

11月出口压力能否阶段性放缓？——月度宏观经济回顾与展望

研究结论

- 10月出口当月同比增速仅-0.3%，前值5.9%，远低于市场预期，说明外需回落对出口的压力有增无减。11月初我们曾指出，一方面，10月的出口份额基数为全年最高点，2021年10月当月出口份额与2015-2019年均值的差为2.54%（前值2.35%），且后续11月份基数偏高也会对同比读数形成压制，另一方面全球进口需求依然在下行通道中，摩根大通全球制造业PMI和欧元区制造业PMI表现均较为低迷。到月末有更多宏观数据公布后，重新审视出口数据，我们发现港口运行效率下降也是出口下滑重要的原因之一。
- 在此我们首先介绍一种跟踪出口高频数据的方法。一般来说，过去出口数据有两个常见的先行指标：一是PMI新出口订单，每个月最后一天可得知当月环比大致情况，其优势在于简洁明了，劣势在于时效性偏差；二是八大枢纽港口集装箱吞吐量当旬同比，一般来说旬末得知上一旬的情况，其优势在于直观，时效性较强，且可区分内外贸，但各旬数据的整合存在难度。
- 今年4月以来交通部公布的日频全国港口货物、集装箱吞吐量很好地弥补了上述先行指标的不足之处。经检验，全国港口日集装箱吞吐量当月总和与过去发布的月频沿海港口集装箱吞吐量有较稳定的比例关系，每个月后者占前者的比例在96.4%-97.6%之间波动，因此我们可以把过去沿海港口集装箱吞吐量的同期环比均值当作同期的参考值。从今年的情况来看，该方法能用于短期出口的预测，如今年10月16日即可得知10月截至15日与9月截至15日环比相比已经转负，于16日（17日可得知数据）就可以发现环比数据远远低于往年同期。与之相对的是，我们要等到中旬末才能得知上旬外贸集装箱吞吐量同比为-14.6%，下旬末得知中旬同比为8.4%，在不知道权重的情况下只能做出大概率下滑的定性判断，并不利于结合年度预测进行短期的出口预测。
- 随着港口运行效率恢复，11月或承接了部分10月的出口货物。10月天津等地区的港口运行效率降低，准班率明显回落（此前天津的港口准班率为广、深、上海、香港、天津中相较于疫情前恢复程度最高的），相关新闻报道也显示，天津港因疫情问题，作业节奏放缓，港口缺少装卸工人，10月中下旬华南到货可能受到影响。而日频数据表明，10月出口确实是中旬走弱。而进入11月后，或与防疫措施优化有关，中上旬起集装箱出口环比开始改善，截至下旬表现依然可圈可点，11月截至10日与10月截至10日环比为6.6%，截至20日上升到19%，截至28日仍有12.7%，同时旬频数据也能够形成交叉验证，11月上旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量当旬同比为9.2%，高于中旬5.2%。不过需要注意的是，据中港协，11月外贸空箱同比保持增长，且外贸重箱同比下降，因此11月较为亮眼的表现可能要打个折。
- 综上，我们认为11月出口下行压力将会阶段性放缓，甚至当月同比有转增可能，预计为0.4%；12月由于基数回落，当月同比增速也有望维持在0.6%左右。
- 从运价来看，欧美等发达国家依然是主要拖累，11月末，CCFI回落至1563点左右，较2月峰值回落约56%（9、10月末分别约为35%、48%）。分航线来看，11月欧美航线运价回落幅度最大。与10月末相比，美东、美西、欧洲航线CCFI分别下降了17.6%、20.4%和26.2%；日本、韩国、东南亚仅分别下降了1.5%、5.9%和0.3%。

风险提示

- 疫情最终走向还存在很大不确定性，对我国统筹疫情防控和经济社会发展工作提出了严峻挑战。
- 假设条件变化影响测算结果。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

2023 海外宏观年度展望：下山的路	2022-11-30
明年财政逆周期调节的“底气”从何而来？	2022-11-28
迎战未知：宏观 2023 年度策略报告	2022-11-25

目录

11月出口压力能否阶段性放缓?	3
经济数据回顾	4
弱需求下的低通胀	4
“赶工行情”过后生产再度回落	5
社零当月同比增速转负	5
地产投资继续下探，基建“独木难支”	5
海外需求回落仍是出口的主线	6
高波动的社融与加码中的政策	6
风险提示	7

11月出口压力能否阶段性放缓?

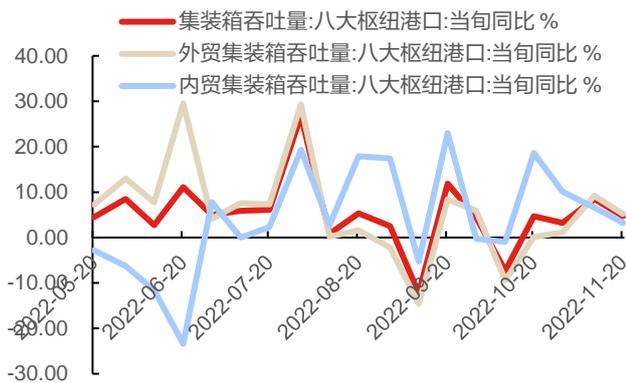
10月出口当月同比增速仅-0.3%，前值5.9%，远低于市场预期，说明外需回落对出口的压力有增无减。月初我们曾指出，一方面，10月的出口份额基数为全年最高点，2021年10月当月出口份额与2015-2019年均值的差为2.54%（前值2.35%），且后续11月份额基数偏高也会对同比读数形成压制，另一方面全球进口需求依然在下行通道中，摩根大通全球制造业PMI和欧元区制造业PMI表现均较为低迷。

到月末有更多宏观数据公布后，重新审视出口数据，我们发现港口运行效率下降也是出口下滑重要的原因之一。在此我们首先介绍一种跟踪出口高频数据的方法，一般来说，过去出口数据有两个常见的先行指标：

- PMI新出口订单，每个月最后一天可得知当月环比大致情况，其优势在于简洁明了，劣势在于时效性偏差；
- 八大枢纽港口集装箱吞吐量当旬同比，一般来说旬末得知上一旬的情况，其优势在于直观，时效性较强，且可区分内外贸，但各旬数据的整合存在难度。举例来说，今年9月出口当月同比增速从8月7.2%回落至5.9%，降幅并不大，但9月上、中旬外贸集装箱吞吐量当旬同比分别为-14.6%和8.4%，在不知道两旬权重的情况下实际上很难判断具体的情况。

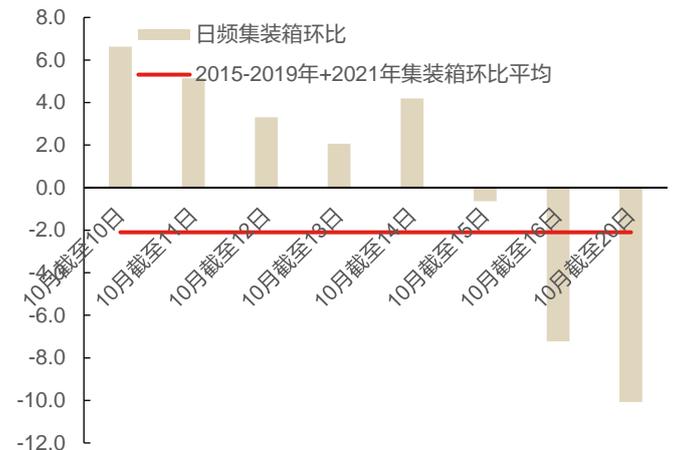
好在今年4月以来交通部公布的日频全国港口货物、集装箱吞吐量很好地弥补了上述先行指标的不足之处。经检验，全国港口日集装箱吞吐量当月总和与过去发布的月频沿海港口集装箱吞吐量有较稳定的比例关系，每个月后者占前者的比例在96.4%-97.6%之间波动，因此我们可以把过去沿海港口集装箱吞吐量的同期环比均值当作同期的参考值。从今年的情况来看，该方法能用于短期出口的预测，如今年10月16日即可得知10月截至15日与9月截至15日环比相比已经转负，于16日（17日可得知数据）就可以发现环比数据远远低于往年同期。与之相对的是，我们要等到中旬末才能得知上旬外贸集装箱吞吐量同比为-14.6%，下旬末得知中旬同比为8.4%，在不知道权重的情况下只能做出大概率下滑的定性判断，并不利于结合年度预测进行短期的出口预测。

图 1：八大枢纽港口集装箱当旬同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2022年10月交通部全国集装箱吞吐量数据（%）

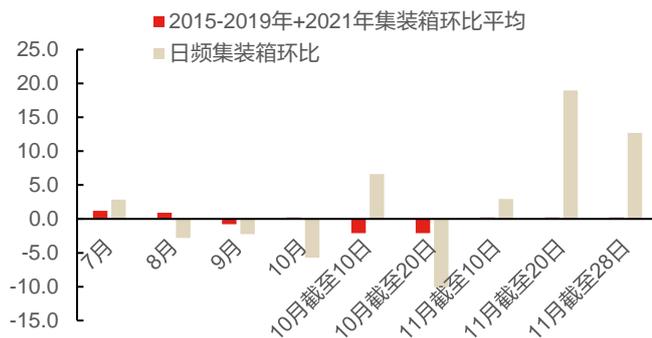


数据来源：Wind，东方证券研究所

随着港口运行效率恢复，11月或承接了部分10月的出口货物。10月天津等地区的港口运行效率降低，准班率明显回落（此前天津的港口准班率为广、深、上海、香港、天津中相较于疫情前恢复程度最高的），相关新闻报道也显示，天津港因疫情问题，作业节奏放缓，港口缺少装卸工人，10月中下旬华南到货可能受到影响。而日频数据表明，10月出口确实是中旬走弱。而进入11月后，或与防疫措施优化有关，中上旬起集装箱出口环比开始改善，截至下旬表现依然可圈可点，11月截至10日与10月截至10日环比为6.6%，截至20日上升到19%，截至28日仍有12.7%，同时旬频数据也能够形成交叉验证，11月上旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量当旬同比为9.2%，高于中旬5.2%。不过需要注意的是，据中港协，11月外贸空箱同比保持增长，且外贸重箱同比下降，因此11月较为亮眼的表现背后可能还要打个折。

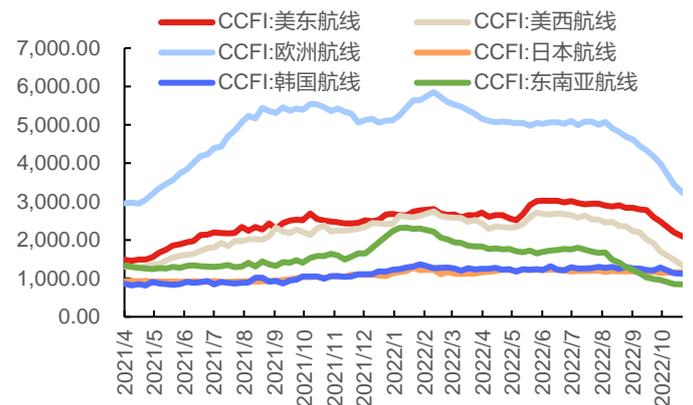
综上，我们认为11月出口下行压力将会阶段性放缓，甚至当月同比有转增可能，预计为0.4%；12月由于基数回落，当月同比增速也有望维持在0.6%左右。从运价来看，欧美等发达国家依然是主要拖累，11月末，CCFI回落至1563点左右，较2月峰值回落约56%（9、10月末分别约为35%、48%）。分航线来看，11月欧美航线运价回落幅度最大。与10月末相比，美东、美西、欧洲航线CCFI分别下降了17.6%、20.4%和26.2%；日本、韩国、东南亚仅分别下降了1.5%、5.9%和0.3%。

图3：2022年交通部全国集装箱吞吐量数据（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图4：CCFI各航线情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

经济数据回顾

弱需求下的低通胀

10月CPI同比2.1%，前值2.8%，环比0.1%，前值0.3%，三方面的因素制约了价格上行：

其一，高基数导致国际大宗商品价格对CPI的带动作用减弱。上游价格同比下行推动工业消费品涨幅回落，10月工业消费品价格同比上涨1.7%（2.6%），其中汽油、天然气价格同比涨幅分别回落6.7和11个百分点。

其二，食品价格对CPI的拉动作用减弱。尽管猪价涨幅持续扩大，但食品价格同比受制于蔬果价格同比涨幅回落、猪的权重偏低和去年同期基数走高，10月CPI食品项同比上涨7%（前值8.8%，下同），其中猪价同比上涨51.8%（36%），鲜菜、鲜果价格同比分别为-8.1%（12.1%）、12.6%（17.8%）。

其三，国内需求相对疲弱，新冠疫情制约了部分消费需求，对应于服务CPI和核心CPI同比持续处于历史低位。后疫情时期消费需求偏弱导致CPI服务项和核心CPI的中枢显著低于疫情之前，

十一假期效应也难敌疫情反弹的负面冲击，服务 CPI 同比走弱、核心 CPI 继续低迷。若以 2016-2019 年的均值作为没有疫情下的基准情景，10 月份服务 CPI 同比的平均值为 2.3%，核心 CPI 同比的平均值为 1.85%，而今年 10 月服务 CPI 和核心 CPI 同比分别为 0.4%和 0.6%，分别是基准情景的 17%和 32%。

10 月 PPI 同比-1.3%，前值 0.9%，环比 0.2%，前值-0.1%。部分行业需求增加推动 PPI 环比转涨，但高基数效应下，PPI 同比年内首度转负。从环比来看，煤炭开采和洗选业、农副食品加工业和非金属矿物制品业涨幅较为明显，环比分别为 3%（0.5%）、1.4%（0.8%）和 0.6%（-0.4%），或分别对应于冬季储煤需求提升、食品价格上涨和基建相关产品需求提升；从同比来看，能源相关行业价格同比回落，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业同比分别为-16.5%（-2.7%）、21%（31.1%），化工行业价格同比由涨转跌，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业同比分别为-4.4%（1%）、-1.1%（3.1%）。

往后两个月，疫情反弹或将继续压制部分线下商品和服务消费需求、猪的权重依然处于历史偏低的水平、以及 11 月基数将继续走高，三大因素决定了 9 月 2.8% 的 CPI 同比大概率是年内的高点，而明年，若消费复苏，可能引领 CPI 再度冲高；PPI 同比下行趋势明确，斜率主要取决于国际大宗和国内煤炭等的价格变动。进入 11 月后，部分地区疫情出现反弹，这一因素或将持续制约接触式消费需求，压制服务 CPI 和核心 CPI。

“赶工行情” 过后生产再度回落

10 月工业增加值同比增长 5%（6.3%），其中，制造业增加值同比增长 5.2%（6.4%），是主要拖累项。新冠疫情以来，工业生产不俗的表现一定程度上得益于繁荣的外需，然而外需正以较快的速度回落，10 月出口交货值同比下降至 2.5%（5%），出口占比较高的通用设备制造业、专用设备制造业的工业增加值同比分别回落至 2%（2.3%）、3%（4.9%）；医药制造业大幅改善，工业增加值同比增长 1.6%（-7.5%）。展望后续，受国内疫情点多面广频发，国内外需求走弱等多重因素影响，11 月制造业 PMI 仅 48%（49.2%），生产端或将继续承压。

社零当月同比增速转负

新冠疫情以来，社零有三个时间段呈负增长，分别是 2020 年年初疫情爆发之初、2022 年 3-5 月疫情反弹之时、以及 2022 年 10 月。10 月社零同比-0.5%（2.5%）。具体来看：（1）餐饮收入同比-8.1%（-1.7%），由于餐饮收入受疫情反弹的影响最大，所以可以通过餐饮收入占比的变动来观察疫情对接触式消费的制约，10 月餐饮收入占社零的比重为 10.2%，比 2019 年同期下降了 1.3 个百分点；（2）除汽车以外的消费品零售额同比为-0.9%（1.2%），三年复合增速为 3.1%（3.3%），可见同比陷入负增一定程度上受基数效应的影响，结构上，限额以上社零数据显示，部分可选类消费品的零售额走弱，例如金银珠宝、纺织品的零售额同比分别为-2.7%（1.9%）、-7.5%（-0.5%）；（3）政策刺激效果减弱以及前期压制的需求集中释放后，汽车消费大幅走弱，限额以上汽车零售额同比增长 3.9%（14.2%）。

地产投资继续下探，基建“独木难支”

1-10 月固定资产投资累计同比增长 5.8%，前值 5.9%，分项来看：

- （1）专项债结存限额等增量政策落地推动基建投资，1-10 月广义基建投资增速上行至 11.4%（11.2%），延续亮眼表现。

(2) 受基数效应的影响, 制造业投资小幅回落至 9.7% (10.1%), 三年复合增速则进一步上行至 5.9% (5.7%), 近年制造业投资的特征之一是卫生领域的投资增速大幅提升, 1-10 月卫生投资的三年复合增速是 28%, 几乎是 2019 年同期复合增速的 3 倍; 另一个特征是高技术领域投资进一步加快, 1-10 月高技术制造业投资的三年复合增速高达 19%, 而 2019 年同期为 16%;

(3) 1-10 月房地产开发投资增速继续下探至-8.8% (-8%), 新开工、竣工面积的相关指标均尚未出现筑底回升的信号。

海外需求回落仍是出口的主线

1-10 月出口金额累计同比为 11.1%, 前值 12.5%。10 月当月出口同比增速由正转负。

分商品来看: (1) 海外消费品进口需求已明显走弱, 社交、地产后周期消费品出口增速均延续前期回落。其中服装、鞋靴、箱包出口金额累计同比增速分别为 6.4%、24.9%和 32% (9.4%、27.5%和 33.3%); 家具、家电、灯具出口累计同比增速分别为-2.8%、-11.5%、-3.9% (-2.1%、-10%、-2.8%)。(2) 机电产品出口增速下行幅度扩大。10 月机电产品出口金额累计同比增速为 7.6% (8.7%), 占总出口的比重为 57.1% (56.8%), 维持在低位。其中汽车表现仍较为亮眼, 汽车 (含底盘)、汽车零配件出口累计同比增速分别为 67.9%、9.4% (64.6%、9.8%)。通用机械设备、集成电路、自动数据处理设备等出口累计同比增速均有下行。

分地域来看, 对欧盟、东盟出口增速显著回落拖累出口增速。不过值得注意的是, 对韩出口在全球电子产品需求回落的情况下, 依靠产业份额的力量逆势回升了 0.2 个百分点, 这是中国出口份额韧性的又一力证。10 月韩国当月出口增速同样由正转负, 说明全球电子产品进口需求持续走低, 不过据韩国海关数据, 韩国对华已连续 6 个月贸易逆差。其中中国对韩出口 LCD、电动汽车零部件和关键原材料等中高端商品都有一定贡献, 一定程度上证明了中国出口份额的韧性。

展望后续, 海外需求回落仍是出口的主线, 其中世界杯相关出口拉动已经接近尾声, 玩具、服装、沙发、投影仪等相关商品出口可能面临回落压力。但我们认为份额端依然有诸多积极信号, 除了上文提到的对韩出口以外, 9 月美国进口数据也释放出中国出口份额上的积极信号, 从中国进口占美国总进口的比例, 杂项制成品 (主要为消费品) 的升幅最大, 化学品、机械交运等也有上升。

高波动的社融与加码中的政策

10 月社会融资规模增量为 9079 亿元, 比上年同期少 7097 亿元; 社会融资规模存量为 341.42 万亿元, 同比增长 10.3% (10.6%)。今年社融“大月”冲量、“小月”缩量的特征显著, 4 月、7

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_49669

