



Research and
Development Center

出口分析框架：从三大效应讲起

——信达宏观方法论之十三

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

证券研究报告

宏观研究

深度报告

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

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@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

出口分析框架：从三大效应讲起

2023年1月12日

摘要：

出口作为外生变量，其影响因素复杂，且波动幅度较大，在宏观经济研究中属于难度较高的一部分。本文提出了一个分解思路，将出口的增长动力拆分为三大效应：总量效应、结构效应、替代效应，帮助投资者们解密出口。

- **出口数据的特征。**出口分为人民币计价和美元计价两种方式，在当前浮动汇率的背景下，两种计价的贸易额增速经常出现差异。用美元计价，具有国际可比性，且可以反映国际贸易带来的外汇收支情况；而用人民币计价能观察出口对于国内经济与企业盈利的直接影响。两者之中，市场对于美元计价的出口数据关注度更高。出口的商品结构上，HS分类更为全面，还可以进行国际比较；重点商品分类更加直观，且时效性更强。出口目的地的结构方面，我国对美国、欧盟、东盟、中国香港、日本的出口金额比重较大，这些经济体的需求强弱能够直接影响我国出口的表现。
- **研判出口的三个关键效应**
 - 效应一：总量效应。**总量效应即是世界所有经济体的出口金额加总，而世界出口金额又等于世界进口金额，因此总量效应可以理解为全球经济体对进口的需求从总量层面直接对我国的外需以及出口表现的影响。
 - 效应二：结构效应。**海外进口需求的结构也是影响我国出口增速的关键因素。只有当我国出口的产品结构与外需相匹配时，我国出口才能产生有效需求。我们用制造业国家出口与世界出口比值的变动，也就是制造业国家出口份额的变动来衡量结构效应。
 - 效应三：替代效应。**与前两大效应侧重于需求端不同，替代效应着眼于出口的供给端。对于同质性商品，保持外需总量与需求结构不发生改变的基础上，商品的出口可以由我国来提供，也可以由其他国家提供，那么国家之间的出口就会互相产生替代。我国出口在制造业国家出口中的占比可以较好地反应替代效应的逻辑。
- **案例分析。**2022年11月出口增速再次低于预期，其中有疫情因素的扰动，但是最为重要的是受到弱外需延续的影响。展望2023年我国出口，我们考虑三大效应的影响。首先是总量效应，根据WTO的贸易预测，随着全球主要经济体增长放缓，进口需求将减少，2023年全球货物贸易增速预期为1%。这意味着总量效应对出口的支撑将会进一步回落。其次是结构效应，世界银行预计能源价格和农产品价格均将于2023年出现小幅回落，这一定程度上有利于减少能源和粮食对居民消费的挤占，预计结构效应对出口的提振在1%左右。最后是替代效应，在疫情扩散达峰后，国内生产有望回归正常，替代效应对我国出口的影响偏中性。总的来看，2023年我国出口增速预计将低速正增长。
- **风险因素：**疫情发展超预期；外部环境超预期等。

目录

一、出口的基础知识.....	4
二、出口数据的特征.....	5
2.1 出口总量分析.....	5
2.2 出口商品的结构.....	9
2.3 出口目的地的结构.....	11
三、研判出口的三个关键效应.....	14
3.1 效应一：总量效应.....	15
3.2 效应二：结构效应.....	15
3.3 效应三：替代效应.....	17
3.4 三大效应的变化趋势.....	19
四、出口指标与其他出口数据的关系.....	20
五、案例分析.....	22
附录 1：图表.....	26
附录 2：信达宏观方法论系列报告.....	29
风险因素.....	29

表目录

表 1：海关出口货物报关单（范例）.....	4
表 2：2022 年海关统计数据公布时间表.....	5
表 3：按照 HS 分类的 2021 年出口分类占比.....	9
表 4：11 月出口重点商品金额同比.....	25

图目录

图 1：使用美元计价的出口同比+汇率的同比可以良好拟合人民币计价的出口同比.....	6
图 2：我国的出口金额存在着较为显著的季节性特征.....	7
图 3：出口量价拆分.....	8
图 4：PPI 增速领先出口价格增速一个季度.....	8
图 5：重点商品出口金额在出口中的占比.....	10
图 6：我国的高新技术产品出口占比较高，劳动密集型产品占比持续下降.....	11
图 7：对各贸易伙伴的出口金额占比.....	12
图 8：我国对主要贸易伙伴的出口占比变化.....	13
图 9：我国对美国的出口经常不等于美国统计的从我国进口.....	14
图 10：出口三大效应的拆解公式.....	14
图 11：OECD 领先指数与世界出口的增速有着较为明显的同步关系.....	15
图 12：制造业生产国的出口表现具有一定的一致性.....	16
图 13：制造业国家出口份额与原油价格呈现反向变动.....	16
图 14：中国出口在制造业国家出口中的占比.....	17
图 15：2018 年之后，美国自越南、印度的进口呈现出上升趋势.....	18
图 16：各国工业竞争力绩效指数变化.....	19
图 17：三大效应拆解.....	20
图 18：海关总署和外管局公布的出口货物贸易数据.....	21
图 19：外管局统计的服务贸易 12 个分项.....	21
图 20：出口交货值与出口金额同比的变动方向有较强的一致性.....	22
图 21：11 月出口同比增速进一步滑落.....	23
图 22：外需整体下滑，美国、越南等国贡献度大幅削弱.....	24
图 23：11 月美国、欧盟、越南等国家地区 PMI 均落入收缩区间.....	24
图 24：美元和人民币计价的贸易额增速经常出现差异.....	26
图 25：中国和沙特出口结构差别较大.....	26
图 26：东南亚国家的工业体量与我国有较大差距.....	27
图 27：GDP 核算中货物和服务净出口与经常项目中货物和服务的差额一致.....	27
图 28：11 月运价延续下滑态势.....	28

一、出口的基础知识

出口总额又称为出口贸易额或出口总值,是货币表示的一定时期内一国向国外出口的商品的总金额。统计范围上,《海关统计条例》规定,列入出口统计范围的货物需要满足两个条件:一是“实际进出关境”的物品。我国关境包含除香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾省之外的经济领土,在海关统计实践中,将上述三个地区视作贸易伙伴地区。二是“引起境内物质存量增加或者减少”的货物,列入海关统计。有些货物虽进入中国关境,但仅仅是暂时停留在国内,并且最终运往境外,是不列入出口总额统计的。

《海关条例》中列出了几类不包含在海关出口统计的货物,包含:(1)过境、转运和通运货物;(2)暂时进出口货物;(3)货币及货币用黄金;(4)租赁期1年以下的租赁进出口货物;(5)因残损、短少、品质不良或者规格不符而免费补偿或者更换的进出口货物;(6)海关总署规定的不列入海关统计的其他货物。以上是海关的统计原则,我国还有其他出口相关数据,在统计口径上与海关有所不同,在后文我们会进一步说明。

海关统计的原始资料包括经海关确认的出口货物报关单等报关单证、随附单证及有关的电子数据。货物进出海关时,货物收发货人或其代理人依据规范填写进出口货物的相关信息,主要包括出口货物的运抵国和目的国、货物的包装种类、重量、商品编码、商品名称与规格型号、数量、总价等。海关接受申报,并对统计基础数据审核完毕后,将数据存储在海关总署的基础数据库中,采取超级汇总方式,定期编制全国进出口总额等统计资料。

表 1: 海关出口货物报关单 (范例)

中华人民共和国海关出口货物报关单

预录入编号:		海关编号:						
收发货人		出口口岸		出口日期	申报日期			
生产销售单位		运输方式	运输工具名称		提运单号			
申报单位		监管方式		征免性质	备案号			
贸易国(地区)	运抵国(地区)		指运港		境内货源地			
许可证号	成交方式	运费		保费	杂费			
合同协议号	件数	包装种类		毛重(千克)	净重(千克)			
集装箱号	随附单证							
标记唛码及备注								
项号	商品编号	商品名称、规格型号	数量及单位	最终目的国(地区)	单价	总价	币制	征免

资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心整理

进出口统计信息由海关总署对外公布,主要可以分为四类。一是快讯,即海关统计月度初步汇总数据,一般在每月的7日至14日之间公布上个月的数据,市场对快讯的关注度较高。二是月度数据,指经过进一步审核更正差错的正式统计数据,每月21日左右公布。三是“年鉴”,指以上一年度的海关统计正式数据为基础编制的系列报表,年鉴公布后对上年度数据不再更正。每年信息发布的具体时间可以参考海关总署官网发布的《中国海关统计数据公布时间表》。

表 2：2022 年海关统计数据公布时间表

2022年中国海关统计数据公布时间表

时间	快讯	月刊	在线查询数据	年鉴
1月	14日 星期五	18日 星期二	20日 星期四	
2月	-	-	-	
3月	7日 星期一	18日 星期五	20日 星期日	
4月	13日 星期三	18日 星期一	20日 星期三	
5月	9日 星期一	18日 星期三	20日 星期五	
6月	9日 星期四	18日 星期六	20日 星期一	
7月	13日 星期三	18日 星期一	20日 星期三	
8月	7日 星期日	18日 星期四	20日 星期六	
9月	7日 星期三	18日 星期日	20日 星期二	30日 星期五
10月	14日 星期五	18日 星期二	20日 星期四	
11月	7日 星期一	18日 星期五	20日 星期日	
12月	7日 星期三	18日 星期日	20日 星期二	

资料来源：海关总署，信达证券研发中心

二、出口数据的特征

2.1 出口总量分析

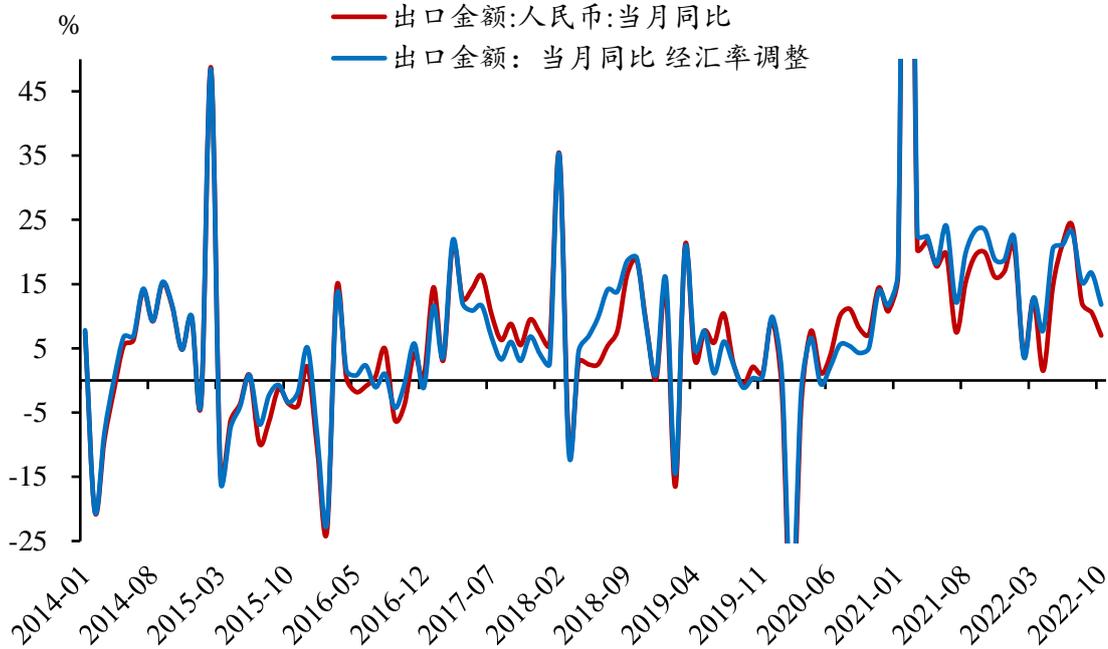
目前在全球贸易中，美元是最通用的计价货币，根据国际资金清算系统的统计，2022年1月在国际贸易中以美元结算的比例为87%，其次是欧元占比6%，美元占有着绝对的主导地位。在2014年以前，我国主要公布美元计价的进出口数据，人民币计价仅有年度数据。但自2014年开始，统计部门为了使之与国内其他经济数据更好地衔接，也开始公布了以人民币计价进出口的月度数据。

具体操作上，海关按照企业申报进出口时所适用的汇率，逐单折算成以人民币计价的金额和以美元计价的金额，以人民币向海关申报的，要折算出统计美元值；以美元向海关申报的，要折算出统计人民币值；以欧元等其他货币向海关申报的，则要分别折算出统计人民币值和统计美元值。

在当前浮动汇率的背景下，美元和人民币计价的贸易额增速经常出现差异。当人民币相较上年同期升值时，等量美元计价出口额折算成人民币后，出库金额会相应减少，导致人民币计价出口额增速低于美元计价出口额增速，反之亦然。举个例子，2021年6月美元计价出口增速为31.7%，人民币计价为19.7%，彼时人民币处于较为强势的升值通道；而2022年9月美元计价出口增速为5.7%，人民币计价10.6%，同期人民币出现幅度较大的贬值。总而言之，两种计价方式下出口增速的背离来源于汇率的高波动。

我们也能够用公式将美元和人民币计价的出口进行换算：“美元计价的出口同比+上个月美元兑人民币平均汇率的同比，约等于人民币计价的出口同比”。用 2014 年至今的美国出口同比数据加上前月的美元兑人民币的平均汇率同比，可以良好拟合人民币计价的出口同比。

图 1：使用美元计价的出口同比+汇率的同比可以良好拟合人民币计价的出口同比

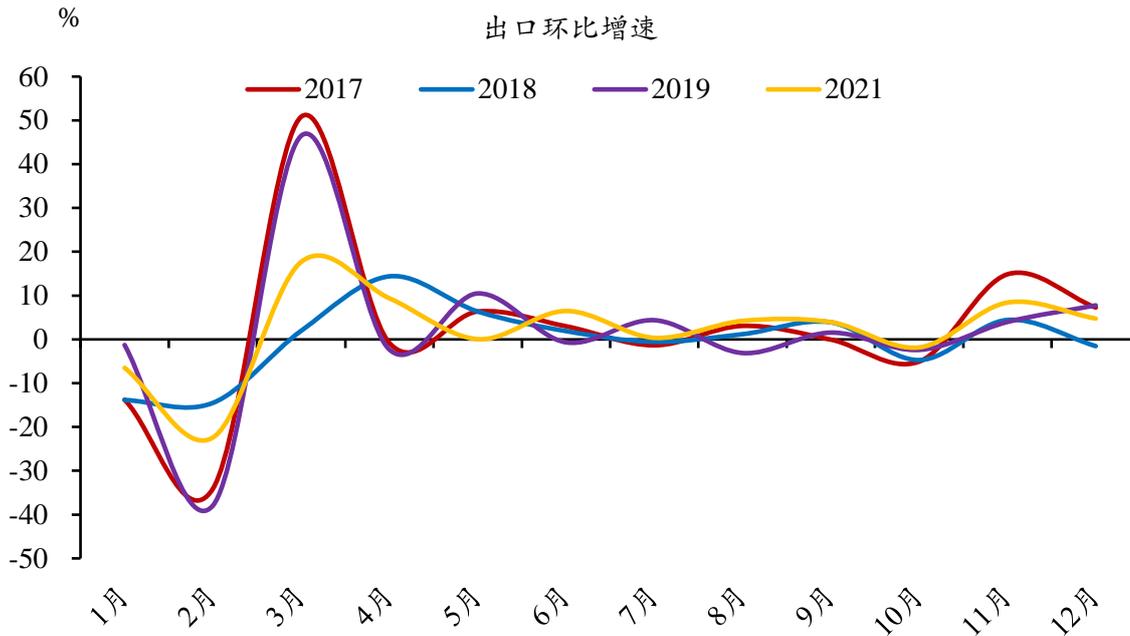


资料来源：万得，信达证券研发中心

用美元计价，具有国际可比性，且可以反映国际贸易带来的外汇收支情况；而用人民币计价，则能在考虑汇率波动的基础上，观察出口对于国内经济与企业盈利的直接影响。鉴于目前以美元计价成交和以美元向海关申报的报关记录占比较高，汇总结果受汇率因素的影响最小，相对来说可以更加客观地反映我国与外部经济的联系规模，市场对于美元计价的出口数据关注度更高。后文如果不做特别说明，均采用美元计价的出口数据。

长期来看，我国的出口金额存在着较为显著的季节性特征。一般而言，每年一季度的出口均为全年最低，而第四季度则为全年出口的高峰。1-2 月在春节效应的影响下，出口金额往往大幅下降。而 3 月份由于 2 月的低基数，环比呈现出较高增速。10 月份中国出口环比普遍为负值，主要是因为国内国庆假期，出货量相应减少。11 月、12 月海外迎来万圣节、圣诞节等传统节日，西方经济体进入节日购物旺季，拉动我国出口环比显著上行。由于运输时间、供应链、库存等因素，海外商家有时会选择提前备货，这也可能会对 9、10 月的出口表现造成影响。

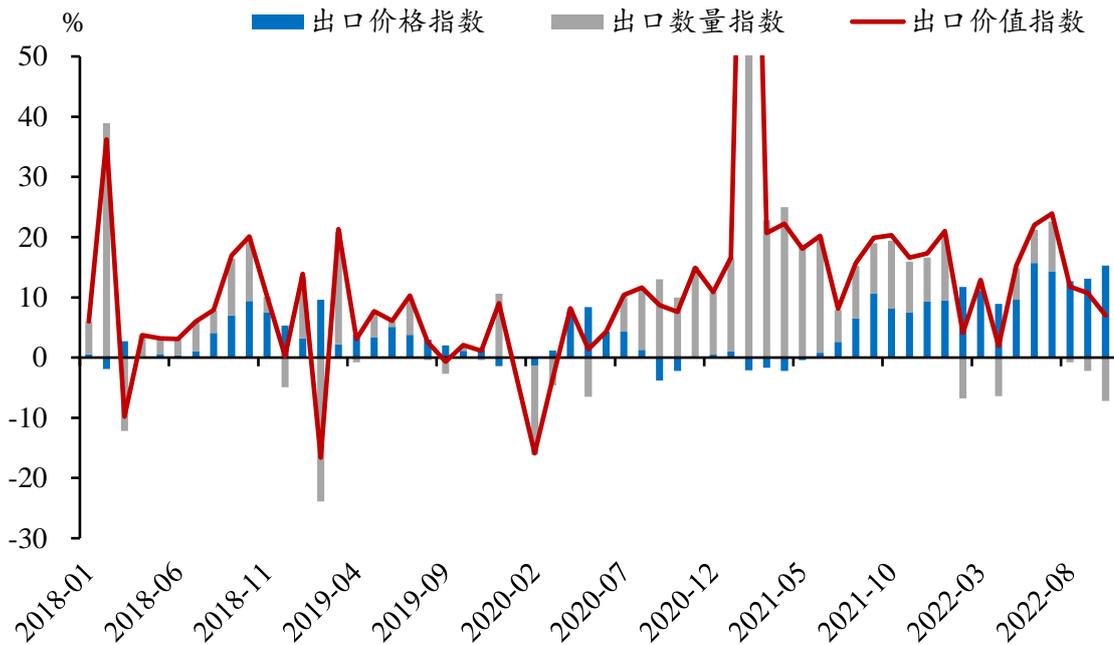
图 2：我国的出口金额存在着较为显著的季节性特征



资料来源：万得，信达证券研发中心

在观察出口同比数据时，需要注意春节错位的因素。例如 2014、2017 年春节出现在 1 月，而 2015、2018 年春节出现在 2 月中下旬，导致这两年 2 月份的出口增速特别高，2015 年、2018 年 2 月出口同比增速均超过了 40%。其背后是企业在节前加速生产，“抢时出口”。因此我们在分析出口同比数据时，通常会采用 1-2 月的累计同比增速，在一定程度上消除春节错位造成的问题。

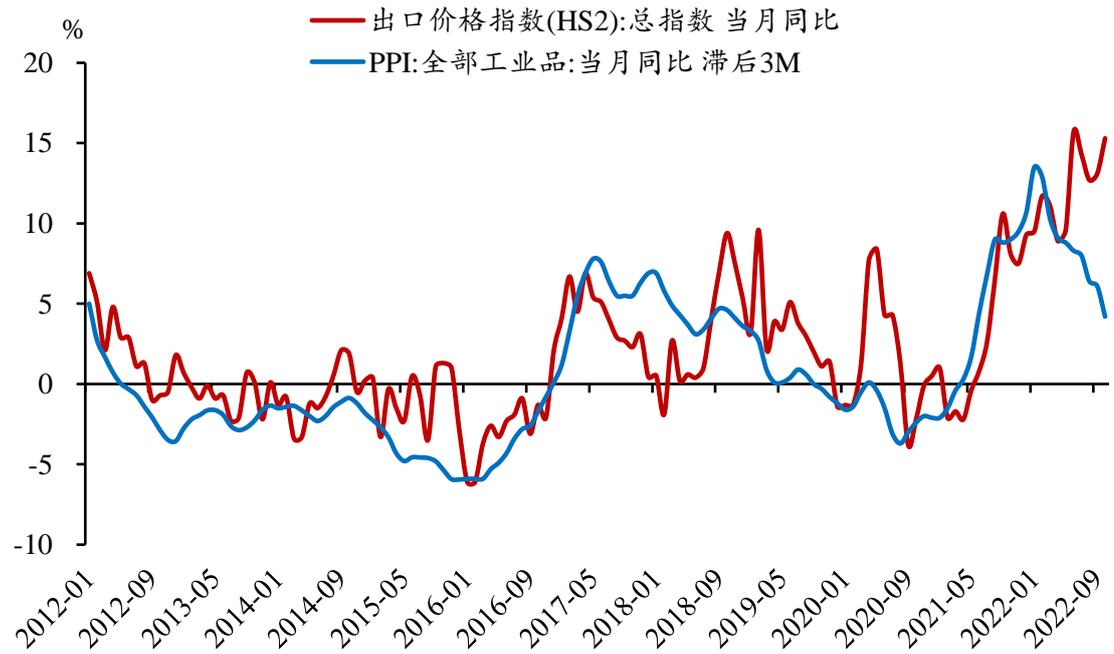
此外，出口作为名义变量，价格变化对于出口有着不可忽视的影响。对出口进行量价拆分有利于更深入地理解其真实状况，为此我们需要借助海关总署发布的“对外贸易指数”。对外贸易指数包括价值指数、价格指数、数量指数三类。价值指数衡量出口金额的变化幅度，价格指数、数量指数分别衡量单位商品的价格、出口商品数量的变化。三类指数均以上年同期=100 为单位，使用方法上，我们一般用(指数-100)得到出口价值、价格、数量的同比变化。而价值同比增速等于数量同比+价格同比，由此将出口金额的变动拆分为量和价两部分。特别需要注意的是，对外贸易指数是以人民币计价的出口作为标准口径，如果要计算以美元计价的出口价格，还可以结合前文内容，得出“美元出口价格同比=人民币出口价格同比-汇率同比变动”。回顾历史，出口价格与出口数量的变动方向在大部分时间是相同的，但也曾偶尔出现背离。典型的有 2021 年一季度出口数量对出口金额正贡献，而出口价格形成拖累；2022 年三季度出口价格为支撑项，而出口数量同比为负。

图 3：出口量价拆分


资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：对外贸易指数是以人民币计价的出口作为标准口径。

出口价格的变化幅度与国内 PPI 高度相关，且 PPI 增速领先出口价格增速一个季度。有一个例外是 2022 年三季度，两者走势差异较大，国内 PPI 同比增速进入下行区间，出口价格指数却仍保持在较高水平，展现出较强的韧性。一是因为同期海外通胀仍居高不下，海外定价的产品，如部分金属、化工品价格维持在高位；二是欧洲国家能源价格高企，我国制造业的稳定性和成本优势凸显，使得出口商具备了更强的议价能力。然而，美欧央行快速加息对于外需的压制已经开始显现，8 月起出口数量已转为负增长，预计未来出口价格难以进一步对出口金额形成支撑，出口价格大概率向 PPI 同比靠拢。

图 4：PPI 增速领先出口价格增速一个季度


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 出口商品的结构

研究出口时，理解出口商品的结构十分关键。具体地，我们需要找出哪些货物在出口中占比较高，以及这些商品展现出怎样的变动趋势。

我国海关对于出口货物主要有 HS 分类、SITC 分类、BEC 分类和国民经济行业分类等四种分类方式。其中，HS（协调制度）分类使用频率较高，且国际上通用。国际通行的 HS 采用六位数编码，把全部国际贸易商品分为 22 类，98 章。章以下再分为目和子目。商品编码第一、二位数码代表“章”，第三、四位数码代表“目”（Heading），第五、六位数码代表“子目”（Subheading）。我国 HS 采用 8 位或 10 位，后几位属于我国专用的 HS 编码，用于确定具体商品。比如，“85171300”对应“手机”这一商品。2022 年全目录计有 99 章、8939 个八位数商品编号。

表 3：按照 HS 分类的 2021 年出口分类占比

按类划分	占比	按章划分	占比
第十六类 机器、机械器具、电气设备及其零件	43.00%	85章 电机、电气设备及其零件	26.72%
		84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	16.28%
第十一类 纺织原料及纺织制品	9.06%	61章 针织或钩编的服装及衣着附件	2.57%
		62章 非针织或非钩编的服装及衣着附件	2.08%
第二十类 杂项制品	7.87%	94章 家具；寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似的填充制品	4.15%
		95章 玩具、游戏品、运动用品及其零件、附件	3.03%
第十五类 贱金属及其制品	7.86%	73章 钢铁制品	2.84%
		72章 钢铁	1.99%
第六类 化学工业及其相关工业的产品	6.35%	29章 有机化学品	2.45%
		30章 药品	1.15%
第十七类 车辆、航空器、船舶及有关运输设备	5.17%	87章 车辆及其零件、附件，但铁道及电车道车辆除外	3.57%
		86章 铁道及电车道机车、车辆及其零件	0.78%
第七类 塑料及其制品；橡胶及其制品	4.82%	39章 塑料及其制品	3.90%
		40章 橡胶及其制品	0.93%
第十八类 光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器及设备	3.11%	90章 光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器	2.90%
		91章 钟表及其零件	0.14%
第十二类 鞋、帽、伞、杖、鞭及其零件；已加工的羽毛及其制品	2.18%	64章 鞋靴、护腿和类似品及其零件	1.54%
		67章 已加工羽毛、羽绒及其制品；人造花；人造制品	0.39%
第十三类 石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品	2.04%	69章 陶瓷产品	0.91%
		70章 玻璃及其制品	0.71%

资料来源：海关总署，信达证券研发中心

由于出口商品种类繁多，在分析结构时我们一般聚焦于商品的类、章。海关总署每个月发布的月报中公布类章划分的商品出口信息。比如第一类活动物；动物产品，以及该类下的活动物、肉及食用杂碎等 5 个章。根据这样的分类方式，我们计算了每种商品在出口中的占比。占比排名前三的分别是：

- 1) 机器、机械器具、电气设备及其零件。代表产品为手机、存储器集成电路、笔记本电脑、处理器集成电路、太阳能电池等。
- 2) 纺织原料及纺织制品。代表产品为化纤套头衫、开襟衫等。
- 3) 杂项制品。代表产品为电灯及照明装置，玩具及模型，金属家具等。

另外，按章划分下，光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备的占比也较高，其代表产品为液

晶显示板、按摩器具、太阳镜等产品。

除了按照 HS 编码分类之外，中国海关总署还公布“重点商品”的量值表。与 HS 分类标准相比，“重点商品”虽然不够全面，但胜在更加直观，且随每个月的快讯一起公布，时效性更强。因此市场对于“重点商品”有着较高的关注度，通过“重点商品”数据来判断出口的结构性变化。目前，海关总署的重点商品包括 28 种，可以将它们分为农产品、中间品和资源品、消费品。

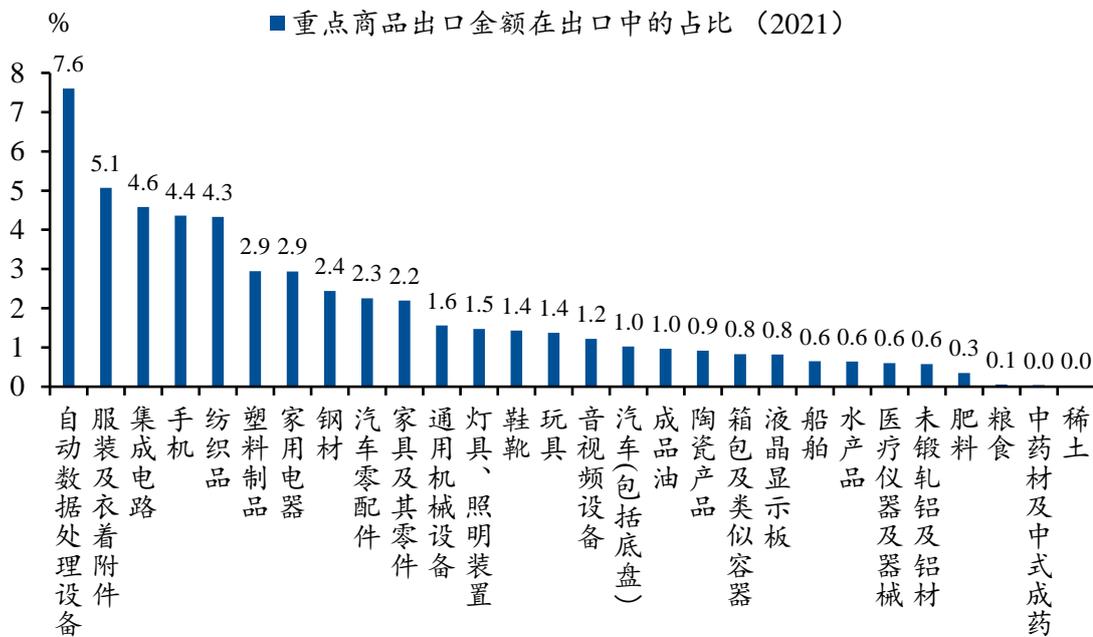
1) 农产品：水产品、粮食；

3) 资本品和中间品：成品油、稀土、中药材、肥料、塑料制品、钢材、铝材、通用机械设备、集成电路、船舶、液晶显示板、医疗仪器等；

3) 消费品：箱包、纺织品、服装及衣着附件、鞋靴、陶瓷产品、家具及其零件、玩具、家用电器、手机、自动数据处理设备及其零部件、音视频设备及其零件、汽车及其零配件、灯具照明装置及其零件等。

使用重点商品的出口金额除以总出口金额得到每个商品的占比。2021 年，自动数据处理设备、集成电路、手机、家用电器等机电产品占比名列前茅，纺织品、服装占比也处于较高水平，此外，我国还是钢材的出口大国。

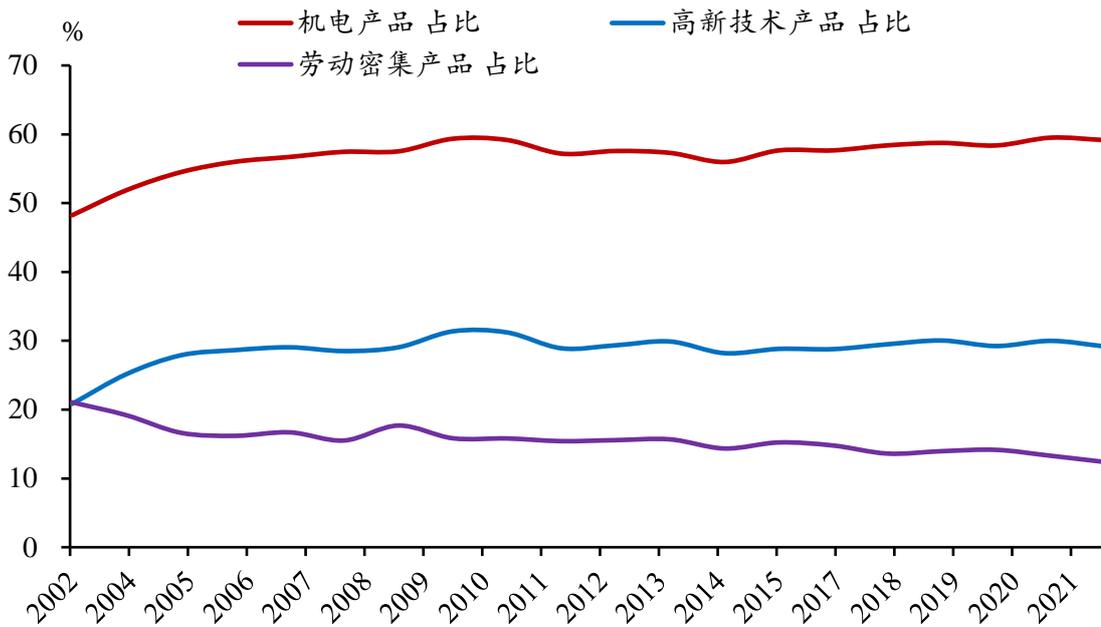
图 5：重点商品出口金额在出口中的占比



资料来源：海关总署，信达证券研发中心

长期来看，中国出口产品结构持续优化，由劳动密集型为主变为以高新技术产品为主。在 2003 年以前，劳动密集型产品（纺织品、服饰、帽类及玩具等）占比较高。伴随国内制造业不断升级，我国的高新技术产品出占比快速上升，并于 2003 年超过劳动密集型产品，2009 年后围绕 30% 上下小幅波动。而劳动密集型产品占比持续下降，近 20 年间从 20% 下滑至 12% 左右。

图 6：我国的高新技术产品出口占比较高，劳动密集型产品占比持续下降

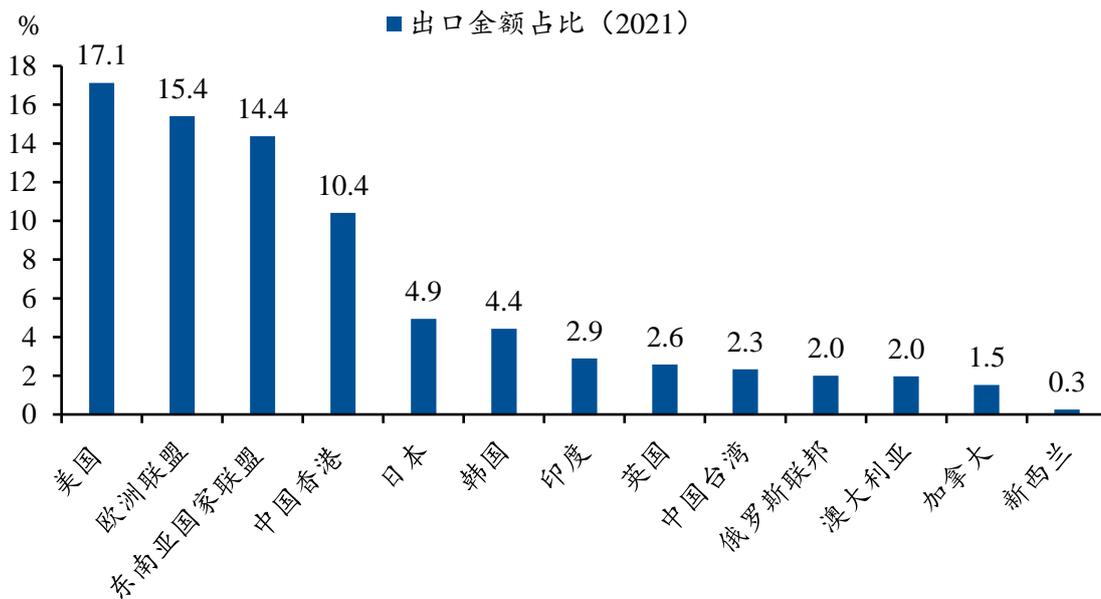


资料来源：万得，海关总署，信达证券研发中心

2.3 出口目的地的结构

根据关统计月报编制说明，出口货物统计最终目的国（地区）。最终目的国指出口货物已知的消费、使用或进一步加工制造的国家。当最终目的国不能确定时，按货物出口时尽可能预知的最后运往国进行统计。比如中国将货物直接出口到美国，而不需要第三国转运，则美国就是最终目的地国；如果中国将货物先出口到香港进行中转，然后再出口至美国，则最终目的地国仍然是美国，而非香港。

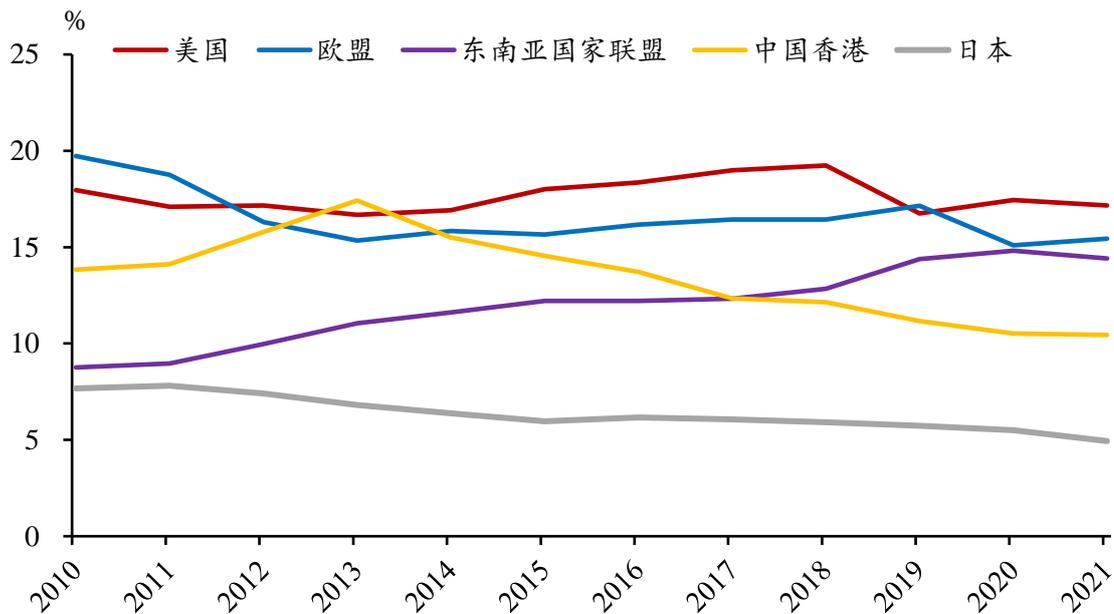
2021年，在我国的所有贸易伙伴中，我国对美国、欧盟、东盟、中国香港、日本的出口金额比重较大，5个出口目的地的占比之和达到了62.3%。这些经济体的需求强弱能够直接影响我国出口的表现。

图 7：对各贸易伙伴的出口金额占比


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

动态来看，我国前五大贸易伙伴的出口比重整体较为平稳，但我们也能观察到一些趋势性的变化。一是我国对东盟出口的比重在过去的 10 年间持续上升，截至近两年已与欧盟相当，2010 年中国-东盟自贸区全面建成，以及“一带一路”建设带动了基础设施互联互通等，双边经贸联系日益密切。二是中国对香港出口的比重自从 2014 年以来持续下滑，我们推测这与内地多个自贸区成立，削弱了香港的转口贸易优势有关。三是受到中美贸易摩擦的冲击，导致 2019 年对美国出口的比重下了一个台阶，2020 年该比重有所反弹，但距离 2018 年水平仍有较大差距。四是欧盟的占比在 2020 年出现了显著的下滑，这主要是因为 2020 年 1 月 30 日欧盟正式批准英国脱欧，中国海关从 2020 年 2 月开始在“欧盟”的出口数据中剔除了英国。

图 8：我国对主要贸易伙伴的出口占比变化



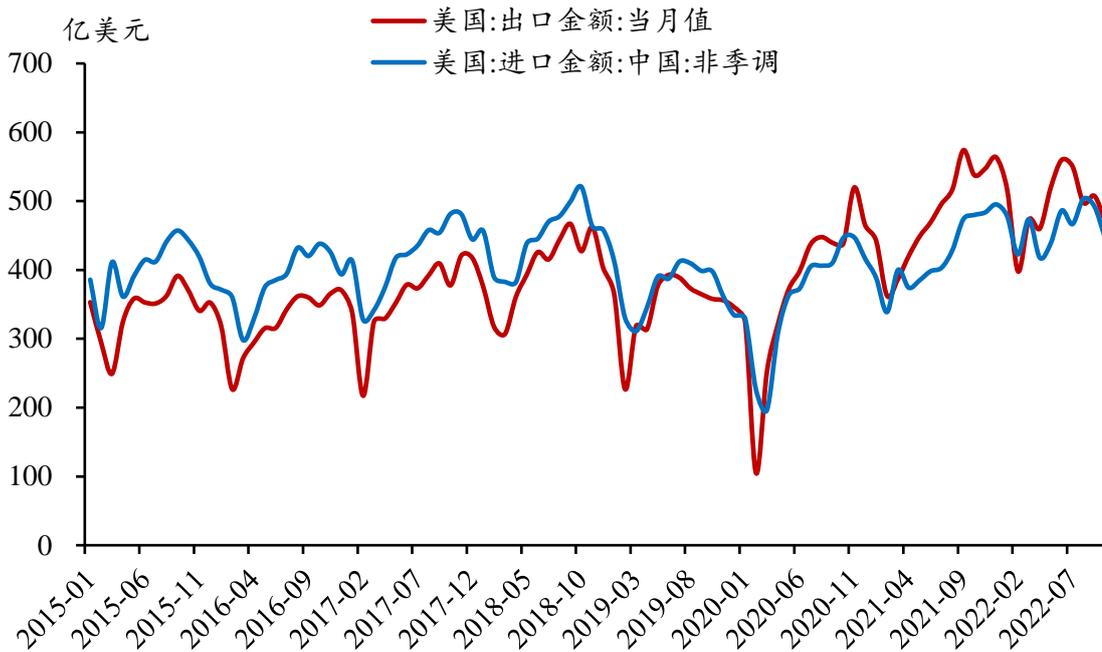
资料来源：万得，信达证券研发中心

需要补充的是，在研究出口目的地时，有一个令人疑惑的问题，我国对某个国家的出口，经常不等于该国家统计的从我国进口。该问题在中美贸易之中尤其突出，我们认为主要有三点原因：

一是转口贸易的存在。前文我们提到出口货物统计的是最终目的国，但在实际操作过程中，对于最终目的地和原产地的认定可能出现偏差。比如中国出口一批货物，通过香港转口，最终到达美国。中方可能在统计时无法确定最终目的地，从而将出口计为中国香港，而美方在接受到货物后将进口计为中国大陆。由此导致美国进口金额大于我国对美出口。

二是计价标准有所不同。中国对美出口以离岸价计算 (FOB)，不包含运输费、保险费等费用，美国对华进口用的是到岸价 (CIF)。到岸价相较于离岸价更高，尤其是在国际运费较高的时间段。

三是 2018 年美国对中国部分产品加征关税之后，可能存在美国进口商为了规避美国关税而少报中国进口商品价值的现象。这也可以解释为什么 2019 年之后，中国对美出口与美国从中国进口两者的轧差由负转正。

图 9：我国对美国的出口经常不等于美国统计的从我国进口


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、研判出口的三个关键效应

出口的影响因素较为复杂，且波动幅度较大，在宏观经济研究中属于难度较高的一部分。本文提出了一个“类杜邦”的分解思路，将出口的增长动力拆分为三大效应：总量效应、结构效应、替代效应。

具体而言，我们的拆解公式如下：

图 10：出口三大效应的拆解公式

$$\begin{aligned}
 & \text{出口金额} = \text{世界出口金额} \times \frac{\text{中国出口金额}}{\text{世界出口金额}} \\
 & = \underbrace{\text{世界出口金额}}_{\text{总量效应}} \times \underbrace{\frac{\text{制造业国家出口金额}}{\text{世界出口金额}}}_{\text{结构效应}} \times \underbrace{\frac{\text{中国出口金额}}{\text{制造业国家出口金额}}}_{\text{替代效应}}
 \end{aligned}$$

↑
出口份额

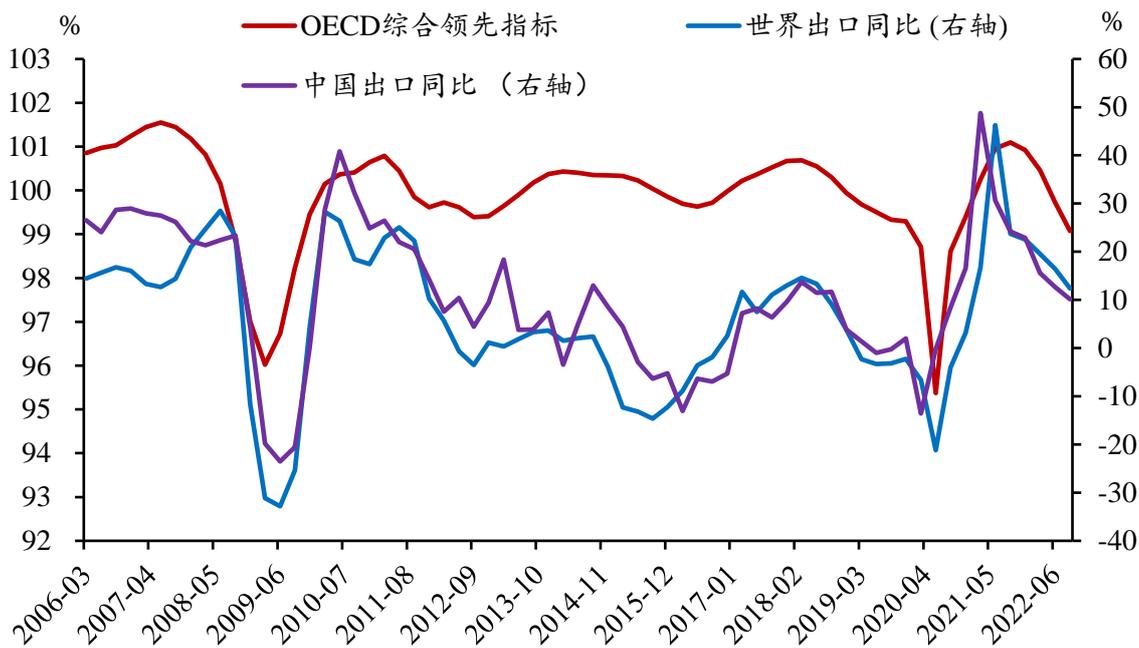
资料来源：信达证券研发中心

3.1 效应一：总量效应

总量效应即是世界所有经济体的出口金额加总，而世界出口金额又等于世界进口金额，因此总量效应可以理解为全球经济体对进口的需求从总量层面直接对我国的外需以及出口表现的影响。

OECD 领先指数、摩根大通全球综合 PMI 指数等指标可以较好地衡量世界经济的景气程度，从而反映外需的变化。从数据看，2006 年以来 OECD 领先指数与世界出口的增速有着较为明显的同步关系。由于全球经济的周期性波动也会对我国出口的需求形成冲击，在全球经济向好，海外经济繁荣时，我国出口往往能有不错的表现；而全球经济低迷时，出口面临较大的下行压力。

图 11：OECD 领先指数与世界出口的增速有着较为明显的同步关系



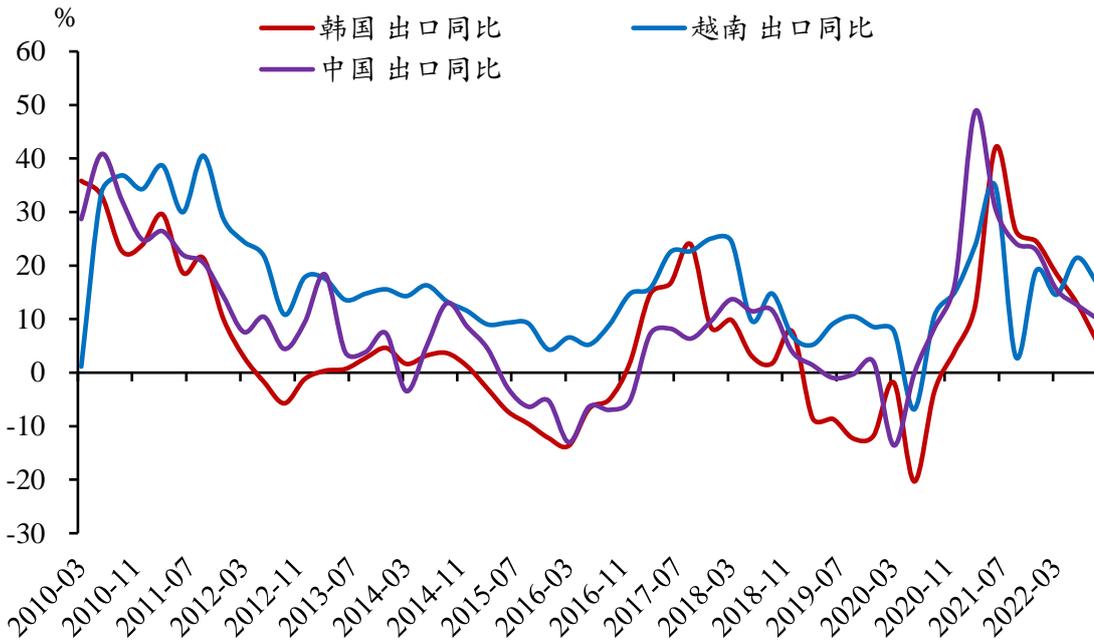
资料来源：万得，WTO，信达证券研发中心

每个季度或年末多个国际组织会发布对未来数年全球贸易展望，例如 WTO 最新预测，随着主要经济体出于不同原因增长放缓，进口需求预计将减弱，2023 年全球出口增速为 1%。这类预测是判断我国出口总量效应的重要坐标。

3.2 效应二：结构效应

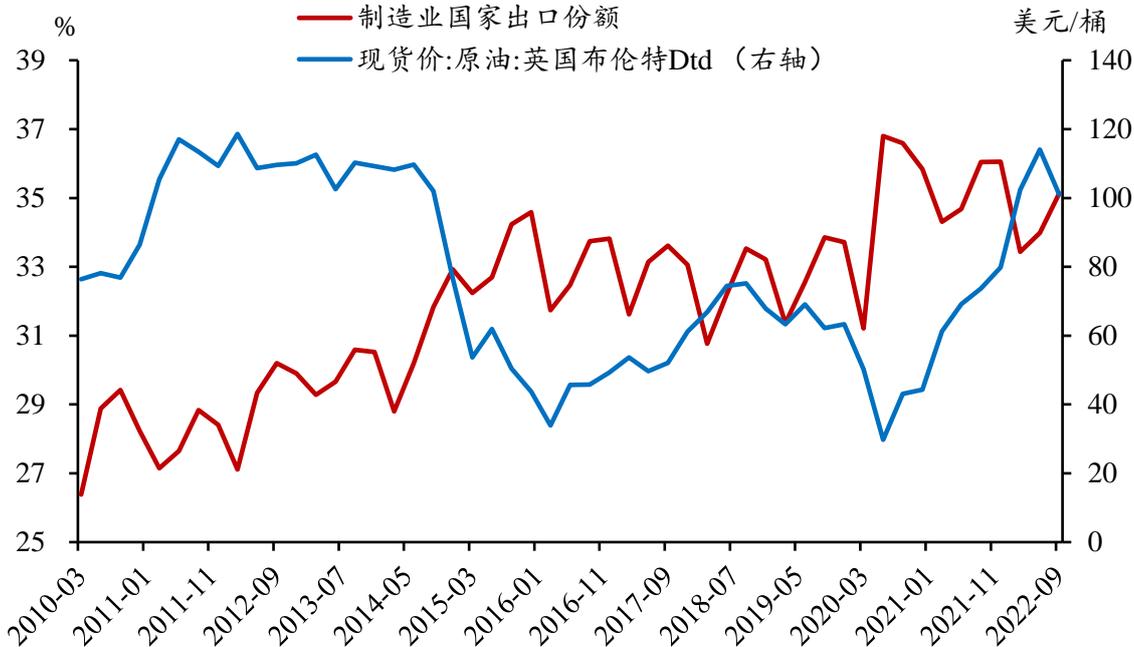
全球经济体进口需求引发的总量效应之外，海外进口需求的结构也是影响我国出口增速的关键因素。只有当我国出口的产品结构与外需相匹配时，我国出口才能产生有效需求。例如，我国的出口优势在于机电产品和纺织品，而原油并不是我国主要的出口产品。在外需总量不变的情况下，外需由原油转移至机电产品或是纺织品，能够对我国出口形成重要拉动。

从产品结构角度来看，国际上有多个经济体与中国存在共性，我们将这些经济体归类于制成品生产国。制成品生产国主要包含了中国、中国香港、中国台湾、韩国、印度、越南等 15 个经济体。历史数据显示，制成品生产国的出口表现具有一定的一致性。

图 12：制造品生产国的出口表现具有一定的一致性


资料来源: WTO, 信达证券研发中心

而与制成品生产国相对的有产油国（主要石油出口国），包括沙特、俄罗斯、伊朗、委内瑞拉、尼日利亚等 20 个经济体。以中国和沙特举例，出口结构上，2019 年中国燃料和矿产品出口占比仅为 3.1%，农产品出口占比为 3.3%，制成品出口占比为 92.9%。反观沙特，燃料和矿产品出口占比为 78.6%，农产品出口占比为 1.5%，制成品出口占比为 18.7%。出口结构上的差异决定了两类国家的出口份额的走势有所不同，其中一个核心影响因素便是油价的剧烈波动。

图 13：制造业国家出口份额与原油价格呈现反向变动


资料来源: WTO, 信达证券研发中心

回到我们的分解公式中，我们用制造业国家出口与世界出口比值的变动，也就是制造业国家出口份额的变动来衡量结构效应。其原因就在于制成品生产国的出口结构存在相似性，外需结构发生变化，制造业国家的出口会呈现共性的上升或下降。2021年制造业国家出口份额在35%左右。

3.3 效应三：替代效应

与前述的总量效应和结构效应侧重于需求端不同，替代效应着眼于出口的供给端。对于同质性商品，保持外需总量与需求结构不发生改变的基础上，商品的出口可以由我国来提供，也可以由其他国家提供，那么国家之间的出口就会互相产生替代。我国出口在制造业国家出口中的占比可以较好地反应替代效应的逻辑。2021年，我国出口在制造业国家中的占比约为45%。

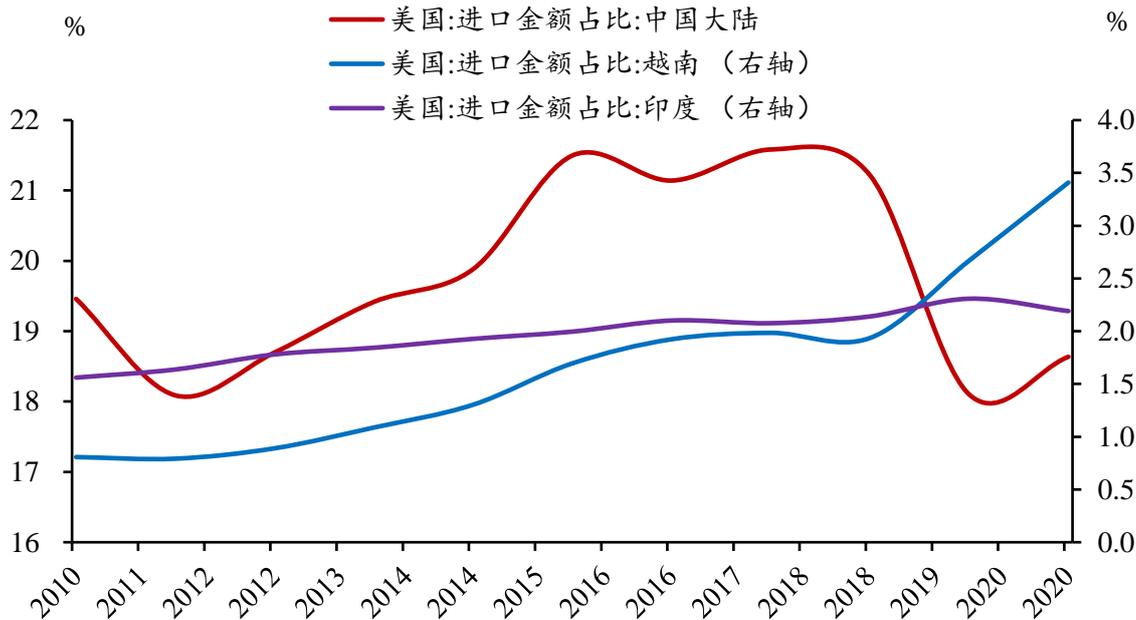
图 14：中国出口在制造业国家出口中的占比



资料来源: WTO, 信达证券研发中心

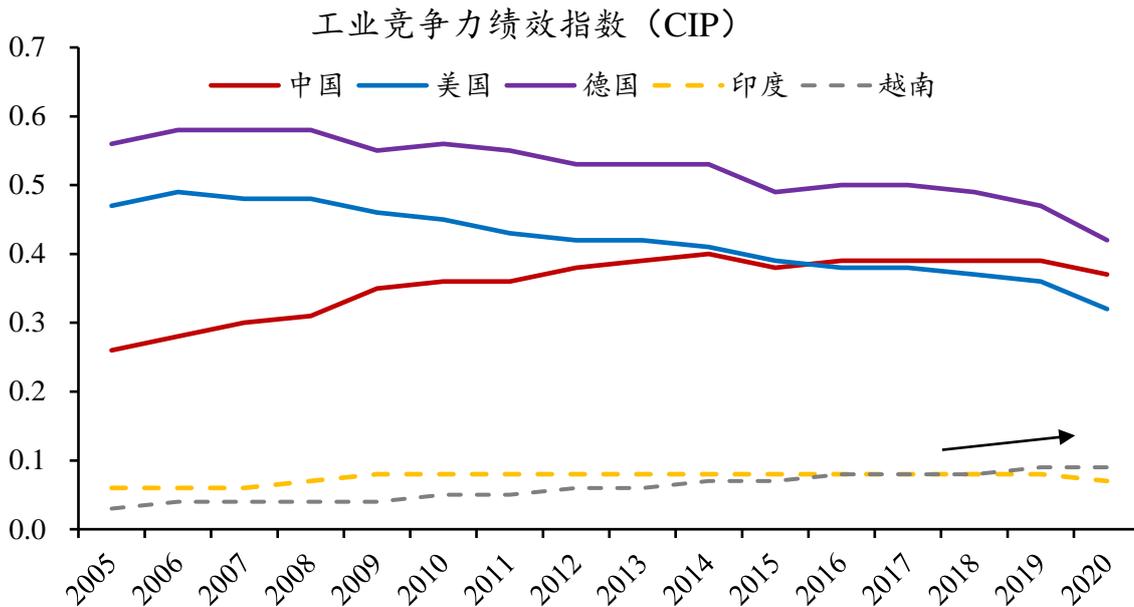
我国与东南亚国家货物贸易出口份额呈现较显著的替代效应，主要构成出口替代关系的商品包括纺织服装和机电产品。从美国的进口的占比中我们可以一窥出口替代的端倪。2018年之后，美国自越南、印度的进口呈现出上升趋势，尤其是从越南的进口大幅上升，而自中国的出口占比在贸易争端的冲击下显著下滑。

图 15：2018 年之后，美国自越南、印度的进口呈现出上升趋势



资料来源：万得，信达证券研发中心

短期来看，我国出口被替代的风险有限。一是作为世界工厂，我国的制造业体量较大，2021 年我国制造业增加值在全球占比接近 30%，而东盟五国的占比为 3.2%，与我国存在较大的差距。二是我国制造业品类完备，是世界上唯一拥有所有工业门类制造能力的国家。但另一方面，东南亚对我国出口的替代也是不可忽视的挑战。联合国工业发展组织发布的工业竞争力指数（CIP）对一国的制造业的开发、改进、生产和出口工业产品能力作出全面评估，是反映各国制造业竞争力的测度指标。我国 CIP 指数 2016 年后稳居世界第二，但 CIP 的绝对值没有继续增长，反而在 2020 年出现下滑。作为对照的是印度、越南，这两个国家的 CIP 指数长期处于上升通道。这意味着我国需要加快“补短板”与“产业升级”，以巩固制造业的优势地位。

图 16：各国工业竞争力绩效指数变化


资料来源：联合国工业发展组织，信达证券研发中心

长期来看，出口替代背后的原因是多种多样的，比如劳动力成本增加导致产业不具备比较优势、政治的不确定性因素、全球产业链布局等。由于该话题涉及内容较多，本文不展开深入讨论。

3.4 三大效应的变化趋势

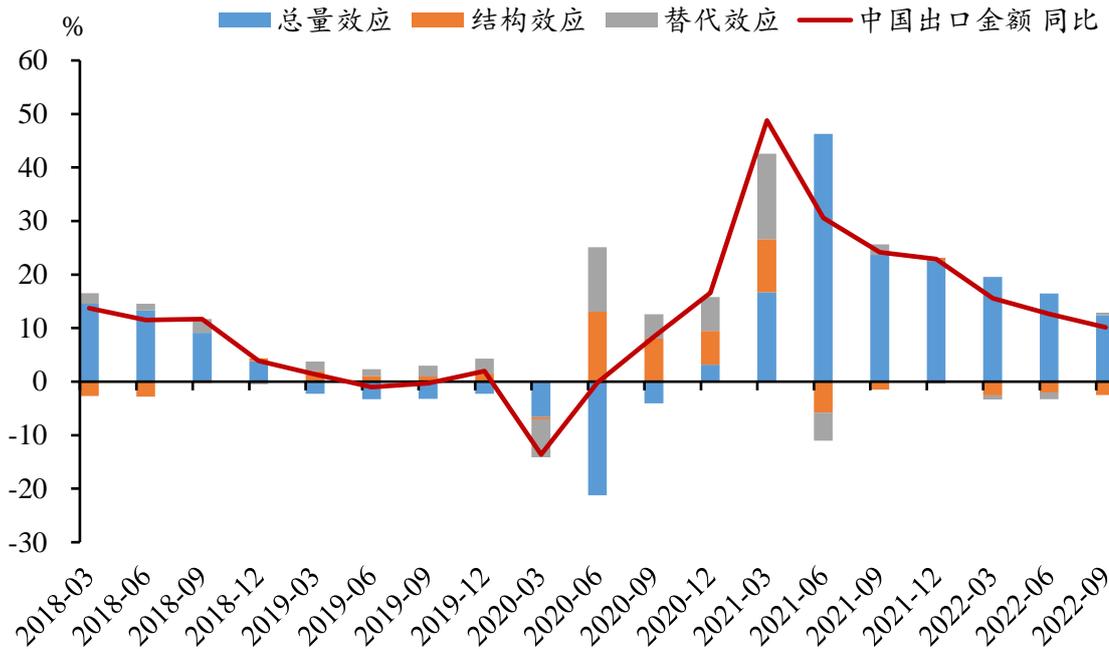
从三大效应出发，我们对出口增速进行了拆解。2020 年疫情爆发以来，我国的出口表现可以分为四个阶段。

第一阶段，2020 年二季度-三季度。疫情爆发之后，全球生产与需求均受到严重冲击，对应总量效应对出口形成大幅的负向拖累。而同时期疫情影响下抗疫物资需求，“宅经济”带动下的机电设备需求迸发，与我国出口结构相契合，再加上中国执行有效的防疫政策，生产率先恢复，因此结构效应与替代效应均对我国出口形成显著的正贡献。

第二阶段，2020 年四季度-2021 年一季度。受益于欧美的宽松财政货币政策刺激，发达国家释放出强劲的消费能力，总量效应由负转正。但发达国家国内供应链仍受到疫情阻碍，主要向海外溢出需求，我国出口的结构效应与替代效应得以延续。

第三阶段，2021 年二季度-2021 年四季度。各国逐渐适应与疫情共生，推进复工复产，出口的总量效应表现强劲。同时发达国家的“宅经济”需求转化为出行需求，原油价格回升，导致结构效应弱化。此外，二季度东南亚出现疫情反扑，延缓了中国出口市场份额回落的压力，此阶段替代效应对出口仍为正贡献。

第四阶段，2022 年一季度至今。俄乌冲突发酵，叠加欧美发达经济体快速采取紧缩货币政策，总量效应对出口的支撑逐季退坡。原油价格进一步上涨，并维持高位震荡，使得结构效应继续滑坡。替代效应方面，2021 年末之后东南亚地区的疫情缓和以及疫苗接种率快速提高，生产趋于稳定。然而，我国在二季度、三季度分别爆发疫情，并引发大规模的封控，致使东南亚国家对我国出口一定程度上形成替代，替代效应为负贡献。

图 17：三大效应拆解


资料来源：万得，信达证券研发中心

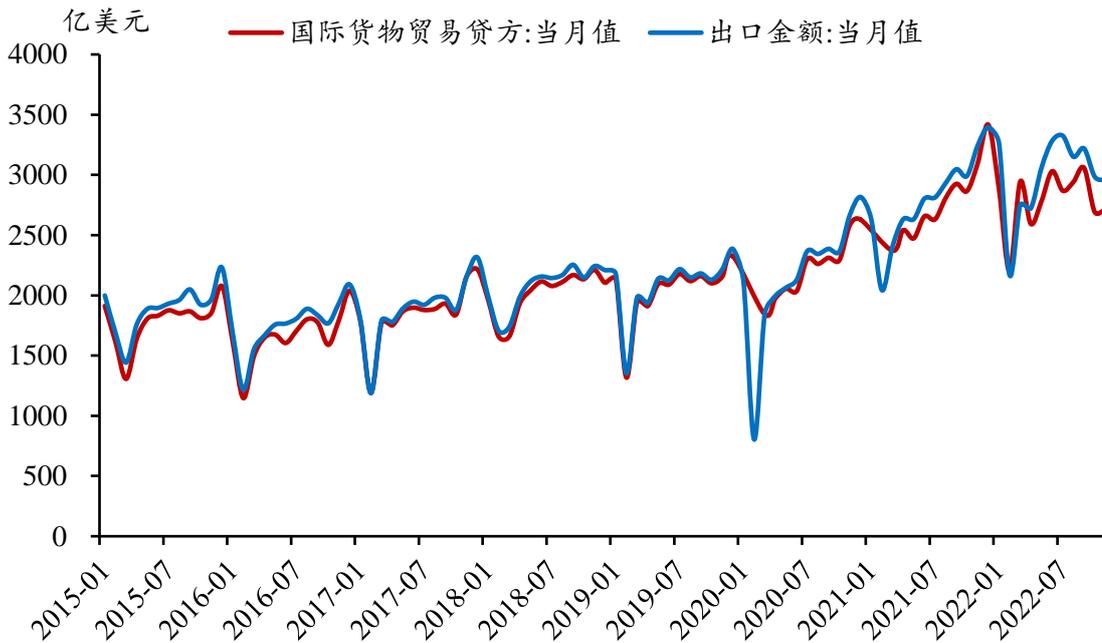
四、出口指标与其他出口数据的关系

除了海关总署公布的出口指标以外，我国还有多个的统计机构对出口进行统计，以满足不同的统计需求。例如，外汇局口径的国际货物和服务贸易数据、国际收支平衡表，以及统计局口径的工业企业出口交货值也经常被用于宏观经济分析中，我们接下来对这些数据的差异进行梳理。

首先是外管局口径的国际货物和服务贸易数据。该指标每月末公布上个月数据，采用的是借贷方的形式，贷方记录货物出口，借方记录货物进口。其统计范围不仅有货物贸易数据，还包含服务贸易数据。

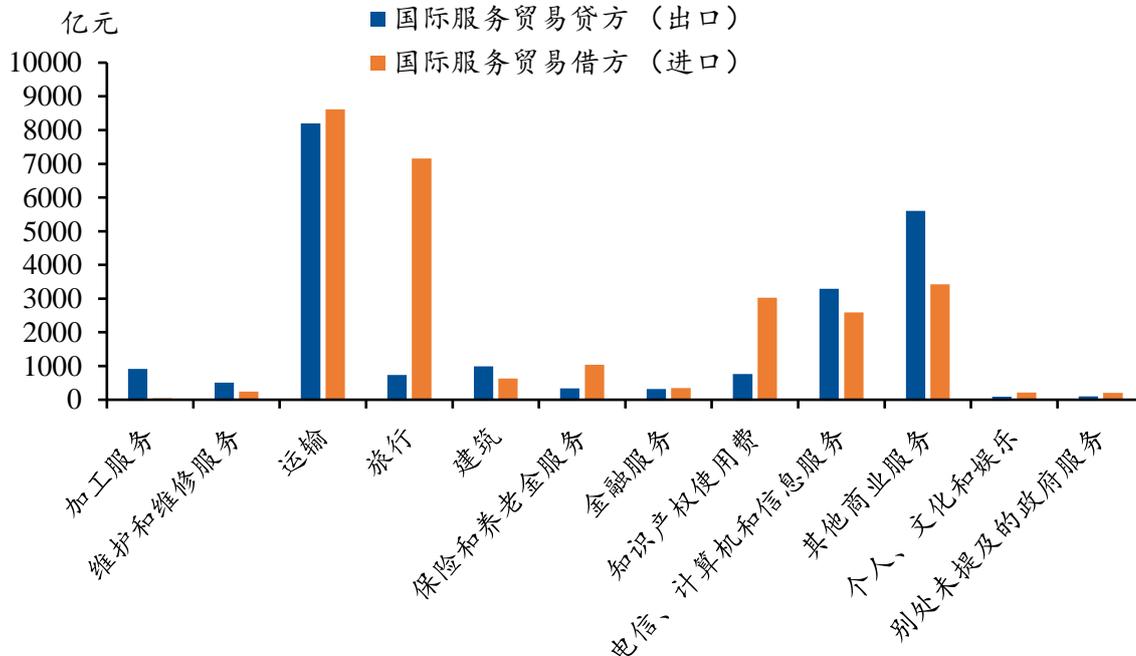
货物贸易数据主要来源于海关进出口统计，但与海关统计存在以下主要区别：1) 海关主要立足对跨越国境货物的统计，以报关单为编制基础，而国际收支统计中的货物贸易立足于居民和非居民之间发生的货物所有权变更的交易，与货物是否跨境没有必然的联系。例如来料加工，进口料件和出口成品的所有权都归属于外商，海关统计为货物贸易，而外管局不纳入货物统计，将加工费纳入服务贸易统计。再例如外管局补充了海关未统计的转手买卖下的货物净出口数据，转手买卖未进入我国关境，但所有权发生变化。2) 计价方面，国际收支统计要求进出口货值均按离岸价格记录，海关出口货值为离岸价格，但进口货值为到岸价格，因此国际收支统计从海关进口货值中调出国际运保费支出，并纳入服务贸易统计。

历史数据显示，海关总署和外管局公布的出口货物贸易数据差距不大。在大部分时间，海关的出口金额要略高于外管局的出口金额。

图 18：海关总署和外管局公布的出口货物贸易数据


资料来源：万得，信达证券研发中心

服务贸易方面，外管局统计 12 个分项。2021 年，运输、其他商业服务（如研发服务，专业和管理咨询服务等）、电信计算机和信息服务在服务出口中占比较大。结合服务进口来看，我国服务贸易持续处于逆差，主要的逆差项为旅行，体现出我国境外旅行、留学的需求较为旺盛。

图 19：外管局统计的服务贸易 12 个分项


资料来源：万得，信达证券研发中心

其次，外管局季度发布的国际收支平衡表与上文描述的货物和服务贸易数据口径是一致的。月度的货物和服务贸

易数据为初步数据，经过调整修订后即会形成国际收支平衡表。

而现价支出法 GDP 核算中货物和服务净出口来自国际收支平衡表经常项目中货物和服务的贷方与借方之差额。两者的历史数据表现出较强的一致性，2018、2019 年有一定的差别，我们推测与 GDP 数据修订有关。

最后是出口交货值。出口交货值属于统计局的工业企业调查数据，每月与工业增加值一起发布。该指标与出口数据主要有三点不同：

一是出口交货值的统计范围为规模以上（现行标准为年主营业务收入为 2000 万及以上）工业企业，不包含规模以下的工业企业，也不包含其他部门生产的用于出口的产品，如农业部门。

二是工业统计的出口产品交货值数据直接来自于生产企业，其产品可以自营出口，或是代理出口，简单地说，代理出口即为把货物卖给外贸类企业。外贸企业可能会将部分产品转为内销，转为内销的产品由于没有“跨境”，并不纳入海关的出口统计。

三是工业企业当期上报的出口交货值，可能在交通、报关等环节中出现时滞，导致产品实际尚未跨境。

整体来看，出口交货值与出口金额同比的变动方向有较强的一致性。但出口交货值相对更为稳定，波动幅度更小。

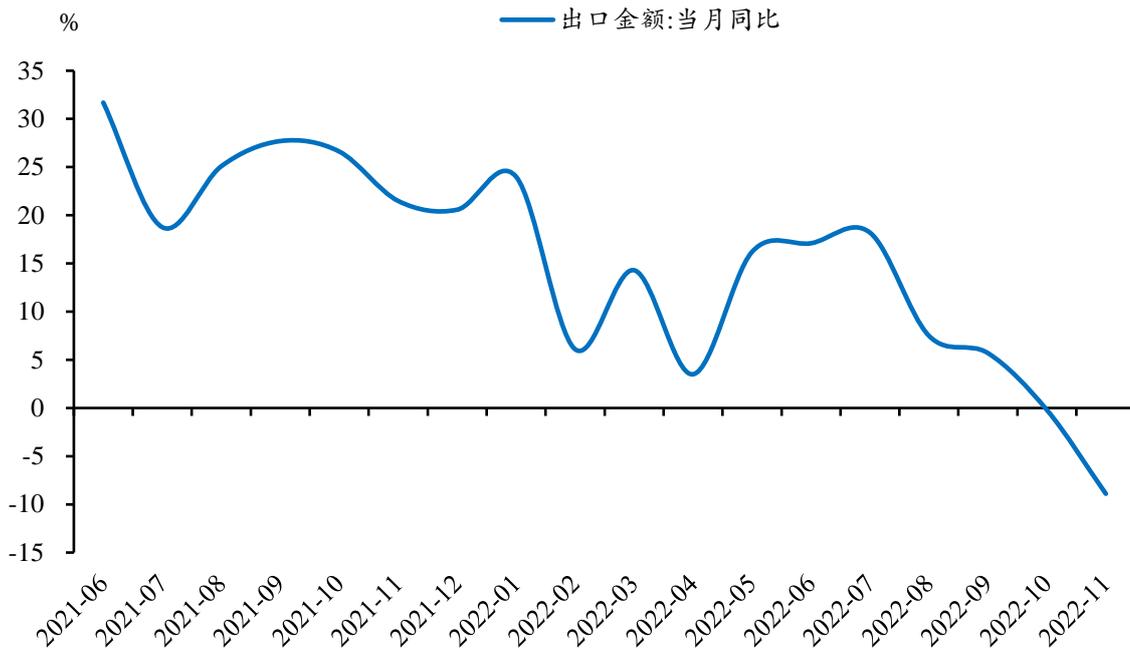
图 20：出口交货值与出口金额同比的变动方向有较强的一致性



资料来源：万得，信达证券研发中心

五、案例分析

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。

图 21：11 月出口同比增速进一步滑落


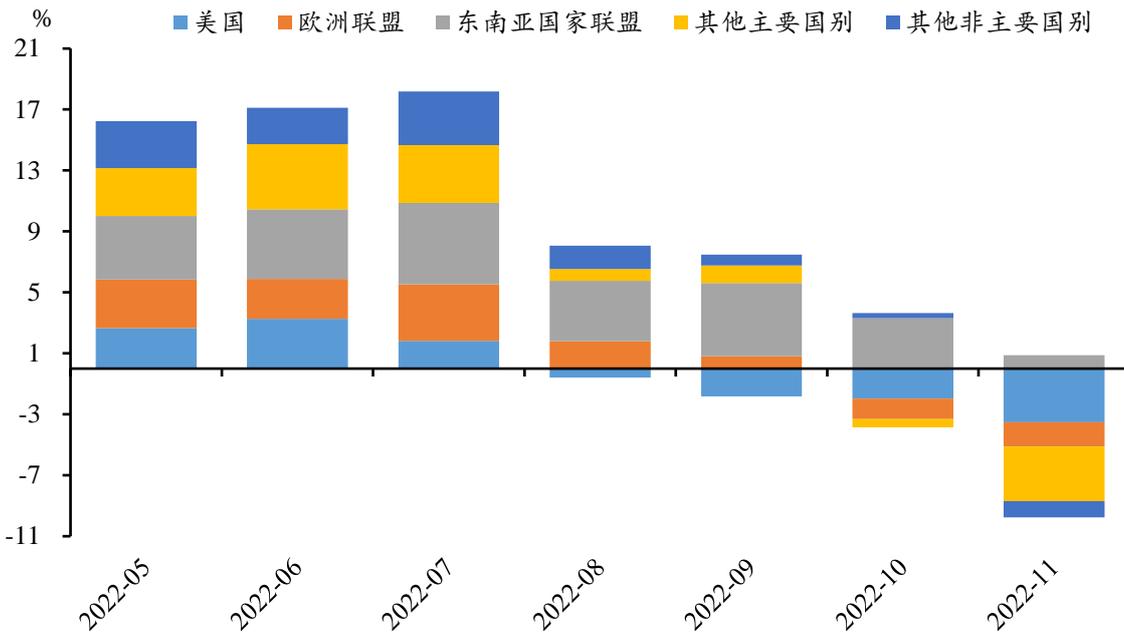
资料来源：万得，信达证券研发中心

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：

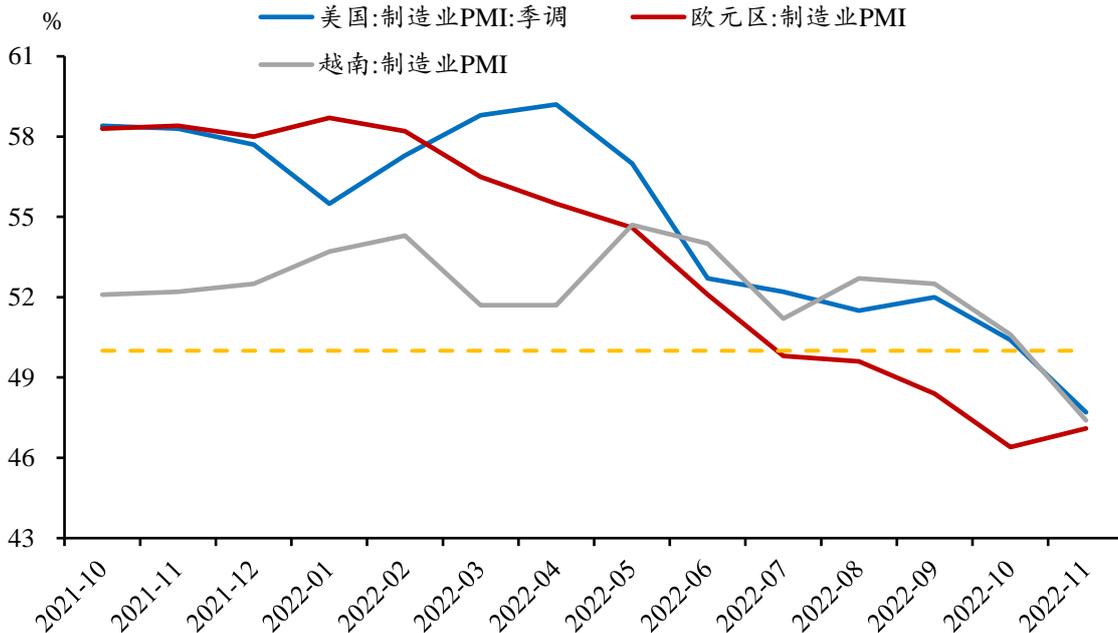
1) 美国制造业落入收缩区间，需求走弱拖累对我国产品的进口。11 月，中国对美国的出口增速已经进一步下滑到 -25.43%，和 10 月的 -12.56% 相比，11 月降幅翻倍。1) 从终端消费者需求来看，美国红皮书商业零售周同比的中枢比 10 月份进一步下降。而随着美国国内耐用品消费的减弱，由耐用品生产需求带来的机电类产品出口增速正在回落。2) 从制造业市场需求来看，11 月美国制造业 PMI 录得 47.7%，开始跌落收缩区间；ISM 的制造业新订单 PMI 也已经连续三个月处于收缩区间，11 月读数为 47.2%。制造业 PMI 落入收缩区间，需求走弱拖累对我国产品的进口。

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 22：外需整体下滑，美国、越南等国贡献度大幅削弱


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：11 月美国、欧盟、越南等国家地区 PMI 均落入收缩区间


资料来源：万得，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。

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 4：11 月出口重点商品金额同比

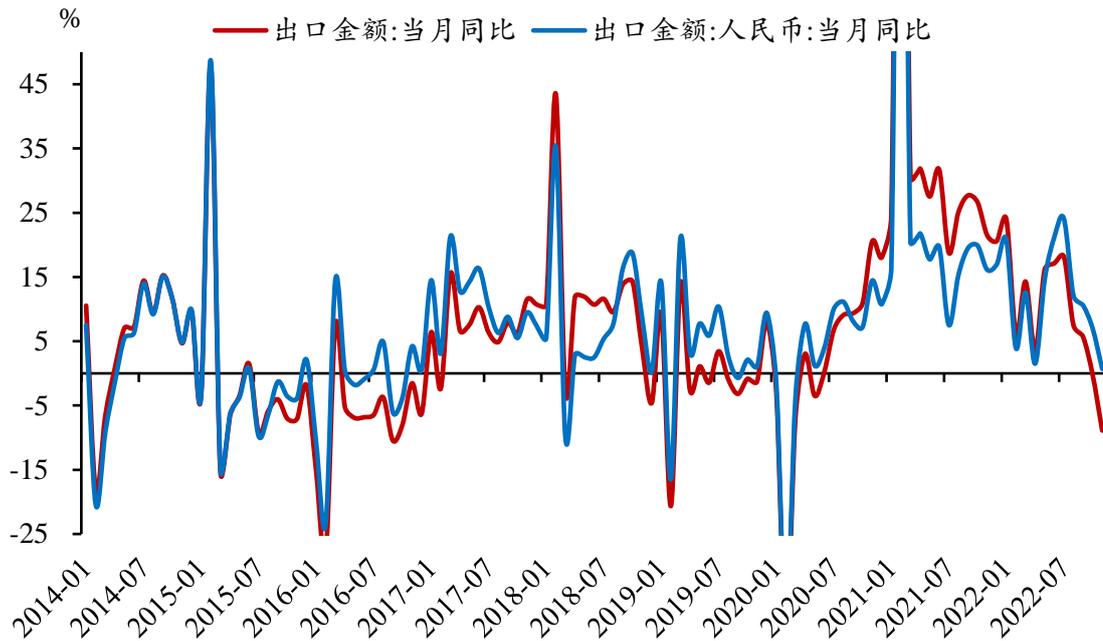
出口重点商品	当月同比(2022-11) 单位：%	上月同比(2022-10) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	-11.68	-0.20	-11.48	58.04
高新技术产品	-24.00	-7.10	-16.90	25.24
服装及衣着附件	-14.88	-16.80	1.92	4.43
纺织纱线织物及其制品	-14.94	-9.00	-5.94	3.81
钢材	-2.51	-0.30	-2.21	2.48
塑料制品	-4.11	3.10	-7.21	3.11
农产品	4.50	10.10	-5.60	2.98
家具及其零件	-15.92	-10.20	-5.72	1.99
鞋靴	3.73	3.10	0.63	1.63
玩具	-21.94	-17.60	-4.34	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	44.40	46.70	-2.30	0.03
中药材及中式成药	2.94	-12.91	15.85	0.04

资料来源：万得，信达证券研发中心

展望 2023 年我国出口，我们考虑三大效应的影响。首先是总量效应，根据 WTO 的贸易预测，随着全球主要经济体增长放缓，进口需求将减少。在能源价格高企、利率上升以及地缘冲突引起的重压之下，2023 年全球货物贸易增速预期为 1%。这意味着总量效应对出口的支撑将会进一步回落，但仍为正向贡献。其次是结构效应，世界银行发布的《大宗商品市场展望》报告表示，预计能源价格和农产品价格均将于 2023 年出现小幅回落，这一定程度上有利于减少能源和粮食对居民消费的挤占，预计结构效应对出口的提振在 1% 左右。最后是替代效应，2022 年末我国防疫政策调整，我国逐步进入与疫情共存的新阶段，短期内疫情出现大范围感染，但在扩散达峰后，国内生产有望回归正常，替代效应对我国出口的影响偏中性。总的来看，2023 年我国出口增速预计将低速正增长。

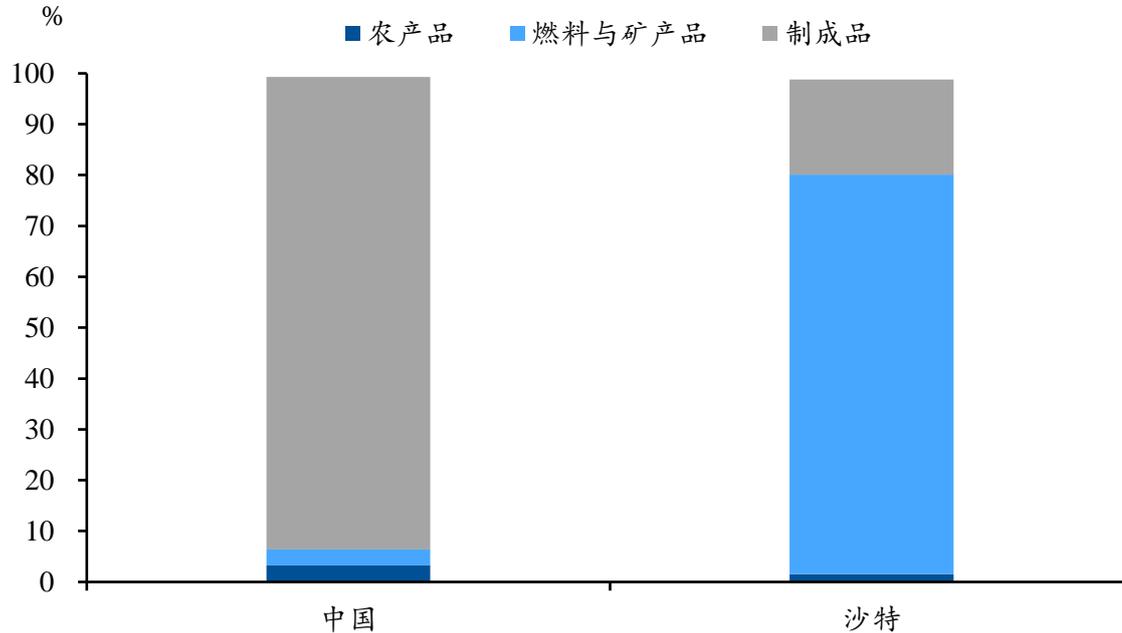
附录 1：图表

图 24：美元和人民币计价的贸易额增速经常出现差异



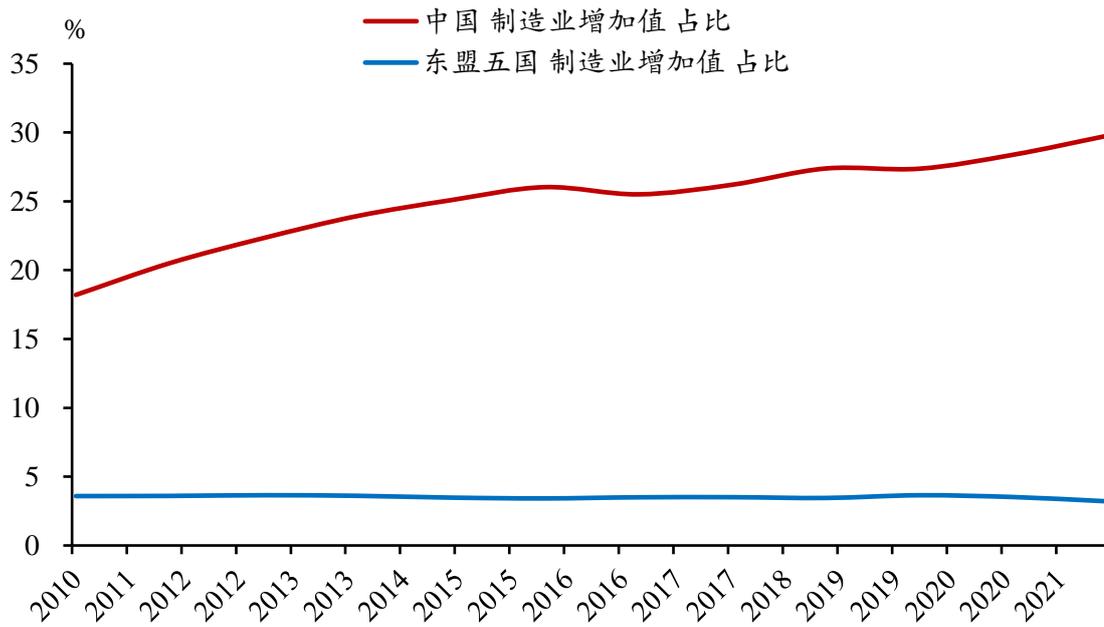
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：中国和沙特出口结构差别较大



资料来源：WTO，信达证券研发中心

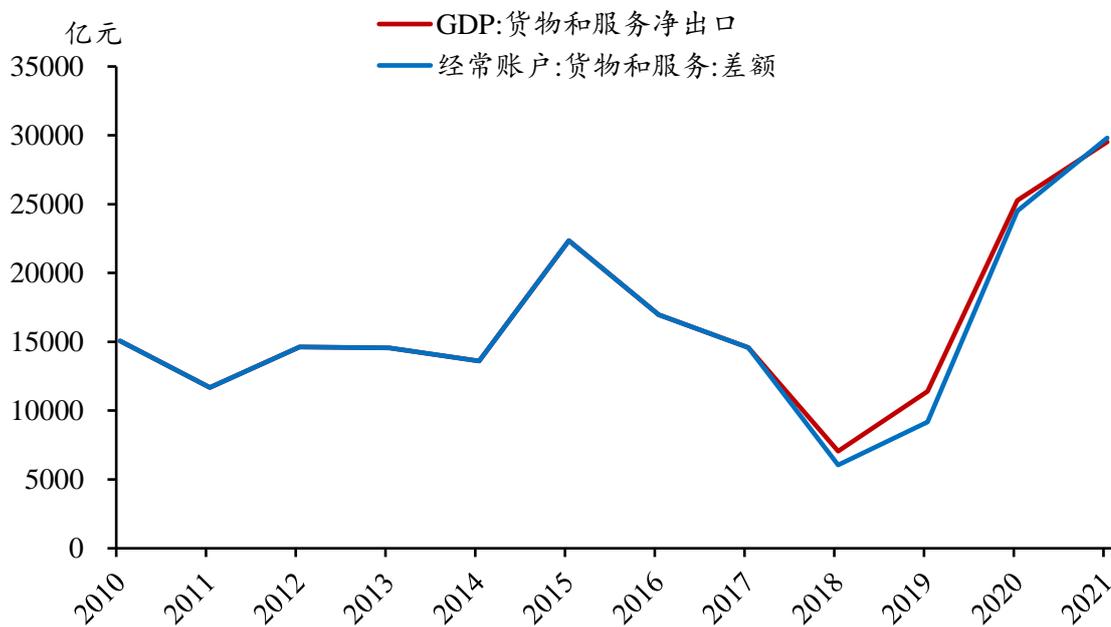
图 26: 东南亚国家的工业体量与我国有较大差距



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

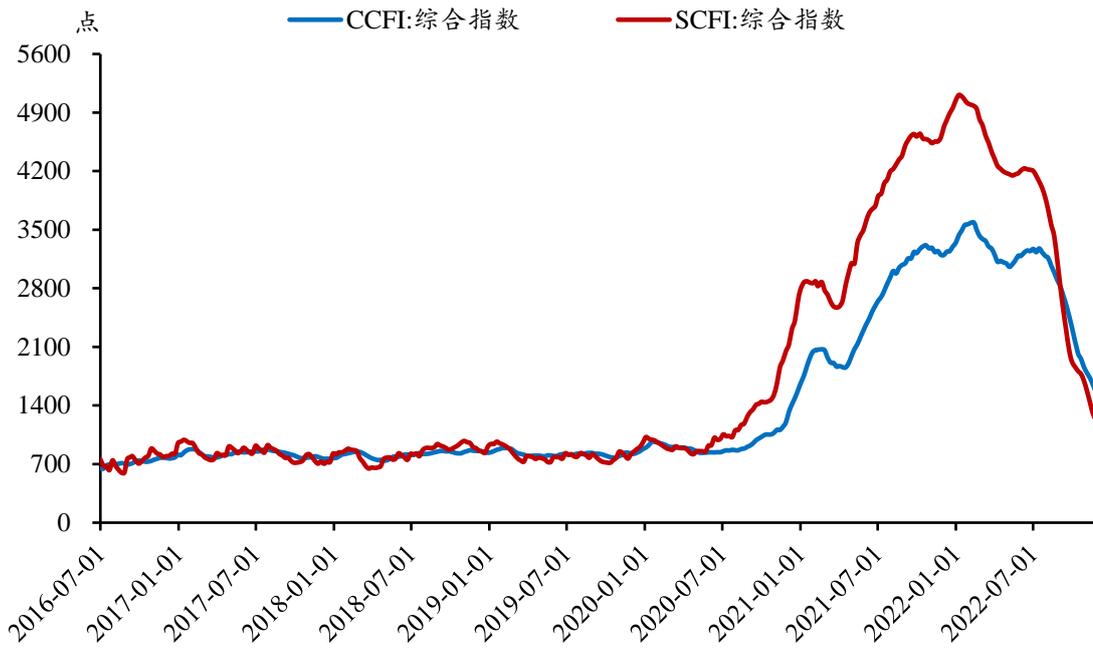
注释: 东盟五国包括文莱、菲律宾、泰国、印度尼西亚、马来西亚。

图 27: GDP 核算中货物和服务净出口与经常项目中货物和服务的差额一致



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28：11 月运价延续下滑态势



资料来源：万得，信达证券研发中心

附录 2：信达宏观方法论系列报告

1. 宏观数据测算方法和高频数据体系 ——信达宏观方法论之一
2. 月度 GDP 指数的构建与应用 ——信达宏观方法论之二
3. 高频观测体系的构建方法与投资启示 ——信达宏观方法论之三
4. 公开市场操作解读指南 ——信达宏观方法论之四
5. PMI 分析方法与资产配置含义 —— 信达宏观方法论之五
6. 固定资产投资全面解析（上） ——信达宏观方法论之六
7. 固定资产投资全面解析（下） ——信达宏观方法论之七
8. 看懂消费的三个重要视角——信达宏观方法论之八
9. 金融数据的研究要点与技巧—— 信达宏观方法论之九
10. 新一轮设备更新周期可能即将启动 ——信达宏观方法论之十
11. CPI 的深度拆解与预测逻辑 ——信达宏观方法论之十一
12. 理解 PPI 的波动原因与信号作用——信达宏观方法论之十二

风险因素

疫情发展超预期；外部环境超预期等。

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。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

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

华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

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