

2022年11月09日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 出口何时见底？

—宏观专题报告

## 投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005  
tanqian@cfsc.com.cn  
分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn  
联系人：杨芹芹 S1050121110002  
yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《美国加息与衰退最后的博弈》  
2022-11-03
- 2、《从量价结构拆解出口韧性》  
2022-09-08
- 3、《华鑫证券\*宏观报告\*宏观深度报告：美国衰退：多远多深影响多大？\*20220804\*谭倩》

### 看当下：外需承压，出口首现负增长

10月出口出现了2020年5月以来的首次负增长，主要是量价逻辑出现齐跌，外部需求快速回落所致。

### 分品类：消费品延续下行，新能源韧性犹存

主要是消费品出口下行所致，而科技属性更强的汽车以及新能源相关产业则是保持了相对的韧性，继续支撑出口。

### 分国别：欧美下行，东盟支撑

对欧出口主要出现了消费品和中间品的同降，体现出了需求的整体下滑。对美出口则是受到了持续的消费下行的影响，出口额同样跌破年内平均值。东盟国家则是相对坚挺，依然保持了相对的体量，成为出口的重要支撑。

### 望明年：出口仍会继续下行

对欧盟出口在消费者信心指数和PMI的指向下，预计2023年二季度见底；对美出口则需要判断衰退的具体时间，预计2023年三季度对美出口才会触底反弹；对东盟的出口虽然当前仍有支撑，但在进入到2023年之后会由支撑转为拖累，推动出口增速下行。

### 看政策：外需下行加大内需政策的期待

总结来说，当前两拖累（欧美）一支撑（东盟）的格局在进入到2023年之后将逐渐变为三拖累格局，出口增速预计在2023年一季度仍有加速下行的可能，最快会在二季度见底回暖。后续来看，外需的衰退加大了刺激内需的必要性，期待后续积极经济政策出台，进一步推动稳经济工作的进行。

### 风险提示

地缘政治风险再度恶化，欧美衰退加速兑现，美联储货币政策转向

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1、 出口首次出现负增长.....                 | 3  |
| 2、 需求下行拉低消费品出口.....               | 3  |
| 3、 贸易伙伴角度：欧美下行，东盟支撑.....          | 5  |
| 3.1、 对欧盟出口或于 2023 年二季度见底.....     | 5  |
| 3.2、 对美出口底仍需看衰退情况.....            | 7  |
| 3.3、 东盟仍有支撑，预计明年减弱.....           | 8  |
| 4、 出口最快 2023 年二季度回暖，仍需内需政策发力..... | 10 |
| 5、 风险提示.....                      | 10 |

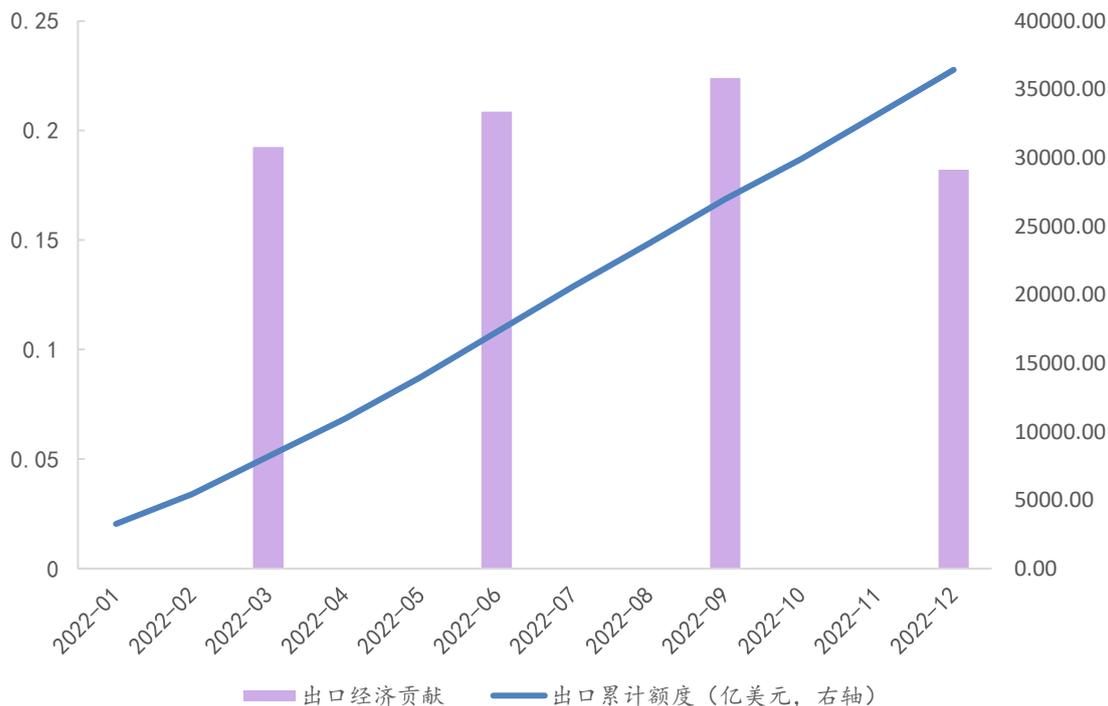
## 图表目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图表 1：四季度出口贡献度将进一步降低.....           | 3 |
| 图表 2：三季度出口放缓的 HS 类别增加.....         | 4 |
| 图表 3：高端制造的价格韧性也开始出现下行.....         | 4 |
| 图表 4：消费品进口往往滞后于消费者信心的走势.....       | 5 |
| 图表 5：欧盟主要生产制造国 PMI 跌破 50 分界线.....  | 6 |
| 图表 6：欧盟 PMI 与中间品进口往往相隔一个季度的时差..... | 6 |
| 图表 7：对美国消费品的出口在下半年出现明显下行.....      | 7 |
| 图表 8：美国两大 PMI 指数均来到 50 的边缘.....    | 7 |
| 图表 9：美国经济如何着陆决定了后续对美出口的走向.....     | 8 |
| 图表 10：菲律宾 PMI 是东盟中唯一相对坚挺的.....     | 9 |
| 图表 11：发展中国家出口的变化往往滞后于发达经济体增速.....  | 9 |

## 1、出口首次出现负增长

2022年11月7日，中国海关总署公布了新一期的外贸数据，我国10月进出口总值5115.9亿美元，同比下降0.4%，出现2020年5月份以来的首次负增长，出口的下降主要是量价逻辑开始出现齐跌，同时欧美等国家的需求下滑，带来出口的负增长。出口是我国经济的重要组成部分，在前三个季度中，出口对经济的平均贡献度高达20%以上，四季度出口全面走负或将拖累经济走低0.92个百分点，全年出口金额保持在7%左右的增长，符合我们在出口专题中的判断。但后续来看，出口的持续走负也将刺激积极经济政策出台，进一步推动稳经济工作的进行。

图表 1：四季度出口贡献度将进一步降低



资料来源：wind，华鑫证券研究

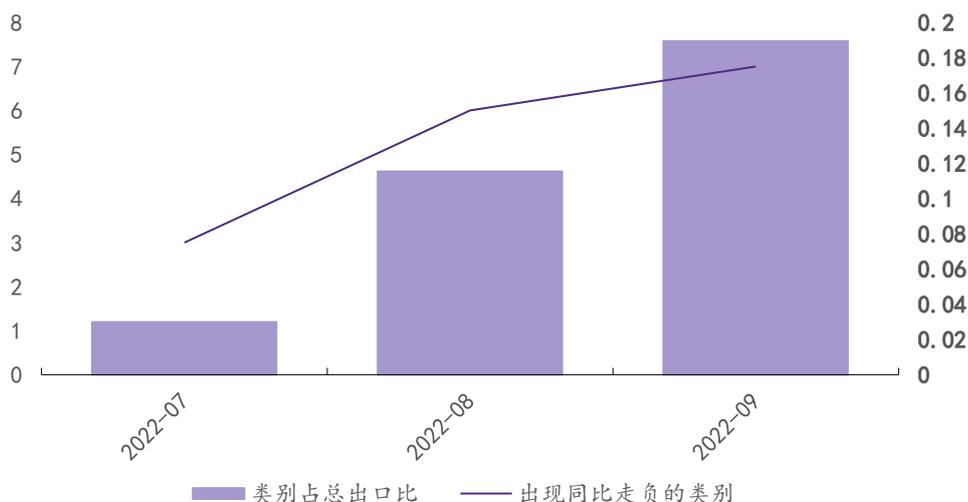
## 2、需求下行拉低消费品出口

从出口商品的角度来看，消费品属性更强的商品均出现了累计增速的回落，是出口下行的主要原本因，而科技属性更强的汽车和新能源相关领域则是表现出了一定的韧性。在欧美衰退威胁的逼近下，消费品首当其冲受到影响，箱包、鞋靴和服装等10月累计增速分别下降了1.3、2.6和3个百分点。当月同比增速则是分别下行了8.18、12.5和5.58个百分点，其中服装类的当月同比增速在9月份转负后进一步扩大至了16.93%。机电产品中消费属性更强的手机、家电和自动数据处理设备及其零部件也是延续了增速下行的趋势，当月同比增速分别下行了16.18、5.2和3.94个百分点。

科技属性更强一些的新能源和汽车领域则是保持了一定的韧性，太阳能电池板出口金额9月同比依然维持在近40%的高位，汽车出口则是继续保持了金额和数量的同步增长，10

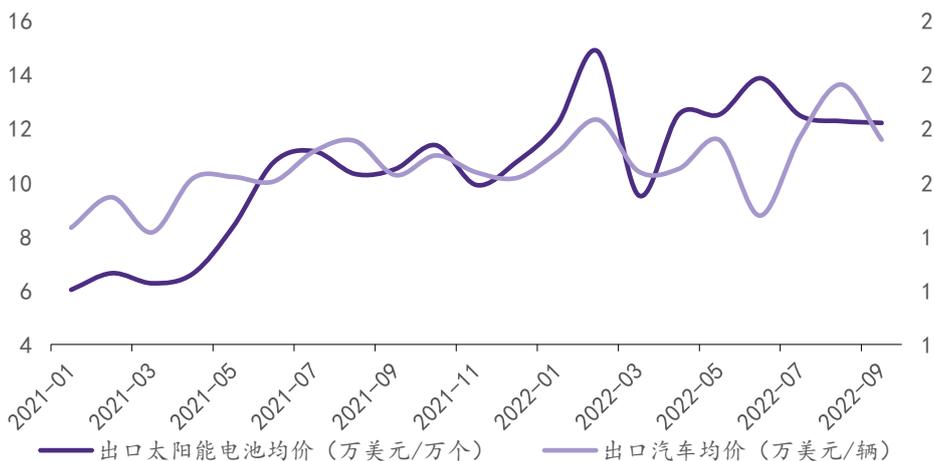
月当月同比增速分别为 89%和 60%。但从科技产品中也能看出中国量价关系的转变，过去支撑的价格优势在逐渐的减弱，太阳能电池板单价在下半年持续下行，从 6 月份的 13.88 万美元/万个下降至 12.22 万美元/万个，汽车和锂离子蓄电池价格也在九月份出现了下行，汽车价格 8 月接近 2 万美元的价格下降至 1.76 万美元每辆，锂离子蓄电池价格也从 8 月的 15.31 万美元/万个下降至 15.19 万美元/万个。从数量上来说，高端制造的出口数量也已经开始出现了下行的趋势，因此后续来看，高端制造的韧性也会逐渐减弱，对于出口的支撑效用也会逐步减少。

图表 2: 三季度出口放缓的 HS 类别增加



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 3: 高端制造的价格韧性也开始出现下行



资料来源: wind, 华鑫证券研究

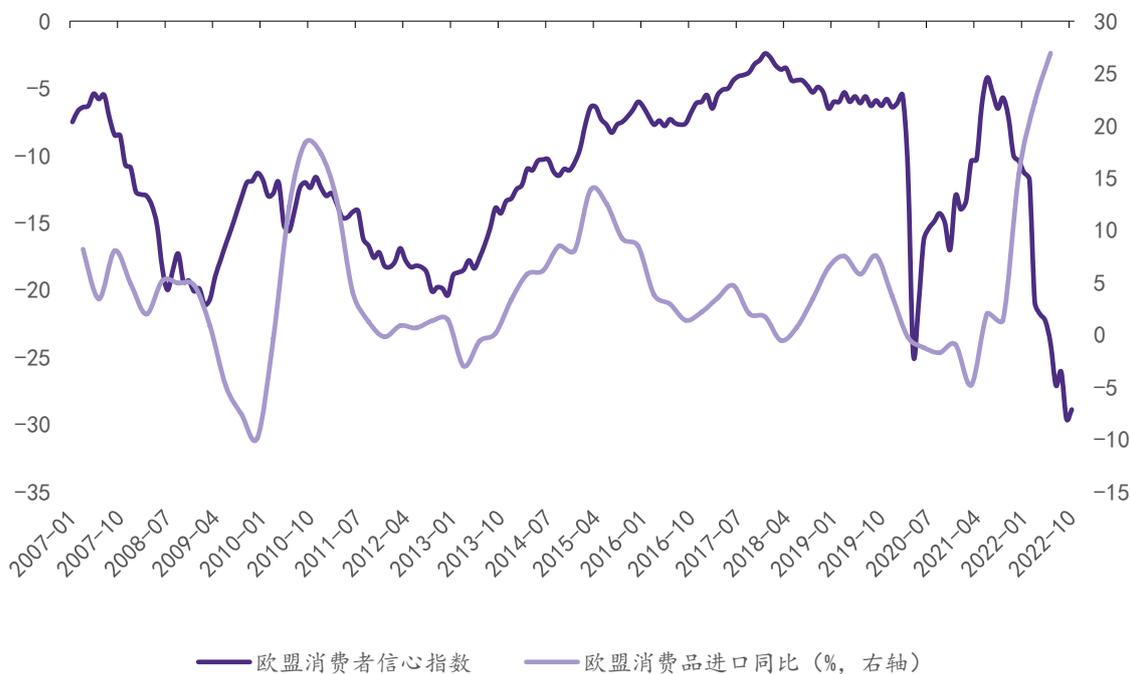
### 3、 贸易伙伴角度：欧美下行，东盟支撑

从主要的贸易伙伴来看，出口欧美国家的需求下行是当前出口低迷的主因。而对东盟以及其他亚洲国家的出口则是保持了一定的韧性，继续支撑出口。

#### 3.1、 对欧盟出口或于 2023 年二季度见底

10 月份对欧盟出口从上月 461 亿美元的规模下降到 441 亿美元，连续三个月下行，且已经低于了上半年 455 亿美元的平均出口额。从 9 月份的数据来看，中间品和消费品的下行是对欧盟出口下行的主要推动力：9 月份对欧盟出口消费品较 8 月份下行 25 亿美元，中间品出口下行 17 亿美元，占对欧盟出口环比减少的 90%。其中消费品出口的减少更多的是居民消费需求的下行，当前欧盟消费者信心指数连续走低，在 9 月份达到了-29.6 的历史低值，距离 2008 年时期-32 的历史最低点（非季调）已经十分接近，按照季调统计来算则是已经超过了 2008 年金融危机时期，创下了历史新低。消费者信心指数虽然在 10 月份略有回暖至-28.9，但是从过去历史经验来看，消费者信心是消费的先行指标，往往在消费者信心指数触底之后至少两个季度之后消费品进口增速才会触底，因此后续来看，我们认为对欧盟的消费品出口仍会延续当前的下行趋势至 2023 年二季度。

图表 4：消费品进口往往滞后于消费者信心的走势

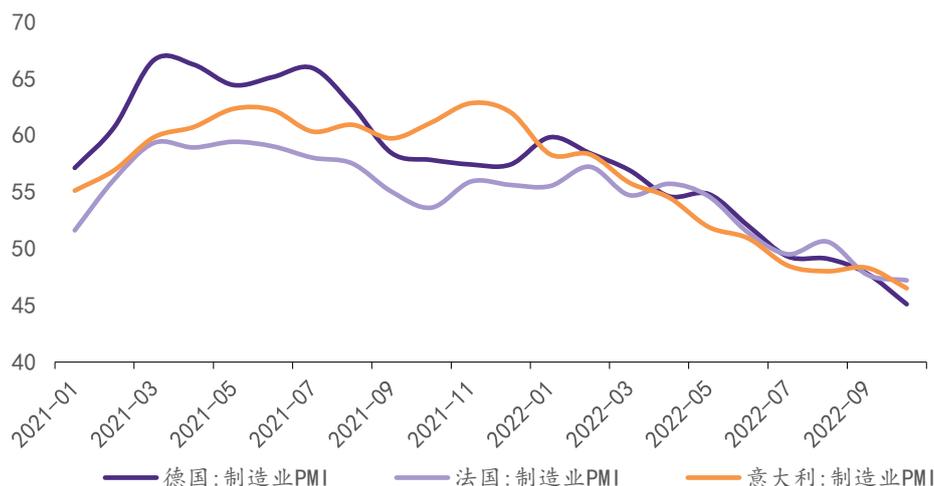


资料来源：wind，华鑫证券研究

中间品的出口则更多的是跟工业生产需求相关，欧盟的工业生产景气度在早期俄乌冲突和天然气价格上行的影响下出现了快速的下行，当前虽然能源价格压力有一定的缓解，但是高通胀和俄乌战争的持续继续给制造业带来压力，欧元区 PMI 在 10 月份下降至 46.4%，

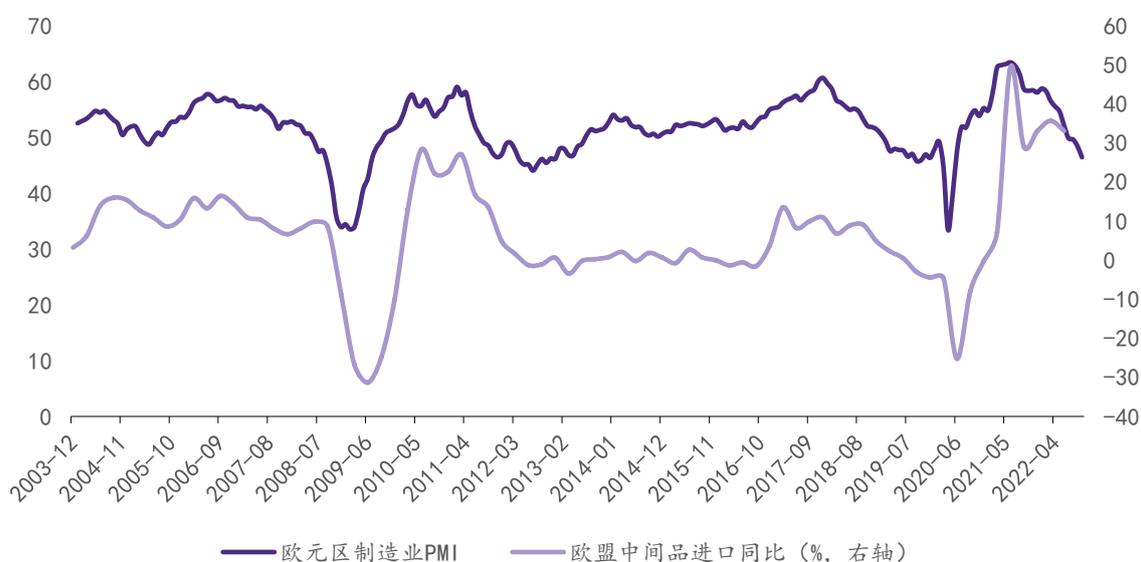
保持了 2022 年以来的下行趋势，且已经连续 4 个月低于 50% 的景气度分割线。欧盟主要的生产制造国家的 PMI 也均维持了下探趋势，德国 10 月份 PMI 录得 45.1%，法国 47.2%，意大利 46.5%。因此中间品的出口受到了比较大的压力，9 月份对欧盟中间品出口已经接近了 200 亿美元的分界线。往后来看 PMI 在高通胀和高能源价格的环境下依然受到压制，季度的 PMI 预计会在 2023 年的一季度见底，而中间品出口与 PMI 走势往往有一个月的时滞，因此中间品同样指向在 2023 年二季度出现增速的回升企稳。

图表 5：欧盟主要生产制造国 PMI 跌破 50 分界线



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 6：欧盟 PMI 与中间品进口往往相隔一个季度的时差

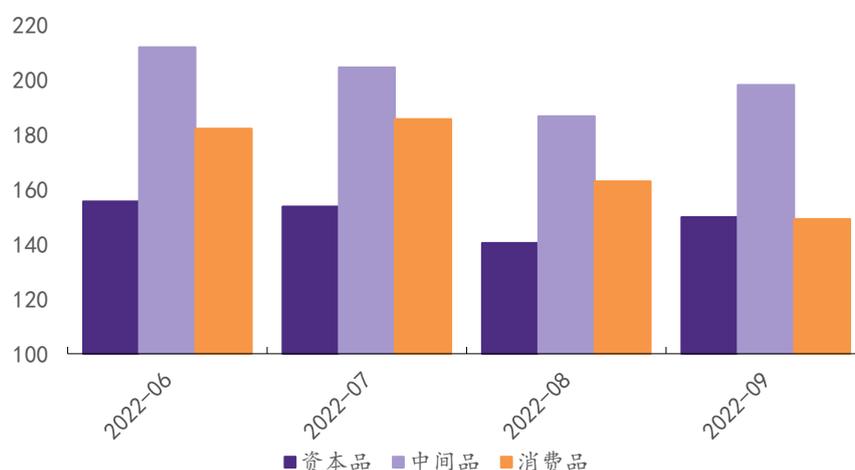


资料来源：wind，华鑫证券研究

### 3.2、对美出口底仍需看衰退情况

对美国的出口金额同样出现了加速的下行，10 月份对美国出口金额 470 亿美元，低于今年以来平均美元 490 亿美元的出口规模，较上月下降了 27 亿美元。与欧盟不同的是，对美国的出口更多的是体现在消费品的下行。今年 7 月份以来，对美国的中间品出口保持了相对的韧性，8 月份 186 亿美元，9 月份 198 亿美元，主要是因为美国 PMI 在供应链问题缓解的背景下出现了低位的回升：美国 9 月份 Markit PMI 录得 52%，高于前值的 51.5%。但是在后续加息延续的情况下，高位的借贷成本压力仍会继续推动美国制造业景气度的下降，当前美国 10 月 Markit PMI 录得 50.4%，ISM PMI 录得 50.2%，两大 PMI 数据均已经来到了景气度的分界线，预计能在四季度看到美国 PMI 数据的进入到不景气区间，进一步拖累中国对美国中间品出口的下降。

图表 7：对美国消费品的出口在下半年出现明显下行（亿美元）



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：美国两大 PMI 指数均来到 50 的边缘

70

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\\_48487](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48487)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn