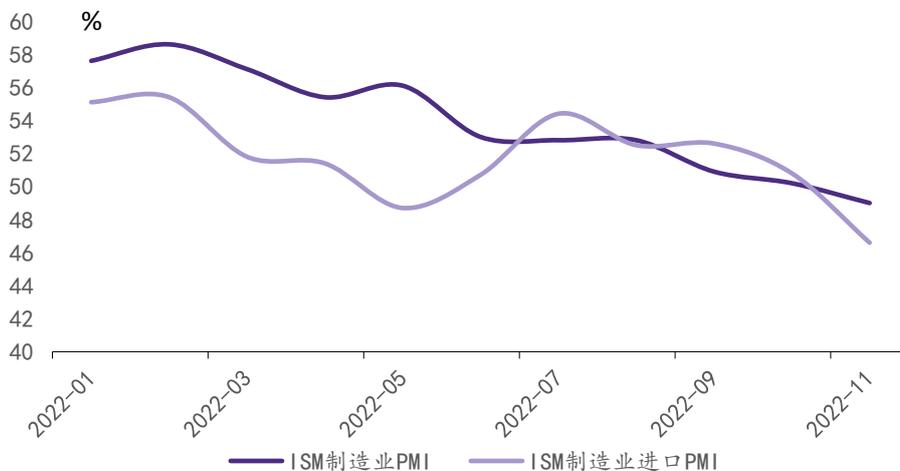
图表 4：居民消费意愿再度下行



资料来源：wind，华鑫证券研究

另一方面，生产条件的恶化也使得美国制造业对于中间品的进口进一步放缓。11月美国 ISM 制造业 PMI 较上月下行 1.2 个百分点来到 49%，在 2020 年 5 月疫情之后再度进入到收缩区间。其中跟国内中间品出口更相关的 ISM PMI 进口指数出现了大幅的走低并进入到荣枯线之下：出口指数较上月下行了 4.2 个百分点来到 46.6%，同样是 2020 年 5 月以来的最低值。出口指数的下行和消费者信心的走低指向美国对中间品和消费品的需求减少，造成了 11 月对美国出口超预期回落。

图表 5：制造业生产和进口意愿同步进入到收缩区间



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、2022 年出口收官何处？

回溯我们《从量价结构拆解出口韧性》的报告，在 8 月份我们就判断出口将会快速走弱，对于经济的支撑减弱，方向判断正确。从贸易伙伴的表现来说，我们认为欧美的需求将会持续下行，而东盟则会继续支撑，但是东盟增速则会在高基数的影响下出现下行，观点同样在近期得到了验证。但从增速测算的角度，后续的黑天鹅事件例如欧盟能源危机叠加美联储连续超鹰派加息使得我们对于经济条件和需求恶化的估算不足，当前推断国内美金计价全年出口增速预计在 6%-7%，低于我们过去 10% 的乐观预期。

4、如何展望 2023 年出口？

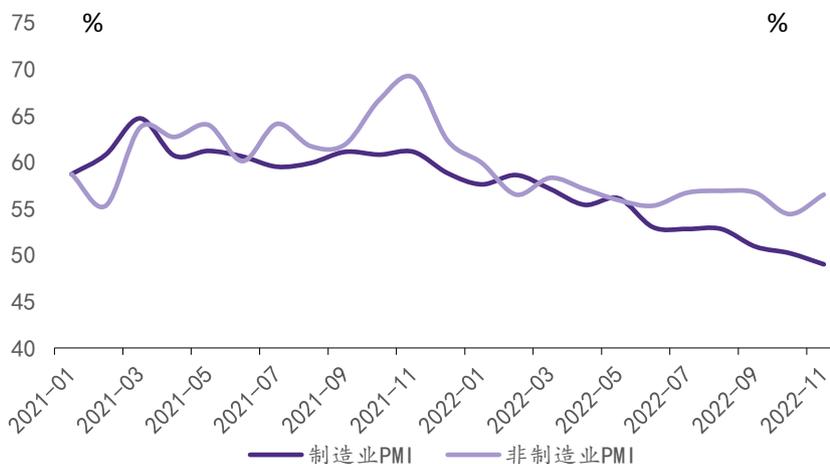
预计 2023 年出口将呈现先下后上的走势。从消费品出口的角度来看，当前海外需求收缩仍未结束，还需等待经济下行压力缓解。从生产端来看，当前全球制造业的景气度同处在下行周期，对于中间品出口的压制仍未结束：美国 ISM 制造业 PMI 在 11 月进入到收缩区间，欧盟制造业 PMI 则已经连续 5 个月处于荣枯线之下，东盟 11 月制造业 PMI 虽然仍处在景气区间录得 50.7%，但也已经连续 3 个月下行。因此我们预计 2023 年中国出口整体会在需求下行生产低迷的影响下再度走低，但是伴随着衰退压力的缓和和货币条件的改善，需求和生产将在 2023 年后半程回温，进而带动出口数据的回稳。但是考虑到高基数效应，下行压力会被放大而上行速度会被放缓。

4.1、对美国出口拐点预计在年中，预计全年同比-13%

对美出口需要考虑当前对于生产和需求的主要压制因素：加息周期以及经济的下行压力。从加息周期来看，基于当前较为强劲的非农就业以及服务业 PMI，工资增长和相对旺盛的服务消费提升了通胀的粘性，使得 CPI 快速下行的可能性降低，按照当前联储更缓更高的加息路径来看，预计 12 月份的 FOMC 会议上美联储将会把加息顶点目标上调至 5% 以上，这将使得联储的加息进程更长，预计在 2023 年二季度才能看到联储完成货币政策的收紧。

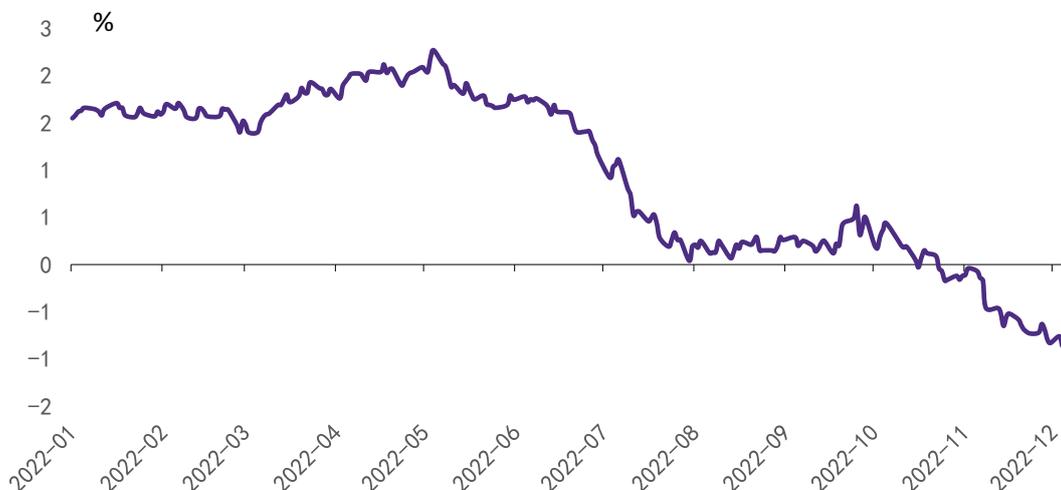
从经济形势来看，当前美国经济表现出了一定走弱的迹象，但是更多的是由商品到服务、由线上到线下的消费结构切换所带来的经济结构的回调。11 月美国 ISM 制造业 PMI 超预期回落 1.2 个百分点来到 49%，时隔两年首次进入不景气区间。按照历史经验，美国衰退往往会滞后于 ISM 制造业 PMI 3-4 个月，指向明年一季度末衰退的到来，但是 11 月 ISM 服务业 PMI 却呈现出逆势上行的姿态，服务消费仍处在需求旺盛的修复期。服务业的修复也能从非农就业上窥见一斑：11 月美国非农数据取得超预期增长，其中超过 83% 的私人就业增长来自于服务业。因此对于美国衰退仍要等到服务业 PMI 和服务业就业出现疲软，预计 2023 年二季度末三季度初兑现的可能性更大。利差指标同样指向二季度衰退：美国 3M10Y 利差在 2022 年 10 月底开始走负，而 3M10Y 利差倒挂后最快 6 个月，平均 11 个月就会出现官方定义，同样指向 2022 年的二季度末出现衰退概率较大。因此对应到消费和生产的需求，在衰退兑现、加息触顶停滞，压制对美出口的因素将会出现边际的好转，预期的改善和压制的放缓将推动对美出口在二季度末出现修复。

图表 6：美国服务业和制造业景气度出现背离



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 7: 3M10Y 利差的走负预示 2023 二季度衰退可能性增大



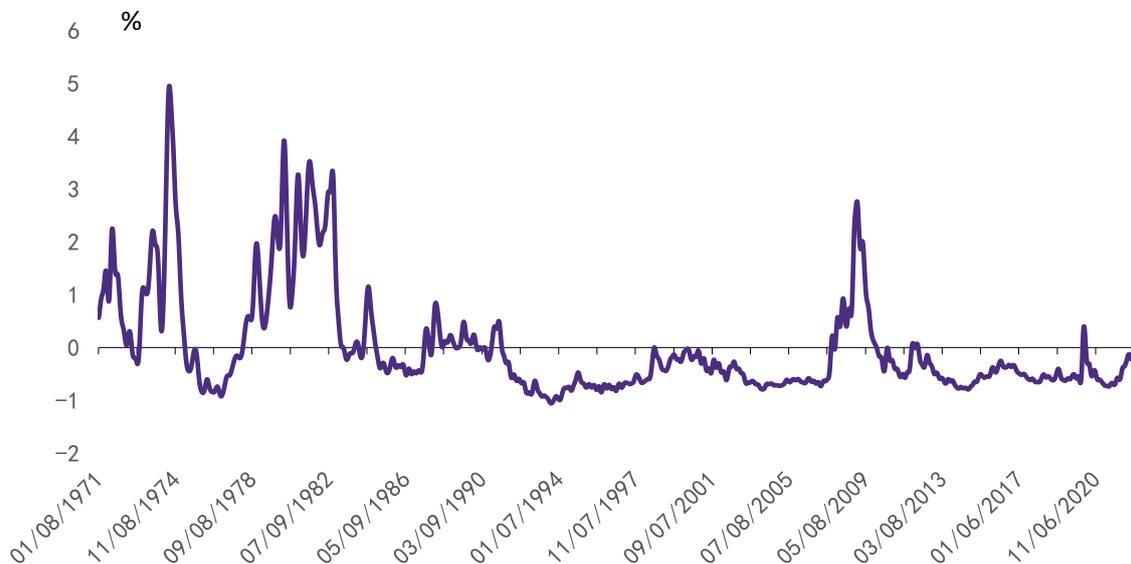
资料来源: wind, 华鑫证券研究

对美出口测算我们主要分为两种办法, 一种办法是通过中间品和消费品出口增速的拟合, 另一个方法则是通过历史数据的回顾来对整体增速做一个判断。从数据拟合的角度来说, 根据 IMF2023 年经济和美国外贸数据的预测, 预计 2023 年对美国出口的同比增速将较今年下行 13 个百分点, 录得-10%左右。

基于历史数据, 我们假设三种情况, 分别是对应了经济软着陆, 浅衰退和深衰退三种情景, 分别可以对应 2018 年, 2000 年和 2008 年时期出口的表现。在经济软着陆时期, 出口会持续处在相对低的正增长, 年化增速维持在 3%左右, 增速同比下行大概 10 个百分点; 浅衰退时期对应的 2000 年互联网泡沫时期, 对美出口有月份走负, 但年化增速依然保持了 5%左右的同比增速, 同比增速下行 16%。深度衰退时出口同比增速长期处在-20%的区间, 全年出口同比-12%, 增速同比下行 20 个百分点。

从当前 NBER 的各项指标以及金融条件来看, 本轮美国浅衰退的可能性更大, 对应到年化增速下行 16%, 2022 年预计对美国全年出口仍会保持在正增长的区间, 对应到明年对美国出口全年增速在-10%至-13%之间。虽然从同比增速上来看依然下行比较明显, 但是主要是相对的高基数所致, 相较于疫情后两年的出口平均值, 2023 年对美出口额依然会保持正增长的态势。从结果来说, 数据拟合的结果和历史数据回溯的结果差距不大, 均维持在-10%左右的年化出口增速。

图表 8：美国金融条件依然处在比较健康的位置



资料来源：wind，华鑫证券研究

4.2、对欧出口二季度开始回暖，预计 2023 年同比-12%

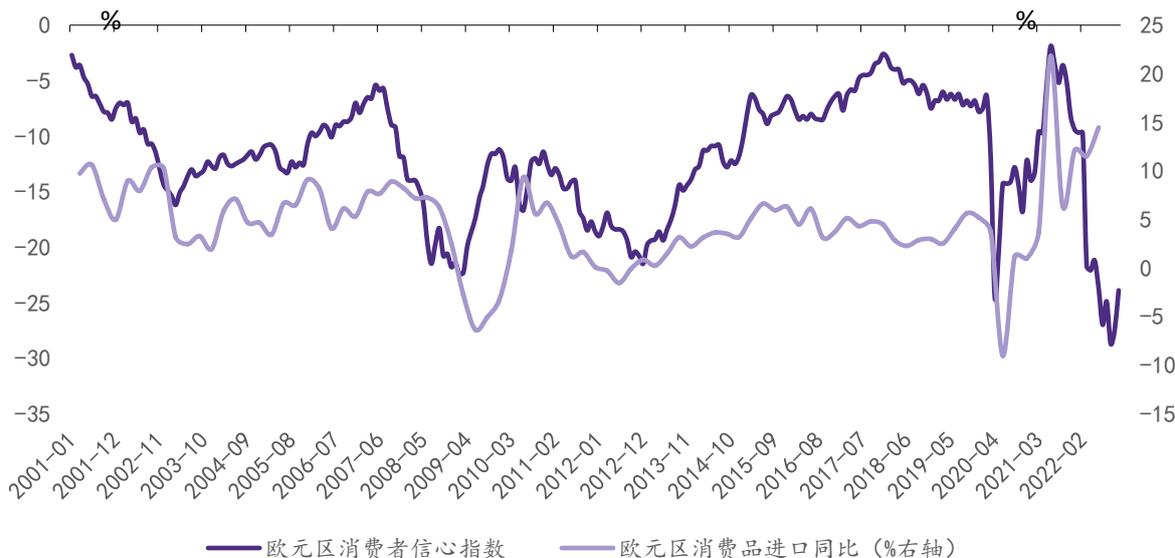
对欧盟的出口同样要考虑当前欧盟经下行济压力对消费和生产的影响。当前欧洲面临的压力相较于美国更大，首先通胀对于消费的压制更强，当前美国的通胀已经出现了名义和核心 CPI 的同降，但是欧元区的名义通胀虽然在 11 月出现了放缓的迹象，但是核心通胀则是依然保持在高位，仍未结束探顶的过程，高位的能源价格和食品价格进一步压缩居民的消费意愿，10 月的欧盟零售数据环比下行 1.8%，是 2022 年最低增速，同比增速录得-2.7%，主要是烟酒食品等必需品的下行拖累（同比下行 3.9%）。消费者信心依然处在相对的历史低位：11 月欧元区 19 国消费者信心较 10 月份略有上行来到-23.9 的位置，但是消费者信心整体仍低于新冠时期，居民消费意愿依然不强。按照历史经验来说，消费者信心指数往往领先于消费品进口 1-2 个季度，指向 2023 年一季度末二季度初对欧消费品出口触底回暖。

图表 9：欧元核心通胀依然处于高位，继续压制消费



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 10：消费者信心指数往往和欧元区消费品进口有着 1-2 个季度的时差



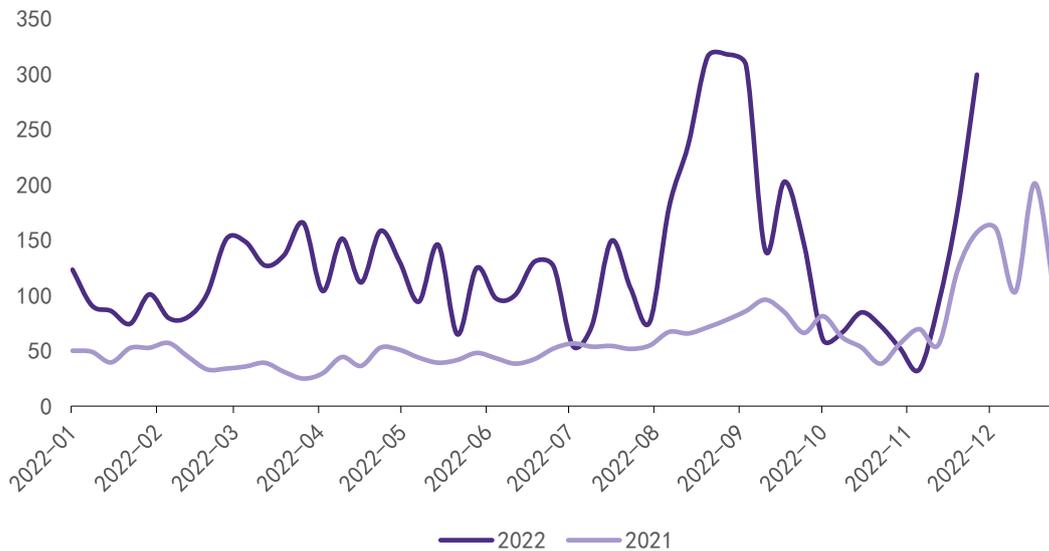
资料来源：wind，华鑫证券研究

从中间品消费来看，冬季在能源危机的压制下企业的生产条件恶化，造成整体 PMI 的走低，11 月欧元区制造业 PMI 录得 47.1%，连续 5 个月处于景气区间之下，包括德国，法国和意大利等主要欧盟制造国的制造业 PMI 均处于收缩区间，因此总体生产条件的恶化对于中间品进口的压制仍在。

但是能源危机对于生产的压制是不连续的：根据 Nord Pool 的数据，欧洲电价的周均价格在冲击 315 欧元的历史新高之后开始回落（完成天然气储备），电价一度回落至 2021 年价格之下，欧洲制造业压力也有所缓解，这也解释了 11 月制造业出现修复的原因。但是当前欧洲寒冷气候来袭，国内的卫生政策调整也会增加对于天然气的需求，天然气价格再度出现上行，推动电价回到了近 300 欧的位置。往后来看，我们认为能源价格对于制造业

的压制仍会持续当前的弱势反复的状态直到 2023 年 3 月冬季过去。而中间品进口往往滞后于 PMI 走势一个季度，因此对欧盟中间品出口预计在二季度开始回暖。

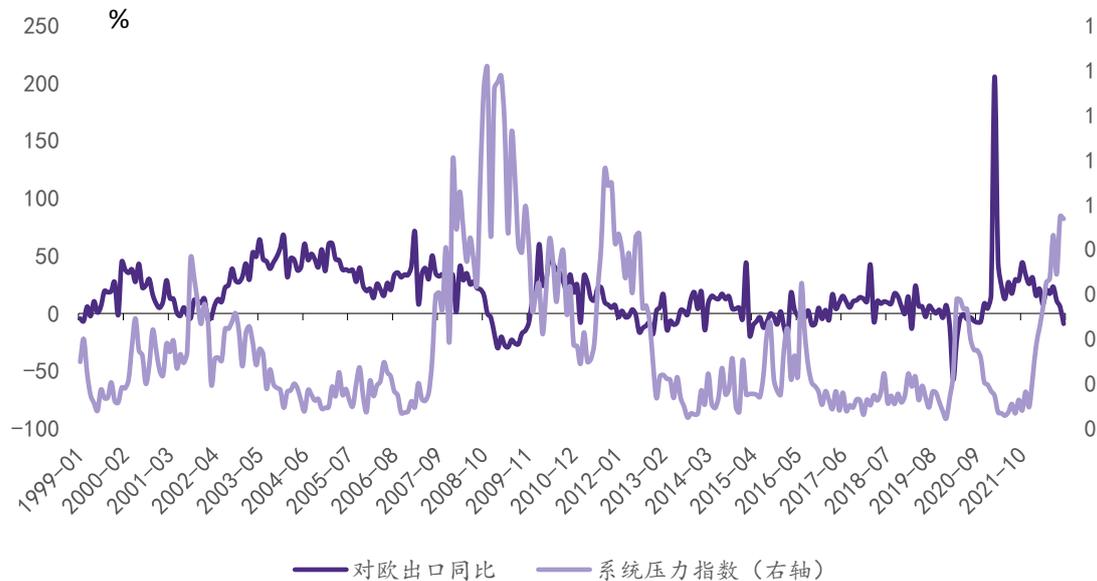
图表 11：欧盟电价再次出现上行（欧元/兆瓦时）



资料来源：NordPool，华鑫证券研究

对欧出口压力堪比欧债危机，预计 2023 年同比-12%。对欧盟的增速测算我们更多从历史角度回溯，当前欧盟面临的衰退的压力并不会像 2008 年那样严峻，从欧盟系统压力来判断衰退的深度，欧盟的系统压力指数的峰值远低于 2008 年时期，但远高于 2000 年互联网泡沫时期，衰退和系统的紧张程度更多的可能是与欧债危机时类似。从持续时间来看，当前欧盟系统压力已经出现见顶，但预计并不会出现快速的回落（欧央行加息和地缘政治风险），要到二季度才会出现系统压力的缓解，因此从持续时间和路径上来看 2023 年与欧债危机时期也十分相似。欧债危机时期对欧盟当月出口额增速最低达到了-17%，全年维持在-6%的同比增速，同比增速较去年下行 20 个百分点。当前对欧出口年化增速预计在 8%左右，对应到明年全年对欧盟出口增速在-12%左右。

图表 12：当前系统压力走势与欧债危机时期类似



资料来源：wind，华鑫证券研究

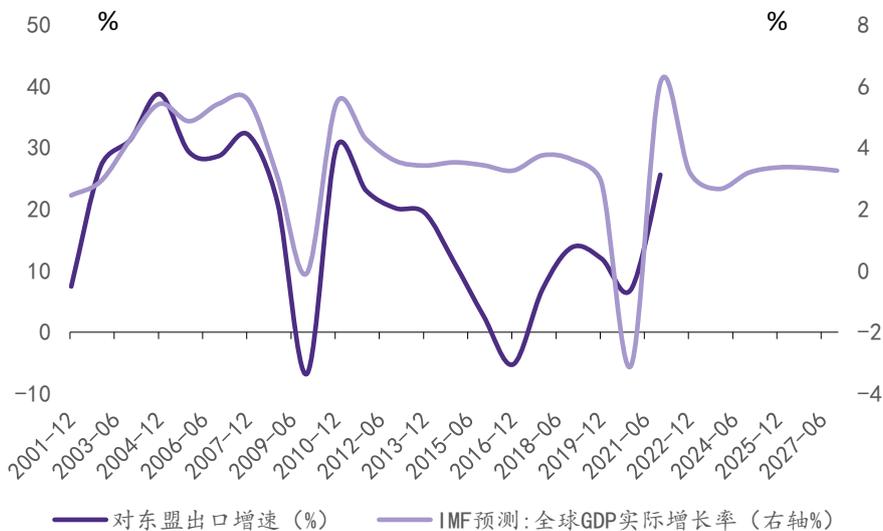
4.3、对东盟出口将加速下行，但仍有支撑，预计 2023 年同比 11%

东盟作为当前国内最大的贸易伙伴，预计在 12 月仍会继续对出口形成支撑，符合我们之前的判断，全年增速预计保持在 15%以上。但展望 2023 年，东盟对于出口的支撑将逐渐减弱，从当前两拖累（欧、美）一支撑（东盟）的局面转换为三拖累的形势。中国对东盟出口有超过一半的比重是中间品，因此其于工业生产的景气度更相关。当前东盟 PMI 虽然整体处在下行的趋势，但是仍保持在 50 以上的景气度区间：11 月东盟 PMI 录得 50.7，所以 11 月对东盟在欧美下行的环境下依然保持了一定的韧性。

但是往后来看，PMI 将进入到不景气区间，结合发达国家需求下行的压力，2023 年一季度将迎来对东盟国家出口的加速下行阶段，并在二季度美国和欧盟等发达经济体完成货币紧缩收紧后开始出现边际上的好转，出口有望触底回暖。

从增速的角度来看，东盟的出口增速和全球经济活力有较高的相关度，2016 年-2018 年之所以出现了经济和对东盟出口的背离，主要是受到了中美贸易战的事件冲击。IMF 预测明年全球经济增速将下行至 2.66%，预计今年整体对东盟增速预计维持在 16%左右，以此推断东盟出口预计全年同比维持在 11%的同比增速，韧性仍强。

图表 13: 东盟出口与世界经济有比较好的拟合



资料来源: wind, 华鑫证券研究

从三大贸易伙伴的角度, 我们认为 2023 年中国出口整体将维持先下后上的态势, 一、二、三季度将会有加速下行的可能, 但拐点也可期, 二季度末三季度初可能是出口数据开始边际回暖的节点。从全年的增速来看, 预计明年 2023 出口增速在-5%左右。

5、风险提示

欧美政策转向超预期, 地缘政治风险再起

■ 宏观策略研究所组介绍

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。

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。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022年5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。本报告清晰准确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。