

宏观深度报告

报告日期：2023年03月07日

出口：结构重于趋势

——2023年1-2月进出口数据的背后

核心观点

2023 开年出口低迷符合市场一致预期，我们认为未来有两大领域可能出现亮点，独立于全球衰退和外需利空，通过份额提升或者产业成长带动相关品类出口积极增长：其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入 K 型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电、家具等领域的中高端品类或将受益；其二是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

□ 出口阶段性承压，关注供给侧韧性

2023 年 1-2 月以人民币计价出口同比增速 0.9%，略低于我们预期的 2.4%，较 2022 年 Q4 有所回升。结构层面，机电产品出口增长，劳密产品下降，1-2 月我国出口机电产品 2.03 万亿元，增长 0.4%，占出口总值的 58%，出口劳密产品 5733.2 亿元，下降 7.4%，占 16.4%。

我们认为，短期海外滞胀叠加高库存去库进程放大牛鞭效应的冲击效果，导致我国出口阶段性承压，我们对后续出口不悲观，提示关注我国供给的相对优势，一方面相比海外供给的优势带动我国出口部门溢价能力提升，出海抢订单也有助于提升份额，另一方面，提示关注未来出口部门的两大结构性亮点。

滞胀趋势叠加高库存放大对我国出口冲击，出口短期继续承压。当前海外经济滞胀趋势更为清晰，全球主要消费国 PMI 指数进一步走弱，美国 1 月、2 月制造业 PMI 再创新低，下行至 48% 下方，日本及欧元区 2 月制造业 PMI 也维持在 47.7% 和 48.5% 的较低水平，通胀层面美欧通胀仍位于较高水平，1 月 CPI 同比分别为 6.4% 和 8.6%，滞胀状态下美国经济从 2022 年下半年起逐步开启去库进程，进而对其进口需求产生较大冲击，并对我国出口产生拖累，美国 2022 年 Q4 进口出现显著下滑，11、12 月自中国进口同比分别达到 -23.8% 和 -24.7%，与之对应的是 2023 年 1-2 月我国对美国出口同比 -15.2%。我们认为，滞胀环境叠加高库存去库进程放大了对我国出口的冲击，导致出口阶段性承压，目前较 2022 年 Q4 有一定小幅回升。

重点提示关注供给侧对出口形成的支撑。考虑短期承压背后逻辑和全球面临的潜在滞胀冲击，我们继续坚定提示对全年出口无需过度悲观，相比需求侧，更应该关注供给侧逻辑，其一是海外供给面临多重约束和冲击，脆弱性提升，而我国供应链优势随着经济修复有望进一步提升；其二是在全球滞胀环境下，我国供给优势将在产品性价比、供应链成本、企业议价能力提升等层面有所凸显，将成为出口韧性的重点来源，特别是在海外企业降本和消费降级中抢占更多市场份额。

海外供给面临一系列地缘政治冲突、工人罢工、供应链中断、资产负债表恶化等冲击扰动海外供给，具体表现在以下方面：1) 企业资产负债表受挫扰动扩产意愿。2) 疫情、高通胀等因素加剧贫富差距，体现为社会撕裂和民粹主义抬头，工人提高工资诉求提升，工会对抗力量增强，在挪威、韩国、加拿大、美国等地接连出现大规模工人罢工，物价-工资螺旋式上升与罢工冲击供应链稳定性施压海外供给，2022 年以来罢工事件不断出现。3) 滞胀预期加剧，企业扩产意愿受限。4) 全球供应链仍面临多重不确定性冲击。受疫情、地缘政治因素、成本冲击等因素影响，根据我们梳理，全球供应链仍面临多重不确定性冲击，采购、生产、物流、仓储、分销等领域均有表现。

海外滞胀、中国复苏，我国供给优势将逐步凸显。海外滞胀环境下，疫后我国经济进入渐进修复阶段，1-2 月以来各类经济活动显著回升，可选及服务消费、重大项目投资、建筑业开工等高频数据已有积极反映，随着经济的修复我国供应

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《2 月外储：预计人民币汇率短期有望趋稳》 2023.03.07

2 《2023 年财政预算报告怎么看？——夺回失去的牛市系列研究之十五》 2023.03.07

3 《政府工作报告如何看？——夺回失去的牛市系列研究之十四》 2023.03.05

链的强大优势将进一步提升。首先，采购、生产、物流、仓储、通关等各环节效率的提升将提升供应链优势，其次海外高通胀环境下提升价格容忍度，供应链稳定性给予国内企业议价空间和提价能力，进出口价格指数剪刀差已有反映。此外，在动态清零框架下我国 2020-2021 年出口超预期本质上是通过供给优势被动抢订单，进入 2023 年企业得以自发出海抢订单，“被动抢订单”向“主动抢订单”的切换也有助于我国供给优势兑现进而稳出口。

□ 聚焦两大出口亮点：海外消费降级和企业降本，关注科技周期与能源革命

出口结构层面，全球滞胀逐步演绎，市场对我国出口存在一致性的悲观预期，我们认为未来有两大领域可能出现亮点，独立于全球衰退带来的外需下滑，通过份额提升或者独立的产业发展趋势带动出口积极增长。

其一，重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。三年疫情和海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入 K 型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在 20 世纪 70 年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具、家电、影音设备等依赖性价比优势大幅抢占美国市场。此外，全球滞胀背景下企业经营面临挑战，积极推进降本战略，我们梳理美股超过四分之一的公司在 2022 年 Q4 开始缩减营业成本，形如特斯拉这样的科技巨头，在 3 月 2 日投资者日上也提出目标：下代车型致力于降低 50% 组装成本。

我们认为，在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注，一方面是得以我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本，另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造业和消费制造业领域有突出优势，特别是纺织、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

其二，关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，其相关品类出口也较为积极，机电产品占我国出口近六成比例，其产业变化与科技周期高度相关，特别是全球半导体周期；近期半导体周期已经接近底部拐点，随着 ChatGPT 等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步，未来库存驻底回升以及算力需求的大幅提升有望带动半导体周期触底回升，从而带动相关品类的出口增长。此外，全球碳中和进程下，我国在新能源制造领域具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性。

□ 内需回升但进口较弱，价格因素和伤痕效应或是主因

2023 年 1-2 月人民币计价进口同比-2.9%，较 2022 年边际回落，低于我们预期。结构层面，铁矿砂、煤进口量增价跌，原油、天然气进口量减价扬，大豆进口量价齐升，集成电路、汽车进口分别为-24.9%和-18.5%。我们认为，疫后我国内需渐进回升但进口表现较弱，主因在于 CRB 指引进口价格下滑拖累名义进口增速，同时企业伤痕效应的审慎行为决定了进口回升可能相对较慢。

内需回升但进口较弱，价格因素和伤痕效应或是主因。2023 年后疫时代经济动能渐进修复，耐用消费品及服务消费、重大项目投资、建筑业开工等高频数据有显著改善，内需逐步回升，但 1-2 月进口表现较弱，我们认为主因在于两个方面：1) 价格因素拖累名义进口增速，我们此前在多篇报告中提示 CRB 指数对进口价格指数走势有较强指示，今年以来与我国进口关系较为密切的 CRB 金属、工业原料、油脂、纺织品等价格逐步下滑，进口价格指数下滑拖累进口名义增速；2) 疫后经济还未回升至常态水平，叠加疫情时期推高的库存还未去化，企业经营较为审慎，存在一定伤痕效应、担忧经济修复的不确定性，2 月制造业 PMI 进口显著低于同期制造业 PMI、PMI 生产、PMI 新订单等数据，也有印证。我们认为，随着我国经济逐步企稳、去库进程推进、价格扰动下降，预计后续我国进口增速将逐步回升。

□ 1-2 月贸易顺差维持较强

2023 年 1-2 月贸易顺差维持较强。2023 年 1-2 月贸易顺差 1169 亿美元，前值 780 亿美元，边际回升，略高于 2022 年同期的 1159.6 亿美元；其中我国对美

国、欧盟、东盟贸易顺差分别为 413.0 亿美元、368.4 亿美元、272.3 亿美元。我们认为，此前市场对 2023 年外贸出口相对悲观进而拖累经济增长，事实上 1-2 月贸易顺差略高于 2022 年同期水平，外贸对经济增长利空可能相对低于市场预期，后续随着我国出口供给优势的发挥，预计贸易顺差大幅下滑的概率有限，经常项目顺差的稳定性有助于我国经济平稳增长、化解国际收支压力和缓解人民币汇率贬值预期。

□ 风险提示

中美贸易摩擦超预期恶化，疫情变异冲击全球，海外经济超预期下滑。

正文目录

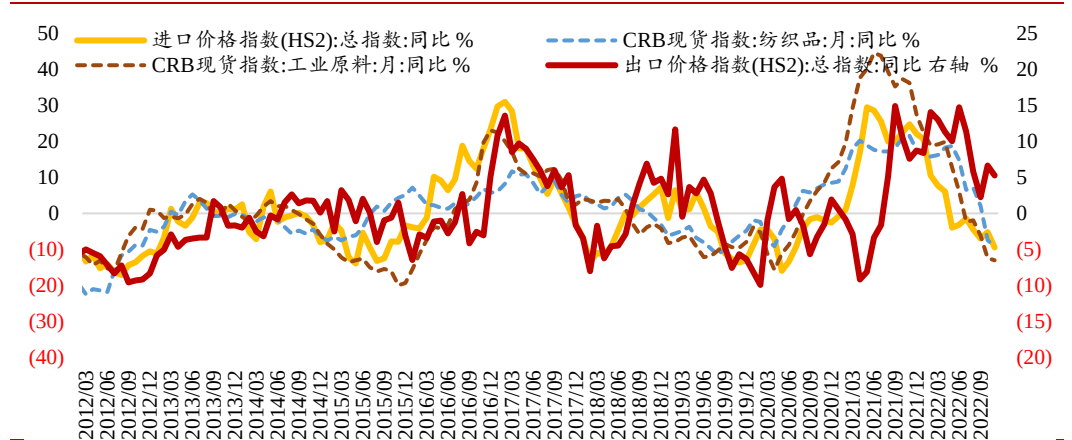
1 进出口数据跟踪	6
-----------------	---

图表目录

图 1： 进口价格指数领先于出口价格指数	6
图 2： 美国批发、零售库存处于历史级高位，去库进程逐步开启	6
图 3： HS 分类下中国出口供给占比	6
图 4： 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长	7
图 5： 2022 年 Q4 美股众多上市公司开启降本行动，信息技术、可选消费、工业等公司占比较高	7
图 6： 1-2 月出口量价分析	8
图 7： 1-2 月进口量价分析	8
图 8： 海外经济频发罢工事宜，冲击生产制造、物流运输等供给体系	8
图 9： 1-2 月贸易顺差边际回升（亿美元）	9

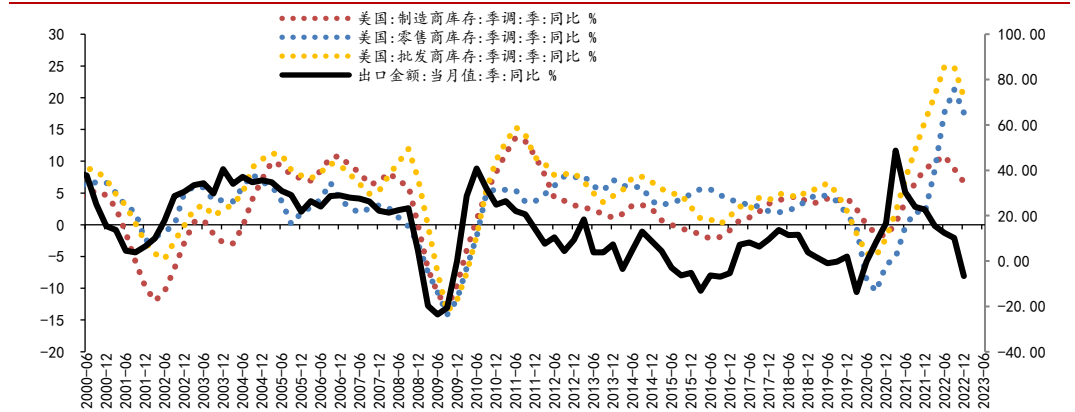
1 进出口数据跟踪

图1：进口价格指数领先于出口价格指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：美国批发、零售库存处于历史级高位，去库进程逐步开启



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：HS 分类下中国出口供给占比

全球主要商品供给分布 (HS分类下, 主要国家出口占全球出口比重)															
HS代码	名称	中国	美国	泰国	越南	印尼	新加坡	日本	韩国	巴西	印度	俄罗斯	南非	加拿大	欧盟
第一类	活动物: 动物产品	5.12	9.11	1.12	2.01	1.16	0.19	0.61	0.53	5.15	3.15	1.74	0.32	3.96	11.61
第二类	植物产品	5.87	13.78	2.36	2.87	0.71	0.11	0.20	0.23	8.74	3.47	2.18	1.02	4.21	6.66
第三类	动、植物油、脂及其分解产品; 精制的油; 虫胶、树脂、树胶	1.36	3.54	0.54	0.23	20.09	0.31	0.26	0.09	1.18	1.35	3.94	0.25	3.70	6.79

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_53006

