

周度经济观察

——出口回落在途中，政策调整需等待

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年11月8日

内容提要

全球贸易活动的放缓是导致中国出口持续减速的主因，同时国内疫情形势的恶化可能也对贸易活动形成小幅拖累。考虑到海外主要央行加息的进程尚未结束，全球总需求的收缩尚在途中，我国出口仍将面临下行压力。

当前权益市场的反弹能否转化成为持续时间更久、幅度更大的反转，这仍然需要政策层面的支持。这些政策包括疫情防控政策的确认、地产领域有力的流动性干预、更为明确的经济增长目标设定。12月的经济工作会议是重要窗口期。

鲍威尔在11月议息会议上的鹰派表态，弱化了市场对12月加息幅度下调的关注，并为此后的加息路径描述了一个更高、更长的轮廓。而作为通胀焦点的劳动力市场的紧张状态，并未在10月非农就业数据之中出现明显缓解，因此通胀和加息预期仍然面临偏上行的风险。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、出口加速回落，经济下行风险趋增

10月我国美元计价出口同比增速-0.7%，较上月大幅回落6.4个百分点。人民币计价出口同比增速为7%，较上月回落3.7个百分点。汇率因素进一步放大了出口下滑的幅度。

分地区看，出口的回落在地域上具有广泛性。我国对发达经济体如日本和欧盟的出口大幅下滑，对美国出口维持低位；对新兴经济体如越南、巴西、印度等的出口也在走弱。分产品看，机电、家具和服装出口均出现减速。

与此同时，三季度以来，日本、韩国、越南和中国台湾这些东亚经济体的出口也在持续走弱。美国、欧洲、日本的制造业PMI延续下行态势，显示全球贸易活动的放缓是导致中国出口持续减速的主因。

此外，10月整车货运物流指数和地铁客运量均环比回落，显示疫情形势的恶化或许对出口有额外影响。

往后看，最新数据显示美国劳动力市场仍然偏紧，这意味着通胀将维持高位，加息进程短期难以出现转向。这一过程或将带来海外需求继续回落，全球经济和贸易活动的减速尚在途中。同时国内疫情的反复也使得中国在出口份额层面的抬升面临困难，中国未来出口增速或将中枢下行。

10月美元计价进口同比增速为-0.7%，较上月回落1个百分点，处于年内低位。

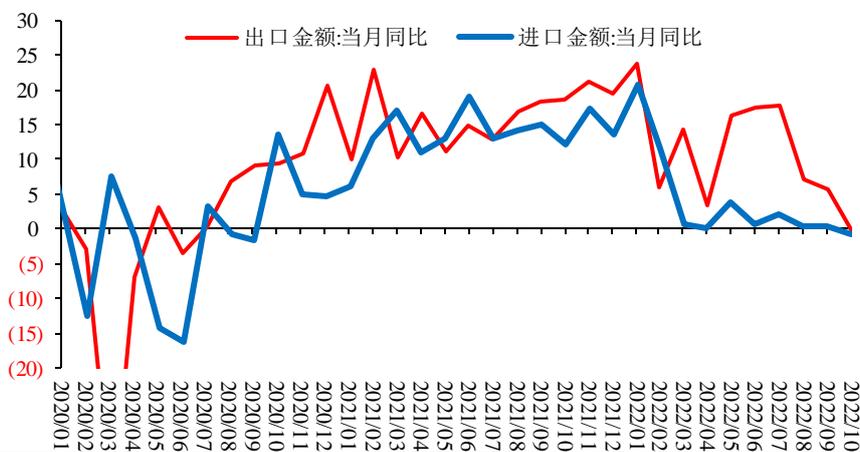
分地区看，中国从美国、日本、东盟的进口均出现回落。

分产品看，大豆和钢材出现回落，铁矿石基本持平，原油和汽车回升。今年以来，进口维持较低增速，和国内偏弱的需求表现一致。

往后看，考虑到国内疫情的扰动、以及房地产市场流动性压力的存在，下半

年国内需求偏弱的表现或将延续，这意味着进口将在低位波动。

图1：美元计价的美国进出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

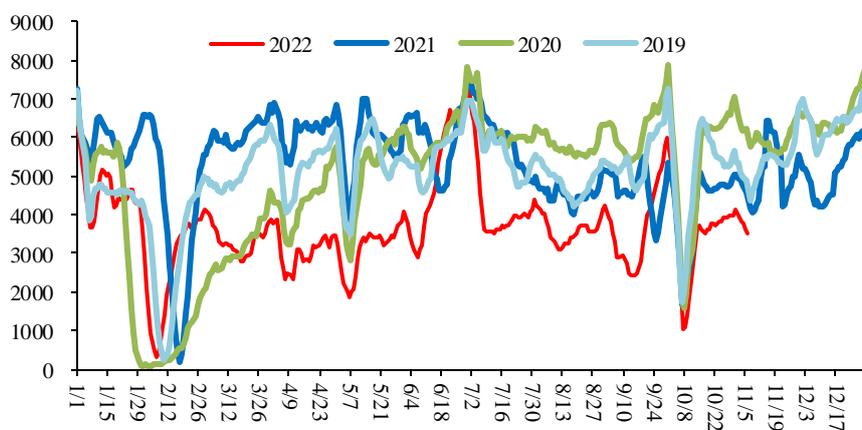
2021年为两年复合同比

尽管9月底以来房地产政策放松不断，但从高频数据来看，新房销售至今并未出现好转。10月第三方披露的房地产企业销售仅仅由于基数出现同比改善，绝对值水平仍然偏弱。

对比二手房市场，当下的销售好于去年同期，居民对交房安全的担忧或许是拖累新房销售的重大原因。

往后看，如果保交楼的不确定性难以消除，房地产企业的压力没有得到实质缓解，那么房地产市场的弱势将延续。

图2：30大中城市商品房成交（7D，MA），套



数据来源：Wind，安信证券；

随着天气转冷，近期疫情防控的压力不断上升，人流和物流数据加速走弱，这意味着消费和服务业面临持续减速的风险。对经济而言，疫情、地产、出口的影响互相交织，稳定经济增长的难度也在增加，今年12月的中央经济工作会议可能是未来经济政策出台的窗口期。

二、权益市场处于磨底阶段

上周以来权益市场大幅反弹，成交量出现回升，成长、消费和周期反弹幅度较高，稳定和金融风格涨幅偏低。

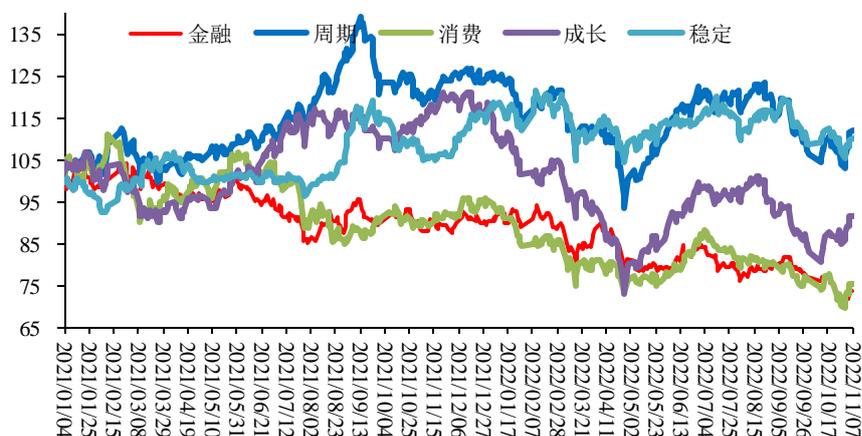
市场的关注聚焦于疫情防控政策的调整，尽管市场对媒体评论、专家解读、发布会信息的看法存在分歧，但从指数的最终表现来看，市场的预期和信心在持续改善。

在指数反弹的背后，我们认为不容忽视外资抛售行为的影响，每一次外资大幅抛售过后市场往往会迎来反弹，这一反弹主要反映了内外资机构在资产配置范围和理念上的差异。

当前市场的反弹能否转化成为持续时间更久、幅度更大的反转，这仍然需要政策层面的支持。这些政策包括疫情防控政策的确认、地产领域有力的流动性干预、更为明确的经济增长目标设定。

而在这些政策出台之前，权益市场更多表现为反弹的特征，从流动性环境、基本面变化、风险偏好的角度来看，市场进一步向下的空间似乎有限，总体的赔率正在积累。

图3：各风格指数



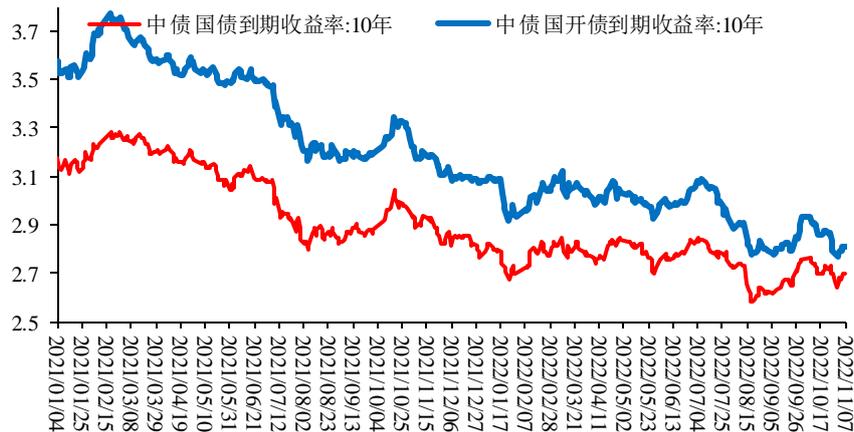
数据来源：Wind，安信证券
以 2021 年 1 月 2 日为 100

近期资金利率出现边际抬升，受此影响，1 年和 10 年期国债收益率均出现回升。同时，疫情防控政策调整的预期，股票市场的大幅反弹也对债券市场形成扰动。

从日本、中国台湾和香港的案例来看，疫情管控政策的逐步调整对消费和经济的影响相对缓和，尤其在疫情仍然存在扩散压力的背景下，居民部门补偿性消费很难快速展开。

因此，在疫情和地产政策出现实质调整之前，国内实体部门资产负债表的扩张难以实现，经济基本面依然承压，流动性环境的宽松有望维持，这意味着债券市场收益率或将易下难上。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美联储维持鹰派立场

上周美联储召开 11 月议息会议，决定将政策利率区间从 3%-3.25% 提升至 3.75%-4%。自今年 3 月开始加息以来，美联储已加息 6 次、累计 375BP，近期 4 次的加息幅度均为 75BP。

由于本次会议并非季度会议，无更新的预测数据（SEP）发布，因此增量信息主要集中于议息声明和鲍威尔答记者问环节。

前者的亮点在于新增的表述：“In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.” 这似乎暗示美联储将因为紧缩

政策累积影响的滞后性、而考虑放缓加息步伐，以观察快速加息之下经济数据的反应，并且考虑的范围似乎比通胀目标更为广泛。

而鲍威尔在此后的讲话中也通过“对利率敏感的地产相关需求已受到影响、但其他一些领域尚不明显”的例子，来再次论证加息的滞后性影响。结合鲍威尔所说的“在下一次或更加靠后的会议上讨论放缓加息步伐将是合适的”等内容而言，这基本上为年底12月开始下调加息幅度的决定铺平了道路。

至此，本次会议加息75BP的事实、以及下一次会议可能放缓至50BP的信号，均与市场此前的预期相符，并且一度被认为是偏鸽派的，大类资产价格也出现了加息放缓的相应走势。但是鲍威尔其余三个方向的发言则更多地指向了鹰派。

第一，他通过阐释加息的速度（每次加多少幅度）、高度（最终加到多高）、长度（维持高利率的时间），来论证当前加息的速度已经不如高度和长度重要了，弱化未来加息速度放缓所引发的鸽派效果。

第二，鲍威尔认为现在谈论或考虑停止加息还为时尚早，并且明确表示目前需要担心的不是“过度紧缩”的风险，而是“紧缩不足”或“过早放松”的风险，这与此次议息会议噤声期之前部分联储官员担心“过度紧缩”的论调形成鲜明对比。

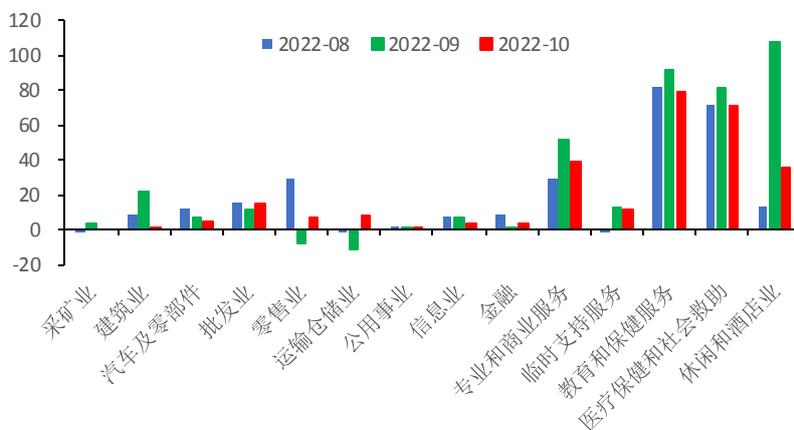
第三，鲍威尔认为中长期通胀预期还未有明显恶化，这对控制通胀来说是一个积极信号，但是在更为广泛的价格压力回落过程中，可能需要一段时间低于潜在趋势的经济增长以及劳动力市场的疲软才能得以实现，而当前商品通胀回落不及预期、核心服务通胀又居高不下的局面，将使得软着陆的窗口越发收窄。

总体上，11月的议息会议明确了，当政策利率达到限制性水平后，尽管还不知道这一水平将能达到多高，但至少加息的速度将不比加息的高度和长度更重要。

尤其是9月通胀数据的表现（核心CPI和核心PCE同比均上行），可能会使得政策利率最终升至比9月SEP（对今年底和明年底的政策利率预期分别为4.4%和4.6%）更高的水平。从当前市场定价的角度而言，至明年上半年，美联储在逐步将加息幅度从75BP放缓至25BP后，在政策利率达到5.25%左右的水平后观察数据对加息的滞后反应。

而近日公布的10月非农就业数据，则再次印证了美联储在议息声明中对于劳动力市场的判断，即就业总体上仍处于强劲状态。10月新增非农就业26.1万，前值上修后为31.5万，仍然高于疫情前月均20万以内的水平。从分项来看，服务业依然是新增就业的主力军，教育、医疗、休闲和酒店业继续保持较强增长。

图5：美国非农就业分项，千人



数据来源：Wind. 安信证券

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_48392



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn