

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@r.qlzq.com.cn

联系人：夏知非

Email: xiazf@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- 去年下半年以来，中国、越南、韩国等亚洲经济体的出口增速均呈现出了明显回落。
- 对于出口回落的原因，有以下几点讨论：
 - 第一，全球经济指标尽管有所下降，但还处在高位，主要经济体的消费需求存在较强韧性，出口回落或难用需求不足来解释；
 - 第二，主要发达经济体的制造业 PMI 处在低位，代表生产偏弱，并未出现类“国内大循环”的情况，对海外的供应仍有所依赖；
 - 第三，海外库存仍在高位有待消化，对其进口需求造成拖累，后续库存回落情况或是观察出口回升时点的重要指标。
- 借鉴历史规律，美国耐用品批发商库存量的增速转负与中国出口增速的抬升时间点较为一致，那么前者回落的斜率，是当前判断出口何时抬升的重要变量，其影响因素包括美国就业人口增量带来的居民收入增量、财政补贴退坡带来的居民消费意愿下降以及美联储货币政策节奏等，需要同步进行观察。
- 根据我们的推算，在不同情景假设下，美国耐用品批发商库存量的增速落至 0 以下的时间或处在 2023 年 11 月份-2024 年 7 月份这一区间内，对应中国出口增速届时出现抬升，其中中性情景为 2024 年 2 月份。
- 风险提示事件：1、政策变动风险。2、出口增速的推算基于一定的假设以及公开历史数据的归纳分析，相关结论具有一定的局限性，仅供参考。

内容目录

1. 出口增速的明显回落.....	- 3 -
2. 出口回落的主要原因.....	- 4 -
3. 出口回升的时间点	- 7 -
4. 风险提示	- 9 -

图表目录

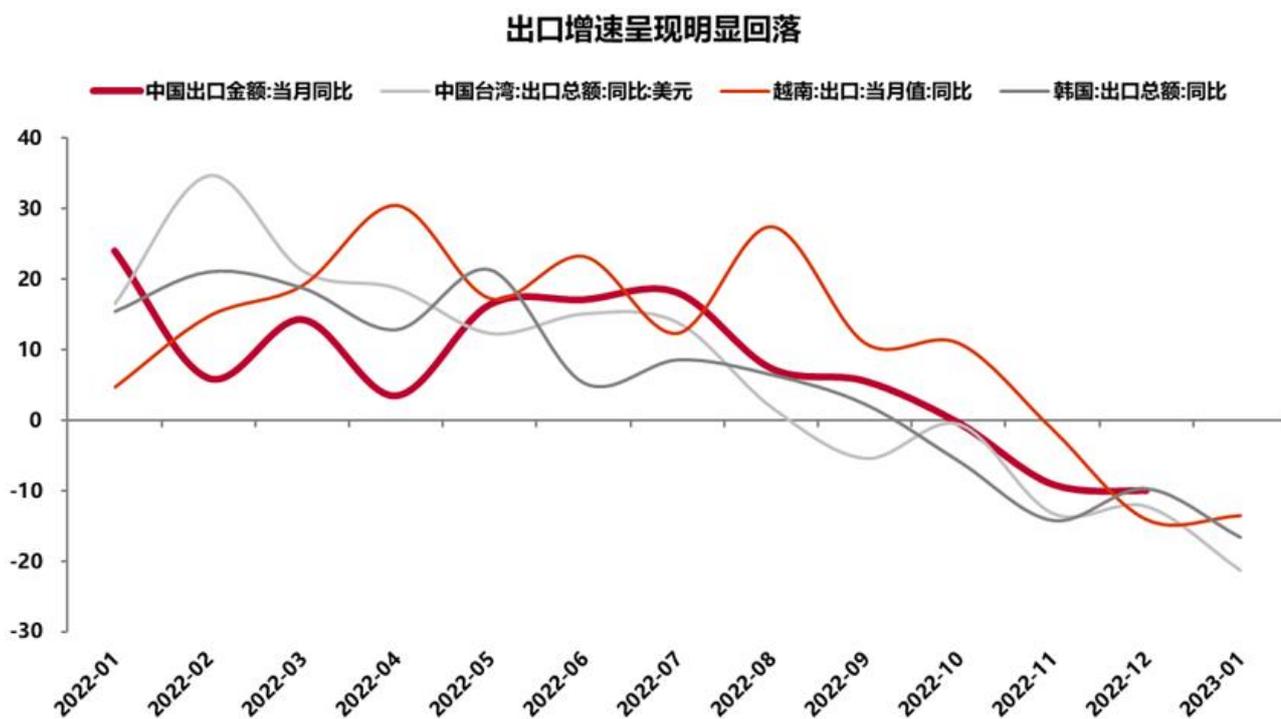
图表 1: 出口增速呈现明显回落(%).....	- 3 -
图表 2: 航运价格指数处在低位.....	- 3 -
图表 3: OECD 综合领先指标.....	- 4 -
图表 4: ECRI 领先指标与美国 GDP 增速(%).....	- 5 -
图表 5: 全球主要经济体制造业 PMI	- 5 -
图表 6: 美国批发商耐用品库存量的增速 (%)	- 6 -
图表 7: 美国批发商耐用品库存量的增速与中国对美国出口量的增速 (%)	- 7 -
图表 8: 美国个人可支配收入环比增速.....	- 8 -
图表 9: 美联储加息节奏的市场预测.....	- 8 -
图表 10: 美国批发商耐用品库存量的增速及情景假设 (%)	- 9 -

1. 出口增速的明显回落

中国、越南、韩国等亚洲经济体的出口增速均呈现出了明显回落。2022年8月起，我国出口金额增速开始呈现明显的下行趋势，同年10月，出口金额增速首度转负，12月，出口金额增速落至-9.9%，刷新年度新低。同时，中国出口集装箱运价指数（CCFI）也呈现出连续下跌的走势，并且该趋势在今年以来得到延续，截至2月24日，CCFI已较去年年底下降了15.2%，表明出口集运需求的持续走弱，分航线来看，美西、美东、欧洲航线CCFI分别较去年年底下降6.9%、18.8%、21.0%。

类似的是，越南、韩国、中国台湾地区等亚洲经济体的出口数据也表现得十分低迷，2023年1月份，这三个地区以美元计价的出口金额增速分别落至-13.52%、-16.6%、-21.19%，均在去年12月的低位基础上进一步下探。

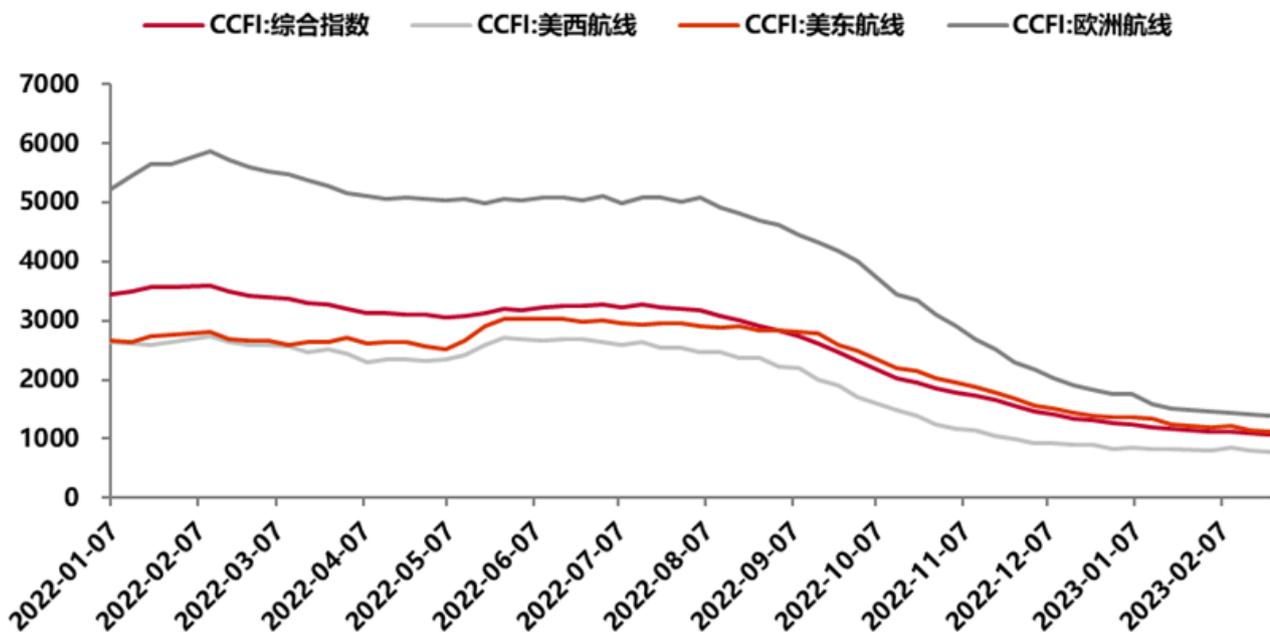
图表 1: 出口增速呈现明显回落(%)



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 2: 航运价格指数处在低位

航运价格指数处在低位



来源：WIND、中泰证券研究所

2. 出口回落的主要原因

对于出口回落的原因，探讨以下几点可能性：

可能性 1：需求不足？

全球经济存在一定韧性，出口回落或难用需求不足来解释。从 OECD 综合领先指标来看，截至 2022 年 11 月降至 98.7，尽管有所回落，但相较于历次经济衰退时期的水平（2008 年的 95.9、2020 年的 93.8），还处于相对高位，与 2019 年同期的 99.3 相比，也并未呈现明显差距，表明全球经济整体仍然具有一定的韧性。从美国经济的领先指标 ECRI 来看，也尚未降至低位，仍高于 2019 年同期水平。

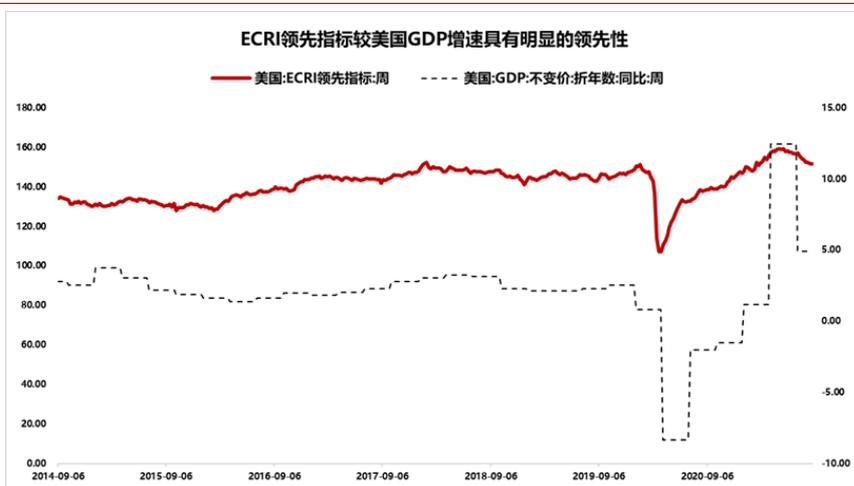
一些近期的需求指标则更能反映问题，如美国 1 月份个人消费支出季调折年同比增长 4.1%（前值 3.3%），增速连续第三个月出现上升，并高于疫情前的中枢水平；同时，美国 1 月零售销售额季调同比增长 6.4%（前值 5.9%），环比增长 3%，大幅高于市场一致预期的 2%，耐用品包括汽车、家具、电子产品等环比大幅增长，表明海外消费韧性仍强。

图表 3：OECD 综合领先指标



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 4: ECRI 领先指标与美国 GDP 增速(%)



来源：WIND、中泰证券研究所

可能性 2: 发达国家内部也出现了“国产替代”或“国内大循环”？

发达经济体的供给数据仍偏弱，出现“国内大循环”的可能性偏低。主要发达经济体如美国、欧元区、英国、日本的制造业 PMI 均已连续数月处在收缩区间，并在过去 12 个月的百分位中，分别处在 16.6%、41.6%、33.3%、8.3% 的低位，表明国内生产仍然偏弱，对于外部供应有所依赖。

图表 5: 全球主要经济体制造业 PMI

制造业PMI	在过去12个月的百分位	连续12个月走势	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
全球	25.0%		49.10	48.70	48.80	49.40	49.80	50.30	51.10	52.20	52.30	52.30	52.90
发达经济体	美国	16.6%	46.90	46.20	47.70	50.40	52.00	51.50	52.20	52.70	57.00	59.20	58.80
	欧元区	41.6%	48.80	47.80	47.10	46.40	48.40	49.60	49.80	52.10	54.60	55.50	56.50
	德国	33.3%	47.30	47.10	46.20	45.10	47.80	49.10	49.30	52.00	54.80	54.60	56.90
	法国	50.0%	50.50	49.20	48.30	47.20	47.70	50.60	49.50	51.40	54.60	55.70	54.70
	意大利	58.3%	50.40	48.50	48.40	46.50	48.30	48.00	48.50	50.90	51.90	54.50	55.80
	日本	8.3%	48.90	48.90	49.00	50.70	50.80	51.50	52.10	52.70	53.30	53.50	54.10
英国	33.3%	47.00	45.30	46.50	46.20	48.40	47.30	52.10	52.80	54.60	55.80	55.20	
新兴经济体	中国	75.0%	50.10	47.00	48.00	49.20	50.10	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50
	印度	58.3%	55.40	57.80	55.70	55.30	55.10	56.20	56.40	53.90	54.60	54.70	54.00
	巴西	25.0%	47.50	44.20	44.30	50.80	51.10	51.90	54.00	54.10	54.20	51.80	52.30
	越南	16.6%	47.40	46.40	47.40	50.60	52.50	52.70	51.20	54.00	54.70	51.70	51.70
	南非	8.3%	48.70	50.20	50.60	49.50	49.20	51.70	52.70	52.50	50.70	50.30	51.40
	俄罗斯	63.3%	53.00	53.20	50.70	52.00	51.70	50.30	50.90	50.80	48.20	44.10	48.60

来源：WIND、中泰证券研究所

可能性3：海外正在消化前期库存，出口回升或可观察库存回落进度。

海外库存数据仍在高位，拖累进口需求。剔除掉价格因素之后的美国批发商耐用品库存增速在去年6月份达到历史新高后开始回落，由20.2%回落至12月份的17.8%，目前还处在历史较高位置，表明前期积累的较高库存仍有待消化，对进口需求造成拖累。

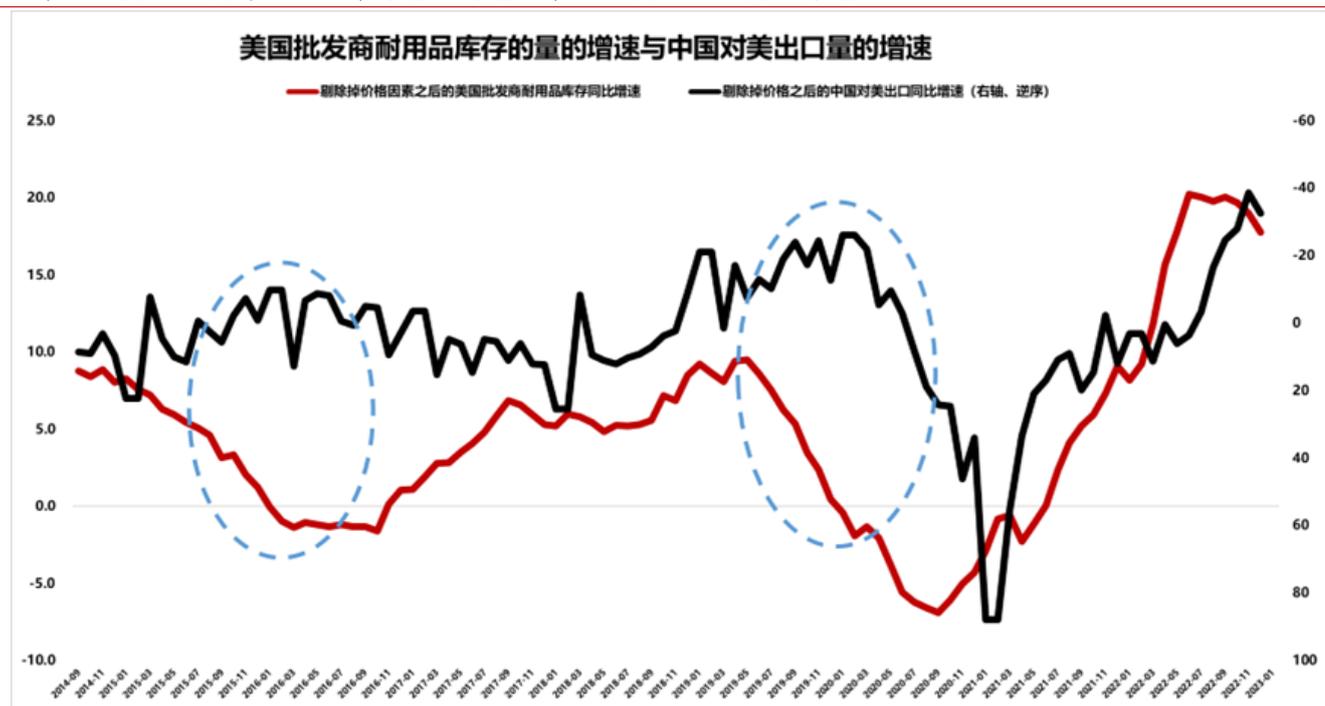
图表6：美国批发商耐用品库存量的增速（%）



来源：WIND、中泰证券研究所

美国库存量的增速，是我国出口增速的重要观测指标。对比该指标与剔除价格后中国向美国的出口增速，可以发现二者存在明显相关，并且美国的库存量数据具有一定的领先性。值得注意的是，在2015年底以及2019年底，美国库存量增速两次由正转负，表明库存的绝对数量开始下降，与此同时，中国对美国的出口数据也开始回升，美国库存量增速由正转负大概领先中国出口量增速由负转正半年的时间。由于中国整体出口增速与中国对美国出口增速走势存在较强一致性，那么现阶段，对于我国出口增速的见底时间，美国库存量增速何时下一次转负是重要的观测指标。

图表 7: 美国批发商耐用品库存量的增速与中国对美国出口量的增速 (%)



来源: WIND、中泰证券研究所

3. 出口回升的时间点

借鉴上文归纳的历史规律,美国耐用品批发商库存量的增速落至 0 以下,往往是中国对美国出口乃至中国整体出口增速回升的重要节点,那么前者回落的斜率,是当前判断出口何时抬升的重要变量。现阶段,正面或负面影响库存增速回落斜率的因素包括以下几种,需要同步进行观察:

第一,美国就业市场仍十分强劲,就业增量带来的收入增量可以支撑消费韧性,利于库存消化。2023 年 1 月,美国新增非农就业 51.7 万人,显著超市场预期的 18.8 万人,失业率降至 3.4%,仍在低位,薪资同比增速为 4.4%,仍然偏高,显示出就业市场存在较强韧性,整体美国居民的个人可支配收入环比增速也在 1 月升至 2% 的高点。

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_52696



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn