



出口继续承压

——宏观经济研究周报

2023年01月29日

投资摘要：

12月进出口继续承压，预计未来海外需求不振将继续压制出口增速，而在国内经济复苏动能的支撑下，进口增速有望先行修复。

进出口增速承压下行

出口降幅有企稳趋势，预期未来增速或难冲高。12月当月出口金额3061亿美元，同比下降9.9%，降幅较上月扩大0.9个百分点。全年累计出口金额3.6万亿美元，同比增长7%，增速较上月收窄1.9个百分点。当月出口金额降幅有企稳的趋势，但未来欧美需求收缩的过程才刚刚开始，美国就业市场初现松动迹象，同时联邦基金利率高位停留时间尚未有定数，预计未来海外经济衰退将对我国出口增速持续施加压力。

当月进口增速触底回升，未来仍有上升空间。12月当月进口金额2281亿美元，同比下降7.5%，降幅较上月收窄3.2个百分点。全年累计进口金额2.7万亿美元，同比增长1.1%，增速较上月下降0.9个百分点。11月进口数量指数93，价格指数106.4，说明内需比进口金额增速反映的更为疲软。未来涨价影响将逐渐褪去，但随着我国经济基本面的环比修复，数量因素将逐渐发力，或支撑进口增速企稳回升。

贸易差额再创新高

国内外需求错位导致贸易差额持续扩大，未来或有下降动力。12月当月贸易顺差780亿美元，同比下降16.3%，降幅较上月扩大11.2个百分点。全年贸易顺差8776亿美元，再创历史新高，同比增长30.9%。未来随国内基本面的好转，进口增速有望得到修复，从而对贸易顺差形成一定的压制。

增速贡献力量转变

新加坡贡献最多出口增速。从对出口增速的贡献来看，2022年主要国家普遍下降。而对沙特和新加坡出口的增速贡献则较2021年提升，其中对新加坡出口贡献增速0.8个百分点，在主要国家中最高。

- 对香港出口商品中，机电和音像设备金额占比超过2/3。2022年对香港机电和音像设备出口金额降幅达17.1%，成为最大拖累项。增速的大幅回落反映了全球需求弱化的趋势。
- 对沙特和新加坡出口商品中，机电和音像设备金额占比均超过1/4。2022年对两国机电和音像设备出口金额增速分别达23.2%和13.6%，成为增速贡献主力。推测主要原因可能是外交关系的进一步深化以及《区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)》红利的释放。

对主要国家进口增速贡献普遍下降。从对进口增速的贡献来看，除对俄罗斯、阿联酋和加拿大进口的增速贡献超2021年外，对其他主要国家进口的增速贡献均下降，进一步凸显了去年我国需求端的颓势。

- 对俄罗斯和阿联酋的进口商品中，矿物燃料占比分别达75%和88%，成为进口增速的主要支撑。
- 2022年对加拿大进口金额423亿美元，同比增长39.5%，贡献进口增速0.4个百分点。主要动力来自珠宝和贵金属进口金额的大幅增长。在2022年对加拿大进口商品中，珠宝和贵金属金额占比由2021年的5%跃升至35%，同比增长超过700%，成为核心拉动力量。

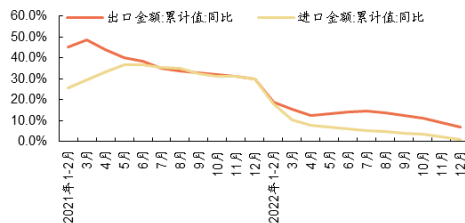
风险提示：海外经济复苏超预期、我国需求修复低于预期、政策风险。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

2021-22年各月累计进出口金额增速



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 《中间价形成机制隐含的汇率预测方法——宏观经济研究周报》2022-12-11
- 《探底途中——宏观经济研究周报》2022-12-18
- 《站在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25
- 《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15

内容目录

1. 每周一谈：12月进出口数据点评.....	3
1.1 进出口增速承压下行.....	3
1.2 贸易差额再创新高.....	3
1.3 进出口集中度进一步提升.....	4
2. 风险提示.....	6

图表目录

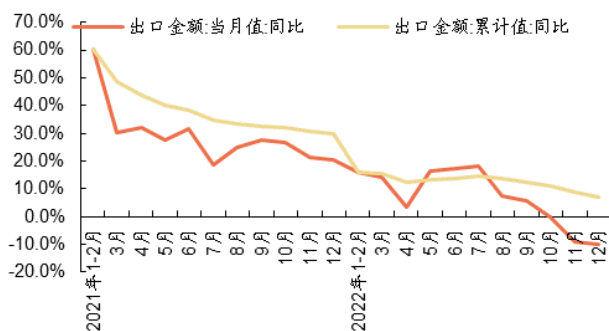
图 1： 2021-22 年各月出口金额增速.....	3
图 2： 2021-22 年各月进口金额增速.....	3
图 3： 2022 年各月贸易差额及增速.....	3
图 4： 2022 年对主要国家累计进出口金额占比.....	4
图 5： 2021 年对主要国家累计进出口金额占比.....	5
图 6： 2021-22 年对主要国家出口增速贡献.....	5
图 7： 2021-22 年对主要国家进口增速贡献.....	6

1. 每周一谈：12月进出口数据点评

1.1 进出口增速承压下行

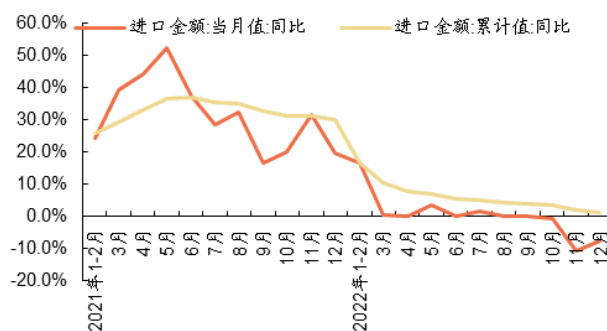
出口降幅有企稳趋势，预期未来增速或难冲高。12月当月出口金额3061亿美元，同比下降9.9%，降幅较上月扩大0.9个百分点。全年累计出口金额3.6万亿美元，同比增长7%，增速较上月收窄1.9个百分点（图1）。当月出口金额降幅有企稳的趋势，但未来欧美需求收缩的过程才刚刚开始，美国就业市场初现松动迹象，同时联邦基金利率高位停留时间尚未有定数，预计未来海外经济衰退将对我国出口增速持续施加压力。

图1：2021-22年各月出口金额增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2021-22年各月进口金额增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

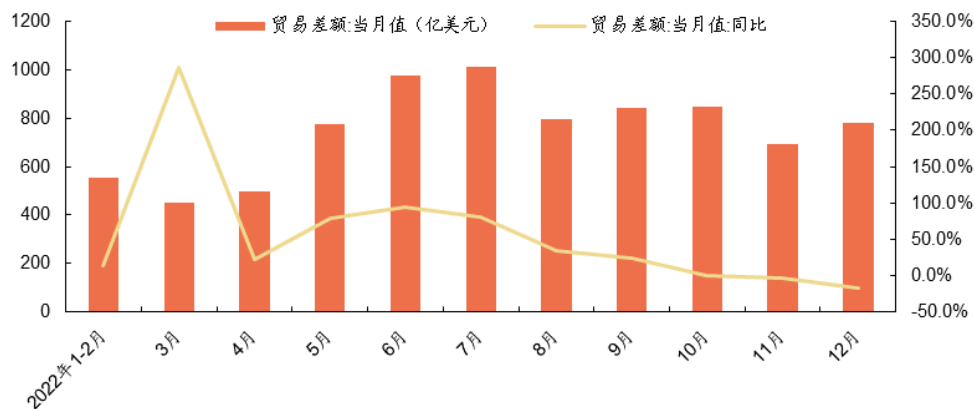
当月进口增速触底回升，未来仍有上升空间。12月当月进口金额2281亿美元，同比下降7.5%，降幅较上月收窄3.2个百分点。全年累计进口金额2.7万亿美元，同比增长1.1%，增速较上月下降0.9个百分点（图2）。11月进口数量指数93，价格指数106.4，说明内需比进口金额增速反映的更为疲软。未来涨价影响将逐渐褪去，但随我国经济基本面的环比修复，数量因素将逐渐发力，或支撑进口增速企稳回升。

1.2 贸易差额再创新高

国内外需求错位导致贸易差额持续扩大，未来或有下降动力。12月当月贸易顺差780亿美元，同比下降16.3%，降幅较上月扩大11.2个百分点。全年贸易顺差8776亿美元，再创历史新高，同比增长30.9%（图3）。

- ◆ 2022年1、2季度国内疫情多发给需求端带来了巨大的压力，与海外需求的强劲形成了错位，在进口金额增速徘徊在0左右时，出口金额稳健增长，贸易顺差持续扩大。
- ◆ 2022年3季度海外需求开始收缩，斜率超过国内，出口增速迅速下降，顺差继续保持。未来随国内基本面的好转，需求将与海外再次发生错位，进口增速有望得到修复，从而对贸易顺差形成一定的压制。

图3：2022年各月贸易差额及增速



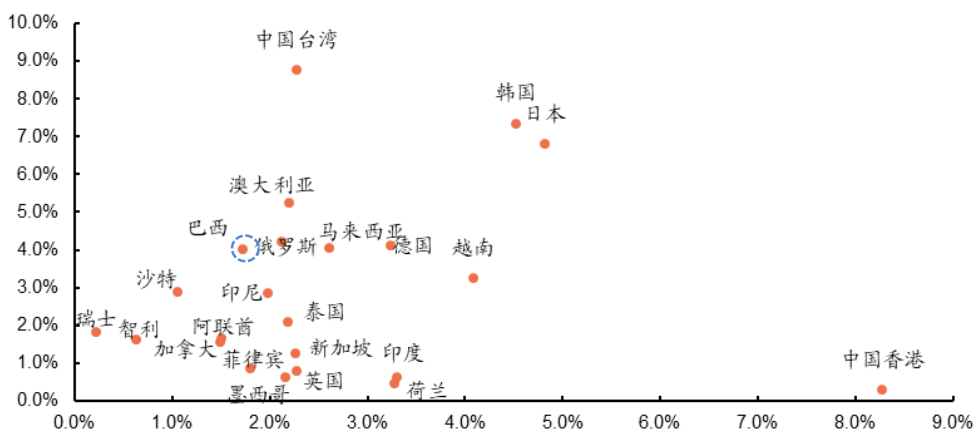
资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 进出口集中度进一步提升

美日韩仍是我国最重要贸易伙伴。我们选取在年累计进出口金额中占比排名靠前的24个国家和地区,以其在进口金额中的占比为纵轴,在出口金额中的占比为横轴绘制散点图(美国进出口占比过大超出数值范围,位于右上角)。越靠上的国家在我国进口金额中占比越高,越靠右的国家在我国出口金额中占比越高(图4)。

- ◆ 美国、韩国和日本在我国进出口贸易中占比均较高,其中2022年对美国出口金额占比达16.2%,进口金额占比达6.5%,对日、韩的进口占比超过出口。
- ◆ 除美日韩外,澳大利亚、中国台湾是我国主要的商品进口地区;中国香港是我国主要的商品出口地区。

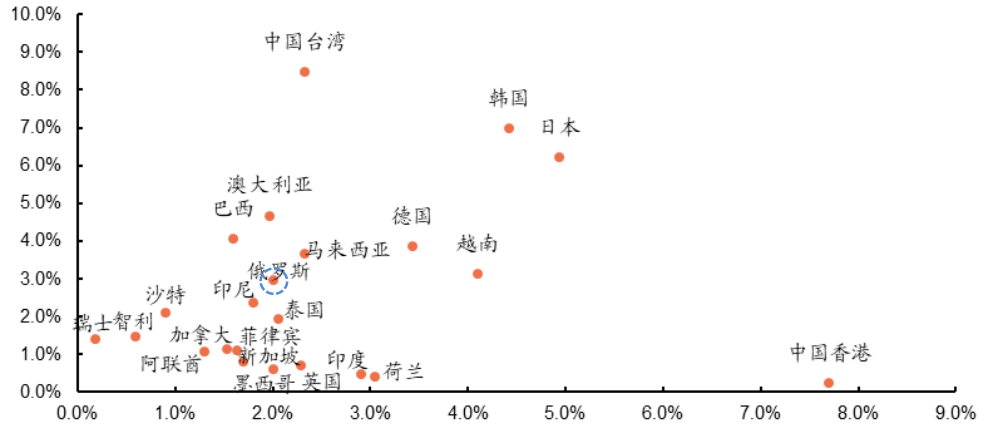
图4: 2022年对主要国家累计进出口金额占比



说明: 纵轴为进口占比, 横轴为出口占比, 美国在右上角超出数值范围; 资料来源: 海关总署, 申港证券研究所

进出口集中度进一步提升。2021年24个主要国家和地区进、出口金额占比分别为66.5%、73.9%,2022年则分别为73.8%、76.2%,集中度进一步提升。对比2021和2022年散点图,位置变动最为显著的是俄罗斯。2022年对俄罗斯进口金额在我国累计进口金额中占比为4.2%,较2021年提升1.2个百分点,主要原因是占比达75%的矿物燃料进口金额大幅增长59.5%(图5)。2021和2022年俄罗斯是我国最大的矿石燃料进口国。

图5：2021 年对主要国家累计进出口金额占比

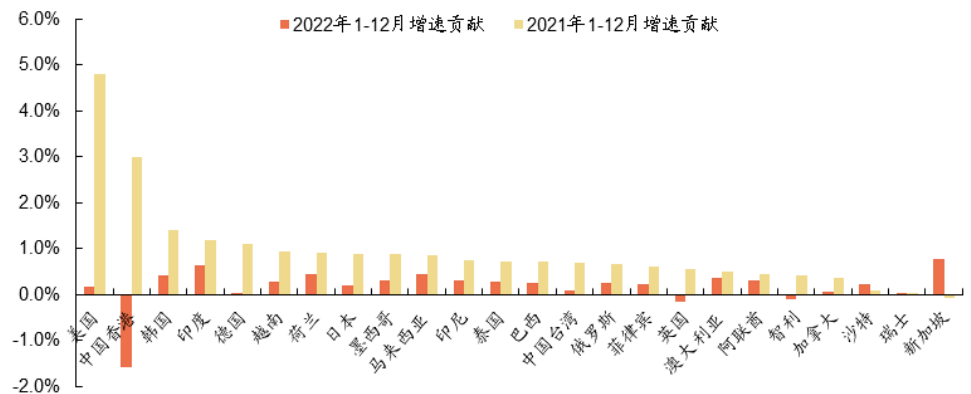


说明：纵轴为进口占比，横轴为出口占比，美国在右上角超出数值范围；资料来源：海关总署，申港证券研究所

新加坡贡献最多出口增速。从对出口增速的贡献来看，2022 年主要国家普遍下降，其中对美国出口的增速贡献由 2021 年的 4.8% 下降至 0.2%，对香港出口的增速贡献由 2021 年的 3% 下降至 -1.6%。而对沙特和新加坡出口的增速贡献则较 2021 年提升，其中对新加坡出口贡献增速 0.8 个百分点，在主要国家中最高（图 6）。

- ◆ 对香港出口商品中，机电和音像设备金额占比超过 2/3。2022 年对香港机电和音像设备出口金额降幅达 17.1%，成为最大拖累项。对香港出口增速的大幅回落反映了全球需求弱化的趋势。
- ◆ 对沙特和新加坡出口商品中，机电和音像设备金额占比均超过 1/4。2022 年对两国机电和音像设备出口金额增速分别达 23.2% 和 13.6%，成为增速贡献主力。推测主要原因可能是外交关系的进一步深化以及《区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP)》红利的释放。

图6：2021-22 年对主要国家出口增速贡献

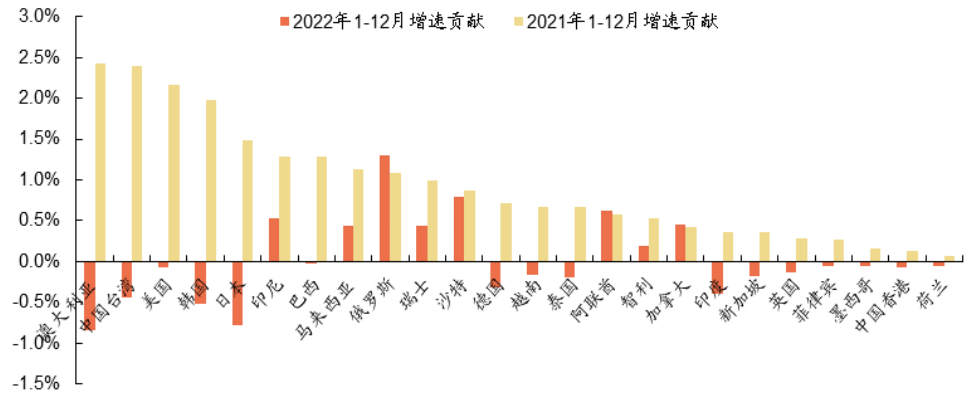


资料来源：海关总署，申港证券研究所

对主要国家进口增速贡献普遍下降。从对进口增速的贡献来看，除对俄罗斯、阿联酋和加拿大进口的增速贡献超 2021 年外，对其他主要国家进口的增速贡献均下降，其中对澳大利亚，中国台湾和美日韩等国的进口出现负增长，进一步凸显了去年我国需求端的颓势（图 7）。

- ◆ 对俄罗斯和阿联酋的进口商品中，矿物燃料占比分别达 75%和 88%，成为进口增速的主要支撑。
- ◆ 2022 年对加拿大进口金额 424 亿美元，同比增长 39.5%，贡献进口增速 0.4 个百分点。主要动力来自珠宝和贵金属进口金额的大幅增长。在 2022 年对加拿大进口商品中，珠宝和贵金属金额占比由 2021 年的 5%跃升至 35%，同比增长超过 700%，成为核心拉动力量。

图7：2021-22 年对主要国家进口增速贡献



资料来源：海关总署，申港证券研究所

2. 风险提示

海外经济复苏超预期、我国需求修复低于预期、政策风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上