

2022 年 01 月 16 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

研究支持

贾东旭 A0230120080001
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

实习生邵一彬对本报告亦有贡献

外需转弱，如何应对出口降温？

——12 月进出口数据解读

主要内容：

- **12 月出口增长趋于降温，发达经济体商品消费需求回落迹象日渐显现。**12 月出口（美元计价）同比 20.9%，稍低于我们预期（22.5%），两年平均增速亦在贸易摩擦导致的低基数环境下仍回落 1.8 个百分点至 19.5%。对各主要出口伙伴出口、各类商品出口（除个别暂时高增）普遍回落，显示发达经济体商品消费需求普遍见顶的迹象日渐明显。12 月进口（美元计价）同比 19.5%，低于我们此前预期（23.3%）、两年平均增速下行 4.0pct 至 13.4%。12 月贸易差额 944.6 亿美元，再创历史新高。
- **欧英本轮防控升级未能进一步助推消费需求高增，对美出口剔除基数也开始放缓，海外逐步进入货币财政紧缩阶段，外需可能已经进入见顶回落的趋势之中。**12 月我国对欧盟（-6.0pct 至 23.7%）、英国（-9.2pct 至 19.6%）出口两年平均增速大幅回落，而且恰恰是发生在因奥密克戎变种病毒导致的欧英防控政策升级过程中，与 8-9 月欧英防控升级即时拉动我国对其出口高增的商品消费替代服务效应相反；此外对美出口（+3.7pct 至 27.7%）尽管两年平均增速继续走高，但剔除 19Q4 贸易摩擦低基数影响之后，实际上也是有所回落的。随着前期过度的财政补贴政策退出，加之美联储加息预期的不断提前和强化，前期过热的商品消费外需可能已经进入见顶回落的趋势之中，很难再度见到逆转。
- **除个别机电产品暂时性高增外，消费品、中间品、资本品出口普遍回落，也应证了外需趋势性走弱的方向。**加之其他出口加工型新兴经济体受疫情影响较小，我国中低端商品出口替代性走高的空间也受到挤压。从出口产品结构来看，除自动数据处理设备、以及新机推出时点错位的手续增速大幅改善之外，其他耐用消费品、非耐用消费品、中间品和资本品出口增速普遍下滑，印证了外需整体走弱的趋势。与此同时，其他出口加工型新兴经济体在 12 月受疫情影响较小，越南 12 月工业生产和出口均有明显回暖，两年平均增速分别回升 1.6 和 5.7 个百分点。由于新兴经济体在中低端消费品出口方面和我国形成一定竞争，我国替代这些经济体产能而进一步出口走高的空间也受到一定的挤压。
- **进口增速的大幅回落主要源于两大原因：外需降温导致加工贸易进口减少，以及钢材限产铁矿石进口下滑。**12 月进口增速低于预期的主要原因是铁矿石进口量价同步回落，铁矿砂及其精矿进口金额两年平均增速大幅下行 22.6pct 至 -1.2%，反映出国内钢材产量持续低位、近期又因冬奥会临近而导致部分地区钢材限产，铁矿石需求暂时回落；但后续随着 22Q1 基建投资发力、货币环境对地产投资的呵护，未来大宗商品进口或有所改善。加工贸易方面，出口手机和电脑维持韧性的情况下，我国进口集成电路增速继续走高，与加工贸易有关的其他机电产品进口增速回落较为显著。
- **如何应对外需趋弱导致的出口降温？向内寻找力量。**12 月外需趋弱格局已经显现，而且不同寻常之处在于，以往海外防控升级往往能够带来的出口走强，在年底并未出现，更突出随着海外货币财政等需求政策刺激的逐步退出，全球商品消费需求已经呈现疲态。展望 2022 年，发达经济体国内经济滞胀格局愈演愈烈，恶性通胀威胁下，货币财政政策共振收缩的预期正在不断强化和提前，这意味着近期观察到的外需降温态势可能进一步加剧，特别是我们预计中美联储首次加息可能在 2022 年 3 月落地，自 22Q2 开始，我国出口增速可能迎来一轮加速回落。我们小幅修正 2022 年出口增速预测至 6%，预计二季度之后回落斜率更加陡峭。考虑到问题出在外需端而非在国内供给侧，本轮出口增速潜在的下行所可能带来的经济下行的压力，需从国内商品消费需求的角度未雨绸缪，我们仍看好两会前后推出更大幅度的以个税减税为代表的优化中等收入居民收入的财政扩张手段，以此稳定国内商品消费需求，平衡出口下滑带来的制造业生产下行压力。



申万宏源研究微信服务号

一、12月出口增长趋于降温，发达经济体商品消费需求回落迹象日渐显现。

12月出口（美元计价）同比20.9%，稍低于我们预期（22.5%），两年平均增速亦在贸易摩擦导致的低基数环境下仍回落1.8个百分点至19.5%。对各主要出口伙伴出口、各类商品出口（除个别暂时高增）普遍回落，显示发达经济体商品消费需求普遍见顶的迹象日渐明显。12月进口（美元计价）同比19.5%，低于我们此前预期（23.3%）、两年平均增速下行4.0pct至13.4%。12月贸易差额944.6亿美元，再创历史新高。

图1：进出口两年平均增速及贸易差额

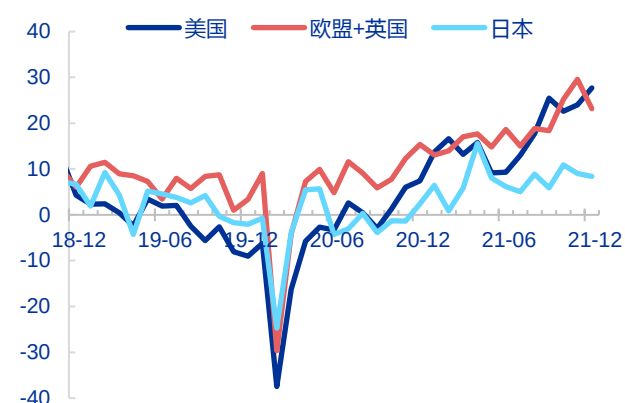


资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、欧英本轮防控升级未能进一步助推消费需求高增，对美出口剔除基数也开始放缓，海外逐步进入货币财政紧缩阶段，外需可能已经进入见顶回落的趋势之中。

12月我国对欧盟（-6.0pct至23.7%）、英国（-9.2pct至19.6%）出口两年平均增速大幅回落，而且恰恰是发生在因奥密克戎变种病毒导致的欧英防控政策升级过程中，与8-9月欧英防控升级即时拉动我国对其出口高增的商品消费替代服务效应相反；此外对美出口（+3.7pct至27.7%）尽管两年平均增速继续走高，但剔除19Q4贸易摩擦低基数影响之后，实际上也是有所回落的。随着前期过度的财政补贴政策的退出，加之美联储加息预期的不断提前和强化，前期过热的商品消费外需可能已经进入见顶回落的趋势之中，很难再度见到逆转。

图 2：对发达经济体出口两年平均增速 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：耐用消费品出口两年平均增速 (%)

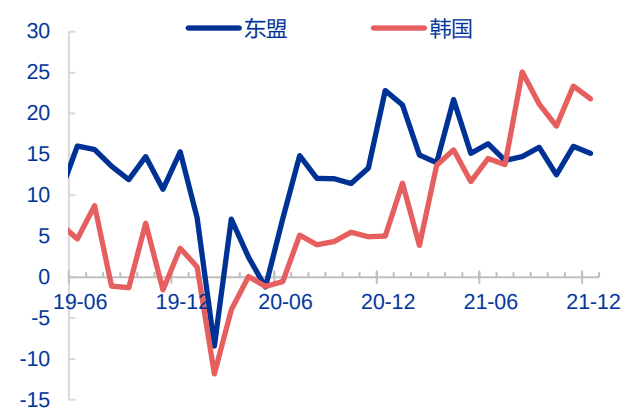


资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、除个别机电产品暂时性高增外，消费品、中间品、资本品出口普遍回落，也印证了外需趋势性走弱的方向。加之其他出口加工型新兴经济体受疫情影响较小，我国中低端商品出口替代性走高的空间也受到挤压。

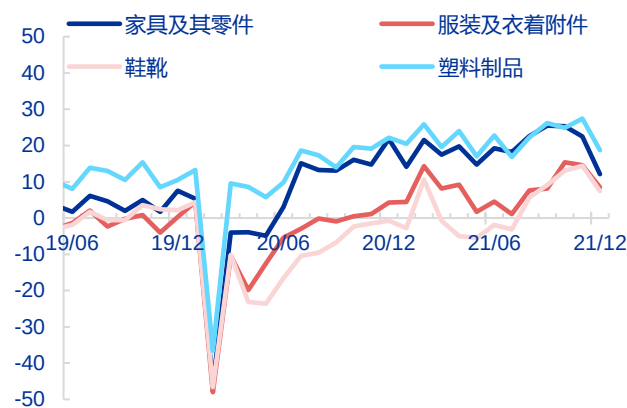
从出口产品结构来看，除自动数据处理设备、以及新机推出时点错位的手机增速大幅改善之外，其他耐用消费品、非耐用消费品、中间品和资本品出口增速普遍下滑，印证了外需整体走弱的趋势。与此同时，其他出口加工型新兴经济体在 12 月受疫情影响较小，越南 12 月工业生产和出口均有明显回暖，两年平均增速分别回升 1.6 和 5.7 个百分点。由于新兴经济体在中低端消费品出口方面和我国形成一定竞争，我国替代这些经济体产能而进一步出口走高的空间也受到一定的挤压。

图 4：对新兴经济体出口两年平均增速 (%)



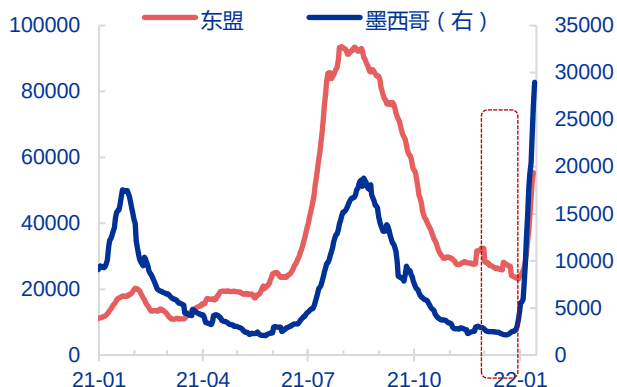
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：低端消费品出口两年平均增速 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6:东盟/墨西哥 12 月确诊相对较少(7DMA, 例)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：越南 12 月工业生产和出口恢复较好（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、进口增速的大幅回落主要源于两大原因：外需降温导致加工贸易进口减少，以及钢材限产铁矿石进口下滑。

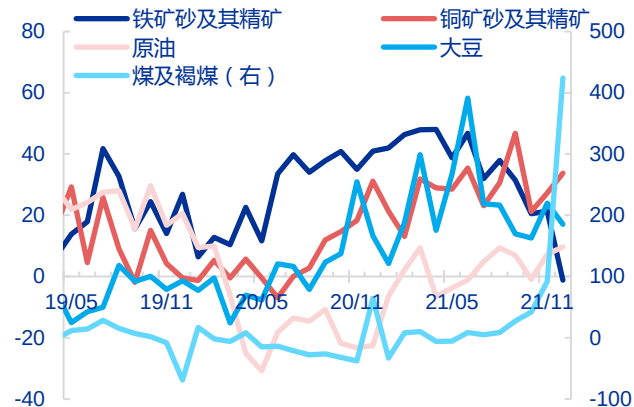
12 月进口增速低于预期的主要原因是铁矿石进口价量同步回落，铁矿砂及其精矿进口金额两年平均增速大幅下行 22.6pct 至 -1.2%，反映出国内钢材产量持续低位、近期又因冬奥会临近而导致部分地区钢材限产，铁矿石需求暂时回落；但后续随着 22Q1 基建投资发力、货币环境对地产投资的呵护，未来大宗商品进口或有所改善。加工贸易方面，出口手机和电脑维持韧性的情况下，我国进口集成电路（+7.9pct 至 26.9%）增速继续走高，与加工贸易有关的其他机电产品进口增速回落较为显著。

图 8：加工贸易进口金额：两年平均增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：资源能源进口金额：两年平均增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、如何应对外需趋弱导致的出口降温？向内寻找力量。

12 月外需趋弱格局已经显现，而且不同寻常之处在于，以往海外防控升级往往能够带来的出口走强，在年底并未出现，更突显出随着海外货币财政等需求政策刺激的逐步退出，全球商品消费需求已经呈现疲态。展望 2022 年，发达经济体国内经济滞胀格局愈演愈烈，恶性通胀威胁下，货币财政政策共振收缩的预期正在不断强化和提前，这意味着近期观察到的外需降温态势可能进一步加剧，特别是我们预计中美联储首次加息可能在 2022 年 3 月落地，自 22Q2 开始，我国出口增速可能迎来一轮加速回落。我们小幅修正 2022 年出口增速预测至 6%，预计二季度之后回落斜率更加

陡峭。考虑到问题出在外需端而非在国内供给侧，本轮出口增速潜在的下行所可能带来的经济下行的压力，需从国内商品消费需求的角度未雨绸缪，我们仍看好两会前后推出更大幅度的以个税减税为代表的优化中等收入居民收入的财政扩张手段，以此稳定国内商品消费需求，平衡出口下滑带来的制造业生产下行压力。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。