

出口短期韧性显现，扰动下降进口回升

——11月进出口数据的背后

核心观点

预期差：价格上升、订单转移和需求前置带动出口短期有韧性，考虑 Omicron 冲击及各国防疫政策大范围收紧的潜在可能，我国出口韧性可能延续。

□ 出口阶段性有韧性，后续走势仍待观察

11月人民币计价我国出口同比增16.6%，前值20.3%。我们在前期进出口数据解读及预测报告中，不断提示出口短期有韧性，短期受益于三方面因素：

1) 价格对出口的支撑逐步增强。11月出口价格指数108.1，同比10.5%，较5月环比上涨18.6个百分点。分品类来看，11月价格因素对出口拉动较强，特别是体现在集成电路、家用电器、钢材、成品油等出口品类上。

2) 疫情扰动海外供给带来一次性利好仍有支撑。疫情防控与疫苗接种是保障本国供给体系稳定性的重要举措，疫苗接种率低导致新兴市场国家难以应对 delta 病毒扩散冲击，部分订单转移至我国带来对出口的一次性利好，短期形成支撑。

3) 欧美海外订单需求前置带动出口。由于全球供应链不畅导致船运周期的拉长，欧美等圣诞新年订单前置对我国出口形成利好，可以看到8月至11月，中美及中欧贸易顺差均处于较高水平。

展望后续，我们认为全球供应链逐步修复、新兴市场国家疫苗接种加速、订单前置影响走弱可能导致出口渐进回落，但当前 Omicron 病毒自身及潜在次生冲击仍需进一步观察，若 Omicron 病毒导致全球疫情再次扩散、各国防疫政策收紧，上述环境下，我国出口再次受益于供给优势而持续表现出韧性。

□ 内需是决定性力量，扫除扰动提振进口

11月人民币计价进口同比26%，前值14.5%，内需仍是解释进口的核心变量，克强指数可以较好反应内需变化，所含工业用电量、铁路货运量、中长期信贷同比可以较好地反映工业和服务业景气角度来跟踪内需变化，10月进口数据回落，主要受能耗双控及疫情扰动，前者影响工业，后者扰动服务业。

11月进口数据边际回升受益于前期扰动影响的下降。煤炭保供稳价下限电缓解，能耗双控纠偏带动工业生产修复，此外疫情从零星散状向集中变化，防疫措施向精细化调控演进，防疫措施对服务业的扰动也有所降温。

此外，价格因素对进口也有支撑，4月至今进口价格指数连续7个月位于110以上（10月进口价格指数117），显著高于出口价格指数，主要是源于全球范围内的大宗商品涨价，特别是我国较为依赖能源品、农业品的进口。从进口结构数据来看，价格因素的影响更为显著，11月铁矿砂、原油、大豆等商品进口量减价扬，煤、天然气进口量价齐升。

风险提示：中美贸易摩擦超预期恶化，疫情超预期变异冲击全球经济，全球财政、货币政策超预期收紧

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

正文目录

1. 进出口热力图.....	3
2. 出口短期较有韧性，后续走势仍待观察	3
3. 内需是决定性力量，扫除扰动提振进口	5
4. 11月顺差边际回落，Q4 拉动相对有限	7

图表目录

图 1：进出口热力图	3
图 2：11月出口韧性、进口回升，顺差回落	3
图 3：出口价格指数同比持续走高，支撑出口增长	3
图 4：价格是各品类出口增长的主要拉动来源，尤其表现在集成电路、钢材、成品油等方面	4
图 5：Q3 新兴市场疫情冲击带来订单转移至我国	4
图 6：11月泰国、越南疫苗接种率上升	4
图 7：克强指数反映内需对进口解释力度不断提升	5
图 8：今年以来进口价格指数的绝对水平显著提升	5
图 9：11月，价格因素对各品类进口影响较大	6
图 10：11月贸易顺差边际回落	7

1. 进出口热力图

图 1：进出口热力图

进出口数据(当月)		单位	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12
进出口(美元)		%	26.10	24.30	23.30	28.80	23.20	34.40	37.80	37.30	34.60	67.90	26.40	13.38
出口(美元)		%	22.00	27.10	28.20	25.60	19.30	32.20	27.80	32.20	30.50	154.70	24.60	18.04
进口(美元)		%	31.70	20.60	17.60	33.10	28.30	37.10	52.00	44.00	39.10	18.90	28.70	7.58
贸易差额(美元)		亿美元	717.10	845.40	668.29	583.44	562.26	507.96	437.12	410.62	118.92	354.68	617.66	757.90
进出口(人民币)		%	20.50	17.80	15.40	18.90	11.50	22.10	27.20	26.90	24.40	57.90	18.10	6.36
出口(人民币)		%	16.60	20.30	19.90	15.70	8.10	20.20	18.00	22.00	20.60	139.30	16.50	10.76
进口(人民币)		%	26.00	14.50	10.10	23.10	16.20	24.60	40.30	33.10	28.70	11.80	20.20	0.86
贸易差额(人民币)		亿元	4,607	5,459	4,336	3,763	3,604	3,281	2,841	2,647	757	2,317	4,050	5,013
中国与主要国家间贸易(当月)		单位	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12
美国	对美国出口	%	5.27	22.68	30.56	15.52	13.40	17.78	20.60	31.16	53.34	245.74	36.22	34.50
	从美国进口	%	22.05	4.56	16.60	33.27	25.62	37.55	40.53	51.65	75.05	54.19	78.12	47.72
	贸易差额	亿美元	369.49	407.46	419.98	376.85	354.28	325.81	317.78	281.08	213.68	230.14	282.48	299.18
欧洲	对欧洲出口	%	33.46	44.31	28.61	29.40	17.23	27.20	12.57	23.81	45.90	205.50	16.54	4.33
	从欧洲进口	%	4.22	-0.66	1.13	12.42	19.79	34.10	57.72	43.28	33.86	23.85	40.80	15.46
	贸易差额	亿美元	228.19	258.64	185.01	209.52	174.34	153.61	126.68	131.24	90.38	127.46	150.83	135.23
东盟	对东盟出口	%	22.30	17.97	17.33	16.59	14.52	33.14	40.59	42.16	14.42	90.12	35.41	18.37
	从东盟进口	%	35.71	23.07	17.28	26.65	27.68	33.69	53.77	40.64	38.39	19.96	38.79	21.67
	贸易差额	亿美元	93.45	87.52	41.77	67.12	90.17	66.28	60.63	97.22	46.33	36.58	105.96	120.71
日韩	对日韩出口	%	24.13	23.85	20.81	31.69	19.47	30.76	15.45	10.08	13.37	103.20	22.49	11.89
	从日韩进口	%	21.41	16.05	9.43	23.33	12.12	22.67	32.72	27.38	26.60	10.29	39.65	9.69
	贸易差额	亿美元	-94.30	-69.66	-108.97	-81.52	-84.92	-100.71	-73.42	-97.86	-118.88	-67.07	-57.47	-90.68
主要国家PMI(当月)		单位	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12
美国	制造业PMI	%	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50	60.60	61.20	60.70	64.70	60.80	58.70	60.50
	服务业PMI	%	69.10	66.70	61.90	61.70	64.10	60.10	64.00	62.70	63.70	55.30	58.70	57.70
欧元区	制造业PMI	%	58.40	58.30	58.60	61.40	62.80	63.40	63.10	62.90	62.50	57.90	54.80	55.20
	服务业PMI	%	55.90	54.60	56.40	59.00	59.80	58.30	55.20	50.50	49.60	45.70	45.40	46.40
日本	制造业PMI	%	54.50	53.20	51.50	52.70	53.00	52.40	53.00	53.60	52.70	51.40	49.80	50.00
	服务业PMI	%	53.00	50.70	47.80	42.90	47.40	48.00	46.50	49.50	48.30	46.30	46.10	47.70
全球	制造业PMI	%	54.20	54.30	54.10	54.10	55.40	55.50	56.00	55.90	55.00	53.90	53.60	53.80
	服务业PMI	%	55.60	55.60	53.80	52.80	56.30	57.50	59.60	57.00	54.70	52.80	51.60	51.80

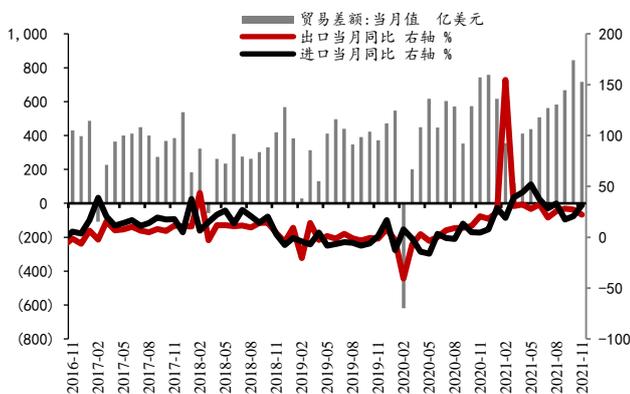
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏绿色，数值越小则越偏红色。

2. 出口短期较有韧性，后续走势仍待观察

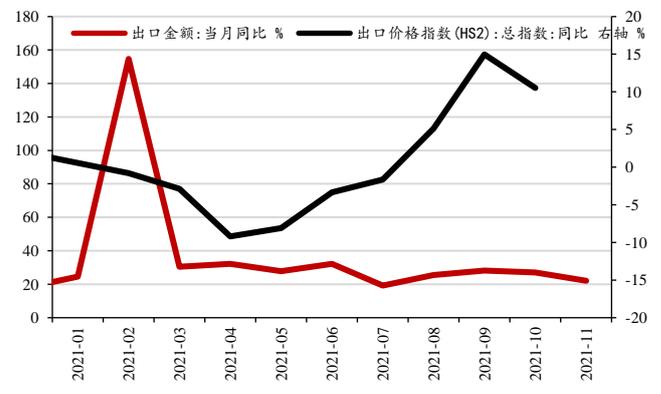
11月人民币计价我国出口同比增16.6%，前值20.3%。我们此前持续提示，价格高增、订单前置及疫情恶化冲击海外供给带来的订单转移对我国出口形成阶段性支撑，当前观点不断兑现。供需缺口仍是决定出口的核心变量，后续重点关注Omicron病毒扩散及海外各国防疫政策走势，防疫政策收紧对海外供给冲击加剧，我国出口韧性有望得以延续。

图 2：11月出口韧性、进口回升，顺差回落



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：出口价格指数同比持续走高，支撑出口增长

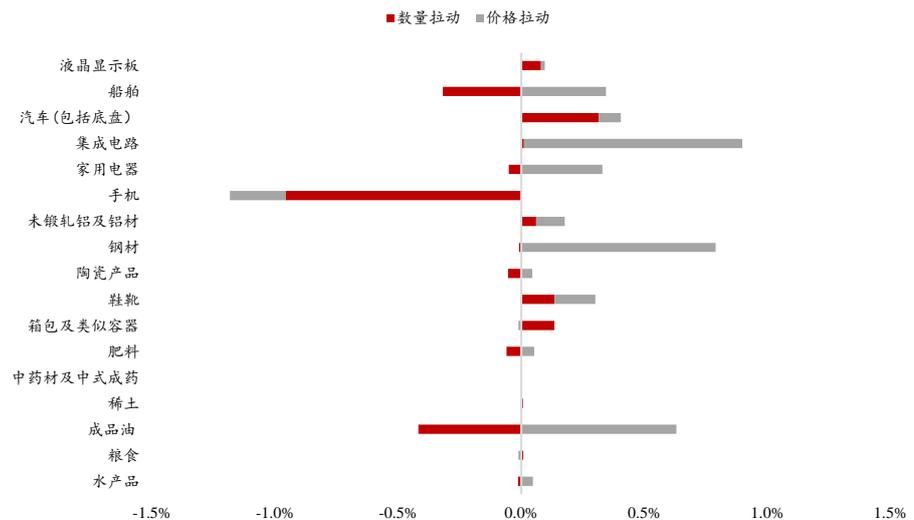


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

出口短期延续韧性，验证前期观点。我们在前期进出口数据解读及预测报告中，不断提示，短期受益于价格支撑、疫情冲击海外供给产生订单转移以及海外圣诞新年订单前置，出口短期有韧性，前期观点不断验证：

首先，价格对出口的支撑逐步增强。11月出口价格指数108.1，同比10.5%，较5月环比上涨18.6个百分点，我们认为Q3起价格因素成为带动出口增长韧性的重要支撑，背后是全球通胀预期和供应链不畅所致。分品类来看，11月价格因素对出口拉动较强，特别体现在集成电路、家用电器、钢材、成品油等出口品类上。

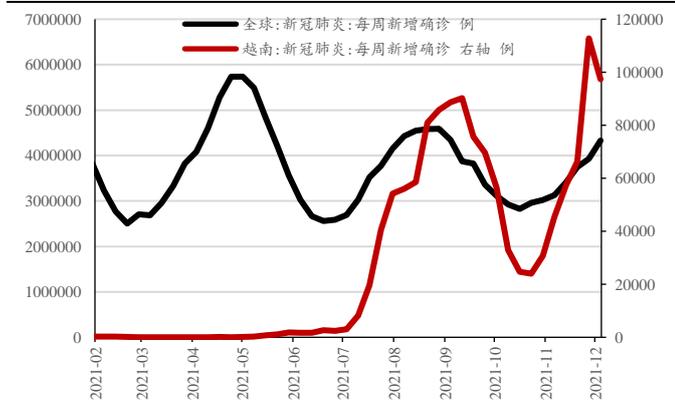
图 4：价格是各品类出口增长的主要拉动来源，尤其表现在集成电路、钢材、成品油等方面



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

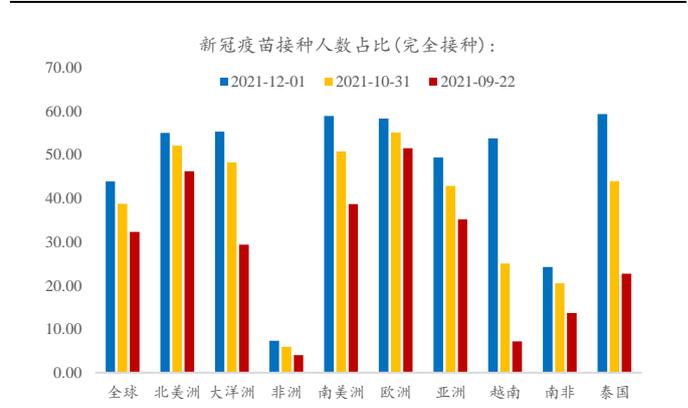
其次，疫情扰动海外供给带来一次性利好仍有支撑。目前来看，疫情防控与疫苗接种是保障本国供给体系稳定性的重要举措，7月以来新兴市场国家供给受挫核心源于疫苗接种率过低。可以看到截至9月底，泰国、南非、越南的完全接种率仅达到22.7%、13.7%和7.19%，较低的疫苗接种率导致本国难以应对delta病毒扩散的冲击，下游客户考虑供应链稳定性等原因将订单转移至中国，为我国带来订单转移产生的一次性利好，进而支撑出口表现积极。

图 5：Q3 新兴市场疫情冲击带来订单转移至我国



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：11 月泰国、越南疫苗接种率上升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

第三, 欧美海外订单需求前置带动出口。由于全球供应链不畅导致船运周期的拉长, 欧美等圣诞新年订单前置对我国出口形成利好, 可以看到 8 月至 11 月, 中美及中欧贸易顺差均处于较高水平, 中美 8 月至 11 月分别为 376.9、420.0、407.5 和 369.5 亿美元, 中欧则分别为 209.5、185.0、258.6 和 228.2 亿美元。

展望后续出口, 我们认为, 现阶段支撑出口韧性的逻辑可能适当走弱, 但需进一步观察 Omicron 自身及次生影响走势。首先全球供应链问题虽然仍是挑战, 但海运价格、货物周转等数据显示边际有所修复, 价格支撑将逐步下降; 其次, 海外经济体疫苗接种率逐步提升, 特别是越南、泰国等新兴市场经济体在 11 月有显著改观, 预计伴随新兴市场国家接种率的提升, 供给修复可能导致订单转移带来的一次性利好下降; 其三, 11 月起, 我国对美欧出口开始边际回落, 中美、中欧贸易顺差也出现环比回落, 侧面显示海外订单前置的利好可能逐步走弱。

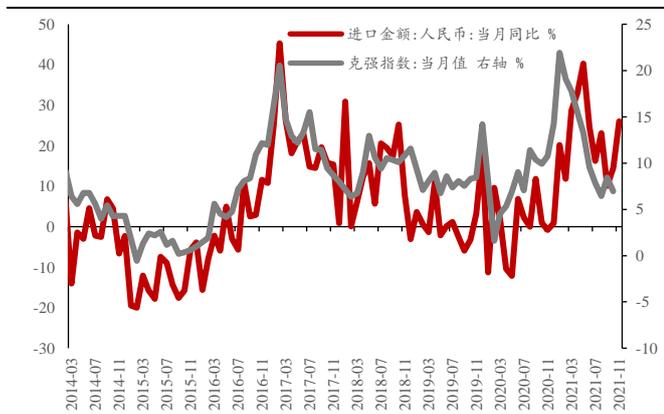
值得注意的是, 当前 Omicron 病毒自身及潜在次生冲击仍需进一步观察, 需特别关注 Omicron 的致死率和现存疫苗有效程度等信息, 我们认为, 若全球疫情的再次扩散、各国防疫政策收紧等因素发酵, 可能对我国出口再次带来利好, 出口韧性或将持续。

3. 内需是决定性力量, 扫除扰动提振进口

11 月人民币计价进口同比 26%, 前值 14.5%, 内需仍是解释进口的核心变量, 短期能耗双控及疫情扰动下降, 11 月进口环比回升。

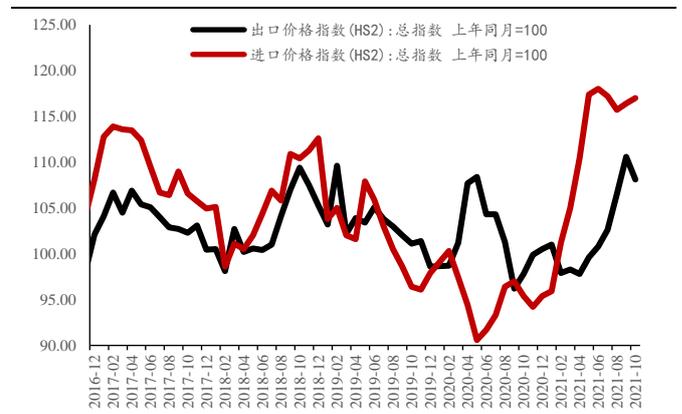
内需是进口的决定性力量, 能耗双控和疫情冲击的扰动扫除。我们自 3 月起提示内需成为解释进口的核心逻辑, 并提出克强指数是一个较好地反应内需变化的经济指标, 所含工业用电量、铁路货运量、中长期信贷同比可以从经济运转、工业生产、投资意愿等多个角度反应实体经济的热度, 可以较好地反映工业及服务业变动情况。11 月进口数据出现显著回落, 能耗双控扰动工业生产, 疫情防控(社交距离限制)影响服务业表现, 11 月进口数据边际回升, 主因在于前期扰动下降。11 月工业生产积极改善, 在煤炭保供稳价政策下电力紧张压力大幅缓解, 能耗双控有所纠偏, 使工业生产有所修复, 除焦炉、高炉开工率环比走弱外, 汽车全钢胎、半钢胎开工率、PTA 产量、粗钢产量环比皆有所回升。疫情扰动较 10 月也有所下降, 主要疫情从零星散状向集中变化, 防疫措施也从显著收紧向精细化调控演进。我们认为, 11 月进口数据的环比回升主因在于前期能耗双控、限电及疫情扰动下降。

图 7: 克强指数反映内需对进口解释力度不断提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 今年以来进口价格指数的绝对水平显著提升

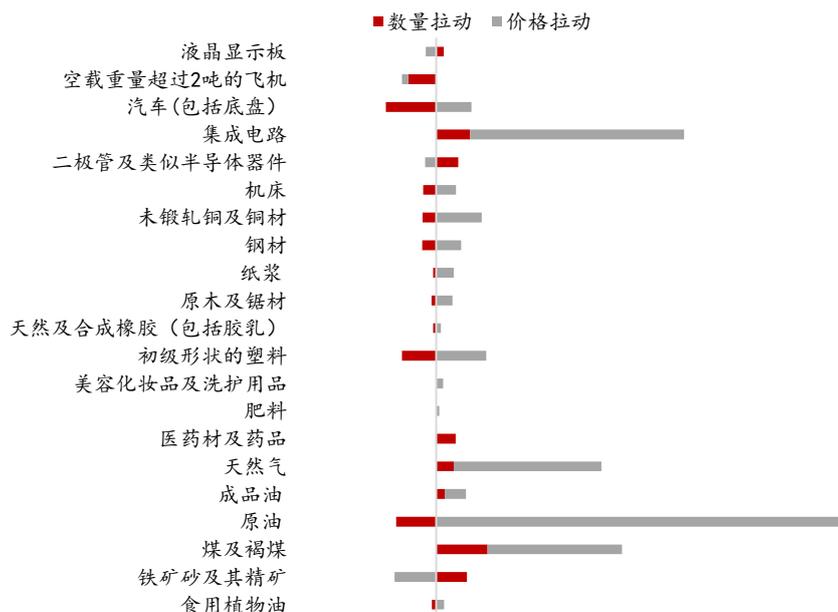


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

价格因素对进口也有一定支撑。进入2021年，我国进出口价格指数发生了系统性的变化，进口价格指数显著上涨，大幅领先于出口价格指数，4月至今进口价格指数连续7个月位于110以上（10月进口价格指数117）。进口价格指数的上行主要是源于全球范围内的大宗商品涨价，特别是我国较为依赖能源品、农业品的进口，截至11月上旬，反映国际市场大宗商品价格的路透CRB指数相比去年底累计上涨超过31%，相比去年的最低点涨幅超过120%。我们认为，进口价格对进口也有一定支撑。

从进口结构数据来看，价格因素的影响更为显著，11月铁矿砂、原油、大豆等商品进口量减价扬，煤、天然气进口量价齐升。1-11月，我国进口铁矿砂10.38亿吨，减少3.2%，进口均价每吨1099.3元，上涨53.1%；原油4.67亿吨，减少7.3%，进口均价每吨3191.1元，上涨39.5%；煤2.92亿吨，增加10.6%，进口均价每吨676.9元，上涨39.7%；天然气1.1亿吨，增加21.8%，进口均价每吨2772.7元，上涨20.7%；大豆8765.3万吨，减少5.5%，进口均价每吨3558.7元，上涨30.7%；初级形状的塑料3128.5万吨，减少16.1%，进口均价每吨1.15万元，上涨30.6%；成品油2492.2万吨，减少4.5%，进口均价每吨3934.9元，上涨35.6%；钢材1326.7万吨，减少29.6%，进口均价每吨8374.2元，上涨47.2%；未锻轧铜及铜材494万吨，减少19.9%，进口均价每吨6.1万元，上涨36.9%。

图9：11月，价格因素对各品类进口影响较大



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_30877



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn