

后续出口有加速回落风险吗？

证券研究报告

2022 年 04 月 15 日

宏观经济专题

虽然当前我国出口仍然维持了相对强劲势头，但是面对国内疫情冲击、出口新订单下降和地缘政治不确定性，后续出口呈现出有一定下行风险。

考虑疫情冲击，由企业停产和陆路、港口物流导致的供应链压力已经有发酵迹象，无法排除后续出口交付承压的可能。考虑到上海与长三角，及其他受疫情影响区域在我国出口比重，外贸相关产业链、以及他们在物流中的重要位置，相关压力可能不小。

考虑新订单下降，目前我国出口占海外市场的比重已有回落。如果国内生产持续受限，国内产业链相对于海外的优势减弱，或许还不能排除后续出口订单继续回落的可能。

至于地缘政治，除了关税以外，美国正在通过加强知识产权执法、金融制裁、严查海外上市资金来源等手段对中美之间的经贸活动产生约束，进而可能限制中国出口。所以，风险依旧存在。

回顾 2021 年，我国出口保持强势的主要原因，还是外需维持了强劲态势，特别是美欧发达经济体需求扩张的结果。

展望 2022 年，过去推动我国出口的动能开始陆续展现趋弱势头。无论是从分商品还是分区域出发，在海外需求逐步收缩的情况下，今年我国的出口增速大概率将延续回落。

我们预计我国全年出口增速在 1% 左右，后续出口环比整体大概率弱于季节性，节奏上同比是前高后低，出口回落速度可能较快，下半年开始出口可能落入负区间。

这个时候是否有可能推动人民币汇率贬值？

贬值对我国出口肯定不是坏事。但除非人民币汇率出现较大幅度贬值（比如类比于 2015 年 811 汇改后的变化），不然可能对很难对我国出口起到非常明显的支撑。

而且还需要考虑对货币政策本身的制约和地缘政治问题。国际收支和汇率稳定是货币政策独立性的前提。所以，在现阶段美元走强与地缘政治摩擦加剧的背景下，央行顺势而为适度贬值可能是最为可能的方向。

对于债券市场，需要考虑到：一方面出口是疫情后中国经济最大的增长力量；另一方面也是保持国际收支平衡的物质基础。在今年出口下滑压力加大的背景下，一方面国内经济增长压力进一步上升，带来政策更大力度对冲的需要；另一方面需要考虑外部均衡的可能影响，观察央行如何兼顾内外平衡。

最终的汇总，还是在于具体政策组合和工具的选择上，目前我们维持降准以后降息的可能性，落实到债市，利率有空间，节奏需注意。

风险提示：国内外经济增长超预期、国内外通胀超预期、国内外宏观政策调整超预期、中美关系发展超预期、国内外疫情发展超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com
廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：艾迪转债，生产破碎锤和液压件的优质企业 - 申购建议：积极申购》2022-04-14
- 2 《固定收益：如何看待当前市场内忧与外患？ - 天风总量联席解读（2022-04-13）》2022-04-14
- 3 《固定收益：永吉转债，贵州省印刷行业的标杆企业 - 申购建议：积极参与》2022-04-14

内容目录

1. 如何看待疫情等因素对出口的影响？	5
1.1. 如何看待国内疫情对出口的影响？	5
1.2. 如何看待 PMI 出口新订单明显回落的影响？	8
1.3. 如何看待中美关系对出口的影响？	9
2. 2021 年出口回顾：三个视角看出口	10
2.1. 分商品观察：新旧动能持续推动出口扩张	10
2.2. 分地区观察：多地区持续拉动出口强势表现	12
2.3. 量价视角观察：旺盛需求下整体量高价升	14
3. 2022 年出口预测：动能能否维持？	17
3.1. 海外需求能否维持？	17
3.2. 不同商品出口是否仍有动能？	20
3.2.1. 原材料和中间品出口还会好吗？	20
3.2.2. 车辆设备出口还会好吗？	21
3.2.3. 机电杂项出口还会好吗？	21
3.3. 还需关注哪些可能的影响？	24
3.3.1. 如何看待海外供应链问题对出口的影响？	24
3.3.2. 如何看待人民币汇率对出口的影响？	25
3.4. 如何看待今年出口增速与节奏变化？	25
4. 小结	27

图表目录

图 1：上海港集装箱吞吐量（万标准箱、%）	5
图 2：目前实施疫情三区管控较严格区域的出口占比（%）	5
图 3：中汽协乘用车产量当月值（万辆）	5
图 4：中汽协汽车产量当月值（万辆）	5
图 5：上海规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）	6
图 6：吉林省规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）	6
图 7：八大枢纽港口集装箱吞吐量旬度数据（%）	7
图 8：分区域集装箱吞吐量旬度数据（%）	7
图 9：国内陆运物流指数	7
图 10：疫情影响陆运物流指数	7
图 11：出口集装箱运价指数	7
图 12：内贸集装箱运价指数 PDCI	7
图 13：工业企业出口交货值增速（%）	8
图 14：上海出口两年同比（%）	8
图 15：中国与其他亚洲国家 PMI（%）	8
图 16：中国 PMI 新出口订单与韩国出口型企业新订单指数（%）	8
图 17：中国对欧盟出口占欧盟进口的份额（%）	8

图 18: 中国、韩国和越南出口同比 (%)	8
图 19: 中美双边贸易在美国分部门中的份额 (%)	9
图 20: 中美双边贸易在中国分部门中的份额 (%)	9
图 21: 累计出口增速 (%)	10
图 22: 当月出口增速 (%)	10
图 23: 主要大类商品出口占比 (%)	11
图 24: 主要大类商品出口拉动率 (%)	11
图 25: 主要拉美国家生产情况	14
图 26: 主要拉美国家 GDP 环比增速 (%)	14
图 27: 集成电路出口的量价情况 (百万个、万美元/百万个)	15
图 28: 便携式电脑出口的量价情况 (万台、万美元/万台)	15
图 29: 手机出口的量价情况 (万台、万美元/万台)	15
图 30: 纺织原料出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	15
图 31: 钢铁出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	15
图 32: 肥料出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	15
图 33: 化妆洗护出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	16
图 34: 塑料轮胎出口的量价情况 (万吨、万美元/万吨)	16
图 35: 整车出口的量价情况 (辆、万美元/辆)	16
图 36: 集装箱出口的量价情况 (个、万美元/个)	16
图 37: 考虑乌克兰局势的美欧经济增长前景比较 (%)	17
图 38: 各国通胀 (%)	19
图 39: 美债隐含通胀预期 (%)	19
图 40: 欧央行通胀预期 (%)	19
图 41: 美欧综合产能利用率 (%)	20
图 42: 美欧制造业综合生产指数季调 (%)	20
图 43: 墨西哥和日本的工业指标 (%)	20
图 44: 各国制造业 PMI (%)	20
图 45: 新能源车与汽柴油车出口交货值 (亿元)	21
图 46: 美国新车与二手车销售 (百万美元)	21
图 47: 美国薪资增速与收入增速 (%)	22
图 48: 东京都:名义工资指数同比 (%)	22
图 49: 美国居民家庭资产负债表与存款数据 (百万美元、%)	22
图 50: 美国家庭消费与商品消费比重 (十亿美元、%)	23
图 51: 日本家庭消费与商品消费比重 (十亿日元、%)	23
图 52: 美国服务消费与商品消费 (十亿美元)	23
图 53: 日本服务消费与商品消费 (十亿日元)	23
图 54: 美国耐用品消费比重 (十亿美元、%)	23
图 55: 日本耐用品消费比重 (十亿美元、%)	23
图 56: 美国销售环节库存销售比缺口 (%)	24
图 57: 美国生产环节存货出货比、未完成订单出货比缺口 (%)	24
图 58: 纽约联储全球供应链压力指数 GSCPI	24

图 59: 洛杉矶集装箱港口的装卸天数 (天)	24
图 60: 贸易差额与人民币汇率 (%)	25
图 61: 我国季度出口的环比季节性 (%)	26
表 1: 出口商品比重与变化 (%、pct)	11
表 2: 出口商品拉动率与变化 (%、pct)	12
表 3: 出口地区比重与变化 (%、pct)	13
表 4: 出口地区拉动率与变化 (%、pct)	13
表 5: 地区出口占比与变化——前 12 月累计出口 (%、pct)	14
表 6: IMF 与世界银行的最新经济预期 (%)	18
表 7: 季节性水平的全年出口预测值 (亿美元、%)	26
表 8: 经过系数调整的全年出口预测值 (亿美元、%)	26

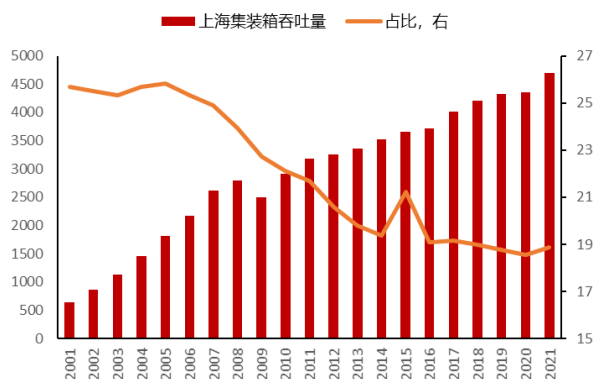
后疫情时期，出口对国内经济复苏和金融稳定做出了重要贡献。虽然当前我国出口仍然维持了相对强劲势头，但是面对国内疫情冲击、出口新订单下降和中美贸易摩擦的不确定性，后续出口能否保持强劲？是否存在加速回落的风险？上述问题备受市场关注。

1. 如何看待疫情等因素对出口的影响？

1.1. 如何看待国内疫情对出口的影响？

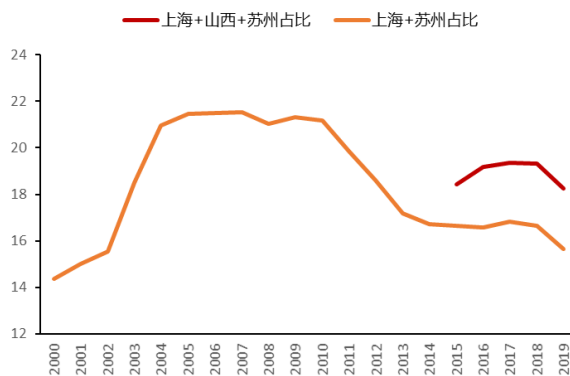
国内疫情冲击如何影响出口？主要考虑两方面：一是生产，二是物流。

图 1：上海港集装箱吞吐量（万标准箱、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：目前实施疫情三区管控较严格区域的出口占比（%）



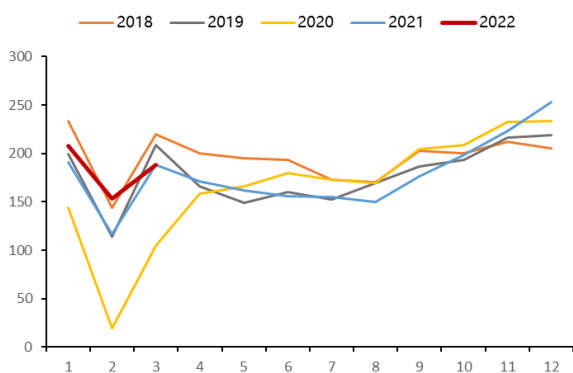
资料来源：WIND、天风证券研究所

第一，疫情是否影响了工业生产？毫无疑问，影响是存在的。

以国内整车生产为例，受到国内疫情与防控措施对供应链的影响¹，国内多家整车生产厂商宣布停产或减产。

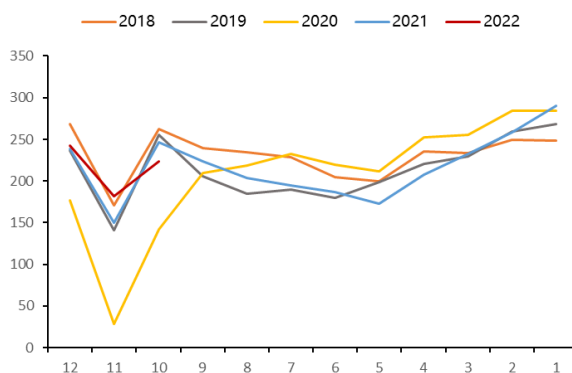
从中汽协月度的生产数据观察，本轮疫情冲击下，国内整车生产确实受到了不小冲击。而汽车产业是推动我国出口的最要新动能之一。

图 3：中汽协乘用车产量当月值（万辆）



资料来源：WIND、中汽协、天风证券研究所

图 4：中汽协汽车产量当月值（万辆）

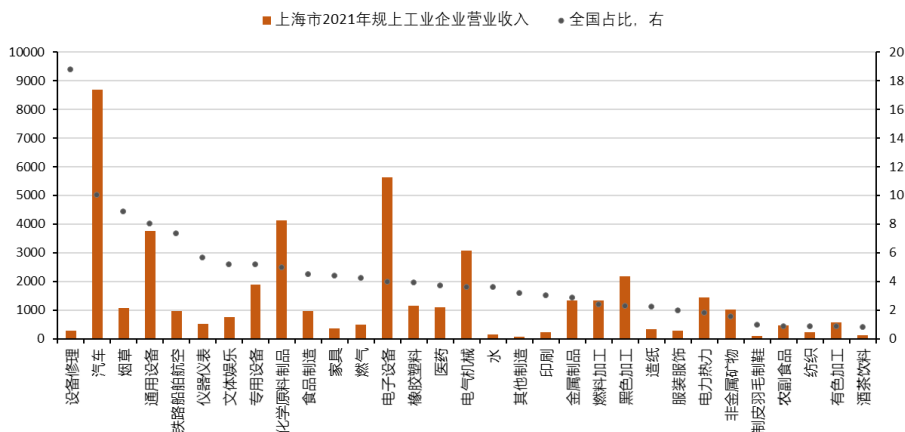


资料来源：WIND、中汽协、天风证券研究所

还有哪些产业可能受到类似影响？我们不妨从本轮疫情的重点区域，上海和吉林，在全国产业链的分布出发观察。吉林在全国产业链中的较为突出的主要是汽车产业，而上海在汽车、通用设备、化工、机电等产业，其全国的占比均在 4% 以上，而且是我国主要的出口产业，在我国出口规模中的排序分别为第六、第八、第五和第一，合计占比约 58.4%。

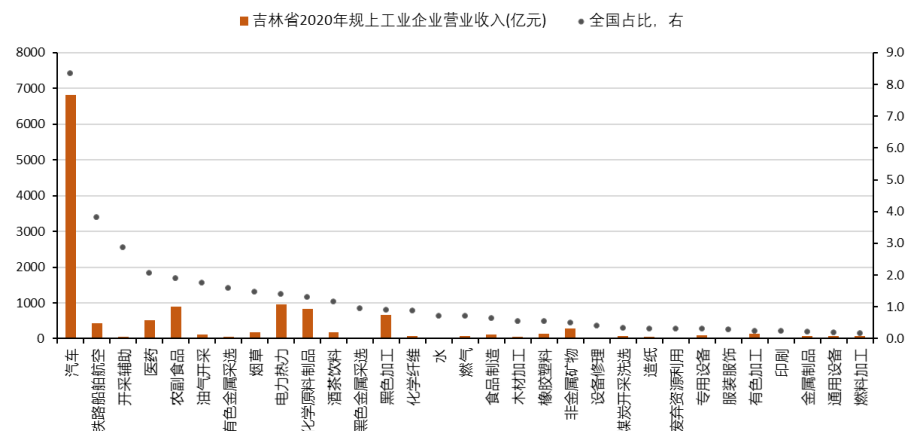
¹ <https://www.caixin.com/2022-04-11/101868318.html>

图 5：上海规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：吉林省规上工业企业营业收入与占全国份额（亿元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，疫情是否影响了与外贸相关的运输物流？

从中港协数据观察，本轮国内疫情发生后，结合旬度数据与两年同比观察，全国整体的港口物流，特别是外贸港口物流并未受到显著影响，全国八大枢纽港口的外贸集装箱吞吐量还在上行，但是内贸吞吐量明显下行。

观察长江三港，情况是相反的，外贸集装箱的吞吐量明显回落，反倒是内贸集装箱吞吐量有所提高。

一方面，可能反映了疫情影响下，上海及周边地区外贸相关生产和交付活动的减弱。当然，也可以解释为，部分本该从上海港发货的企业，选择从其他港口进行发货。另一方面，结合陆路物流分析，本轮国内疫情发生后，疫情防控政策的收紧更多影响的是陆路物流。在此情况下，部分企业选择“陆转水”，这与近期部分媒体的报道是相契合的²，也解释了为何长江三港的集装箱吞吐量一度上行。

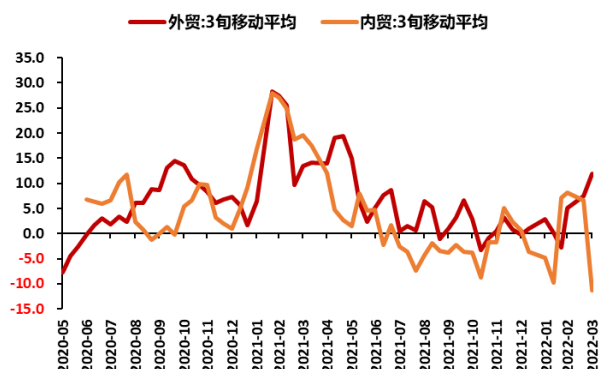
所以从港口物流角度出发，暂时还未看到疫情对整体港口物流的影响，但是对局部港口物流的影响还是较为显著。

至于疫情导致的陆路物流压力，以及路转水行为的变化，是否会导致港口的拥挤，或者说疫情防控是否已经直接或间接的影响了港口物流的运转，从出口和内贸集装箱价格指数观察，目前还没有观察到相应压力。

² <https://gjkdwl.com/news/shanghahaiwuliu-30924.html>

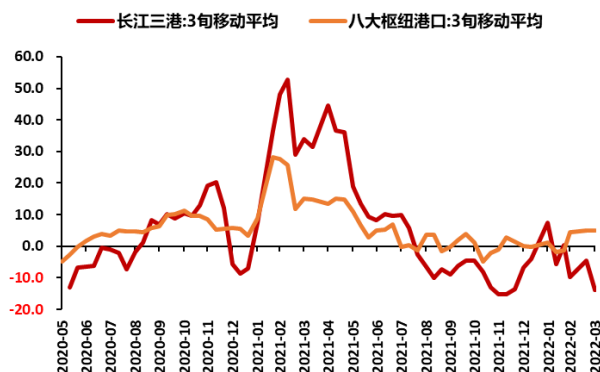
但数据发布存在滞后性，结合央视新闻报道³，因为目前上海周边港口实施闭环式管理，加上外地对上海防控比较严格，还是对集卡运力形成了 25-30% 的影响，进而影响了港口物流效率。估计后续发布的数据会陆续有所体现。

图 7：八大枢纽港口集装箱吞吐量旬度数据（%）



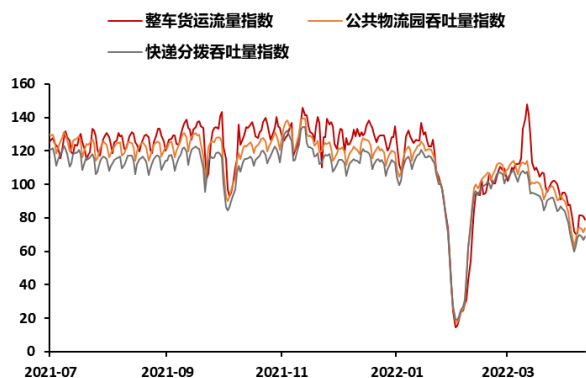
资料来源：中港协、天风证券研究所。注：数据为3旬移动平均

图 8：分区域集装箱吞吐量旬度数据（%）



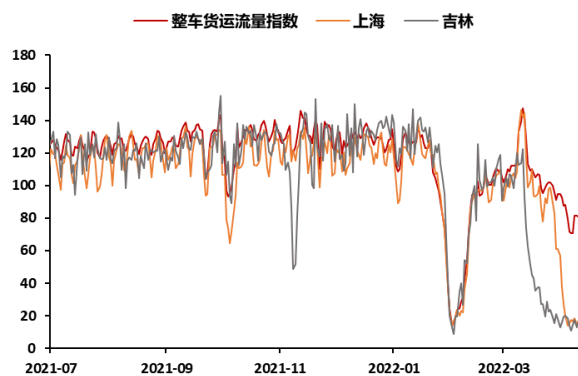
资料来源：中港协、天风证券研究所

图 9：国内陆运物流指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：疫情影响陆运物流指数

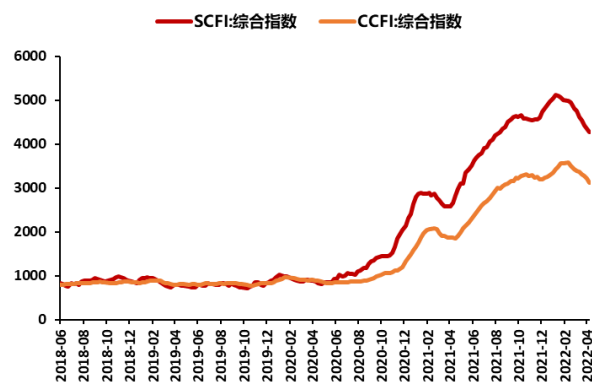


资料来源：WIND、天风证券研究所

综合来看，目前疫情防控对整体出口的压力还没有明显体现，出口交付暂时正常。这可能与数据公布或者供应链存在传导时滞，导致压力还没有完全体现有关。

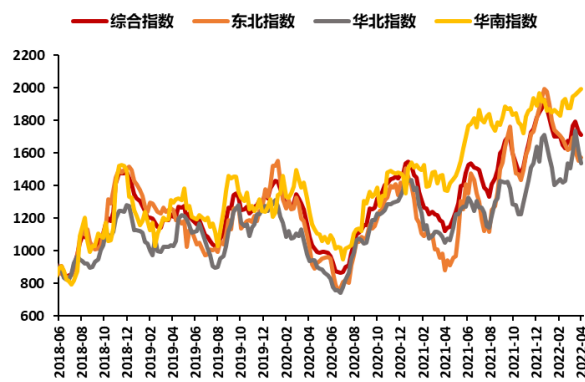
从目前情况外推，由企业停产和陆路、港口物流导致的供应链压力已经有发酵迹象，后续出口交付承压的可能在上升。考虑到上海及其周边地区在外贸相关生产工业链、以及在陆路、港口物流中的重要位置，相关压力较大。

图 11：出口集装箱运价指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

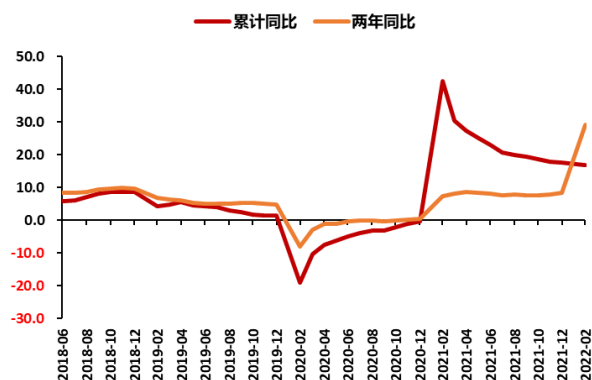
图 12：内贸集装箱运价指数 PDCI



资料来源：WIND、天风证券研究所

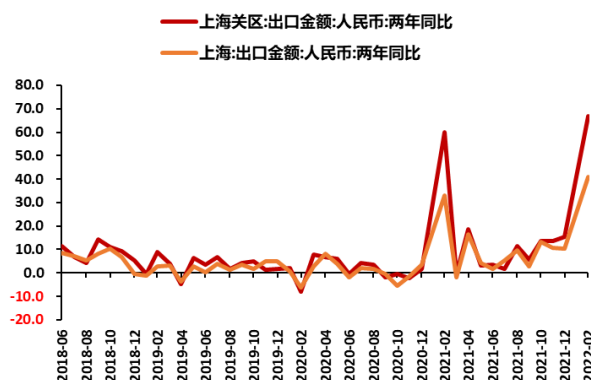
³ <https://news.cctv.com/2022/04/12/ARTIlg9nMcjWF4QYpHBh8pyKF220412.shtml>

图 13: 工业企业出口交货值增速 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 14: 上海出口两年同比 (%)



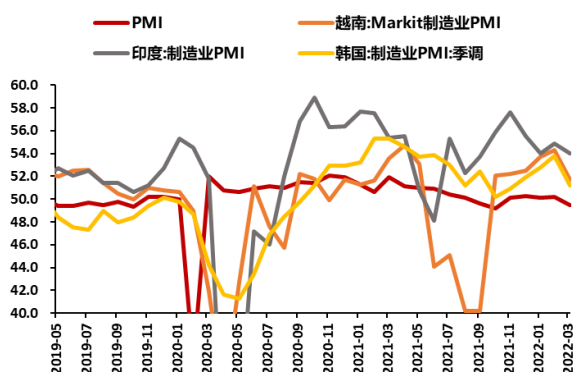
资料来源: WIND、天风证券研究所

1.2. 如何看待 PMI 出口新订单明显回落的影响?

3 月 PMI 新出口订单指数从上月的 49.0 明显回落至 47.2。疫情后, 虽然我国 PMI 新出口订单指数也有过较快回落的先例, 市场也一度有过担心, 但整体没有当前那么担忧。

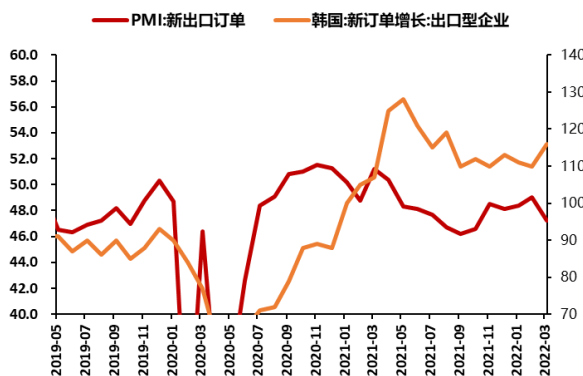
如今市场担忧的问题在于, 随着海外疫情防控的逐步放松, 我们出口占海外市场的比重已经有了回落迹象。如果国内生产持续受限, 会不会导致订单的加速转移? 毕竟疫情后推动我国出口保持强劲的一个关键因素, 正是国内产业链对海外的明显优势。

图 15: 中国与其他亚洲国家 PMI (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 16: 中国 PMI 新出口订单与韩国出口型企业新订单指数 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 17: 中国对欧盟出口占欧盟进口的份额 (%)



图 18: 中国、韩国和越南出口同比 (%)



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_40421

