

2023 年 01 月 14 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

研究支持

屠强 A0230521070002
tuqianq@swsresearch.com

联系人

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

申万宏源研究微信服务号

疫情峰值扰动已过，出口即将大幅反弹

——12 月贸易数据分析

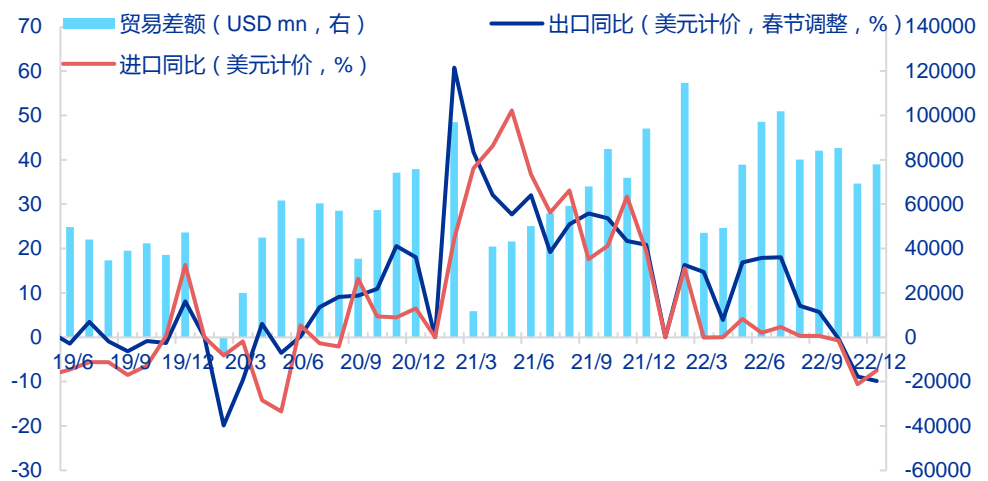
主要内容：

- **12 月出口同比略有下行符合预期，疫情造成的暂时供给侧扰动已经全部体现，出口增速有望在 2023 年初即迎来大幅反弹。**12 月我国出口（美元计价）同比较前月小幅回落 1.0pct 至-9.9%，此前几个月的连续快速下滑态势得到控制，符合预期（-10.2%）。12 月上旬防控政策优化迅速推进之前，电子产业链等出口主要商品类别的主产区普遍实施了较严格的封控措施，此后我国在年底前经历了首轮疫情峰值，这些影响在 12 月出口数据中均已完全体现，2023 年外需环境整体降温但斜率预计较平缓，我国出口在供给侧扰动消退后预计自年初开始迎来大幅反弹。12 月进口同比跌幅收窄 3.1pct 至-7.5%，符合预期（-4.5%）的方向但改善程度稍小，显示国内产业链对部分原依赖进口的中间品持续形成替代效应，相应地保障货物贸易顺差持续扩大。2022 年美元计价出口同比 7.0%、进口同比 1.1%。
- **防控优化前的封控尾部影响、优化后的疫情达峰扰动都已经较为充分地包含在 12 月出口数据中，供给侧 2023 年初即将迎来迅速的恢复和改善。**12 月出口增速很大程度上显示出防控政策优化前后封控、疫情两大暂时冲击叠加所能导致的供给侧最大冲击幅度。12 月机电产品出口同比增速继续回落，但下行速度明显放缓。机电产品一个大类即可解释 12 月全部出口的走弱幅度，出口商品结构的变化凸显出防控措施和疫情的两大叠加影响：一方面，电子产业链 10-11 月间持续受到郑州、广深、重庆等主产区封控趋严导致的产能暂时抑制作用，12 月上旬这一影响近于消退，但很快又迎来防控优化之后的疫情首轮峰值影响，但 12 月出口中自动数据处理设备同比再度下降但降幅较 11 月收窄，手机、集成电路同比已经出现一定改善，一定程度上显示疫情达峰的影响未超出大范围封控的冲击幅度；而此前没有封控的地区则在 12 月需额外面临首轮疫情达峰冲击，各类商品冲击程度不一，整体幅度可控；汽车出口 12 月扭转为大幅走弱，但服装、玩具等出口增速有所回升。
- **对美、日出口改善，对欧英出口有所下行，外需整体尚较为平稳。**12 月我国对发达经济体的出口增速综合来看与 11 月基本持平。其中，对美出口增速有所改善，与手机等电子消费品生产恢复或有直接关系，对日出口也有所回升。对欧盟、英国出口增速有所回落，或与 11 月以来全球原油供给恢复好于预期、欧洲产业链受能源安全冲击影响有所缓和、工业生产有所恢复有关。而对东盟等协同对外供给地区的出口趋势相对稳定。
- **内需相关的大宗工业品进口改善，加工贸易所需中间品国内产业链对进口形成替代的趋势仍在延续。**12 月进口小幅回升 3.1pct 至-7.5%。与内需直接相关的工业大宗商品进口有所改善，进口数量方面，原油、铁矿砂进口三年平均增速均明显回升。而加工贸易所需中间品进口表现仍整体分化，虽然集成电路进口增速有所回升，但自动数据处理设备仍回落。
- **疫情峰值扰动已过，2023 年初出口即有望迎来大幅反弹。**12 月出口数据中已经充分包含了防控措施优化前多地强化封控的尾部阶段生产暂时性抑制、以及防控措施优化之后国内城市普遍在年底前后首轮疫情达峰所导致的劳动力供给暂时冲击对供给侧的短期影响。展望 2023 年，我国供给侧短期扰动逻辑已几乎不可逆地从封控导致的不便转为疫情对劳动力市场的潜在冲击模式，12 月疫情进展速度较快，或意味着 2023 年我国出口有望一定幅度地向上（特别是相对于 22Q4）与外需形势收敛，对全年、特别是年初和年底的出口增速，我们保持乐观。维持全年美元计价出口同比、进口同比增长 4.0%、2.2% 的预测不变，年初的改善幅度预计将大于全年。货物出口的稳健表现也有望对人民币 2023 年的升值幅度形成更强的支撑。我们在维持 2023 年底美元指数回落至 98 左右的预测不变的背景下，进一步小幅上修 CNY 年底预测水平至 6.5-6.6 区间，较此前预测提升 0.1-0.2。
- **风险提示：疫情形势变化，海外工业生产恢复好于预期。**

一、12月出口同比略有下行符合预期，疫情造成的暂时供给侧扰动已经全部体现，出口增速有望在2023年初即迎来大幅反弹。

12月我国出口(美元计价)同比较前月小幅回落1.0个百分点至-9.9%，此前几个月的连续快速下滑态势得到控制，符合我们预期(-10.2%)。12月上旬防控政策优化迅速推进之前，电子产业链等出口主要商品类别的主产区普遍实施了较为严格的封控措施，此后我国在年底前经历了首轮疫情峰值，这些影响在12月出口数据中均已完全体现，2023年外需环境整体降温但斜率预计较为平缓，我国出口在供给侧扰动消退后预计自年初开始即迎来大幅反弹。12月进口同比跌幅收窄3.1个百分点至-7.5%，符合我们预期(-4.5%)的方向但改善程度稍小，显示国内产业链对部分原依赖进口的中间品持续形成替代效应，相应地保障了货物贸易顺差的持续扩大。全年来看，2022年美元计价出口同比7.0%、进口同比1.1%。

图1：12月出口同比小幅回落，进口同比小幅回升



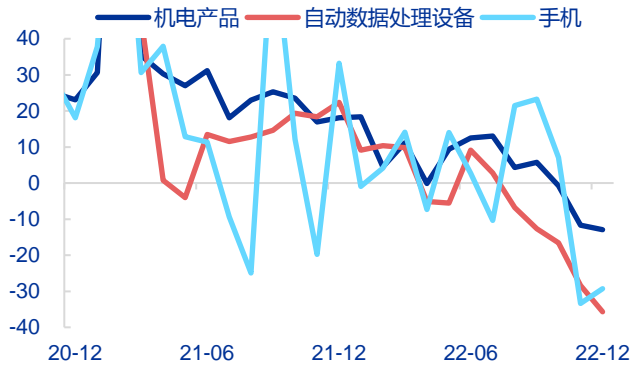
资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、防控优化前的封控尾部影响、优化后的疫情达峰扰动都已经较为充分地包含在12月出口数据中，供给侧2023年初即将迎来迅速的恢复和改善。

12月出口增速很大程度上显示出防控政策优化前后封控、疫情两大暂时冲击叠加所能导致的供给侧最大冲击幅度。12月机电产品(-1.8pct至-12.8%)、高技术产品(-2.1pct至-25.8%)出口同比增速继续回落，但下行速度明显放缓。机电产品一个大类即可解释12月全部出口的走弱幅度，出口商品结构的变化凸显出防控措施和疫情的两大叠加影响：一方面，电子产业链10-11月间持续受到郑州、广深、重庆等主产区封控趋严导致的产能暂时抑制作用，12月上旬这一影响近于消退，但很快又迎来防控优化之后的疫情首轮峰值影响，但12月出口中自动数据处理设备(-7.3pct至-35.7%)同比再度下降但降幅较11月收窄，手机(+4.1pct至-29.2%)、集成电路(+13.2pct至-15.9%)同比已经出现一定改善，一定程度上显示疫情达峰的影响未超出大范围封控的冲击幅度；而此前没有封控的地区则在12月需额外面临首轮疫情达峰冲击，各类商品冲击程度不一，整体幅度可控；汽车出口12月扭转为大幅走弱(-22.6pct至90.8%)、通用机械设备(-10.3pct至-13.5%)增速亦大幅

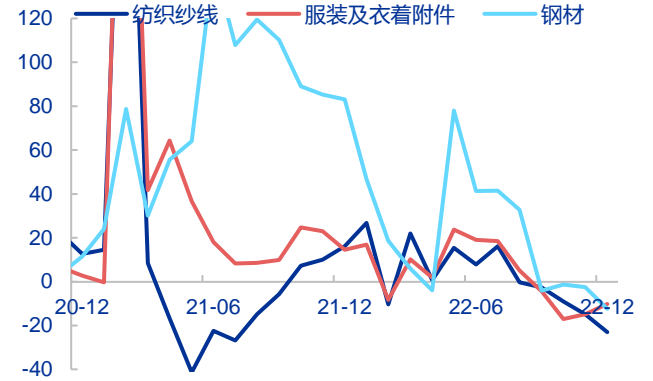
下行，但与此同时，服装 (+4.7pct 至-10.2%)、玩具 (+11.8pct 至-10.1%) 等出口增速有所回升，也侧面显示当前外需从过热趋于降温但斜率较为平缓，暂时性的供给冲击影响更大。

图 2：高附加值商品出口增速 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：低附加值商品出口增速 (%)

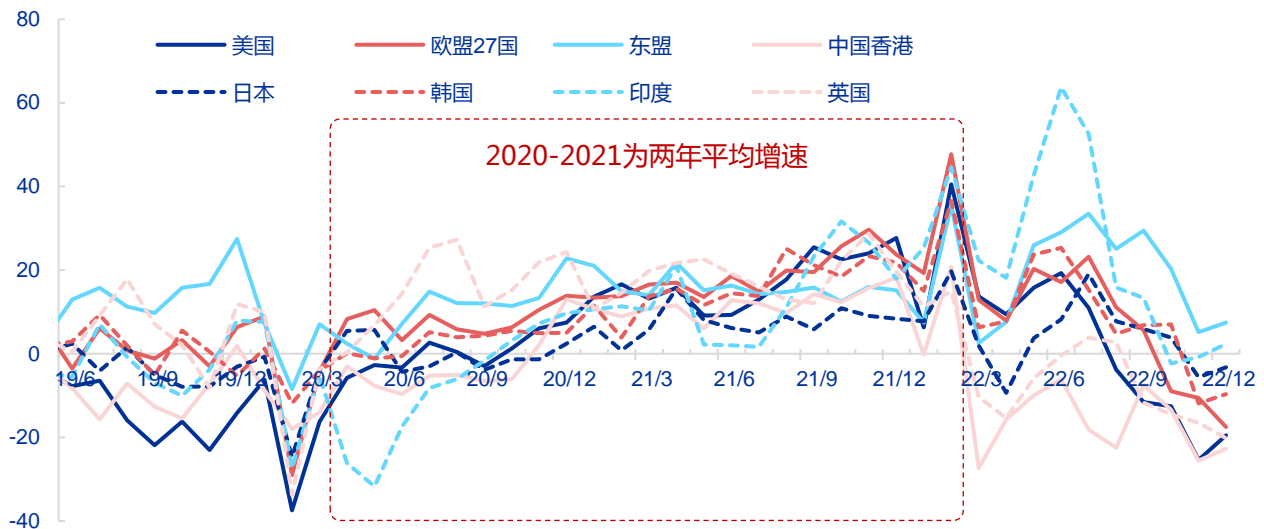


资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、对美、日出口改善，对欧英出口有所下行，外需整体尚较为平稳。

12 月我国对发达经济体的出口增速综合来看与 11 月基本持平。其中，对美出口增速 (+5.9pct 至-19.5%) 有所改善，与手机等电子消费品生产恢复或有直接关系，对日出口 (+2.3pct-3.3%) 也有所回升，显示奥密克戎成为日本主要流行毒株之后，日本国内商品消费需求有加速恢复迹象。对欧盟 (-6.9pct 至-17.5%)、英国 (-3.6pct 至-20.2%) 出口增速有所回落，或与 11 月以来全球原油供给恢复好于预期、欧洲产业链受能源安全冲击影响有所缓和、工业生产有所恢复有关。而对东盟等协同对外供给地区的出口趋势相对稳定。

图 4：对主要目的地出口同比 (春节调整, %)

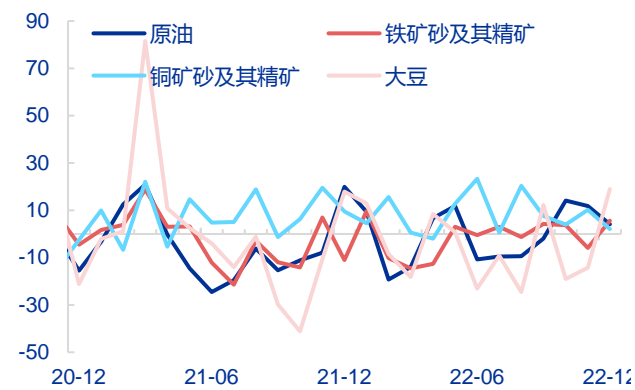


资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、内需相关的大宗工业品进口改善，加工贸易所需中间品国内产业链对进口形成替代的趋势仍在延续。

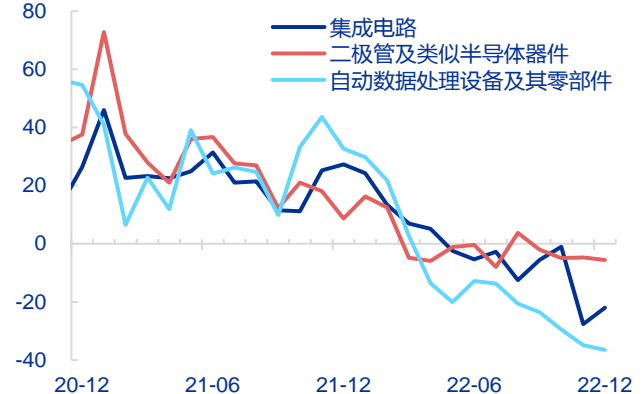
12月进口小幅回升3.1个百分点至-7.5%，符合我们预期（-4.5%）的方向但改善程度稍小。与内需直接相关的工业大宗商品进口有所改善，进口数量方面，原油（+2.5pct至0.7%）、铁矿砂（+2.2pct至2.9%）进口三年平均增速均明显回升。而加工贸易所需中间品进口表现仍整体分化，虽然集成电路（+7pct至7.9%）进口增速有所回升，但自动数据处理设备（-4.3pct至-9.2%）仍有回落。

图 5：资源能源进口数量：同比（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

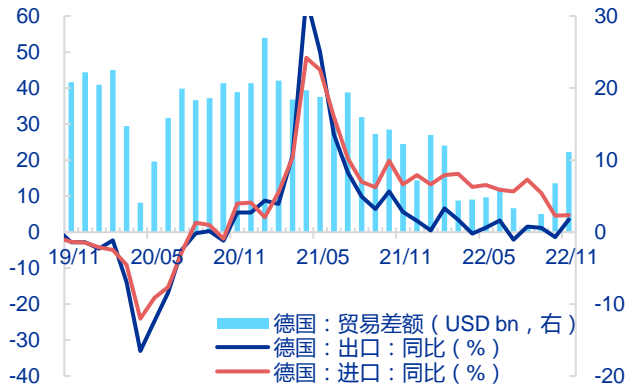
图 6：加工贸易进口金额：同比（%）



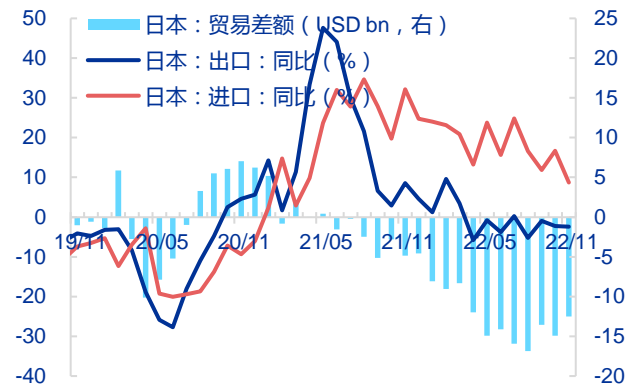
资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、疫情峰值扰动已过，2023年初出口即有望迎来大幅反弹。

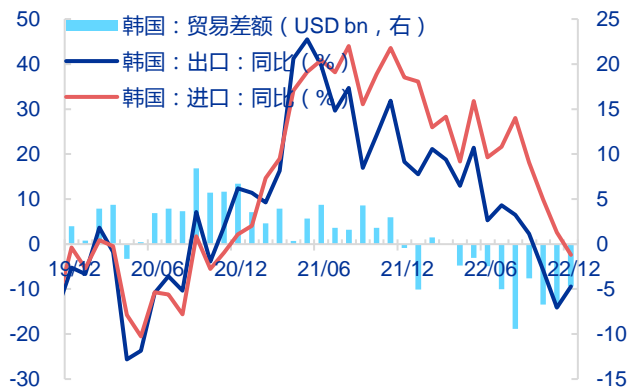
12月出口数据中已经充分包含了防控措施优化前多地强化封控的尾部阶段生产暂时性抑制、以及防控措施优化之后国内城市普遍在年底前后首轮疫情达峰所导致的劳动力供给暂时冲击对供给侧的短期影响。-10%左右的同比下滑幅度实际上是好于市场预期的，这一符合我们预期的幅度，一方面令我们对2023年初开始因疫情峰值已过、居民就业迅速恢复而对我国产业链生产端的较强信心得到支持，另一方面也侧面显示海外发达国家商品消费需求下行速度实际上并不快，前期海外居民所获得的财政补贴对这个过程正在形成平滑作用。回顾2022年，上半年出口高增之后下半年为何会一度迅速回落，除了一定的基数效应之外，下半年、特别是10-11月最大的冲击其实来自我国防控政策变动前后的封控和疫情扰动，而并非外需环境已经降至冰点。展望2023年，我国供给侧的短期扰动逻辑已经几乎不可逆地从封控导致的不便转为疫情对劳动力市场的潜在冲击模式，12月疫情进展速度较快，或意味着2023年我国出口有望一定幅度地向上（特别是相对于22Q4）与外需形势收敛，对全年、特别是年初和年底的出口增速，我们建议保持乐观。维持全年出口同比（美元计价）增长4.0%、进口同比（美元计价）增长2.2%的预测不变，年初的改善幅度预计将大于全年。货物出口的稳健表现也有望对人民币2023年的升值幅度形成更强的支撑。我们在维持2023年底美元指数回落至98左右的预测不变的背景下，进一步小幅上修CNY年底预测水平至6.5-6.6区间，较此前预测提升0.1-0.2。

图 7：德国贸易顺差小幅回升


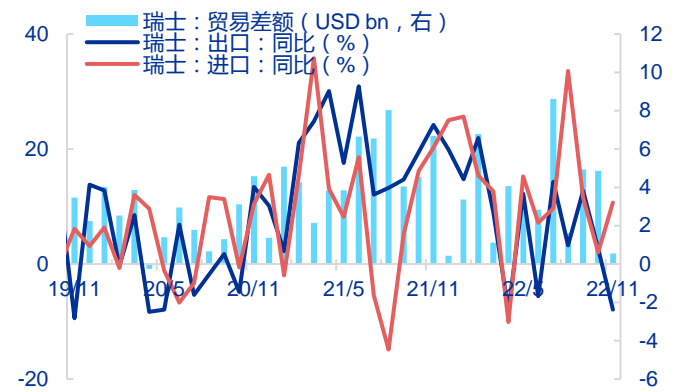
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：日本贸易逆差小幅收缩


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：韩国贸易逆差缩小


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 10：瑞士贸易差额


资料来源：CEIC，申万宏源研究

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@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.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。