证券研究报告

宏观研究

专题报告

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

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

出口增速负风险不会轻易消散

2022 年 11 月 8 日

- **出口超预期走弱的变与不变。**10 月出口超预期走弱，变的是下滑幅度超预期，同比增速由正数变负数，不变的是外需走弱的逻辑。1）变的是出口下滑的幅度超预期。以美元计价的出口增速由正转负，且出口拖累项由美国一个负贡献转向欧美双层拖累。2）不变的是外需走弱的逻辑和一枝独秀的东盟出口贡献度。运价指数和集装箱吞吐量下滑共同验证外需趋弱逻辑不变，而东盟依旧是我国出口的支撑力量。3）从分项上看，重点出口商品全线下滑，机电和高新技术产品对出口增速的拖累尤其严重。机电产品的同比增速也由正转负，其中，除船舶外，集成电路、家用电器和手机的出口同比增速都较 9 月进一步下挫，这些产品出口回落主要是由于数量同比下滑较多，与外需走弱的逻辑相互验证。高新技术产品则继续上月的回落趋势，且回落幅度加深。重点出口商品的结构性亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善。

- **工业生产景气度下滑，内需不足拖累进口。**10 月多地疫情散发，疫情形势更加严峻，对内需产生扰动。此外，工业生产受国庆长假影响，增长态势放缓。10 月制造业 PMI 重回收缩区间，制造业产、需双弱进一步拖累进口。分产品看，一方面，工业生产需求缩减拖累工业原料进口。铁矿砂及其精矿、铜及铜材、铜矿砂及其精矿、原木及锯材、钢材等 10 月进口金额同比增速均位于负区间。另一方面，原油、天然气等能源类产品进口增加。天然气的进口增速主要由价格支撑，而煤及褐煤的增速主要由进口数量支撑，原油和成品油呈量涨价跌态势。此外，在 10 月末购物狂欢节的带动下，美容化妆品及洗护用品进口金额同比增速较 9 月上升。

- **年底出口下行压力或将进一步加大。**在海外主要经济体增长放缓的背景之下，未来外需对出口的支撑作用可能进一步减弱。首先，欧美对我国出口的双拖累作用短期内可能不会出现改善。1）从制造业景气度水平上看，欧美制造业 PMI 下滑明显，且海外政策收紧仍在进程中。2）从 OECD 综合领先指标上看，总体的 OECD 综合领先指标持续走弱，欧美的综合领先指标也不例外。其次，在欧美双层拖累延续的背景下，东盟对我国出口的贡献度孤木难支。若后续欧美对我国出口增速的拖累作用持续，东盟的贡献度可能不足以完全对冲。总之，欧美拖累持续，叠加基数影响后，出口同比增速很可能继续维持负增长。但值得关注的是，出口不是目前市场的主逻辑，出口越弱或意味着政策越积极，这可能才是市场的主逻辑。

- **风险因素：**国内疫情再度反弹，东盟景气度超预期等。

目 录

一、出口超预期走弱的变与不变.....3
二、工业生产景气度下滑，内需不足拖累进口.....6
三、年底出口下行压力或进一步加大.....8
风险因素.....8

表 目 录

表 1：10 月出口重点商品金额同比增速对比.....5
表 2：10 月进口重点商品金额同比增速对比.....7

图 目 录

图 1：由美国一个负贡献转向欧美双层拖累.....3
图 2：人民币计价增速反映了人民币贬值的影响.....3
图 3：我国对欧洲联盟主要国家出口增速大多转负数.....4
图 4：外贸集装箱吞吐量均走弱.....4
图 5：10 月的结构性亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善.....6
图 6：天然气进口增速主要由价格支撑，而煤及褐煤进口增速主要由数量支撑.....7
图 7：OECD 综合领先指标持续走弱.....8

一、出口超预期走弱的变与不变

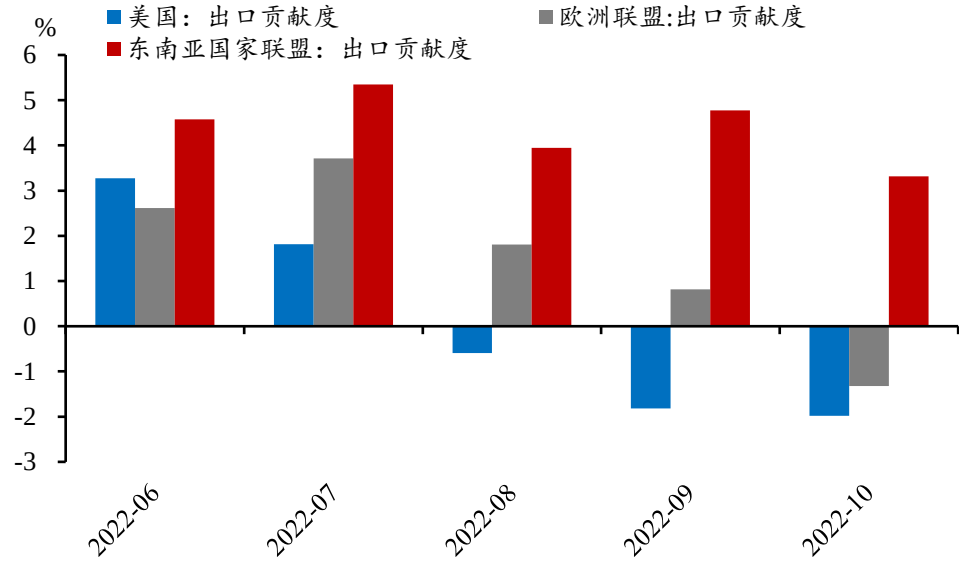
此次出口超预期走弱，变的是出口下滑幅度超预期，同比增速由正数变负数，不变的是外需走弱的逻辑。

1）变的是出口下滑幅度超预期。

变化之一：以美元计价的出口增速由正转负。10 月出口金额（美元计价）同比增速为-0.3%，为 2020 年 6 月以来的最低水平，与 9 月出口增速相比下降了 6.0 pct。环比变化上，10 月出口环比下挫 7.5%，下挫幅度之大，为年内次高水平。按人民币计价，10 月出口同比增速为 7%，反映出人民币贬值有利于提升本币计价表现。

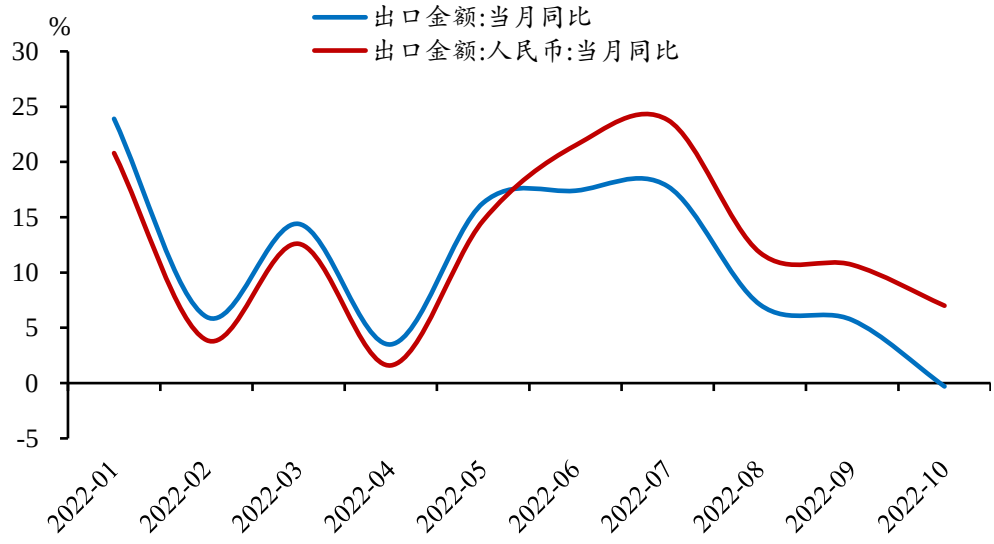
变化之二：由美国一个负贡献转向欧美双层拖累。从三大国别来看，我国主要的三大出口目的地中，只有东盟国家还对出口起着正向贡献作用。我国出口到主要欧洲联盟国家（德国、法国、意大利）的同比增速继续下滑，究其原因，我们认为面对通胀压力及不确定性，为了防范通胀上行风险，海外国家收紧政策抑制了需求，这可能进一步影响了欧盟国家对我国产品的进口。美国对我国出口的拖累幅度进一步加深，我国出口的同比增速转弱。

图 1：由美国一个负贡献转向欧美双层拖累



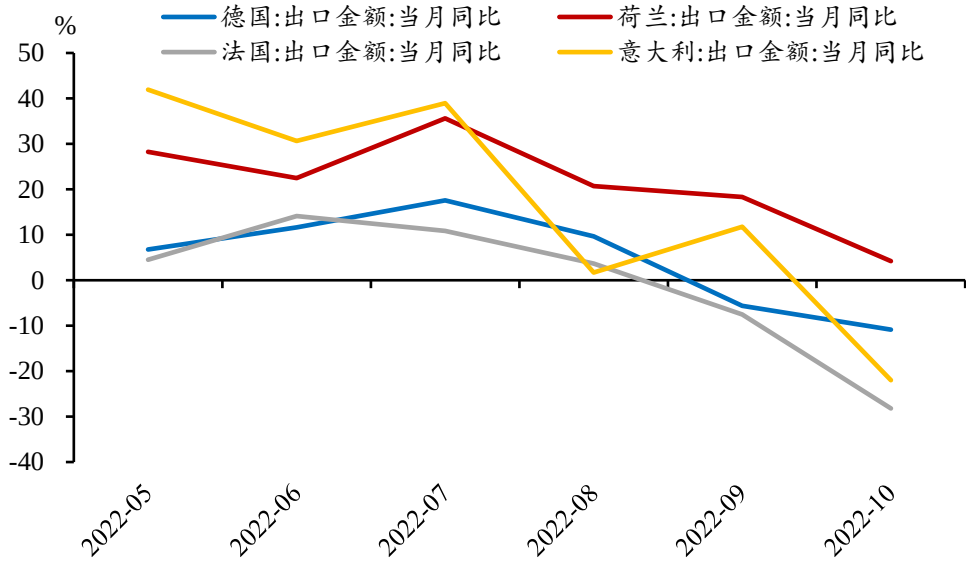
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：人民币计价增速反映了人民币贬值的影响



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：我国对欧洲联盟主要国家出口增速大多转负数



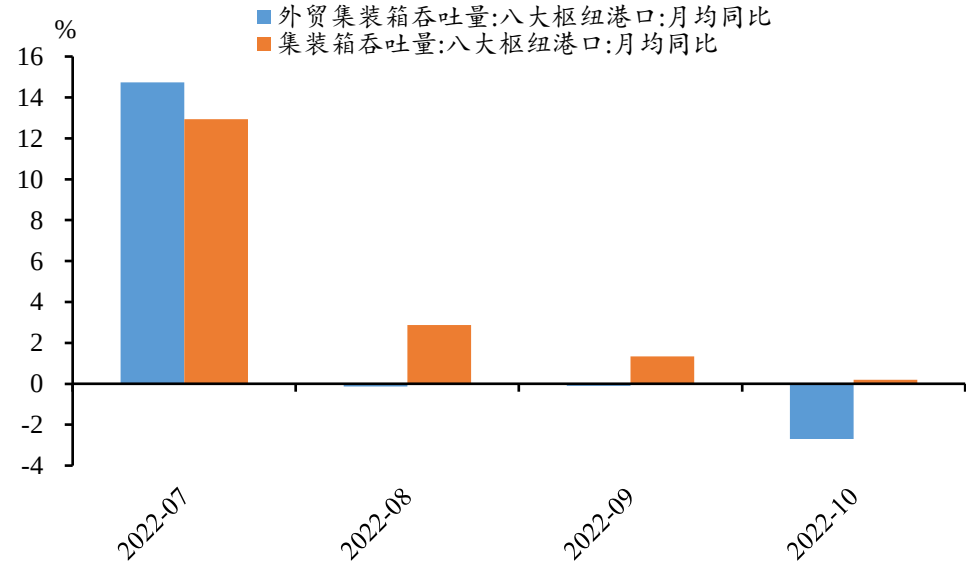
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2）不变的是外需走弱的逻辑和一枝独秀的东盟出口贡献度。

不变之一：运价指数和集装箱吞吐量下滑共同验证外需趋弱的逻辑不变。外需走弱的变化同样体现在运价指数的下降和吞吐量景气度的回落上。航运价格指数上，自 10 月份以来，CCFI 运线指数继续大幅回落。具体而言，10 月中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）为 1949.49 点，较 9 月指数下跌了 24.83%，而上海出口集装箱综合指数（SCFI）平均值为 1763.45 点，较上月平均下跌 24.75%。此外，波罗的海干散货指数 BDI 再次进入下降通道。集装箱吞吐量上，八大枢纽港口的集装箱吞吐量和外贸集装箱吞吐量都持续走弱。

不变之二：东盟依旧是我国出口的支撑力量。东盟对我国出口的支撑作用一直都比较明显，自 6 月起东盟对我国出口的贡献度一直呈现出较大的韧性。三大出口目的地中，欧盟、美国拖累出口增速，而东盟对我国出口增速贡献度一枝独秀，10 月东盟对我国出口的贡献度为 3.32 个百分点。即使与前值相比有所滑落，但在各个出口目的地中表现较好，是我国出口的支撑力量，也对冲了一部分外需回落的影响。

图 4：外贸集装箱吞吐量均走弱



资料来源：Wind，信达证券研发中心

重点出口商品全线下滑，机电和高新技术产品对出口增速的拖累尤其严重。与 9 月增速相比，10 月出口重点商品金额的同比增速几乎全部回落。机电产品的同比增速由正转负，回落至-0.73%。其中，除船舶外，集成电路、家用电器和手机的出口同比增速都较 9 月进一步下挫，这些产品出口回落主要是由于数量同比下滑较多，与外需走弱的逻辑相互验证。高新技术产品则继续上月的回落趋势，且回落幅度加深。

重点出口商品的结构性亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善。从出口结构上看，10 月出口金额同比增速超 9 月表现的分项并不多，在列示的重点商品中钢材和船舶的 10 月出口金额同比增速较 9 月进一步增加，且二者的改善均来源于出口数量的多增。10 月钢材出口金额的同比增速为-1.50%，与 9 月的-4.10%相比，回升了 2.6 pct，钢材出口增速的边际回升主要贡献在于数量的变化，10 月钢材出口数量同比增长 15.2%，远高于 9 月 1.4%的数量同比增速。10 月船舶出口数量高增，同比增速为 124.92%，对冲了价格回落的影响。

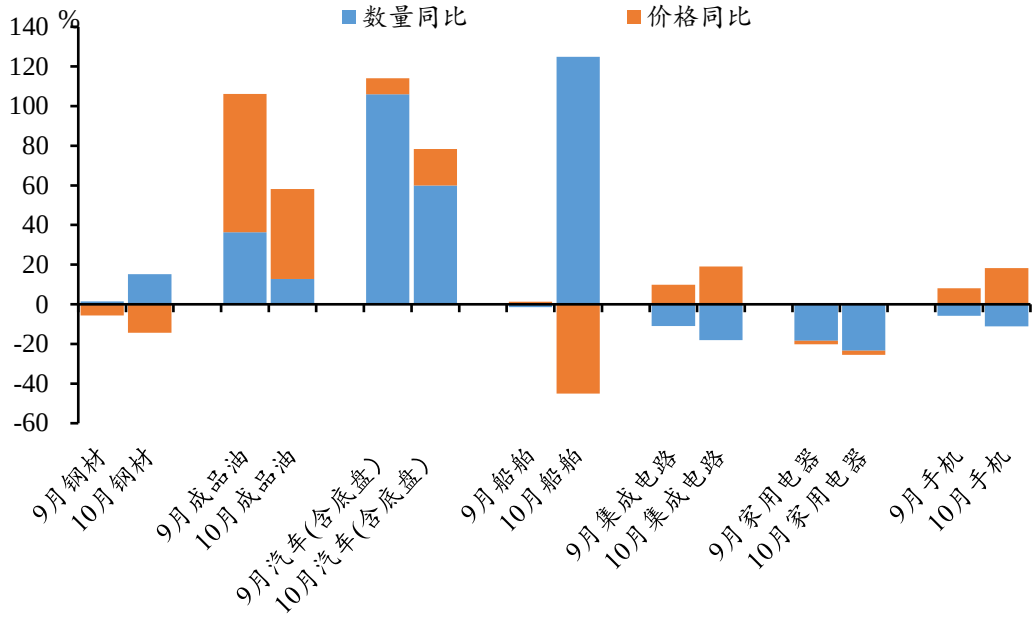
表 1：10 月出口重点商品金额同比增速对比

出口重点商品	当月同比(2022-10) 单位：%	上月同比(2022-09) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	-0.73	6.00	-6.73	59.37
高新技术产品	-7.58	-0.90	-6.68	27.60
服装及衣着附件	-16.93	-4.40	-12.53	4.58
纺织纱线织物及其制品	-9.05	-2.70	-6.35	3.81
钢材	-1.50	-4.10	2.60	2.27
塑料制品	2.79	5.60	-2.81	2.99
农产品	10.07	10.50	-0.43	2.78
家具及其零件	-10.61	-9.00	-1.61	1.94
鞋靴	2.71	8.30	-5.59	1.47
玩具	-17.91	-9.40	-8.51	1.44
箱包及类似容器	19.70	28.00	-8.30	1.07
成品油	63.88	125.40	-61.52	1.29
未锻轧铝及铝材	-1.62	7.30	-8.92	0.59
陶瓷产品	8.02	9.60	-1.58	1.03
肥料	-0.57	5.40	-5.97	0.45
稀土	47.36	63.50	-16.14	0.03
中药材及中式成药	-12.92	-6.09	-6.83	0.03

资料来源：Wind，海关总署，信达证券研发中心

注：蓝色为正，红色为负，按当月金额占比降序排列

图 5：10 月的结构性亮点是钢材和船舶出口增速的边际改善



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、工业生产景气度下滑，内需不足拖累进口

10 月进口金额（美元计价）同比增速为-0.7%，环比下降 10.4%。分国别看，10 月我国对欧盟、美国进口同比增速分别为-5.10%和-1.54%，对东盟进口同比增速为 4.56%。

国庆长假影响生产，疫情多点频发扰动国内进口需求。10 月多地疫情散发，本土新增确诊病例较 9 月环比增加 49%，疫情形势更加严峻，对内需产生扰动。此外，工业生产受国庆长假影响，增长态势放缓。10 月制造业 PMI 重回收缩区间，生产和新订单指数较 9 月均下滑，制造业产、需双弱进一步拖累进口。

分产品看，工业生产需求不振拖累工业原料进口，而能源类产品进口增加。在 10 月进口分项中，一方面，工业生产需求缩减拖累工业原料进口。铁矿砂及其精矿、铜及铜材、铜矿砂及其精矿、原木及锯材、钢材等 10 月进口金额同比增速均位于负区间，其中，铜及铜材进口金额同比增速较 9 月缩减 23.78 pct。另一方面，原油、天然气等能源类产品进口增加。天然气、煤及褐煤进口金额同比增速分别为 8.91%和 2.77%。其中，天然气的进口增速主要由价格支撑，而煤及褐煤的增速主要由进口数量支撑，原油和成品油呈量涨价跌态势。此外，在 10 月末购物狂欢节的带动下，美容化妆品及洗护用品进口金额同比增速较 9 月上升 12.59 pct。

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_48388