

2023年出口：逃不开的全球经济周期下行

过去两年全球经济扩张，中国经历罕见超高景气出口。展望明年，随着全球经济进入下行周期，中国出口或许面临下行压力。

➤ 疫后全球经贸共振支撑 2022 年出口高景气

观察过去两年中国出口，有两条线索贯穿其中：其一，疫后早期海外宽松刺激居民耐用品消费；其二，疫后海外生产修复驱动中间品与资本品需求扩张。

到了 2022 年，第二条线索主导中国出口表现。截至 10 月，生产设备零部件与生产资料贡献约 8 成的总出口同比，拉动总出口同比增速超过 10%。

➤ 展望明年，全球经济周期进入下行阶段，中国出口或显著回落

耐用品需求在去年已经回落。今年 8 月海外生产放缓，才真正意义上标志着全球经济周期进入下行阶段。

在全球贸易收缩阶段，中国出口或将继续回落。今年 10 月出口同比已经降至负值（-0.3%），明年出口同比几乎确定为负。

在每一轮全球贸易周期中，中国出口波动都高于全球贸易波动。过去两年全球经济扩张周期中，中国以生产供应者的身份享受出口红利，经历超预期出口增长。

我们认为，在明年全球经济收缩阶段，中国出口下行幅度或超预期。

根据 IMF 预测，明年全球经济增速与 2016 年相当，当时中国出口下降 7.7%，明年出口或将明显回落。

➤ 海外生产放缓拖累我国出口，明年出口同比或仅为-8%

疫后中国出口由防疫物资、耐用品、生产设备零部件、生产资料与出行消费品五类商品主导。自 2021 年下半年以来，生产设备零部件与生产资料成为出口最重要的支撑。

随着海外生产放缓并开始下行，明年生产设备零部件与生产资料出口增速或将转负。这或将拖累明年我国出口表现。

美联储加息放缓，海外居民消费走弱最快时期已经过去，耐用品消费走弱趋缓。海外疫情防控解除，防疫物资出口不再增长。出行消费品需求反弹在今年 Q3 结束，在海外居民消费走弱的背景下，明年出口或将继续走弱。

我们预计明年防疫物资、耐用品、出行消费品、生产设备零部件与生产资料出口同比分别为 -12.6%、-7.1%、-7.4%、-9%、-11.8%；总出口或下降 8%。

生产放缓主要抑制非美经济体需求，明年我国对非美经济体出口或回落更多。

今年消费品出口快速走弱，中国对美国的出口回落幅度较大；明年生产设备零部件与生产资料出口走弱更多，中国对非美经济体出口下行幅度或更大。

➤ 出口偏弱或将冲击制造业投资与汇率稳定

若明年出口明显回落，还有三点影响：

其一，出口拖累 GDP 增速 1.6 个百分点。过去两年高景气出口是经济三驾马车中的最主要动力。若明年出口降低 8%，将拖累 GDP 增速 1.6 个百分点。这意味着明年经济支撑由外需转向内需，我们持续关注消费与地产变量。

其二，制造业投资增速降至 6.1%。高景气出口拉动中下游设备制造业（计算机通信电子、电气机械、汽车产业链、通用设备、专用设备制造等）投资增长。若明年出口景气下行，中下游设备制造业投资同比增速或下降近一半。

其三，人民币汇率脆弱性提高。中国出口、美元指数以及中国国内经济增长决定人民币汇率定价。明年全球贸易周期下行，美元指数依旧偏强。出口走弱，则经常账户顺差收敛或者逆差扩大，意味着中国人民币汇率脆弱性提高。

➤ 风险提示：疫情发展超预期；地产政策效果不及预期；海外地缘政治超预期。


分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

1.2023 年宏观经济及资产展望（二）：2023 年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02

2.宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30

3.2022 年 11 月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27

4.全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27

5.宏观专题研究：地产纾困有了新变化-2022/11/26

目录

1 疫后全球经贸共振驱动出口高景气	3
1.1 疫后全球经贸共振的两条线索	3
1.2 今年海外生产放缓，全球经济周期转向	3
2 明年全球经济周期下行，出口同比或-8%	5
2.1 全球经贸周期下行，出口明显回落	5
2.2 海外生产放缓或为出口主要拖累	6
2.3 对非美国家出口或走弱更多，全年读数或前高后低	8
3 出口走弱的三点影响	9
3.1 拖累 GDP 增速 1.6 个百分点	9
3.2 制造业投资增速或降至 6.1%	9
3.3 人民币汇率脆弱性提高	12
4 风险提示	13
插图目录	14

1 疫后全球经贸共振驱动出口高景气

1.1 疫后全球经贸共振的两条线索

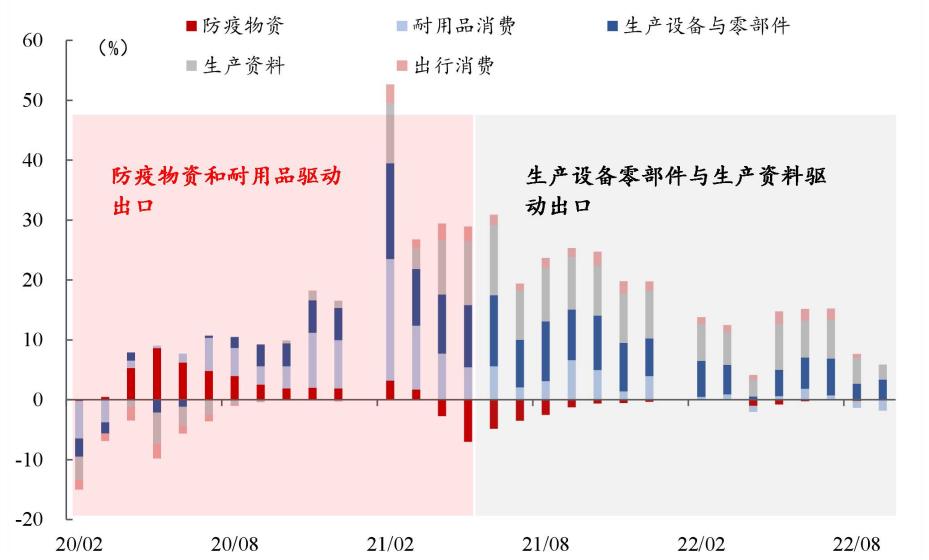
过去两年中国经历了罕见的超高景气出口，根本原因在于疫后全球经贸共振带来的需求。全球经贸共振经历了两个阶段，暗含两条线索：

第一阶段（2020H2-2021H1），疫后发达国家货币宽松与财政政策刺激居民消费，海外耐用品与防疫物资需求旺盛支撑中国出口。以美国为代表的发达国家经济体是中国出口的主要支撑。

第二阶段（2021H2 至今），海外疫情逐渐解封，生产生活恢复，海外生产修复主导外需。生产设备零部件与生产资料等用于海外生产的商品成为支撑中国出口的主要动能。中国对东盟、欧盟等生产型经济体的出口表现出极强韧性。

在外需的拉动下，2020年下半年以来中国出口持续高增长，出口增速分别为12.6%（2020H2）、29.6%（2021年全年）和11.1%（2022年截至10月）。韩国与越南的出口同样在此轮经贸共振中有亮眼表现。

图 1：疫后中国出口的两个阶段



资料来源：Wind，海关总署，民生证券研究院；注：图中读数为各类商品对总出口的同比拉动。

1.2 今年海外生产放缓，全球经贸周期转向

2022年海外进入加息周期后，中国出口并未如预期般快速回落，根本原因在于海外生产修复的支撑。

今年，尽管受到海外耐用品需求回落拖累与国内疫情冲击，截至10月，总出口累计同比增长11.1%。1-7月总出口同比高达14.5%，6月和7月总出口同比

甚至高达 17.1% 和 18%。今年 1-9 月生产设备零部件与生产资料对总出口同比的贡献接近 8 成。

8 月开始海外生产修复放缓，全球经贸周期下行，中国出口增速随即下台阶。

7 月全球制造业 PMI 加速回落成为海外生产放缓的信号。9 月 PMI 更是自 2020 年下半年以来首次降至收缩区间（50 以下），这进一步确认了海外生产的走弱。

至此，疫后经贸共振的第二条线索也开始走弱，全球经贸周期由扩张阶段进入收缩阶段。中国出口下台阶的时间点几乎与海外生产放缓重合。8 月出口增速降至个位数，10 月出口同比甚至降至负值（2020 年下半年以来首次）。往年出口“圣诞季”现象也在今年消失。

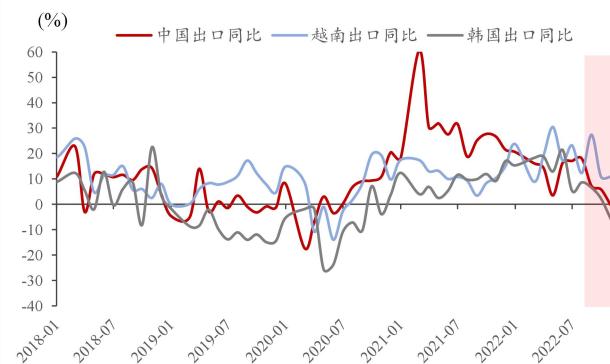
支撑今年出口的生产设备零部件与生产资料出口在 8 月大幅回落。生产设备零部件与生产资料出口同比读数较分别较上月下降了 12.9 和 9.8 个百分点，对总出口同比的拉动回落了 5.6 个百分点。

图 2：全球制造业 PMI 与中国出口



资料来源：wind，民生证券研究院；注：同比读数为中国出口当月同比。

图 3：2022 年 8 月后全球经贸进入下行周期



资料来源：wind，民生证券研究院；注：同比读数为中国出口当月同比，2021 年增速为两年复合同比。

2 明年全球经贸周期下行，出口同比或-8%

2.1 全球经贸周期下行，出口明显回落

随着全球经贸进入下行周期，2023年全球经济增速或将进一步下行。在全球经贸收缩阶段，中国出口基本确定下行。

今年10月出口同比已经降至负值（-0.3%），明年出口同比几乎确定为负。

中国作为世界工厂，在每一轮的全球经贸周期中，中国出口波动都大于全球贸易波动。明年出口下行幅度或许超越市场预期。

过去两年全球经贸周期扩张，中国出口超预期景气；在全球经贸收缩阶段，中国出口下行幅度或超市场预期。

根据IMF预测，2022年和2023年，全球经济增速（实际GDP同比）降至3.2%和2.7%，明显低于2021年（6.1%）。这种连续两年经济增速回落的环境类似于2015年（3.4%）和2016年（3.3%）。2023年GDP增速预测值甚至低于2016年。2016年中国出口同比仅为-7.7%，明年中国出口同比读数或许更低。

图4：全球经贸增速与预测（单位：%）

指标名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球GDP增速	2.9	-3.1	6.1	3.2	2.7	3.2
发达经济体	1.7	-4.5	5.2	2.4	1.1	1.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-2.0	6.8	3.7	3.7	4.3
全球贸易增速	0.9	-7.9	10.1	4.3	2.5	3.7
全球出口贸易增速	1.0	-7.5	10.0	3.9	2.6	3.8
发达经济体	1.3	-9.1	8.6	4.2	2.5	3.4
新兴市场和发展中经济体	0.4	-4.8	12.3	3.3	2.9	4.5

资料来源：Wind, IMF, 民生证券研究院。注：GDP增速为实际GDP同比，2019-2021年数据为实际增速。

图5：中国出口波动大于全球经济波动



资料来源：Wind, 民生证券研究院；注：2023年数据为预测值，虚线表示。

2.2 海外生产放缓或为出口主要拖累

根据本轮经贸周期的出口产品判断，明年出口同比或为-8%

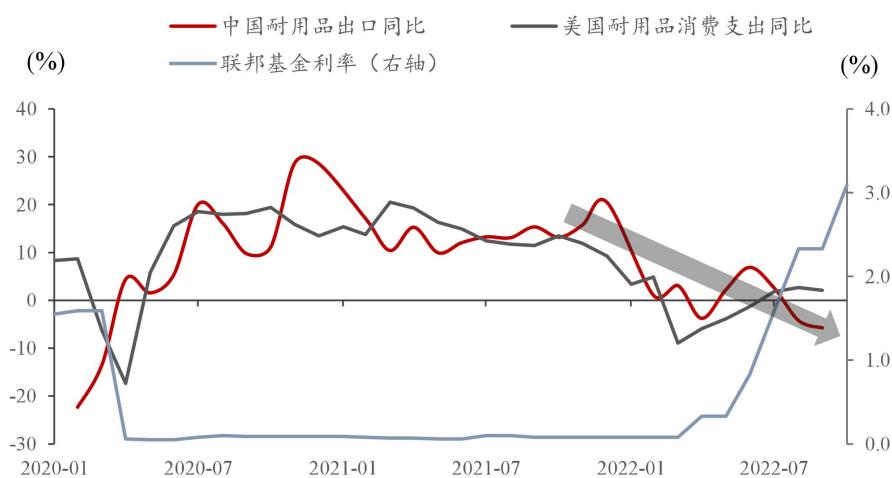
本轮经贸周期中，中国出口最重要的是五类商品：防疫物资、耐用品、生产设备与零部件、生产资料、与出行消费品。它们占中国全部出口额的约8成，同样贡献出口同比的约8成。我们根据这五类商品的需求变化基本可以框定明年总出口表现。

美联储加息放缓，居民消费走弱最快时期已过，明年耐用品出口走弱趋缓，同比或为-7.1%。

耐用品消费主导居民商品消费。2021年海外财政货币政策退坡，耐用品出口自去年下半年逐渐走弱。今年耐用品出口同比继续回落至负值，9月同比已跌至-5.7%。

明年美联储加息放缓，海外居民消费走弱最快时期已过，预计明年耐用品出口同比与Q4持平。按照前三季度同比回落速度，2022Q4耐用品出口同比或-7.1%。明年耐用品出口同比或为-7.1%。

图6：美联储加息后，耐用品外需回落



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：2021年同比数据为两年复合同比。

海外生产趋缓甚至下行，生产设备零部件与生产资料或成为明年出口走弱的主要拖累，出口同比预计分别为-9%和-11.8%。

中国是全球最重要的中间品与资本品出口国。在全球经贸周期下行阶段中，中国的中间品和资本品（生产设备零部件与生产资料）出口下行幅度往往比消费品更大。

海外生产衰退拖累生产设备零部件与生产资料外需。在上一轮全球经贸周期下行过程（2016年）中，生产资料同比为-8%。IMF预计明年全球经济增速（实际GDP增速）为2.7%，略低于2016年（3.3%）。简单类比测算，2023年生产设备零部件出口同比或为-9%。

相比于生产设备零部件，生产资料在产业链条上更偏上游。这就导致生产资料价格与上游原材料价格相关性较强，随着上游原材料价格波动更大。2022年生产资料出口额同比中约1/3为价格贡献。明年海外通胀回落，则总出口同比下行幅度或比生产设备零部件更大，预计为-11.8%。

防疫物资出口贡献进一步回落，明年出口同比或为-12.6%。

截至11月，美国、日本、欧洲与东盟主要国家疫情防控基本解除。预计明年防疫物资出口贡献进一步回落。假设Q4以后防疫物资出口不再增长，则预计明年同比增速为-12.6%。

出行消费反弹见顶，在居民消费走弱的大背景下，明年出口继续走弱。

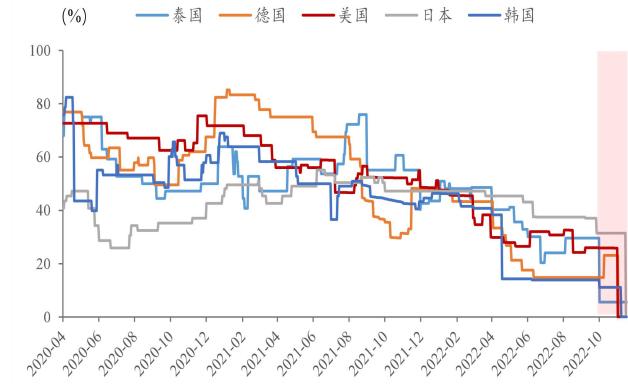
2022年下半年开始，出行消费环比逐渐走弱，9月开始出行消费环比甚至为负。参考2015年和2016年水平，预计同比增速为-7.4%。

图7：生产设备零部件与生产资料同比



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022年Q4海外防控基本解除



资料来源：wind，民生证券研究院；注：图中数据为严格指数。

图9：各板块出口增速预测（单位：%）

板块	主要商品	同比增速（%）	占总出口比重（%）
防疫物资	口罩、防护服等	-12.6	1.9
耐用消费品	消费电子、家具家电等	-7.1	24.7
出行消费品	鞋帽伞、纺织服装等	-7.4	28.7
生产设备零部件	通用机械、专用机械、汽车与零部件、机电零部件等	-9.0	23.5
生产资料	化学原料、纺织原料等	-11.8	7.1
总出口		-8	86

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

2.3 对非美国家出口或走弱更多，全年读数或前高后低

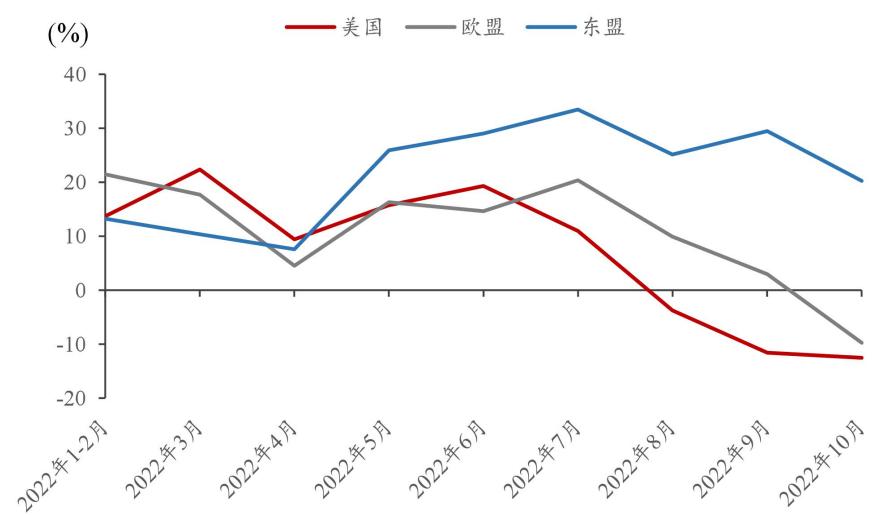
发达国家消费品需求走弱最快阶段已经过去，海外非美经济体生产需求持续回落，明年对非美经济体出口回落更多。

在本轮经贸周期中，美国等发达国家是中国消费品出口的主要市场；而东盟、欧盟则是中国生产设备零部件、生产资料出口的主要目的国。当 2022 年海外耐用品需求快速走弱时，中国对美出口回落幅度明显超过对其他主要经济体出口回落幅度。

明年消费品需求走弱趋缓，生产设备零部件与生产资料走弱将主导出口的下行，也意味着明年中国对非美经济体的出口走弱更多。

外需下行也将主导出口节奏，出口同比读数预计前高后低。展望明年，外需逐渐减弱，出口同比读数预计前高后低。

图 10：2022 年对美出口下行幅度大于对非美经济体出口



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：数据为中国对各个经济体的出口单月同比。

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_49674

