

供给改善、需求走弱，出口大概率下行但仍存结构性机会

——2023年我国出口展望

相关研究：

- 1.《美联储加息75个基点，软着陆不确定性提高》 2022.09.22
- 2.《核心服务通胀维持高位，美国9月CPI再超预期》 2022.10.17
- 3.《美国三季度GDP超预期，仍难掩衰退迹象》 2022.11.01
- 4.《非农数据继续超预期，给美联储放松加息带来扰动》 2022.12.21
- 5.《加息速度降至50BP，劳动力短缺仍是主要问题》 2022.12.23

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 2022年高景气度出口走向尾声，进入下行趋势

年度累积出口继续维持高增长，但边际增速大幅下跌。1-10月，我国进出口贸易继续保持韧性，11月出口同比-8.7%，除电动车、成品油之外，主要商品出口全面下滑。可能一是欧美等发达经济体紧缩货币政策导致的消费需求降温；二是国内疫情影响加重，产能受阻，对供给产生较大冲击。三是受到高基数的影响。

价格因素对出口贡献度上升。出口价格指数一直维持比较高的位置，是出口的主要拉动因素，表明出口的成本优势在减弱。此外，我国出口总额与规模效应有较高相关性，企业盈利主要依靠数量优势而不是高附加值产品带来的利润率。

东盟成我国第一大贸易伙伴，支撑我国出口增速。美、欧、东盟占我国进出口总额约50%。欧盟超宽松货币、财政政策以及疫情冲击影响，一季度对欧出口迎来高点，对东盟出口占比迅速下跌。但随着经济基本面发生变化，出口结构也发生改变，3月后对美、欧出口下滑，对东盟出口一路攀升，成为中国进出口的重要支撑。

□ 我国对不同经济体出口结构存在差异

对美出口以资本品、消费品为主。电机、电气、音像设备及其零附件，核反应堆、锅炉、机械器具及零件，玩具、游戏或运动用品以及零附件，家具、寝具等、灯具、活动房，塑料及其制品共计占我国对美出口的60%。美国的制造业投资和消费需求是我国对其出口影响主要因素。

对欧出口以资本品、中间品为主。电机、电气、音像设备及其零部件，核反应堆、锅炉、机械器具及零件，车辆及其零附件，家具、寝具、灯具、活动房，有机化学品占出口总额的近六成。由于能源短缺，欧美产品竞争力大幅削弱，我国凭借竞争优势对欧出口大增。

对东盟出口以资本品、中间品为主。电机、电气、音像设备及其零附件，核反应堆、锅炉、机械器具及零件，塑料及其制品，钢铁，钢铁制品占总出口的50%。我国对东盟出口主要集中在各类制造设备和零部件，疫情冲击后成为维持其加工制造的中间品重要来源国。

□ 国内供给约束改善，海外需求大概率下降

供给约束将得到改善。2022年10月后随着疫情防控政策优化，国际航班、港口等交通恢复有序运营，工业生产限制得到释放，全国范围的复工复产会加快速度，物流效率明显改善。浙江、广东、四川等各地政府带头组织企业包机出海抢订单，促进出口回升。预计疫情放开后一个半月时间将迎来感染高峰，在三个月进入波谷。2023年2月份后疫情导致的工业生产供给不足将不再是出口的限制因素。

欧美受高通胀、高利率影响，需求进一步衰退。预计 2023 年对美国出口贸易额会进一步下降。一是核心商品需求减弱。二是预计高通胀、高利率将导致美国经济疲软。另外，美国试图推动加速去中国化，并在经济上逐步推动与中国脱钩。

东盟对我国出口形成支撑，但难以弥补海外需求收缩的影响。中国对东盟进出口的超高速增长，一是中国与东盟的出口结构有很强的互补性。二是在美国贸易保护主义抬头的趋势下，更多中国企业开始绕道，从东盟转出口至美国。并且低廉的劳动力吸引大量中国迁出的低端制造业。三是随着 RCEP 协议推进，更多产品实施零关税，为贸易增速提供了动力。预计 2023 年一季度东盟经济持续修复，欧美对东盟产业转移政策，对我国的中间品和资本品的需求会有所提高。二季度欧美外需走弱会传导至东盟的出口减弱，进而减少从我国进口的中间品和资本品。

□ 海外需求总量走弱背景下，仍存在结构性机会

在高通胀、高利率以及能源短缺的背景下，明年全球出口总量大概率走低。理论上可以通过结构性机会抵消总量效应的影响。但 2023 年海外疫情影响消退叠加货币政策收缩，逆势上涨的条件不再具备，结构性机会带来的增长力度要小于总量效应的。

如果我国能把握住机会，或许可以一定程度上缓解出口下降趋势。结构性机会可能包括：一是 RCEP 区域贸易的红利释放。二是新能源产品（新能源汽车、光伏等）、高耗能产品（钢铁等）有望抢占更多欧洲市场。

展望 2023 年，在全球经济衰退、能源危机、金融条件收紧、局部冲突的背景下，需求端将会出现下降，同时国内供给端疫情的限制效果将会减弱。结合国内稳增长政策和各地政府外贸政策，我们认为若充分发挥主观能动性可以一定程度上缓解衰退程度，但 **2023 年出口大概率仍为经济增长拖累项。**

□ 风险提示

国内外疫情反复；欧美通胀超预期；地缘冲突超预期。

正文目录

1 2022 年高景气度出口走向尾声，进入下行趋势.....	1
1.1 年度累积出口继续维持高增长，但边际增速大幅下跌.....	1
1.2 价格因素对出口贡献度上升.....	5
1.3 东盟成为我国第一大贸易伙伴，支撑我国出口增速.....	6
2 我国对不同经济体出口结构存在差异.....	7
2.1 对美出口以资本品、消费品为主.....	7
2.2 对欧出口以资本品、中间品为主.....	8
2.3 对东盟出口以资本品、中间品为主.....	10
3 国内供给约束改善，海外需求大概率下行.....	12
3.1 供给约束将得到改善.....	12
3.2 欧美受高通胀、高利率影响，需求进一步衰退.....	12
3.3 东盟对我国出口形成支撑，但难以弥补海外需求收缩的影响.....	14
4 海外需求总量走弱背景下，仍存在结构性机会.....	15
5 风险提示.....	16

图表目录

图 1 进出口与贸易顺差走势 (%).....	1
图 2 净出口对 GDP 累计同比贡献率 (%).....	2
图 3 出口占 GDP 比重回升.....	2
图 4 我国各行业对外依存度.....	3
图 5 主要商品累计出口额上升，但 11 月同比大幅下降.....	4
图 6 出口对外贸易指数拆分.....	5
图 7 进口对外贸易指数拆分.....	6
图 8 中国对三大经济体出口占比情况 (%).....	6
图 9 美、欧、东盟是我国三大出口贸易伙伴 (2022 年 1-11 月).....	7
图 10 中国出口美国主要商品及同比: HS 编码 (1-10 月).....	8
图 11 中国进口美国主要商品及同比: HS 编码 (1-10 月).....	8
图 12 中国出口欧盟主要商品及同比: HS 编码 (1-10 月).....	9
图 13 中国进口欧盟主要商品及同比: HS 编码 (1-10 月).....	10
图 14 我国对东盟主要国家进出口贸易同比 (%).....	10
图 15 我国出口东盟主要产品及同比: HS 编码 (1-10 月).....	11
图 16 我国进口东盟主要产品及同比: HS 编码 (1-10 月).....	11
图 17 美国: 密歇根大学消费者信心指数.....	13
图 18 欧盟消费者信心指数位于历史低位水平.....	14
图 19 欧盟经济景气指数低于疫情前水平.....	14
图 20 东盟部分国家制造业 PMI 处于收缩区间边缘.....	15

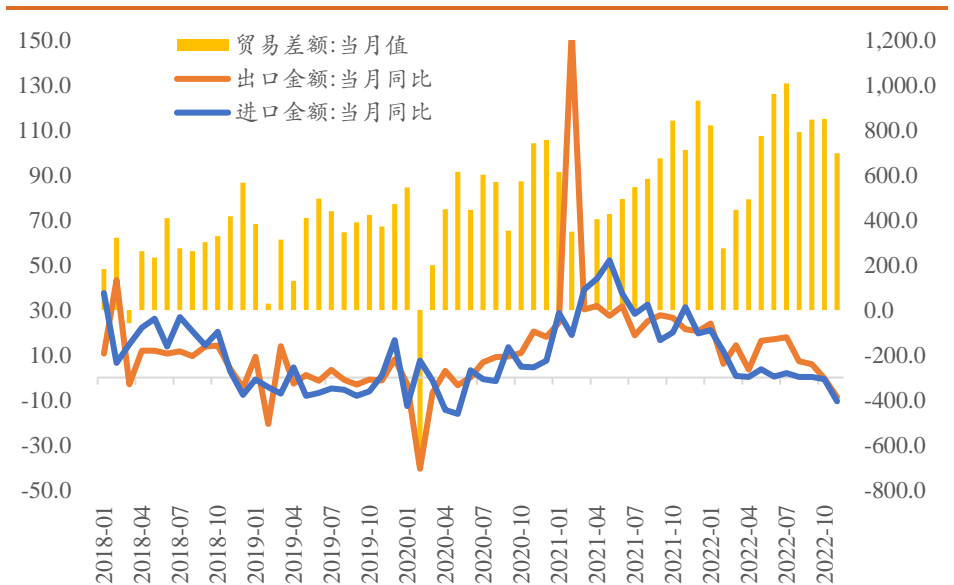
1 2022 年高景气度出口走向尾声，进入下行趋势

1.1 年度累积出口继续维持高增长，但边际增速大幅下跌

2020 年以来，由于欧美发达国家极度宽松的货币、财政政策以及疫情后全球经贸共振带来的强劲需求，我国出口经历了一段高景气度时期。下半年开始，发达国家货币与财政政策刺激了居民消费，耐用品与防疫用品需求旺盛支撑了中国出口。2021 年下半年海外疫情管控逐渐取消，各国生产修复成为拉动中国出口的主要因素，主要体现在生产设备零部件与生产资料方面。2022 年 1-10 月，我国进出口贸易继续保持韧性，按美元计价进出口总额同比增长 7.7%，其中出口增长 11.1%，进口增长 3.5%。贸易顺差 7277 亿美元，已超过 2021 年全年贸易顺差额。

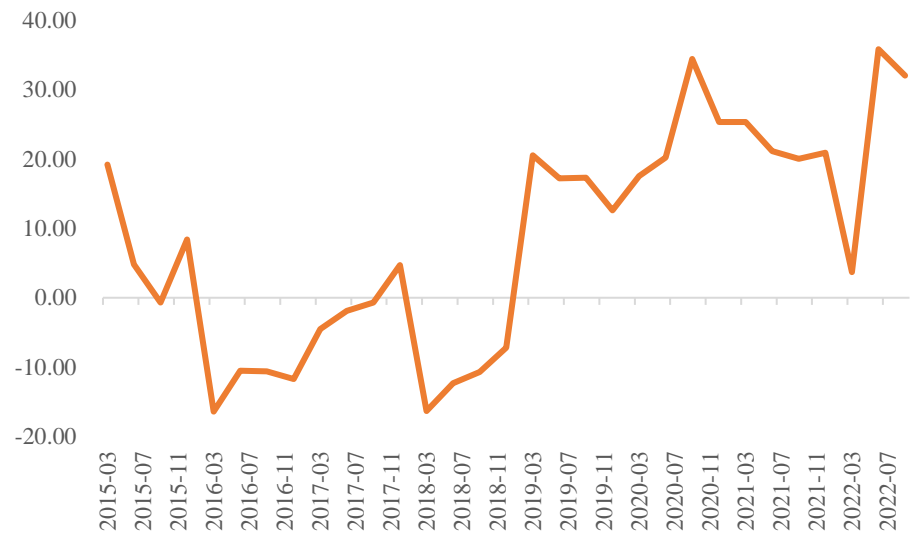
近两年出口占我国 GDP 比重连续回升，结束了连续 14 年回落的趋势，在 2021 年达到了 19%。出口在 GDP 中占比虽然没有消费、投资两项高，但由于外需波动相对更大，能够对 GDP 产生显著影响。而且出口与制造业投资关联度高，后续会引起制造业波动。以制造业为例，我们用制造业各行业出口交货值与营业收入之比衡量行业对外依存度，2022 年 10 月，我国 37 个制造业部门中外需占比累计值超过 10% 的行业有 15 个，超过 15% 的有 10 个。因此外需的变化对国内高对外依存度制造业的营收和后续投资都产生了显著影响。

图 1 进出口与贸易顺差走势 (%)



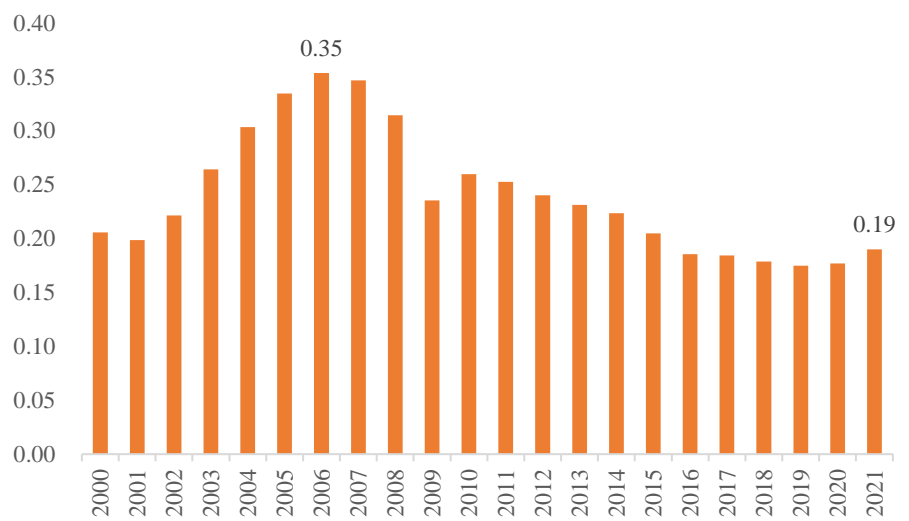
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 净出口对 GDP 累计同比贡献率 (%)



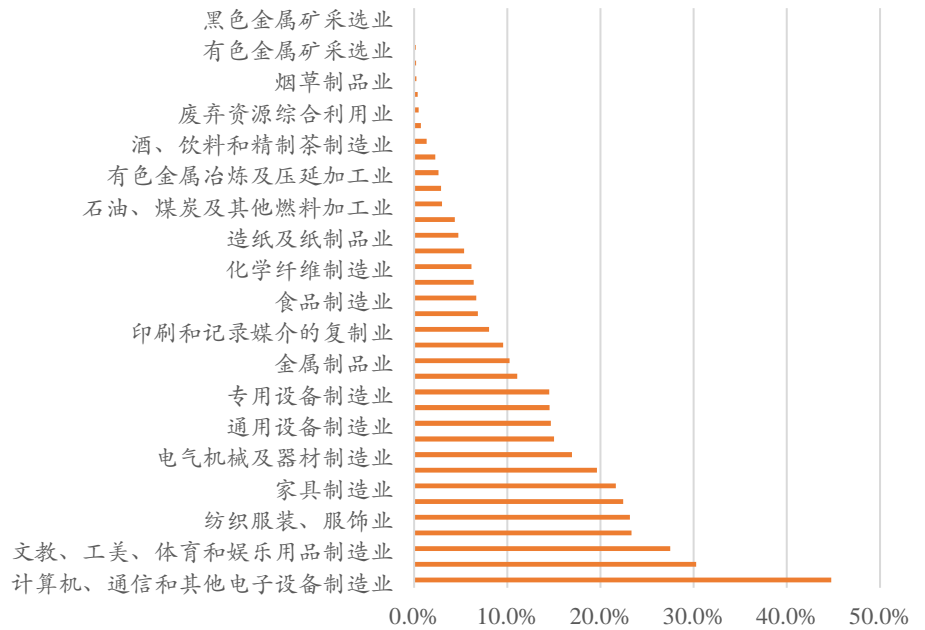
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 出口占 GDP 比重回升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 我国各行业对外依存度



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2022年11月出口延续了10月的下降趋势，同比-8.7%，大幅下降8.4个百分点，除了电动车、成品油之外，主要商品出口全面下滑，超出市场预期。主要原因为三点：一是欧美等发达经济体紧缩货币政策导致的消费需求降温；二是国内疫情影响加重，产能受阻，对供给产生较大冲击。三是受到高基数的影响。11月进口同比也大幅回落至-10.6%，下降了9.9个百分点。11月底国内疫情防控措施转向优化，大面积的企业停工和居民居家隔离已成为过去，但高基数和海外经济体衰退风险仍然存在。

图 5 主要商品累计出口额上升，但 11 月同比大幅下降

商品名称	11月	11月累计	当月同比	累计同比
	亿美元		%	
机电产品	1,718.4	18,770.3	-11.2	5.5
高新技术产品	747.3	8,732.6	-23.7	-0.1
服装及衣着附件	131.2	1,605.3	-14.4	4.2
文化产品	134.6	1,496.6	-12.6	8.3
纺织纱线、织物及其	112.7	1,368.7	-14.8	4.6
塑料制品	92.2	981.9	-3.8	10.4
农产品	88.2	893.5	4.7	18.5
钢材	73.5	892.3	-1.9	22.4
基本有机化学品	48.9	724.0	-23.5	34.5
食品	70.3	691.9	-1.3	7.9
家具及其零件	58.8	635.8	-15.7	-4.3
鞋靴	48.3	521.3	4.2	22.5
玩具	36.1	445.8	-21.7	7
成品油	54.1	417.1	98	37.9
箱包及类似容器	30.9	322.0	12.7	29.6
纸浆、纸及其制品	28.2	293.1	15.3	34.6
陶瓷产品	31.0	292.8	-1.2	7.4
玻璃及其制品	23.5	245.9	-0.5	12.2
未锻轧铝及铝材	16.4	243.4	-18.1	41.2
医药材及药品	19.1	233.0	-51.6	-47.5
电动载人汽车	39.0	219.1	169.6	118.5
橡胶轮胎	14.6	180.5	-12.1	13.7
木及其制品	13.2	166.2	-28.2	0.4
体育用品及设备	12.7	163.4	-31.4	-21.8
贵金属或包贵金属的	20.4	133.5	21.1	7
肥料	9.4	105.0	28.5	-5.6
未锻轧铜及铜材	5.9	90.1	-32	5.9
皮革、毛皮及其制品	6.2	70.0	-18.7	0.1
帽类	5.3	61.4	6.7	25.9
稀土及其制品	4.4	53.2	24	56.4
美容化妆品及洗护用	4.9	51.5	10.4	18.2
焦炭及半焦炭	2.1	38.4	1.6	80.6
纺织原料	2.8	36.0	2.6	37.2
花岗岩石材及其制品	5.5	35.1	102.9	31.5
笔及其零件	3.4	31.6	32.4	32.5
珍珠、宝石及半宝石	2.6	31.6	-13	3.3
铁合金	1.7	29.8	-39.7	45.2
伞	2.8	27.9	10.2	20.4
植物材料编结品	1.3	17.3	-38.4	-10
合成有机染料	1.0	14.4	-46.9	-5.5
煤及褐煤	0.7	11.3	7.6	170.3
烟花、爆竹	0.6	10.7	-12.7	45.9
钨品	0.6	8.9	-34.9	25.2
氧化铝	0.4	5.4	307.5	402.9
水泥及水泥熟料	0.3	1.8	77.9	11.8
制盐	0.2	1.3	-5.9	3.1

资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

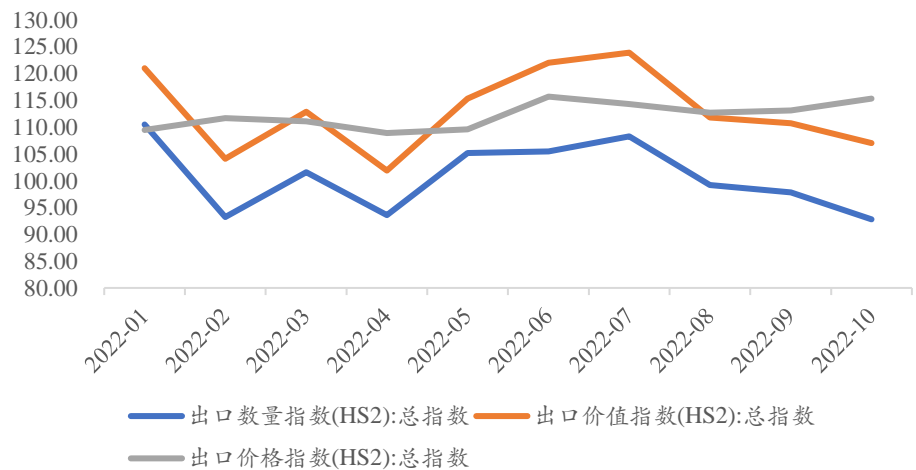
1.2 价格因素对出口贡献度上升

进出口总额的变动可以拆分为量和价的影响。一般使用对外贸易指数来衡量，包括：价值指数、价格指数、数量指数三类。价格指数表示单位商品的价格变动，数量指数表示进出口商品数量的变动，价值指数等于数量和价格的综合变动。

2022 年出口价格指数一直维持比较高的位置，是出口的主要拉动因素，年中时数量指数回升到 100 以上，对出口的贡献度有所上升，但下半年以来又逐渐回落。量跌价升可能与美元升值有关，人民币对美元贬值对促进出口有积极作用，但人民币相对于其他货币均出现升值。表明出口的成本优势在减弱。我国具备产业链齐全，在全球需求中相对缺乏弹性，出口韧性较强的优势，在价格上升的同时可能对出口数量产生一定的支撑。此外，价值指数走势与数量指数走势基本一致，表明我国出口总额与规模效应有较高相关性，企业盈利主要依靠数量优势而不是高附加值产品带来的利润率。

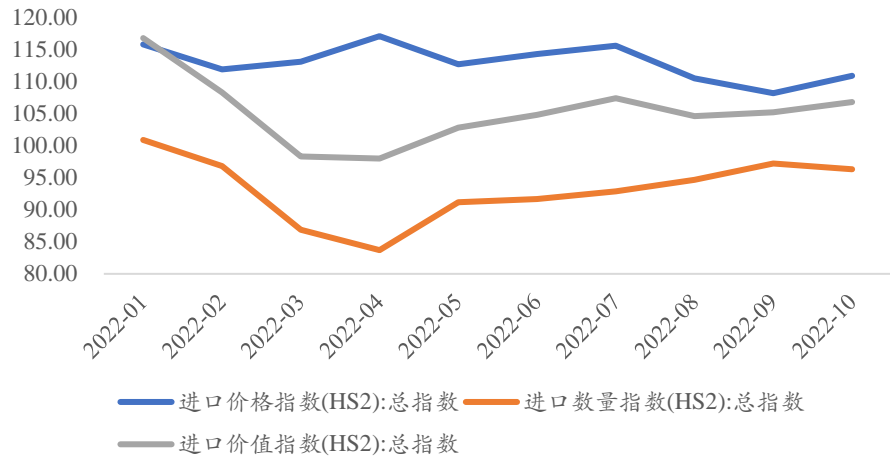
进口方面总体表现为价涨量跌，且价格涨幅基本维持在两位数以上，最低为 9 月时的 108.2。由于今年能源价格涨幅较大，并且我国进口产品中原油、铁矿石等大宗商品占比较高，导致进口价格指数保持在较高水平。数量指数维持在较低水平，仅 1 月份勉强超过 100。

图 6 出口对外贸易指数拆分



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 进口对外贸易指数拆分

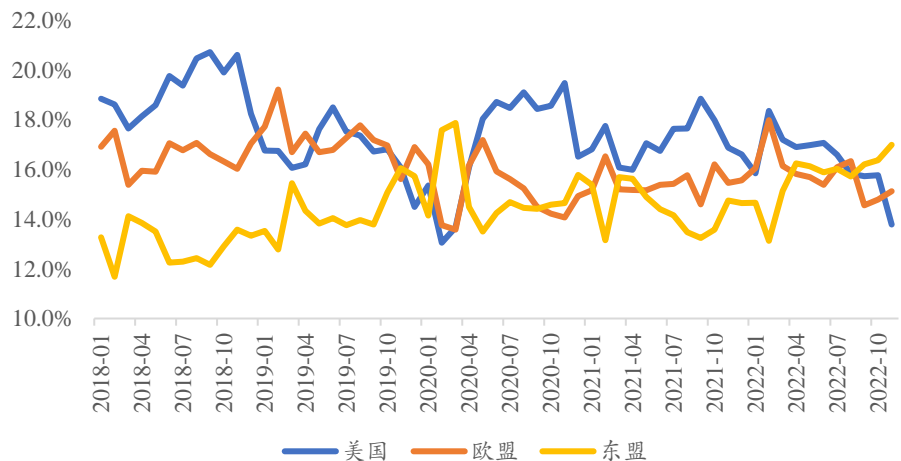


资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.3 东盟成为我国第一大贸易伙伴，支撑我国出口增速

美国、欧盟、东盟为我国三大进出口伙伴国，占我国进出口总额约 50%。我们发现 2022 年我国对三地出口额变化与其经济走势呈正相关性，主要受到疫情后经济复苏以及全球加息潮影响。一季度由于欧盟超宽松货币、财政政策带来的消费复苏以及东盟受到新一轮疫情冲击影响，我国对欧盟出口占比迎来高点，对东盟出口占比迅速下跌。但随着三个经济体的经济基本面发生变化，我国的出口结构也发生改变，3 月后对美、欧出口下滑，对东盟出口一路攀升，出口份额超过美国，成为中国进出口的重要支撑。

图 8 中国对三大经济体出口占比情况 (%)



资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

从 2022 年 1-11 月累积数据来看，美国仍然是我国第一大出口国，但与

欧盟、东盟之间的差距较小。我国对东盟进出口额同比增长 12.5%，虽然不及 2021 年的增速，但继续巩固了第一的位置。欧盟由于能源危机，对我国出口大幅缩减。欧盟由于高通胀、能源短缺难以解决，大概率陷入衰退，在我国出口占比将继续走低。美国由于高利率可能持续至年底，金融条件紧缩，再加上中国化加速，预计美国在我国出口份额持续下降。东盟疫情影响已消退，经济活动修复动能强劲，成为世界经济增长的主要推动力，并且将增加从我国进口，继续加深与我国的贸易合作。

图 9 美、欧、东盟是我国三大出口贸易伙伴（2022 年 1-11 月）

	累计占比			累计同比		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
美国	12.1%	16.3%	6.5%	2.4%	3.4%	-0.5%
欧盟	13.5%	15.7%	10.5%	4.4%	11.5%	-7.3%
东盟	15.3%	15.6%	14.9%	12.50%	19.10%	4.60%

资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

2 我国对不同经济体出口结构存在差异

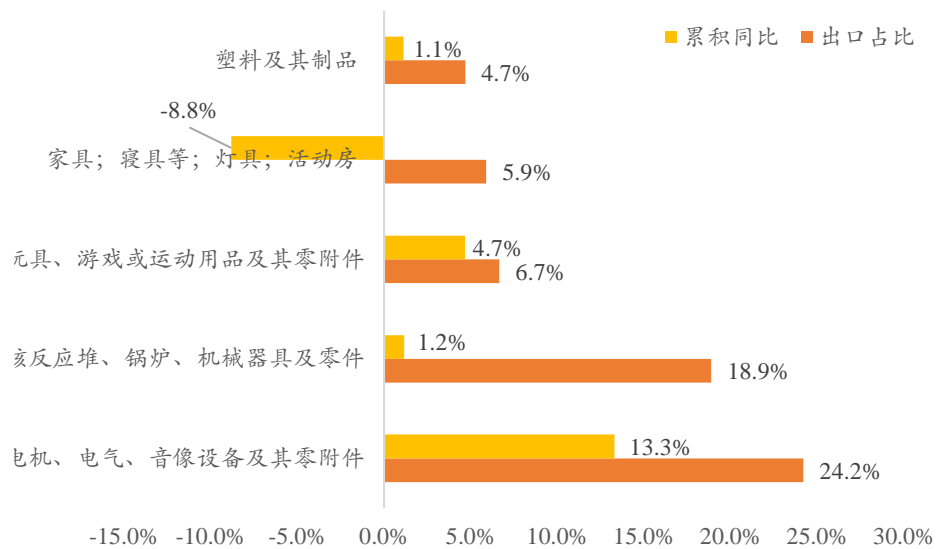
2.1 对美出口以资本品、消费品为主

2022 年 1-11 月我国累计对美国进出口总额为 7798 亿美元，同比增长 2.4%，其中出口 5360 亿美元，同比增长 3.4%，占总出口的 16.3%，为我国第一大出口目的地。进口 1617 亿美元，同比下降 0.5%，占总进口的 6.5%。

根据海关总署数据,2022 年 1-10 月中国从美国进口产品主要属于能源、农业和一般制造业。进口产品主要为七大类(共计占我国进口总额的 61.4%)核反应堆、锅炉、机械器具及零件(占比 11.5%，下同)，矿物燃料、矿物油及其产品；沥青等(10.7%)，电机、电气、音像设备及其零附件(10.5%)，油籽；子仁；工业或药用植物；饲料(9.4%)，光学、照相、医疗等设备及零附件(7.5%)，车辆及其零附件，但铁道车辆除外(6.8%)，谷物(5.1%)。

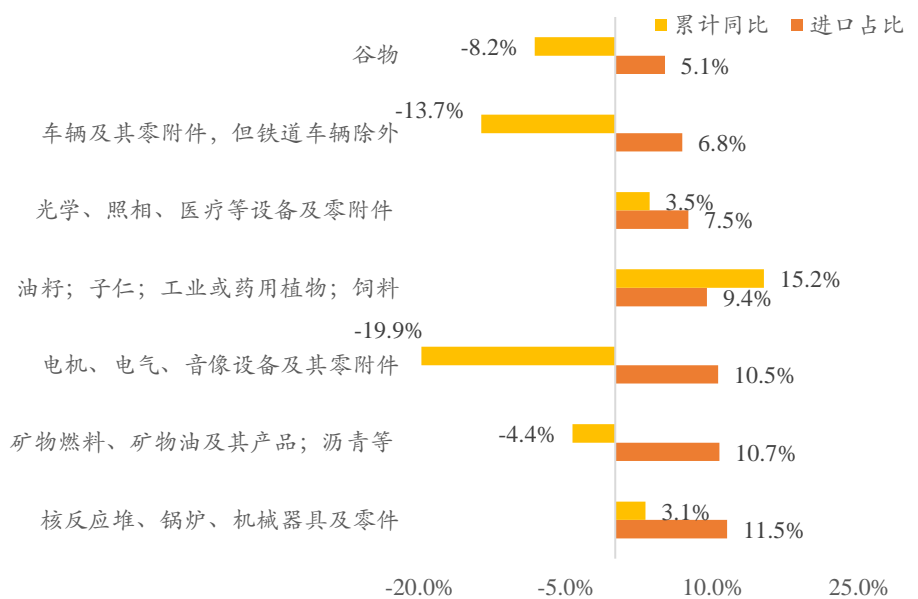
我国对美出口资本品和消费品为主,1-10 月音像设备及其零件中的电机、电气、音像设备及其零附件(24.2%)，核反应堆、锅炉、机械器具及零件(18.9%)，杂项制品中的玩具、游戏或运动用品以及零附件(6.7%)，家具、寝具等、灯具、活动房(5.9%)，塑料及其制品(4.7%)共计占我国对美出口的 60%。其中电机、电气、音像设备及其零附件(累积同比增长 13.3%，下同)，玩具、游戏或运动用品及其零附件(4.7%)是对美出口增长的主要行业。因此，美国的制造业投资和消费需求是我国对其出口影响主要因素。

图 10 中国出口美国主要商品及同比：HS 编码（1-10 月）



资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

图 11 中国进口美国主要商品及同比：HS 编码（1-10 月）



资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

2.2 对欧出口以资本品、中间品为主

2022 年截至 11 月我国累积对欧盟进出口总额为 7798 亿美元，同比增长 4.4%，占我国进出口总额的 13.5%。其中出口为 5184 亿美元，同比增长 11.5%，占我国出口总额的 15.7%，为我国第二大出口贸易伙伴。进口总额为 2614 亿

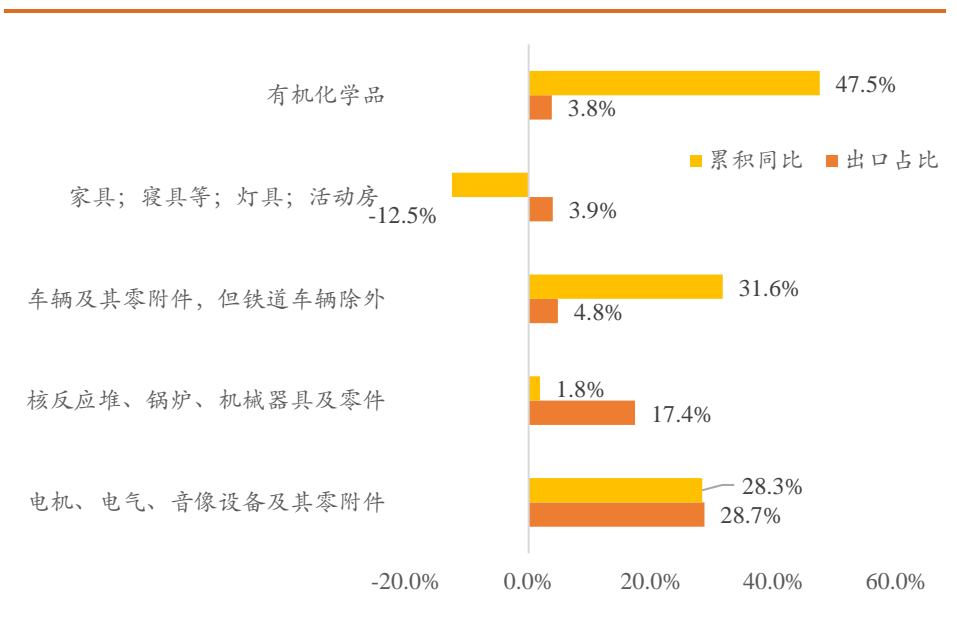
美元，同比下降 7.3%。

中国从欧进口前 5 大产品占进口总额的 60.5%，主要为核反应堆、锅炉、机械器具及零件（15.6%），车辆及其零附件，但铁道车辆除外（15%），电机、电气、音像设备及其零附件（14%），药品（8.7%），光学、照相、医疗等设备及其零附件（7.2%）。并且进口同比都有所下降，核反应堆、锅炉、机械器具及零件下降幅度最大（-11.5%），表明欧盟受到能源短缺的影响，高耗能产业的产能不足，降低了出口竞争力与效率。

欧盟作为出口导向型经济体，从中国进口以资本品和中间品为主。电机、电气、音像设备及其零部件（28.7%），核反应堆、锅炉、机械器具及零件（17.4%），车辆及其零附件（4.8%），家具、寝具、灯具、活动房（3.9%），有机化学品（3.8%）占出口总额的近六成。其中有机化学品（同比 47.5%，下同），车辆及其零附件（31.6%），电机、电气、音像设备及其零附件（28.3%）是主要增长贡献项。

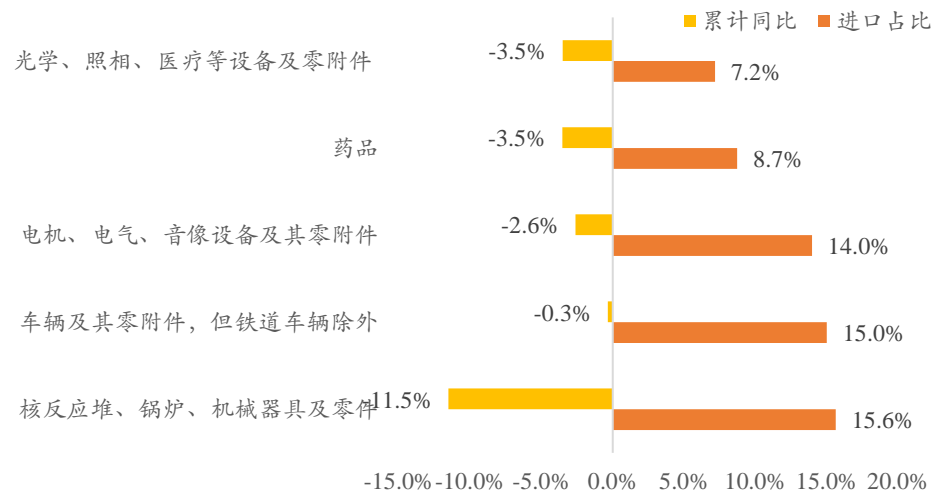
欧盟的制造业需要大量的中间投入品，由于欧盟对能源依赖度高，在面临输入型通胀时抵御风险能力较差，企业产品竞争力会被大幅削弱。而我国具有成熟完整的产业链、有稳定和较低能源成本等竞争优势，尤其是在家电、汽车、电子产品、化工、医药、机械设备等领域。这也是 2022 年对欧出口大增的原因。

图 12 中国出口欧盟主要商品及同比：HS 编码（1-10 月）



资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

图 13 中国进口欧盟主要商品及同比：HS 编码（1-10 月）

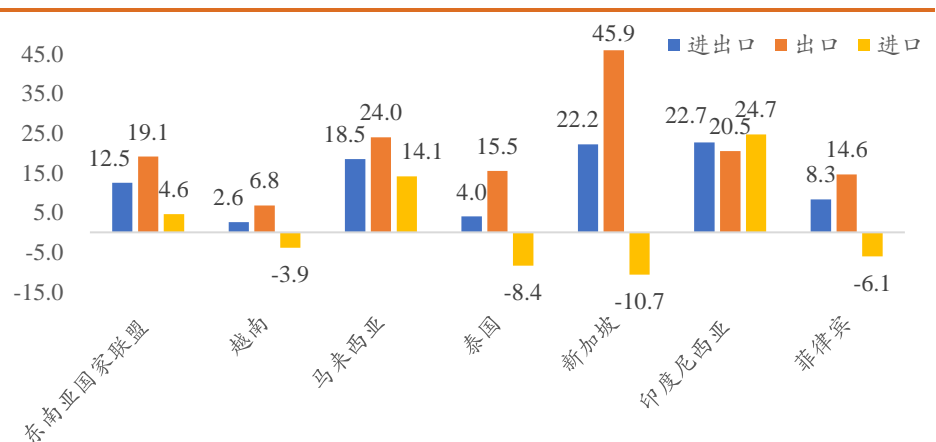


资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

2.3 对东盟出口以资本品、中间品为主

2022 年东盟生产恢复强劲，我国对东盟的出口增速也保持较高水平，呈现出低开高走的趋势。海关总署数据显示，2022 年前 11 个月我国与东盟贸易进出口总额为 8866 亿美元，同比增长 12.5%，占我国出口总额的 15.4%，为我国第一大贸易伙伴。其中出口 5150 亿美元，同比 19.1%，进口 3716 亿美元，同比 4.6%。越南、马来西亚、泰国、新加坡四个国家占进出口总额达 70%。增速方面，与马来西亚（同比增长 18.5%，下同）、新加坡（22.2%）、印度尼西亚（22.7%）进出口额都出现了大幅增长，其中对新加坡出口增长最快达 45.9%。

图 14 我国对东盟主要国家进出口贸易同比 (%)

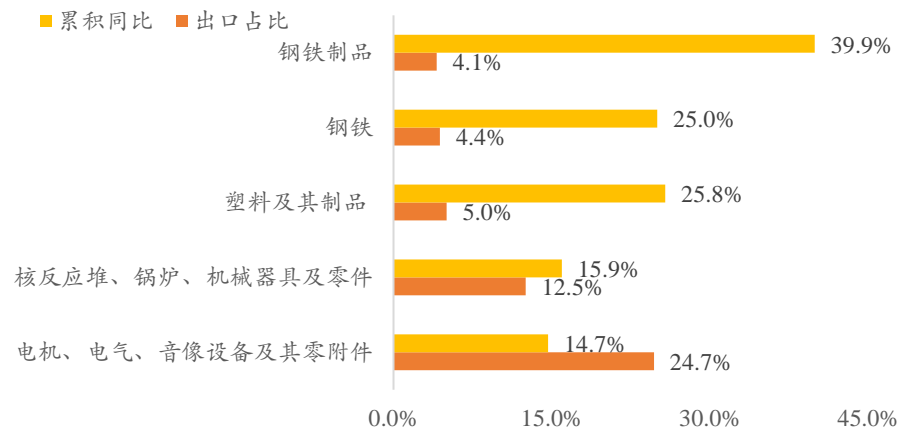


资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

中国自东盟进口产品主要集中在中间品和原材料，四类产品就占到进口总额的63.1%。包括：电机、电气、音像设备及其零附件（33.4%），矿物燃料、矿物油及其产品；沥青等（16.1%），核反应堆、锅炉、机械器具及零件（8.5%），钢铁（5.2%）。

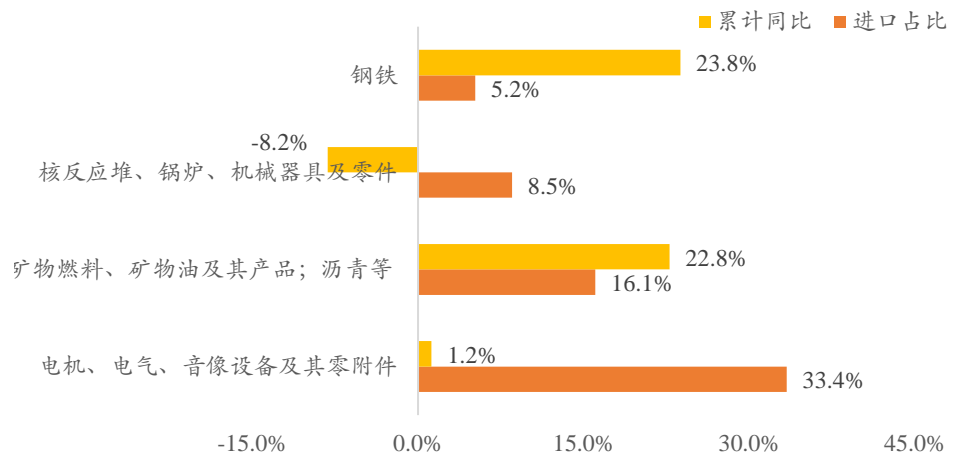
中国出口东盟产品以中间品和资本品为主。以海关总署公布的东盟主要六国数据来看，电机、电气、音像设备及其零附件（24.7%），核反应堆、锅炉、机械器具及零件（12.5%），塑料及其制品（5.0%），钢铁（4.4%），钢铁制品（4.1%）占总出口的50%。并且各项同比都有两位数以上的增长，其中钢铁制品（39.9%）增长最快。我国对东盟出口主要集中在各类制造设备和零部件，在疫情冲击后成为维持其加工制造的中间品重要来源国。

图 15 我国出口东盟主要产品及同比：HS 编码（1-10 月）



资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

图 16 我国进口东盟主要产品及同比：HS 编码（1-10 月）



资料来源：中国海关总署、湘财证券研究所

3 国内供给约束改善，海外需求大概率下行

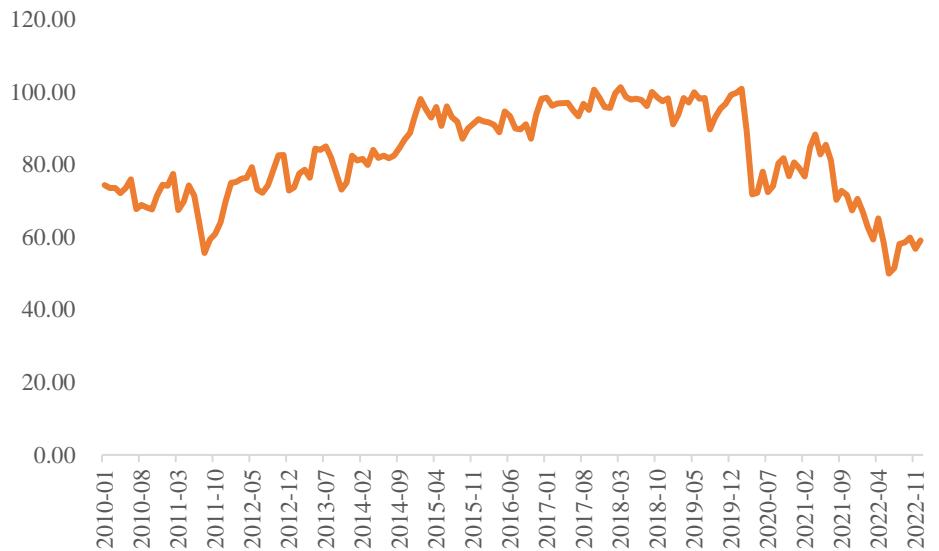
3.1 供给约束将得到改善

2022 年 10 月后国内疫情防控措施升级，给供给端带来压力，尤其是消费电子产品领域。郑州富士康是全球最大的 iPhone 制造工厂，85% 的 iPhone Pro 系列由其生产。11 月出现大面积疫情感染后，富士康产能大幅降低，出货量远低于预期，导致营收较上月下滑 29%，同比下滑 11.36%。随着疫情防控政策优化，国际航班、港口等交通恢复有序运营，工业生产限制得到释放，全国范围的复工复产会加快速度。防疫放开后的物流运输效率也会得到明显改善，根据上海国际航运研究中心的数据，全球十大港口中，中国占了 8 个（其余两个为新加坡港和黑德兰港），海运的修复也能成为中国进出口贸易的支撑因素之一。浙江、广东、四川等各地方政府带头组织企业包机出海抢订单，纺织、加剧、轻工制造、家电等多个行业受益。就各国疫情感染状况来看，疫情放开后一个半月时间将迎来感染高峰，在三个月进入波谷。预计 2023 年 2 月份疫情导致的工业生产供给不足将不再是出口的限制因素。

3.2 欧美受高通胀、高利率影响，需求进一步衰退

预计 2023 年对美国出口贸易额会进一步下行。一是核心商品需求减弱。海外供应链的恢复已弥补了美国消费品需求缺口，供不应求现象得到缓解，价格已出现回落。美国 2022 年 11 月核心商品 CPI 下降 0.5%，前值下降 0.4%，通胀已从商品传导至服务领域。消费品库存比回到较高水平，企业进入被动补库存阶段，对耐用消费品进口的意向回落，在未来可能降低采购规模。二是预计高通胀、高利率将导致美国经济疲软，消费和投资需求将进一步回落。2022 年以来美元加息对需求端的抑制作用逐渐显现，由于住房、服务业通胀具有粘性，回落速度缓慢，大幅削弱居民实际购买力。美联储最新信息也显示加息进程仍将持续，预计终端利率将位于 5% 以上并持续至四季度，美联储经济预期从 1.2% 下调至 0.5%，密歇根大学消费信心指数处于低位。三是美国试图推动加速去中国化，将中国排除在其主导的全球供应链之外，并在经济上逐步推动与中国脱钩。

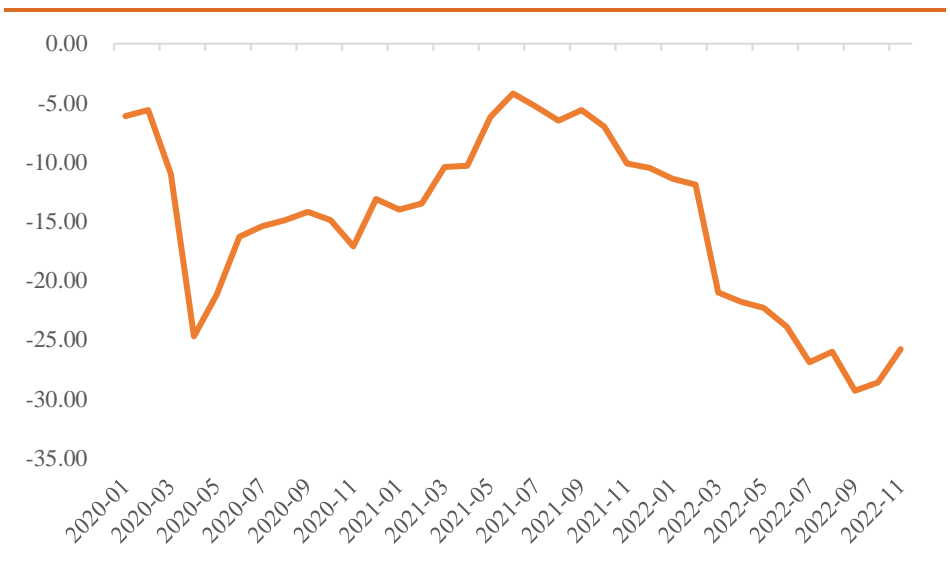
图 17 美国：密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind、湘财证券研究所

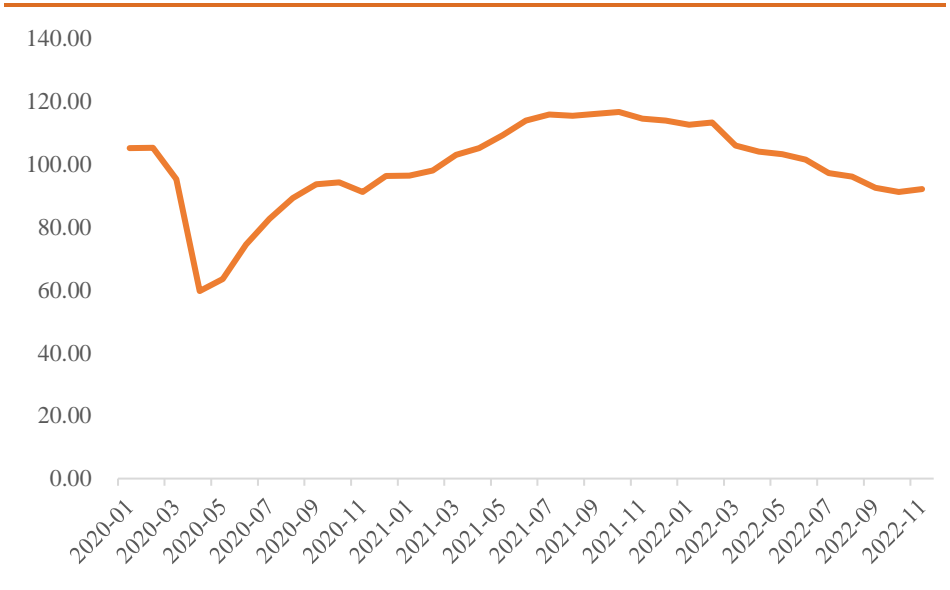
受俄乌冲突以及疫情的影响，欧元区通胀从 1 月的 5% 上升至 11 月的 10%，而且通胀还尚未明确见顶。能源短缺和价格飞涨使工业生产成本飙升，部分高能耗行业甚至出现外迁的趋势。国际能源署（IEA）数据显示欧洲化工对天然气依赖度较高，在原料和生产过程中耗能占比超过 40% 和 30%。德国化工巨头巴斯夫在前 9 个月天然气支出较去年同期提高了 22 亿欧元，科思创（Covestro）财报显示，由于能源短缺和原材料价格上涨，公司三季度净利润同比减少 97.5%。2023 年欧盟将对俄罗斯实施能源制裁，这将进一步抬高能源通胀风险，恶化经济动能。2022 年巴斯夫、宝马、空中客车等多家欧洲跨国公司扩大在华投资，涉及化工、汽车、电气、机械等领域，表明能源问题对能源密集型产业转移产生了催化作用。随着欧央行加息，金融条件收紧以及高通胀将使欧盟经济疲软，2023 年欧盟经济大概率陷入衰退。我们认为这将从两方面影响我国出口：一是欧盟工业生产增速放缓，消费需求下降，将延续 2022 年四季度趋势，从中国进口进一步下降。二是中国可以抓住机会，凭借完整的供应链和较强的产品竞争力对欧盟出口形成替代效应，进一步提升在全球贸易中的份额。

图 18 欧盟消费者信心指数位于历史低位水平



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 19 欧盟经济景气指数低于疫情前水平



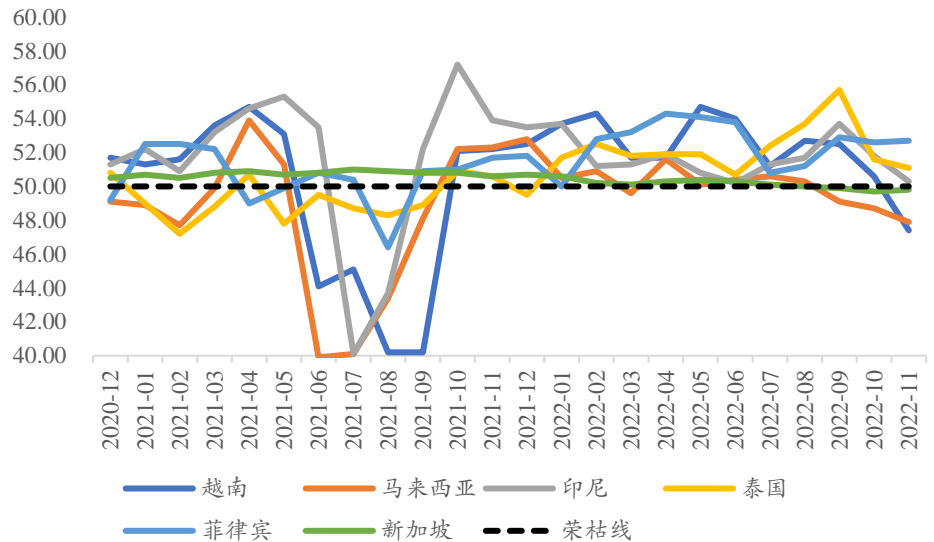
资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.3 东盟对我国出口形成支撑，但难以弥补海外需求收缩的影响

中国对东盟进出口的超高速增长，一是中国与东盟的出口结构有很强的互补性。近年来东盟经济高速发展，快速融入全球产业链，需要进口更多资本品和中间品，中国与东盟的双边贸易规模持续上升。二是在美国贸易保护主义抬头的趋势下，更多中国企业开始绕道，从东盟转出口至美国。并且低廉的劳

动力吸引大量中国迁出的低端制造业。三是随着 RCEP 协议推进，更多产品实施零关税，为贸易增速提供了动力。

图 20 东盟部分国家制造业 PMI 处于收缩区间边缘



资料来源：Wind、湘财证券研究所

我们认为 2023 年一季度东盟疫情影响继续减弱，经济持续修复，再加上欧美将部分产业链转移至东盟，对我国的中间品和资本品的需求会有所提高。二季度出口将出现下滑，主要原因在于东盟再加工为主的贸易方式一般来说滞后于需求国的经济下行，预计二季度欧美外需走弱会传导至东盟的出口减弱，进而减少从我国进口的中间品和资本品。

4 海外需求总量走弱背景下，仍存在结构性机会

WTO 预测 2022 年全球商品贸易增长 3.5%，而 2023 年仅增长 1%。在高通胀、高利率以及能源短缺的背景下，明年全球出口总量大概率走低。理论上我国可以通过结构性机会抵消总量效应的影响。如 2020 年我国出口修复，依靠完整的产业链替代了受疫情冲击地区的出口份额，我国占全球出口份额从 13.2% 上升至 14.7%，也成为全球唯一贸易正增长的国家。但 2023 年海外疫情影响消退叠加货币政策收缩，逆势上涨的条件不再具备，结构性机会带来的增长力度要小于总量效应的。如果我国能把握住机会，或许可以一定程度上缓解出口下降趋势。

可能的结构性机会包括：一是 RCEP 区域贸易的红利释放。RCEP 是全球人口最多、贸易规模最大的自由贸易区，集成电路、汽车零件等具备出口优势的行业在长期优惠关税的帮助下，竞争优势将会进一步延续，并在未来成为

拉动我国出口的主力。二是新能源产品（新能源汽车、光伏等）、高耗能产品（钢铁等）有望抢占更多欧洲市场。中国光伏行业协会数据显示，2022年前10个月，中国光伏产品出口出现量价齐升，出口额超85%，其中超一半为欧洲市场份额。在寻找替代能源和碳中和背景下，欧洲对本土光伏产业也愈发重视。虽然光伏产业能减少对生物能源的依赖，但光伏产品在生产过程中确实需要消耗大量能源，能源短缺一定程度上限制了光伏产业的发展。此外，原有的高耗能企业生产空间也会进一步被压缩，不得不进口更多廉价中间品和资本品。

展望2023年，在全球经济衰退、能源危机、金融条件收紧、局部冲突的背景下，需求端将会出现下降，同时国内供给端疫情的限制效果将会减弱。结合国内稳增长政策和各地政府外贸政策，我们认为若充分发挥主观能动性可以一定程度上缓解衰退程度，但2023年出口大概率仍为经济增长拖累项。

5 风险提示

国内外疫情反复；欧美通胀超预期；地缘冲突超预期。

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。