

宏观

证券研究报告

2023 年 02 月 22 日

今年出口或将再超预期

我们认为今年中国出口或和过去三年一样继续超预期（wind 一致预期 2023 年出口同比 -1.7%），全年出口增速实现正增长（过去三年增速 13.4%）。

我们认为出口能够维持韧性的核心原因是美国坚挺的需求。供不应求的劳动力市场保证了美国居民的工资增长和消费安全感，而健康的资产负债表也在一定程度上确保了美国不会出现资产负债表衰退危机。

除需求端韧性之外，份额端也有望维持韧性，疫情政策优化后，中国供应链生产更为稳定，虽然受地缘政治等因素影响，安全相关的行业或将面临出口份额下行压力，但在效率优先的行业里，我们认为中国依然是份额的受益者。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——医药》2023-02-21
- 2 《宏观报告：行业 ESG 评价关注什么指标？》2023-02-13
- 3 《宏观报告：风险定价-政策躁动期风格或转向中小盘成长-2 月第 2 周资产配置报告》2023-02-12

风险提示：海外需求回落超预期，美国经济衰退，中国出口份额明显回落

就像过去 3 年所发生的一样，今年出口可能再超预期。

市场对今年出口一致悲观的理由看起来是坚实的，比如今年欧美经济衰退预期强烈，防疫政策优化后劳动力可能供给不足，去年出口的高基数，对出口份额回流和供应链整体外移的持续担忧等等。而去年下半年中国出口增速和港口运价指数的快速回落又进一步加深了市场对于今年出口的担忧，这也是市场认为今年中国经济的主要风险因素和政策必须靠前发力的主要逻辑支撑。

但是，我们建议对出口不要悲观。

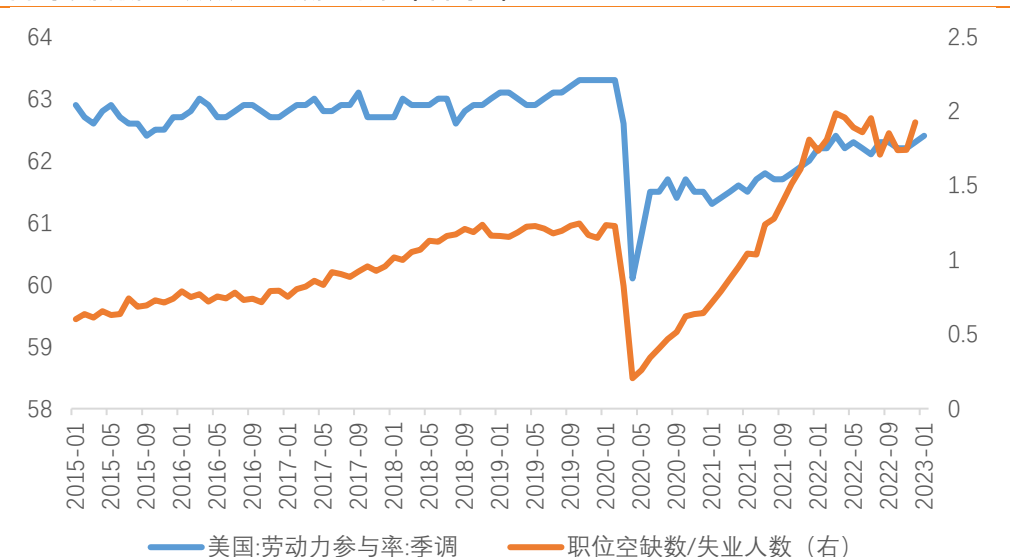
最主要的原因是美国消费需求依然强劲，这决定了出口的大盘子。2022 年美国进口了全球 13.1% 的商品，进口了全球超过 20% 的家具、服装用品、玩具等消费品。而影响居民消费最重要的因素是收入和负债。

我们认为从收入的角度看，不需要担心美国居民当前的消费意愿和能力，因为供不应求的劳动力市场保证了美国居民的工资增长和消费安全感。截止 2022 年末，职位空缺数比失业人数为 1.9，远高于过去 5 年 1.2 的平均水平（见图 1）。同时，居民工资增速达到 3.6%，处于 81% 的历史分位数水平¹。

在低失业率、高工资增长的背景下，美国居民更敢花钱。虽然高通胀导致美国居民实际收入在 2022 年初出现负增，但 2020 年-2021 年积攒的超额储蓄保障了居民消费的韧性，2022 年居民消费支出不变价同比增长 2.8%。同时，2022 年末居民消费率（实际消费支出/实际可支配收入）达²93.9%，高于 2019 年末 5.96 个百分点（见图 3）。后续随着通胀压力进一步缓解，美国居民消费有望维持韧性。

同时，美国居民的资产负债表依旧健康，2022 年二季度美国居民部门杠杆率为 75.6%，相比于 2019 年末仅上升 0.3 个百分点，家庭金融负债率为 14.36%，回落 0.33 个百分点（见图 4）。健康的负债率保证了居民的借贷能力，尽管美联储在 2022 年快速加息，但截至 2022 年末美国商业银行的消费贷款同比增速依然在 10% 以上，远高于疫情前 5 年 5.9% 的均值增速（见图 2）。

图 1：美国职位空缺数/失业人数位于高位（单位：%）

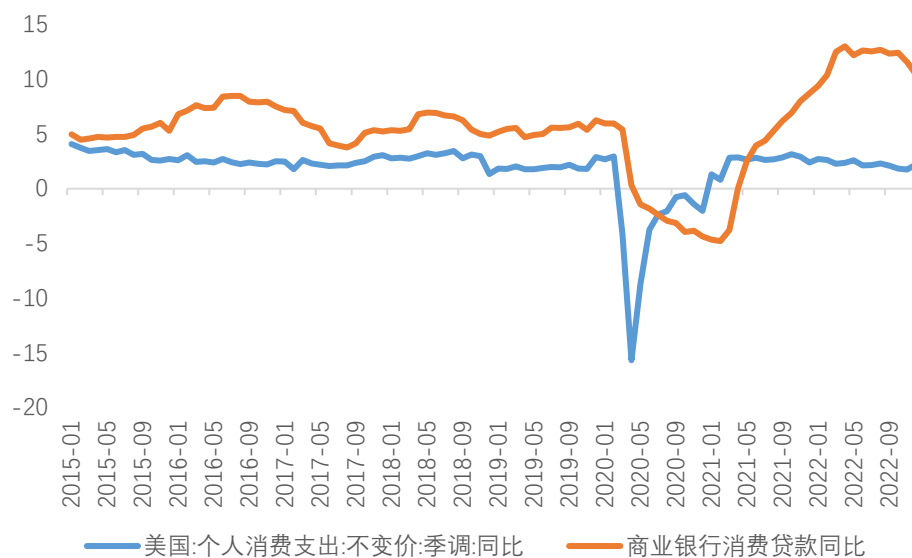


资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：较高的消费贷增速与消费增速（单位：%）

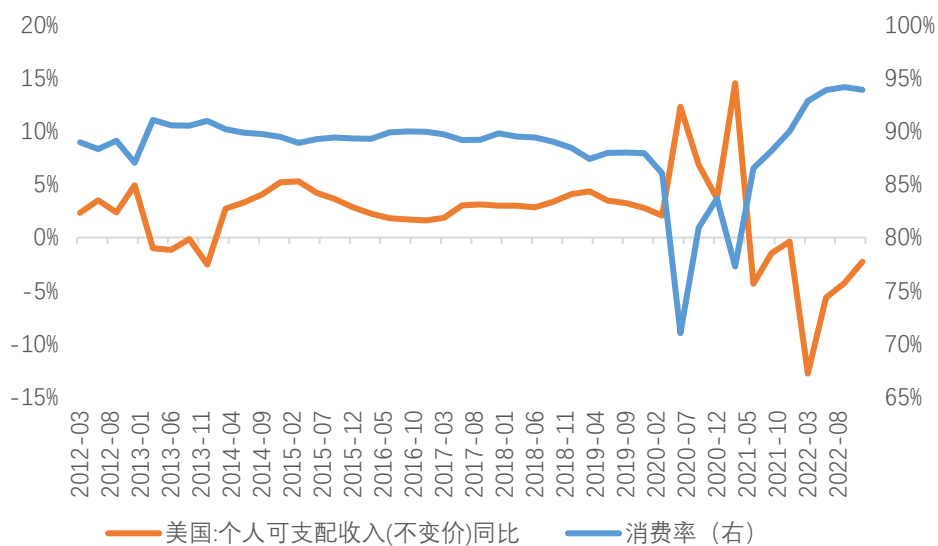
¹ 工资增速为非农员工平均周薪，历史分位数从 2007 年开始计算

² 消费率=居民人均个人消费支出/人均个人收入



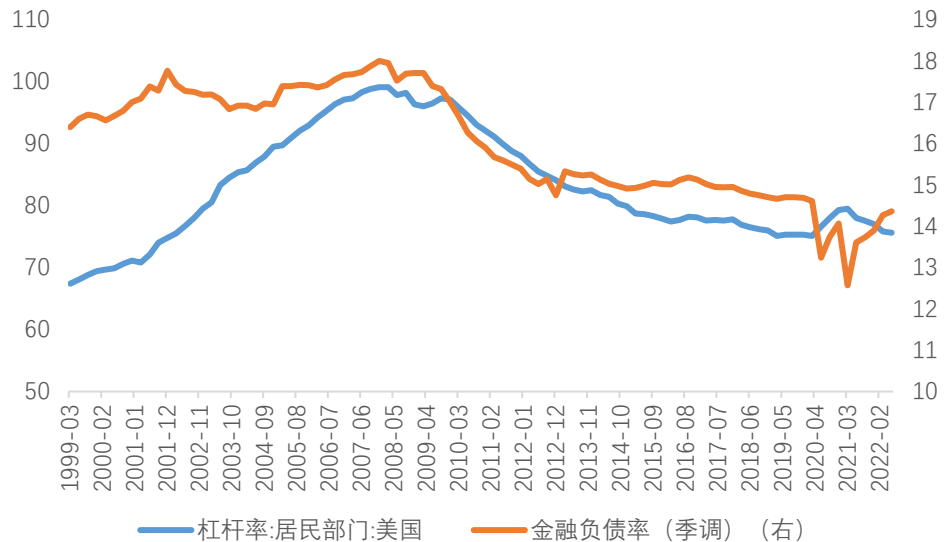
资料来源：wind，天风证券研究所（注：2021 年使用两年平均同比增速）

图 3：美国居民消费倾向高



资料来源：wind，天风证券研究所

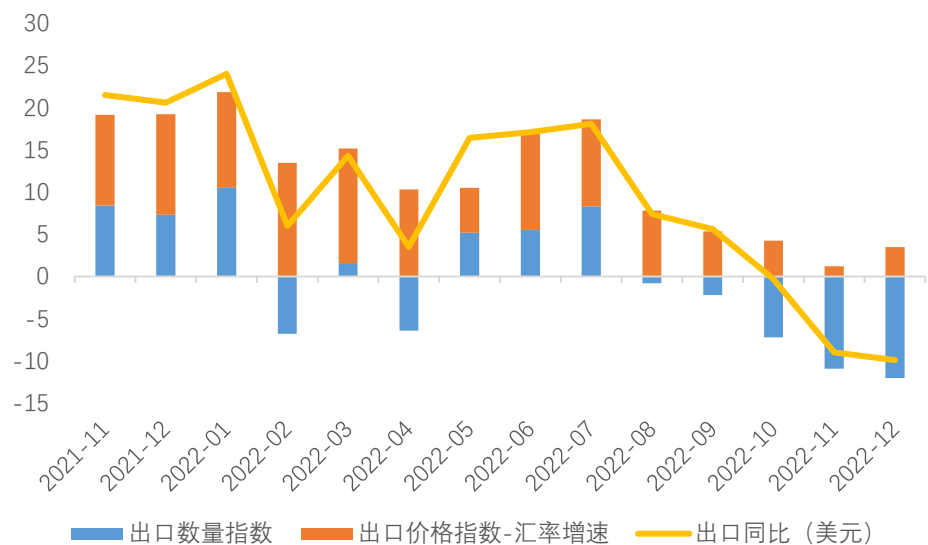
图 4：美国居民负债率位于低位（单位：%）



资料来源: wind, 美联储, 天风证券研究所 (Financial Obligations Ratios, 金融负债率为美国家庭债务支付与可支配收入的比率)

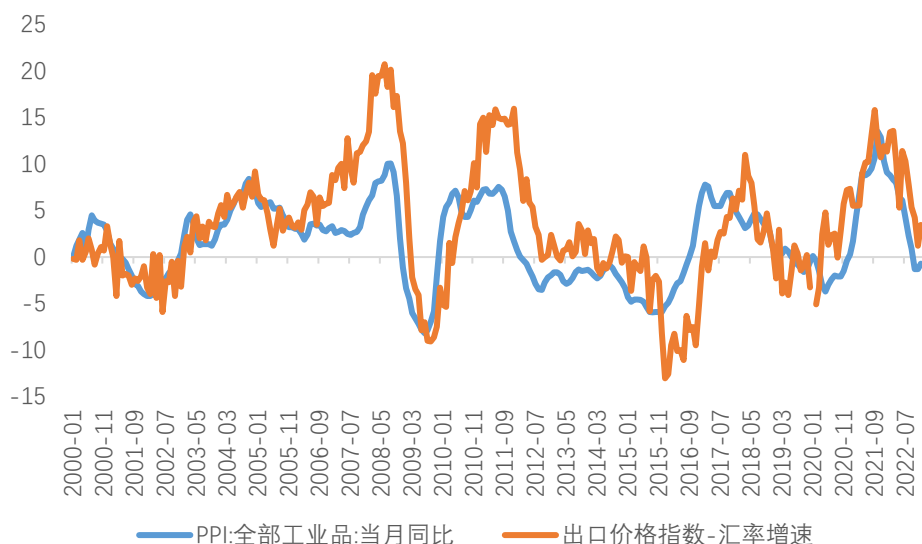
另一个不可忽视的外需因素是出口价格。2022 年价格同比均值超 8%，对出口增速（美元计价）形成明显贡献，而价格和 PPI 密切相关，去年下半年 PPI 同比已经转负，但今年 PPI 有望维持韧性。以原油为例，目前布伦特油价自去年 12 月至今已经在 75 美元的支撑位横盘了 2 个多月，考虑到地缘政治冲突延续可能带来新的供应链冲击，叠加原油低库存和需求回升，油价或继续维持韧性。即价格因素对于今年出口增长还会形成支撑。

图 5: 2022 年下半年出口增速量、价齐跌 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 出口价格指数-汇率后与 PPI 同比走势显著正相关 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

除了外需，出口也受到份额的影响。过去三年，中国出口份额明显上行并保持高位，2022 年前三季度即使受油价和疫情影响，ITC 口径出口份额也仅回落了 0.1 个百分点（大宗商品价格上涨利好上游国家份额提升）。

今年市场对份额有两个担忧。

一是根据海外经验，疫情政策优化后可能出现劳动供给不足、供应链效率下降的问题。但这个忧虑已经被数据打消了，1 月虽然有春节和疫情的双重影响，但 PMI 从业人员指数上行 2.9 个百分点至 47.7%，生产指数上行 5.2 个百分点至 49.8%。（详见《谁是劳动力下降的元凶》）。在去年国内疫情反复持续扰动国内生产的情况下，前三季度我国份额仅小幅回落，且出口总额相比 2021 年还增长了 2364 亿美元，同比增长 7%，今年在疫情政策优化的背景下，我们认为国内供应链更为高效，出口份额回落的压力或会弱于 2022 年。

二是国际政治格局变化导致供应链整体外迁。但这一因素相比于过去三年并没有改变，一些企业出于安全考虑减少在中国投资或增加海外设厂，比如随着海外对中国芯片行业限制加码³，中国在芯片半导体制造领域可能出口份额受损。但在效率优先的行业里，我们认为中国依然是份额的受益者，原因是在地缘冲突、能源体系和供应链重构的状态下，产业链的稳定性和完备性是和生产运营成本同等重要的优势，体现在数据上是 2022 年外商对华直接投资额 1891 亿美元，同比增长 8%，高于疫情前五年同比均值 4%。

图 7：疫后其他部分国家出口份额的变化

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_52383

