

## 总量研究

## 美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？

——2022年11月贸易数据点评

## 要点

## 事件：

2022年12月7日，海关总署发布11月进出口数据：

- [1] 出口（以美元计）同比下降8.7%，预期下降1.5%，前值下降0.3%。
- [2] 进口（以美元计）同比下降10.6%，预期下降4.2%，前值下降0.7%。
- [3] 贸易顺差698.4亿美元，预期763.1亿美元，前值851.5亿美元。

## 核心观点：

11月出口下跌幅度再次超过市场预期，一是因高基数，二是因全球总需求回落，尤其对美出口大幅回落；三是因为疫情散发冲击国内生产。进口跌幅同样扩大，除基数因素外，汽车、集成电路构成较大拖累，原油、农产品等资源品表现稳定。向前看，随防疫政策优化，疫情散发对生产的影响将边际减弱，但高基数和外贸回落对出口的挤压效应会在12月份延续。

展望2023年，出口不仅受到海外总需求回落的影响，也进一步受到加息的结构性冲击。美国消费的韧性集中体现于非耐用品和服务消费，耐用品受加息冲击最大，且其库存已经行至高位。中国对外出口结构以耐用消费品和资本品为主，资本品或能继续受益于美国企业设备扩张的尾声，但耐用消费品出口将持续回落。

## 出口跌幅超过市场预期，主因高基数、疫情扰动及对美出口大幅回落。

一是，去年同期基数较高。2021年11月为年内出口增速高点，两年复合为21.0%，大幅高于10月的18.5%。二是，11月多地疫情散发，扰动国内工业生产。三是，全球总需求继续下滑，对美国（2021年占到中国总出口的17.2%）出口单月增速从10月的-12.6%大幅回落至11月的-25.4%，构成主要拖累。

## 美国消费有韧性，为何中国对美出口大幅回落？

受超额储蓄、低家庭负债率和收入韧性三个因素支撑，美国消费数据依然体现出较强韧性，但中国对美出口跌幅大幅走阔，除了去年高基数的影响，也因为美国耐用品库存行至高点，批发商补库存周期基本结束。加息周期下，美国消费韧性将集中体现于服务和非耐用品消费，但后者并非中国对美出口的优势品种。中国对美出口的优势品种为资本品和耐用品，资本品或能继续受益于美国设备扩张的尾声，形成一定对冲，但对美耐用品出口增速将持续回落，拖累整体出口。

## 进口同比增速低于预期，预计2023年回落压力将小于出口，净出口对于经济的贡献也将进一步减弱。

11月进口表现跌幅更深，主要受到基数影响和人民币贬值的扰动，实际情况没有那么差，环比仅略低于历史均值表现。分项来看，天然气、粮食、半导体等品类进口增速稳定，但汽车和集成电路进口增速回落幅度较大，构成拖累。

向前看，预计明年进口回落压力反而低于出口。一是出口今年基数较低（尤其是二季度基数骤然下降），二是内需逐步企稳恢复，人民币贬值压力逐步缓释，对出口带来一定支撑。因此，明年进口下滑压力小于出口，意味着明年净出口会相对收窄，出口对GDP的贡献会进一步减弱。在净出口对经济贡献大幅回落之前，尽快稳定内需的紧迫性进一步提升。

**风险提示：**美联储加速加息，加速全球衰退风险。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

10月数据下探，政策加力正当时——2022年10月经济数据点评（2022-11-17）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022年10月贸易数据点评（2022-11-08）

外需回落、内需接手，经济推进V型复苏——2022年9月经济数据点评（2022-10-25）

消费暖、基建强，经济超预期修复——2022年8月经济数据点评（2022-09-16）

7月经济复苏疲弱，仍需政策呵护——2022年7月经济数据点评（2022-08-15）

经济走过低点，V型反弹开启——2022年6月经济数据点评（2022-07-15）

投资率先恢复，消费仍需政策呵护——2022年5月经济数据点评（2022-06-15）

经济压力超预期，投资加码在路上——2022年4月经济数据点评（2022-05-16）

经济尚未触底，政策仍需加码——2022年3月经济数据点评（2022-04-18）

经济数据大超预期，成色几何？——2022年1-2月经济数据点评（2022-03-15）

经济完成探底，财政正在蓄力——2021年10月实体经济数据点评（2021-12-15）

## 目 录

一、进口、出口双双低于市场预期.....	3
二、出口跌幅加深：高基数、疫情扰动、对美出口拖累.....	3
三、进口：汽车、集成电路是主要拖累.....	6
四、外需回落，内需发力紧迫性上行.....	7
五、风险提示.....	8

## 图目录

图 1：11 月出口单月增速大幅下探，复合增速缓慢回落.....	4
图 2：对美国、韩国出口增速回落幅度较深.....	4
图 3：近期美国耐用品消费同比增速回落，但服务消费和非耐用品消费增速依然相对稳定.....	5
图 4：批发商耐用品库存行至高位，非耐用品库存较低.....	5
图 5：美国批发商耐用品库存普遍维持高位，除机械设备库存偏低.....	5
图 6：汽车、成品油单月增速维持高位，其余品类普遍出现回落.....	6
图 7：出口增速普遍回落，汽车、成品油、稀土增速维持高位，但消费品表现依然低迷.....	6
图 8：从复合增速来看，资源品进口增速相对稳定，但集成电路、汽车及零部件等制成品进口增速表现低迷.....	7
图 9：主要进口资源品中，农产品和原油进口增速相对稳定.....	7
图 10：集成电路、汽车及零部件等进口增速持续回落.....	7
图 11：11 月韩国出口增速进一步回落.....	8
图 12：全球新增订单回落速度快于产出回落速度.....	8

## 一、进口、出口双双低于市场预期

### 事件：

2022年12月7日，海关总署发布11月进出口数据：

- 【1】出口（以美元计）同比下降8.7%，预期下降1.5%，前值下降0.3%。
- 【2】进口（以美元计）同比下降10.6%，预期下降4.2%，前值下降0.7%。
- 【3】贸易顺差698.4亿美元，预期763.1亿美元，前值851.5亿美元。

### 核心观点：

11月出口下跌幅度再次超过市场预期，一是因为高基数，二是全球总需求继续下滑，尤其对美出口大幅回落，构成拖累；三是疫情散发冲击了国内的生产活动。进口跌幅同样扩大，除基数因素，汽车、集成电路构成较大拖累，原油、农产品等资源品则表现稳定。向前看，随防疫政策优化，疫情散发对生产的影响将边际减弱，但高基数和外需回落对出口的挤压效应会在12月份延续。

展望2023年，出口不仅受到海外总需求回落的影响，也进一步受到加息的结构性冲击。美国消费的韧性集中体现于非耐用品和服务消费，耐用品受加息冲击最大，且其库存已经行至高位。但中国对外出口结构以耐用消费品和资本品为主，部分资本品能继续受益于美国企业设备扩张的尾声，但耐用消费品出口将持续回落。

## 二、出口跌幅加深：高基数、疫情扰动、对美出口拖累

**11月出口增速加速下滑，大幅低于市场预期。**11月出口（以美元计）单月同比增长录得-8.7%，低于wind一致预期的增长-1.5%，相对10月增速-0.3%大幅回落。环比方面，11月出口环比增速-0.9%，也大幅低于历史同期7.8%的表现（2017、2018、2019年）。

**出口增速超预期回落，一是因为去年同期基数较高。**2021年11月为年内出口增速高点，两年复合为21.0%，高于2021年10月的18.5%。以2019年为基期，2022年9月和10月出口单月三年复合增速分别为13.9%和11.9%，11月进一步回落至10.2%，增速边际回落的幅度反而小于10月。

**二是，11月多地疫情散发，扰动国内工业生产。**11月以来，国内疫情点多面广频发，全国单日新增确诊+无症状病例接近今年4月份水平，制造业PMI进一步回落至48.0%，生产指数较上月下降1.8个百分点至47.8%。

**三是，11月对美出口增速继续大幅回落，回落幅度深于对欧洲、日韩、东南亚等国增速。**分国别看，对美国（2021年占到中国总出口的17.2%）单月出口增速从10月的-12.6%大幅回落至11月的-25.4%，构成主要拖累。

对美出口大幅回落，有基数影响的抬升，去年同期对美出口受益于美国圣诞消费旺季，达到年内高点。剔除去年年底的高基数，以三年复合增速来看，对美出口

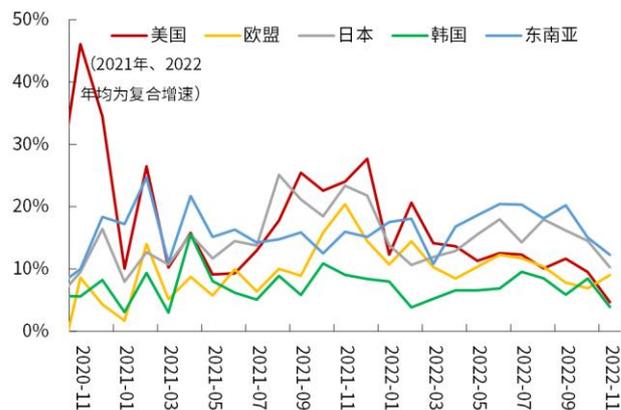
增速从 10 月的 9.5% 大幅回落至 4.7%，据中港协表示，9 月、10 月美西出现了大量停航。11 月对日本、韩国、东南亚的出口复合增速也普遍回落，但对欧洲出口复合增速反而小幅回升，从 10 月的 6.9% 回升至 9.0%，我们考虑主要是因为欧洲进入冬季，能源短缺问题工业生产大面积停滞，供需缺口需要海外产能补充。

图 1：11 月出口单月增速大幅下探，复合增速缓慢回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：对美国、韩国出口增速回落幅度较深



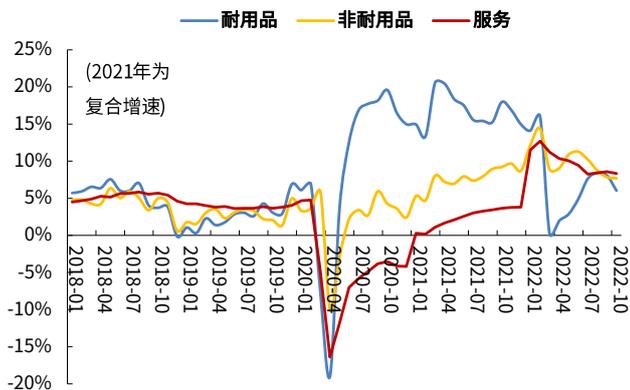
资料来源：Wind，光大证券研究所

这里似乎出现一个较为矛盾的现象，受超额储蓄、低负债率和收入韧性三个因素支撑，美国消费数据依然存在较强韧性，但是对美出口增速却出现大步回落。

**我们认为这一看似矛盾的现象出现，主因美国耐用品库存已行至高位，补库周期基本结束，美国批发商对耐用品进口的意愿大幅回落。**一方面，耐用消费品库存已经逐步接近疫情前水平，批发商进一步补库动能不强。向前看，耐用消费品受加息冲击的影响更大，随消费回落，库销比将进一步回升；另一方面，美国居民消费虽然依然存在韧性，但韧性主要集中于服务和非耐用品消费方面。从历史趋势观察，服务消费和非耐用品消费受加息的冲击较小，主要取决于居民收入增速。当下，美国劳动力供给依然存在刚性缺口，薪资粘性较强，支撑消费服务。

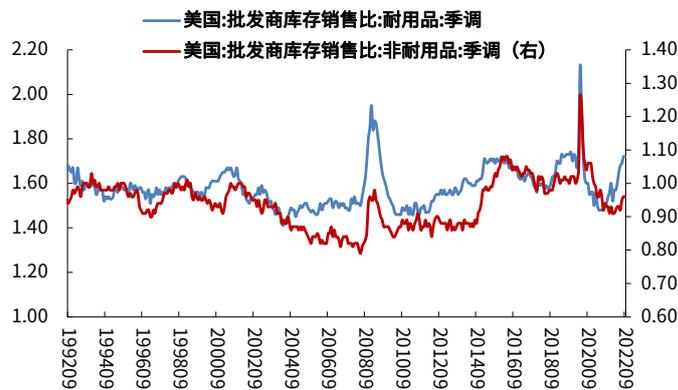
而从中国的出口结构来看，无论是对全球出口还是对美国出口，以资本品和耐用消费品占优，非耐用消费品占比相对较小。展望 2023 年，资本品中，部分产品（如机械产品，美国库存较低）依然能够受益于美国设备扩张的尾声，延缓出口下滑的速度；但是耐用品方面美国批发商补库需求较弱，预计出口增速将持续回落、构成拖累。

图 3：近期美国耐用品消费同比增速回落，但服务消费和非耐用品消费增速依然相对稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：为与出口金额对标，采用名义消费增速

图 4：批发商耐用品库存行至高位，非耐用品库存较低



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍

图 5：美国批发商耐用品库存普遍维持高位，除机械设备库存偏低

批发商库存销售比	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	库存情况
汽车及汽车零件和用品	1.58	1.65	1.69	1.47	1.61	1.55	1.65	1.66	
家具及家居摆设	1.64	1.75	1.60	1.56	1.90	1.86	2.08	2.05	
木材及其他建材	1.41	1.65	1.60	1.40	1.59	1.50	1.65	1.62	
专业及商业设备和用品	1.12	1.14	1.17	1.10	1.14	1.15	1.24	1.26	
耐用品 电脑及电脑外围设备和软件	0.81	0.82	0.84	0.75	0.79	0.82	0.88	0.85	
金属及矿产,石油除外	2.00	2.18	2.34	2.00	1.89	1.81	1.90	2.08	
电气和电子产品	1.03	1.06	1.19	1.14	1.11	1.13	1.21	1.22	
五金、水暖及加热设备和用品	1.92	2.17	2.10	2.02	2.31	2.39	2.54	2.68	
机械设备和用品	2.53	2.62	2.88	2.65	2.42	2.38	2.42	2.51	库存偏低
非耐用品 纸及纸制品	1.15	1.12	1.11	1.14	1.07	1.02	1.06	1.10	库存偏低
药品及杂品	1.12	1.11	1.09	1.06	1.08	1.10	1.07	1.07	库存偏低
服装及服装面料	1.92	2.10	2.27	1.96	1.98	2.17	2.67	2.92	
食品及相关产品	0.69	0.70	0.71	0.71	0.73	0.77	0.79	0.79	
农产品原材料	1.41	1.70	1.61	1.43	1.39	1.38	1.26	1.15	库存偏低
化学品及有关产品	1.21	1.24	1.20	1.16	1.10	1.09	1.10	1.13	库存偏低
石油及石油产品	0.40	0.40	0.40	0.43	0.31	0.28	0.26	0.29	库存偏低
啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	1.39	1.28	1.32	1.37	1.31	1.24	1.36	1.39	

资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍

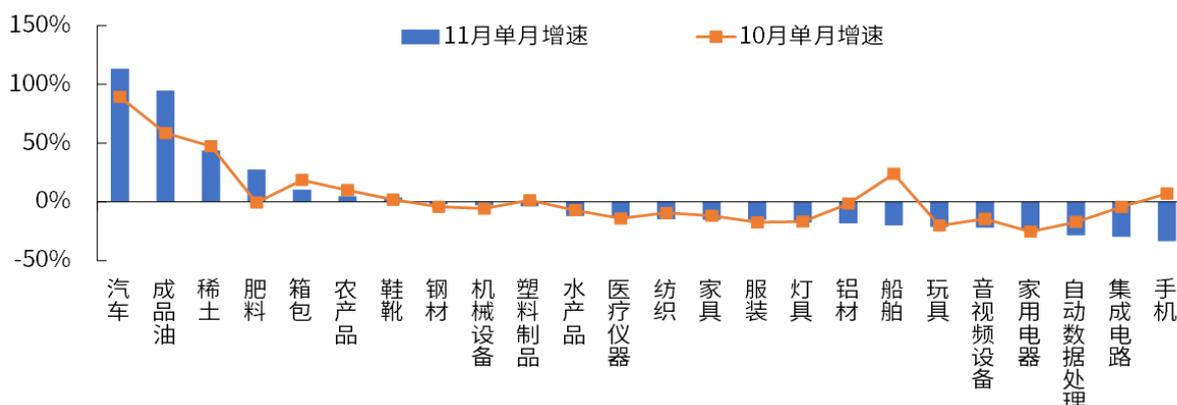
分项来看，出口数据也体现出了耐用消费品出口逐步回落的拖累。重点产品中，汽车和成品油出口单月增速维持高位，但二者出口金额占比不大；出口的主力品类，如纺织服装（占 2021 年总出口的 7.3%，下同）、家具玩具（5%）、电子设备（手机及家电，7.3%）和机电产品（15%），整体来看下滑趋势均比较明显。尤其是电子设备和家具玩具，均属于耐用消费品，叠加去年圣诞消费旺季基数较高，下滑幅度尤其较大。

图 6：汽车、成品油单月增速维持高位，其余品类普遍出现回落

	出口额 (2021年, 亿美元)	出口额 (占比)	2022年单月增速									
			1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
农产水产	1059	3.2%	86%	-36%	27%	32%	20%	24%	21%	14%	8%	13%
防疫物资	1655	4.9%	101%	-46%	23%	13%	10%	7%	6%	-5%	-10%	-9%
纺织服装	2461	7.3%	96%	-57%	34%	47%	53%	35%	16%	-4%	-11%	-10%
家具玩具	1693	5.0%	62%	-53%	30%	14%	13%	11%	2%	-8%	-18%	-17%
电子设备	2450	7.3%	77%	-47%	-5%	-4%	-1%	-11%	-11%	52%	-5%	-24%
汽车	345	1.0%	392%	-21%	32%	56%	34%	57%	109%	73%	156%	105%
船舶	217	0.6%	111%	-62%	-7%	-15%	62%	-50%	-7%	47%	6%	-9%
机电产品	5025	15.0%	78%	-38%	-3%	1%	17%	9%	-7%	-3%	-12%	-18%
钢铁有色	1020	3.0%	173%	-19%	26%	54%	90%	34%	28%	-1%	-7%	4%
化工	1107	3.3%	68%	-40%	27%	17%	13%	11%	9%	8%	0%	1%
成品油	324	1.0%	132%	-24%	6%	-12%	14%	5%	91%	151%	62%	123%
整体出口金额	33571											

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：出口增速普遍回落，汽车、成品油、稀土增速维持高位，但消费品表现依然低迷



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 三、进口：汽车、集成电路是主要拖累

进口表现跌幅更深，但主要受到基数影响，实际情况没有那么差。11月进口（以美元计）同比下降 10.6%，低于wind一致预期的 1.2%，和10月的0.7%，其

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\\_49884](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49884)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn