

评级：看好

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：86-10-56511796

相关研究

- 政治局会议点评：稳+不折腾=股市起飞
- 周期股会迎来第二春吗？
- 供给约束缓解，服务业显韧性

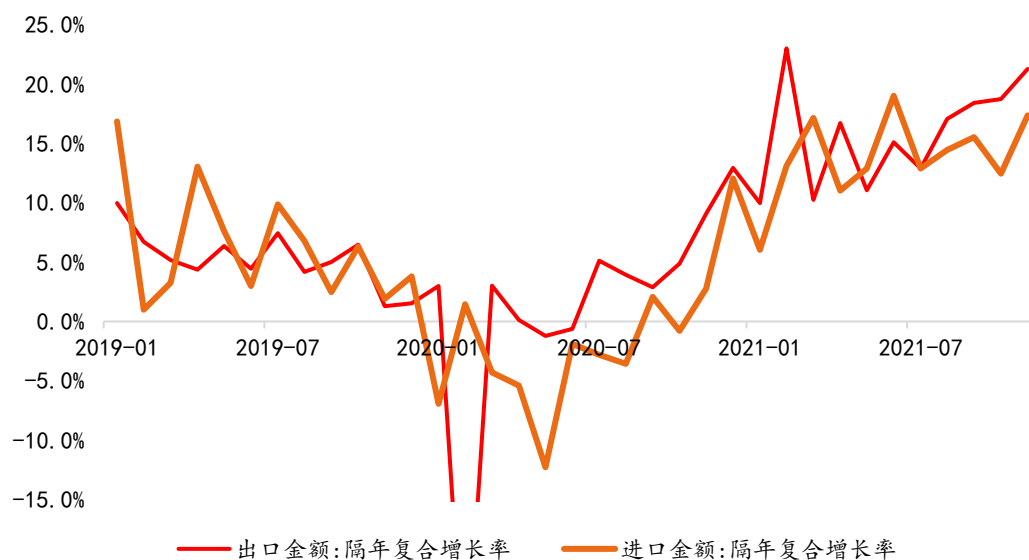
- 11 月我国进出口双双超预期，由于外需保持高景气度，替代效应犹在，我国出口继续高增，美国在通胀压力下有望进一步降低对华关税，短期出口可能有支撑，但明年外需回落、部分国家生产修复的预期下，中期出口可能面临下行压力。进口短期支撑来自于企业短期补库和能源需求，因此未来走势仍待观望。
- 外需继续保持高景气。11 月我国出口金额复合增速 21.3%，为今年二月以来最高值。从出口分项数据来看，海外地产后周期链条相关产品景气度有所下行，其中灯具、照明装置和家具分项回落明显。但随着海外生产的修复，机电产品出口复合增速 20.9%保持上行趋势，疫情再度恶化导致纺织纱线等防疫物品出口反弹。
- 能源及补库需求拉动进口高增。进口方面来看，随着能耗双控及限电影响弱化，大宗商品价格回落，企业补库需求有所回升，PMI 分项中生产、采购、原材料库存、产成品库存均出现回暖，因此铁矿砂、大豆及原油进口量增速均有一定程度的反弹。为保障冷冬的供暖供电，避免能源短缺问题，11 月我国加大能源进口，煤及褐煤进口量隔年复合增速 29.9%，较 10 月的 2.4%显著提升。
- 外需高景气+替代效应支撑出口高增。欧美 PMI 虽然下行但景气度水平仍然较高，持续拉动东亚国家出口增速，从美国 ISM 公布的 PMI 分项来看，由于美国供需缺口持续扩大，进口需求仍然较为旺盛，而 9 月东南亚疫情仍然较为严峻，因此中国出口份额受益于替代效应出现上升。目前 Omicron 毒株对经济仍然存在不确定性影响，在疫情不出现重大变化的预期下，海外发达国家生产能力有望逐步修复。因此中期来看，明年发达国家需求回落和各国生产能力的修复可能拖累我国出口增速。
- 总体来看，当前市场情绪主要由政策所主导，政治局会议释放的信号对股市明显利好，对债市影响偏中性。短期外需偏强，内需仍待观望，政策发力的领域如基建等周期股可能受益。
- 风险提示：全球经济修复不及预期，疫情超预期

11月我国进出口双双超预期，由于外需保持高景气度，替代效应犹在，我国出口继续高增，美国在通胀压力下有望进一步降低对华关税，短期出口可能有支撑，但明年外需回落、部分国家生产修复的预期下，中期出口可能面临下行压力。进口短期支撑来自于企业短期补库和能源需求，因此未来走势仍待观望。

进出口双双超预期

11月我国出口金额复合增速21.3%，为今年二月以来最高值，进口金额复合增速为17.3%，为7月以来新高。外需继续保持高景气，进口随着生产回暖也出现反弹，进出口均超预期上行。

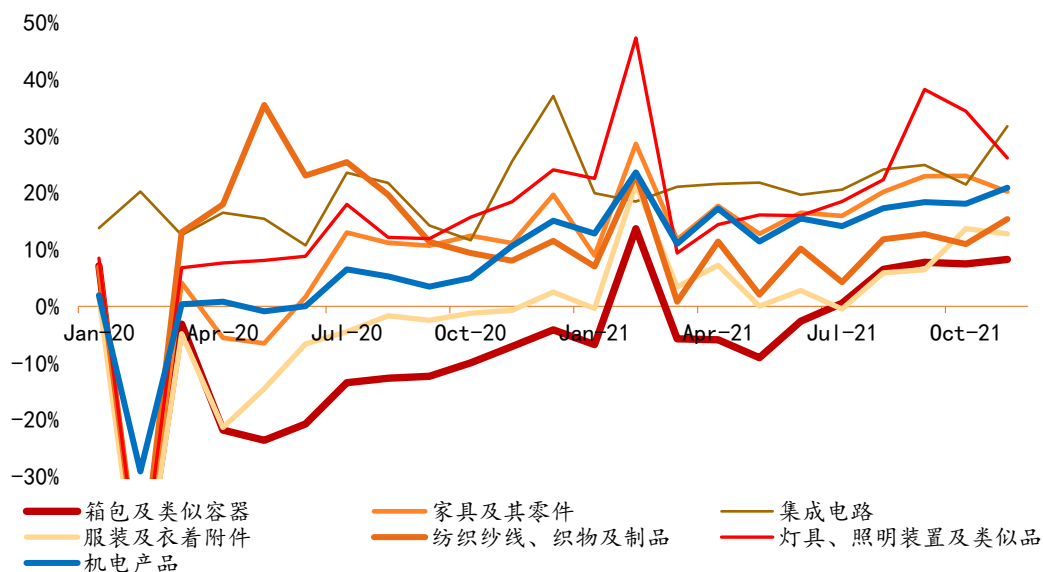
图1：进出口超预期上行



资料来源：Wind, 首创证券

从出口分项数据来看，海外地产后周期链条相关产品景气度有所下行，其中灯具、照明装置分项自9月高点的38.2%回落至11月的26.2%，家具分项由上月的23.0%下行至目前的20.3%。但随着海外生产的修复，机电产品出口复合增速20.9%保持上行趋势，疫情再度恶化导致纺织纱线等防疫物品出口反弹。

图 2：出口分项复合增速

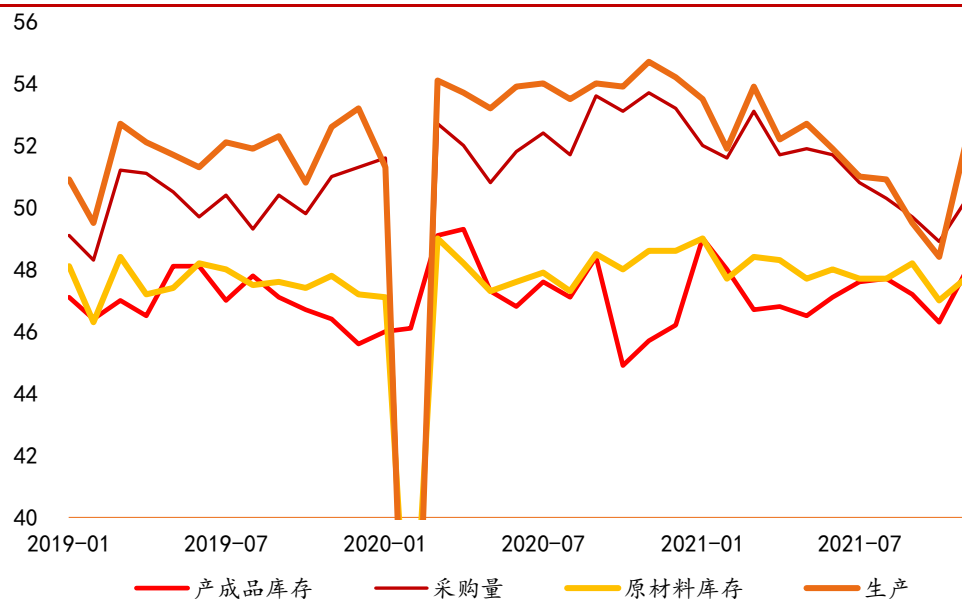


资料来源：Wind, 首创证券

能源及补库需求拉动进口高增

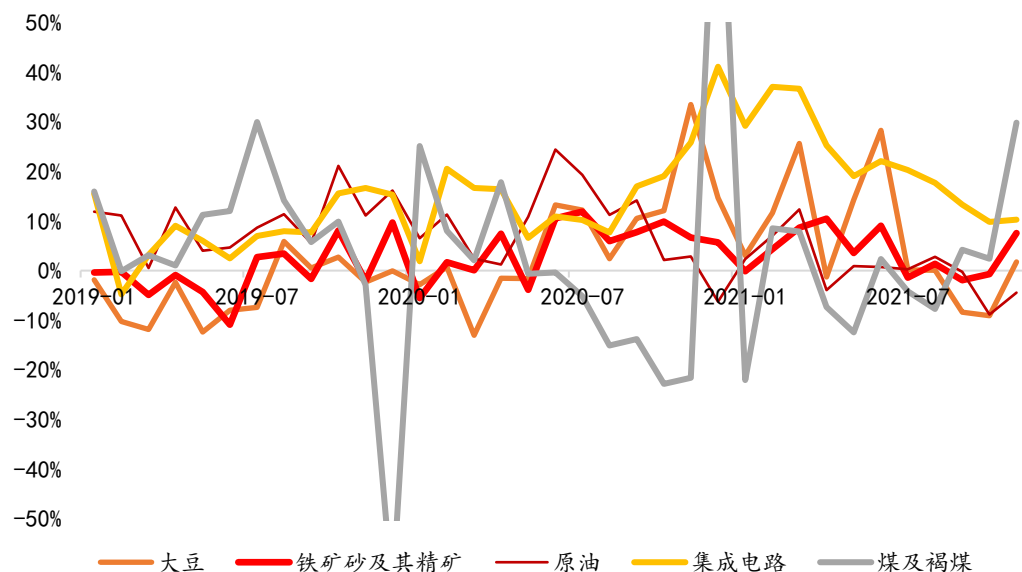
进口方面来看，随着能耗双控及限电影响弱化，大宗商品价格回落，企业补库需求有所回升，PMI 分项中生产、采购、原材料库存、产成品库存均出现回暖，因此铁矿石、大豆及原油进口量增速均有一定程度的反弹。为保障冷冬的供暖供电，避免能源短缺问题，11 月我国加大能源进口，煤及褐煤进口量隔年复合增速 29.9%，较 10 月的 2.4%显著提升。

图 3：生产、采购、库存均反弹



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：进口产品数量复合增速

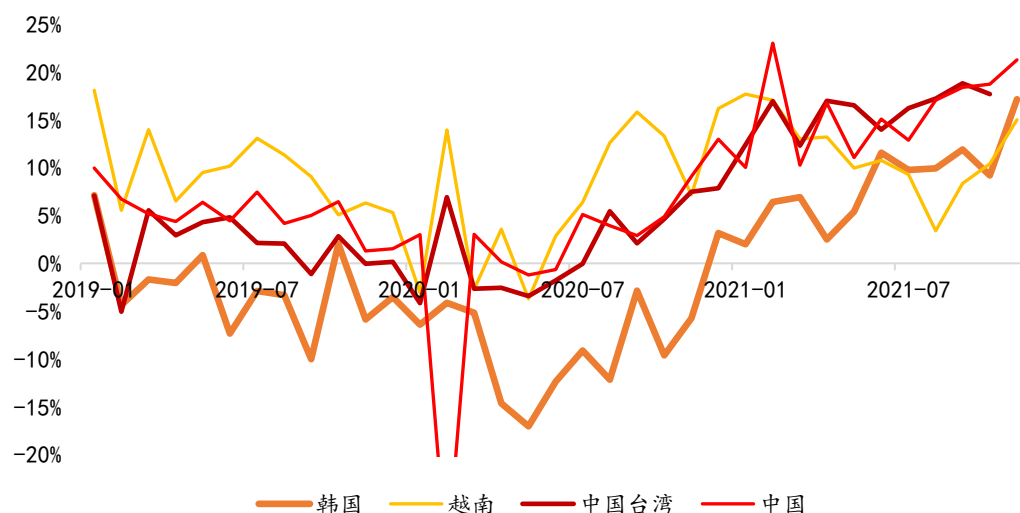


资料来源：Wind, 首创证券

外需高景气+替代效应支撑出口高增

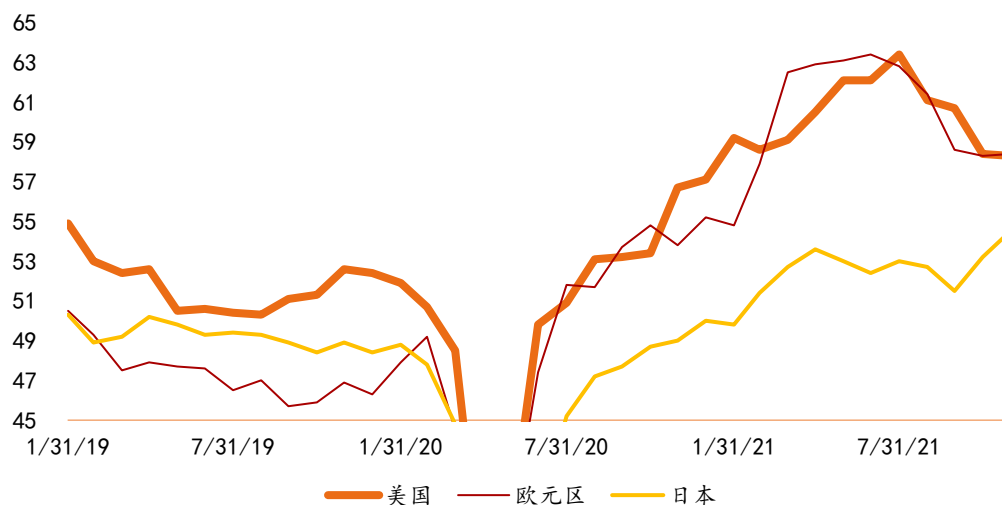
欧美 PMI 虽然处于下行区间，但景气度水平仍然较高，保持在 58 以上的水平，外需的强势持续拉动东亚国家出口增速，韩国出口增速创下疫情以来新高，11 月录得 17% 的复合增速，越南也逐渐摆脱疫情冲击出现好转，出口复合增速 15% 显著走强。

图 5：东亚各国出口增速



资料来源：Wind, 首创证券

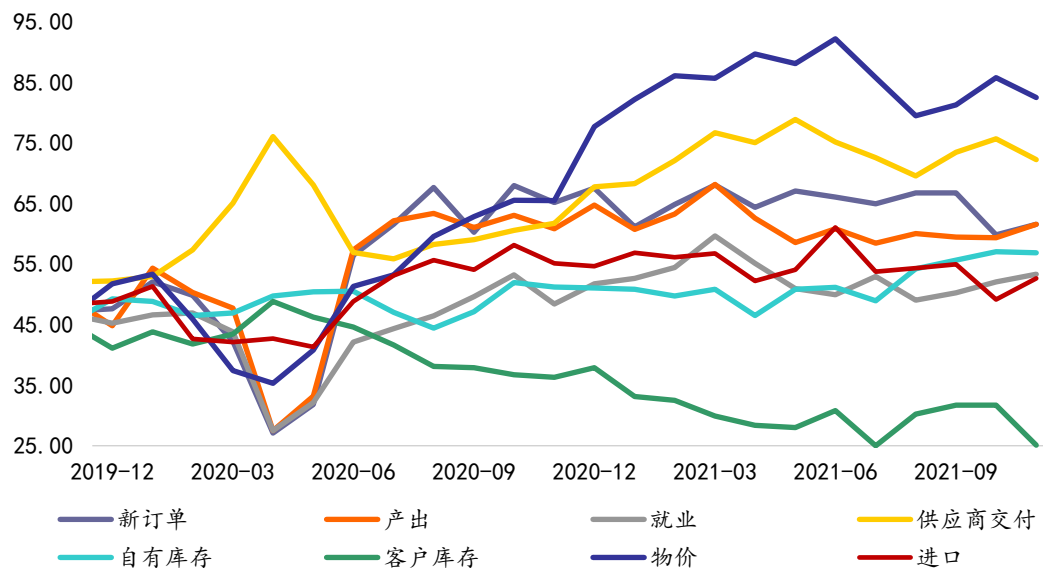
图 6：各国制造业 PMI



资料来源：Wind, 首创证券

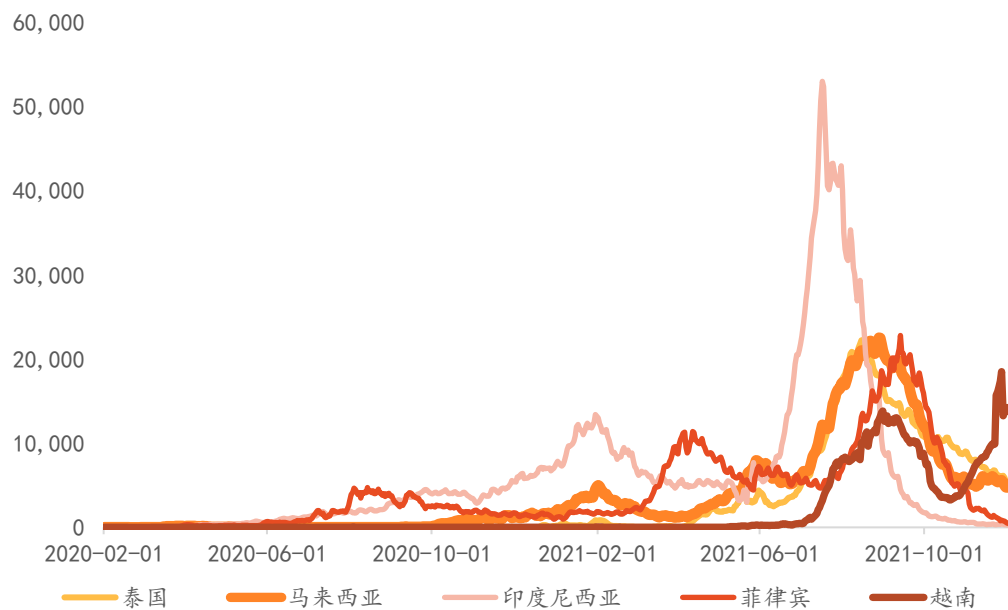
从美国 ISM 公布的 PMI 分项来看，由于海外新订单持续高于产出分项（直到 11 月二者才相等），美国供需缺口持续扩大，海外进口需求仍然较为旺盛，而 9 月东南亚疫情仍然较为严峻，因此中国出口份额受益于替代效应出现上升。

图 7：ISM：PMI 分项



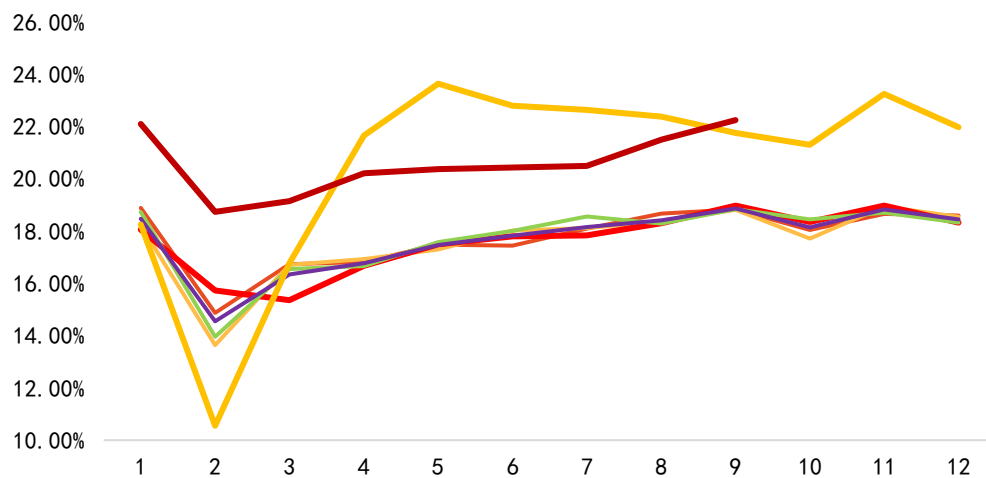
资料来源：Wind, 首创证券

图 8：中国出口份额



资料来源：Wind, 首创证券

图 9：中国出口份额



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30867

