

## 外需短期难以改善，关注结构性亮点

——东海看数据之：9月进出口数据

### 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

### 证券分析师：

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

### 投资要点：

- **事件：**10月24日，海关总署发布9月进出口数据。9月，以美元计价，出口当月同比5.7%，前值7.1%；进口当月同比0.3%，前值0.3%；贸易差额847.4亿美元，前值793.9亿美元。
- **外需景气度整体继续回落。**8月美国耐用品库存同比在8%左右，仍在近十年以来高位，短期补库动力不强。另一方面，美国通胀虽然可能已接近拐点，但是回落的速度尚不明显，加息终点的预期进一步提升。拉长周期来看，未来美国经济下行，甚至衰退的概率较高。欧洲受到能源价格方面的压力仍然较大，制造业成本明显抬升，叠加11年来首次进入加息周期，尽管经济能否承受连续大幅加息仍存不确定性，但总体外需回落的可能性较大。发达经济体9月制造业PMI均仍处于下行通道中。
- **代表性指标反映全球贸易景气度下行。**有全球贸易金丝雀之称的韩国出口总额同比9月同样降至2.74%，前值6.60%，相对于上半年20%左右的增速来看，已明显回落。
- **基数抬升对出口增速的回落也构成一定影响。**9月3227.55亿美元的出口金额并不低。2021年上下半年，平均月度出口金额分别为2528.41亿美元和3076.63亿美元，基数抬升较为明显。往后看，基数的明显抬升或将导致出口增速进一步回落。
- **汽车出口表现亮眼。**据海关总署统计，汽车（包括底盘）9月出口金额达到63.36亿美元，同比增速达128.86%，前值65.22%。绝对金额上续创单月新高。量上延续上月升势，再次突破30万辆，达35.75万辆，同比升至105.51%，前值47.33%。
- **新能源汽车出口强劲。**鉴于海关总署不披露新能源汽车出口数据，从汽车工业协会的统计口径来看，9月当月出口汽车30.1万辆，同比增长73.9%，其中新能源汽车出口5万辆，同比131.25%，汽油汽车同比70.68%，新能源汽车出口增速明显高于整体增速。
- **内需仍然相对偏弱。**进口增速今年3月以来始终维持在个位数以内增长，且近两个月增速基本持平于去年。一方面去年大宗商品涨价的因素导致整体基数较高，而目前价格贡献的因素持续回落；另一方面国内经济受三重压力影响，仍然呈现弱复苏的态势，内需表现偏弱。
- **出口短期改善的可能性不大。**在海外通胀高企，发达国家货币政策仍处紧缩周期的背景下，短期整体外需可能难以看到改善的迹象；同时东南亚国家生产的恢复，中低端制造业的替代效应也在逐步减弱；大宗商品价格的高基数会进一步压低出口金额增速。拉长周期来看，出口与PPI具有较好的相关性，PPI目前仍处下行区间，高基数影响下四季度大概率进入负值区间。我们认为四季度出口总量上面临回落的压力。而内需方面四季度可能略强于三季度，顺差上可能小幅收窄，但总体仍处于历史高位。
- **关注结构性亮点。**二十大报告明确提出，“要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。而构建新发展格局是开放的国内国际双循环，并不是封闭的国内单循环。其中科技以及创新将在畅通双循环中发挥重要的作用，所以多重因素下短期出口整体可能面临回落的压力，但我们认为具有能源成本优势，以及代表中国科技力量进步的高端制造会是出口的结构性强点，新能源汽车出口量的大幅增加或许已能说明这一点。
- **风险提示：**1) 疫情超预期影响；2) 海外局势变化超预期。

## 正文目录

1. 外需景气度整体继续回落 .....	4
2. 汽车出口表现亮眼 .....	5
3. 内需仍然相对偏弱 .....	6
4. 关注出口的结构亮点 .....	8
5. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1 以美元计价出口金额同比, %.....	4
图 2 美、欧、日制造业 PMI .....	4
图 3 韩国出口同比, %.....	4
图 4 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %.....	5
图 5 9 月与 8 月分国别出口增速及变化, %, %.....	5
图 6 汽车出口金额及同比, 百万美元, %.....	5
图 7 汽车出口数量级同比, 万辆, % .....	5
图 8 以美元计价进口金额同比, %.....	7
图 9 贸易差额, 亿美元 .....	8
图 10 出口当月同比与 PPI 当月同比, %, % .....	8

**事件：**10月24日，海关总署发布9月进出口数据。9月，以美元计价，出口当月同比5.7%，前值7.1%；进口当月同比0.3%，前值0.3%；贸易差额847.4亿美元，前值793.9亿美元。

## 1.外需景气度整体继续回落

8月美国耐用品库存同比在8%左右，仍在近十年以来高位，短期补库动力不强。另一方面，美国通胀虽然可能已接近拐点，但是回落的速度尚不明显，加息终点的预期进一步提升。拉长周期来看，未来美国经济下行，甚至衰退的概率较高。欧洲受到能源价格方面的压力仍然较大，制造业成本明显抬升，叠加11年来首次进入加息周期，尽管经济能否承受连续大幅加息仍存不确定性，但总体外需回落的可能性较大。美国9月ISM制造业PMI与Markit制造业PMI有所分化，但从长远趋势来看，均处于下行趋势中。欧元区制造业PMI已连续3个月位于荣枯线以下，且连续8个月回落。日本制造业PMI同样连续6个月回落。9月美国ISM制造业PMI50.9，前值52.8；欧元区制造业PMI48.4，前值49.6；日本制造业PMI51.5，前值50.8。

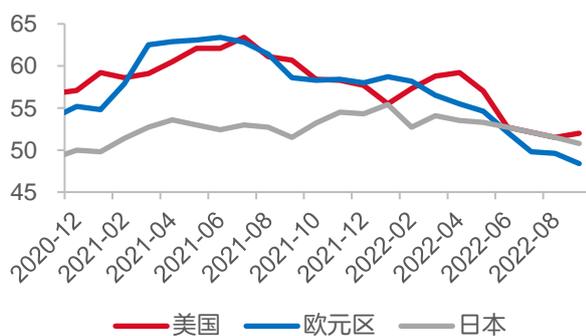
全球贸易景气度下行。有全球贸易金丝雀之称的韩国出口总额同比9月同样降至2.74%，前值6.60%，相对于上半年20%左右的增速来看，已明显回落。

**图1 以美元计价出口金额同比，%**



资料来源：海关总署，东海证券研究所

**图2 美、欧、日制造业 PMI**



资料来源：同花顺，东海证券研究所

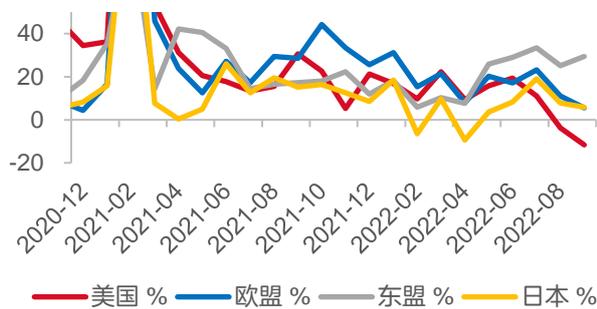
**图3 韩国出口同比，%**



资料来源：韩国国际贸易协会，东海证券研究所

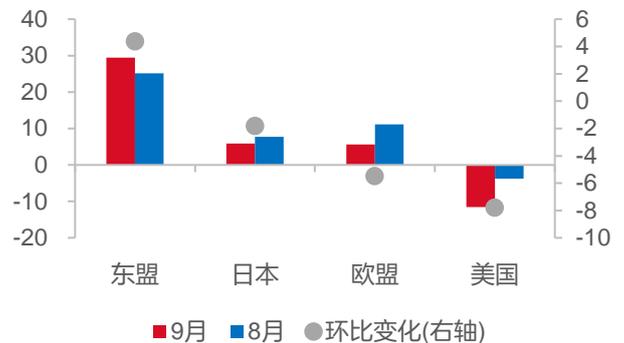
分国别来看,出口增速有所分化。9月对美国、欧盟、日本出口增速分别较上月回落7.79、5.49和1.82个百分点至-11.56%、5.6%和5.9%。对东盟出口增速较上月上升4.36个百分点至29.49%。

图4 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

图5 9月与8月分国别出口增速及变化, %, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

基数抬升对出口增速的回落也构成一定影响。9月3227.55亿美元的出口金额并不低。2021年上半年,平均月度出口金额分别为2528.41亿美元和3076.63亿美元,基数抬升较为明显,尤其是11-12月,月度出口的基数将分别达到3247.78亿美元和3401.71亿美元的历史高点。往后看,基数的明显抬升或将导致出口增速进一步回落。

## 2.汽车出口表现亮眼

从大类来看,出口占比过半的机电产品9月出口金额为1906.67亿美元,环比7.79%,同比由4.30%升至5.79%。其中汽车出口表现亮眼,据海关总署统计,汽车(包括底盘)9月出口金额达到63.36亿美元,同比增速达128.86%,前值65.22%。虽然去年同期基数较低对增速的抬升有一定影响,但绝对金额上续创单月新高。从量上来看,单月出口数量延续上个月升势,再次突破30万辆,达35.75万辆,同比升至105.51%,前值47.33%。

鉴于海关总署不披露新能源汽车出口数据,从汽车工业协会的统计口径来看,9月当月出口汽车30.1万辆,同比增长73.9%,其中新能源汽车出口5万辆,同比增长131.25%,汽油汽车同比增长70.68%,新能源汽车出口增速明显高于整体增速。

总的来看,上半年受疫情影响,上海作为重要的汽车生产地,产能上受到了一定影响,但下半年产量明显恢复。由于能源成本的优势,以及新能源汽车技术的优势,中国汽车尤其是新能源汽车的出口竞争力有望保持高景气度。

图6 汽车出口金额及同比,百万美元, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

图7 汽车出口数量级同比,万辆, %



资料来源:海关总署,东海证券研究所

其他一些出口增速相对较高的产品有成品油、稀土、箱包及容器、手机、粮食等，同比都在 20% 以上，其中箱包出口金额以及出口数量均保持较快增长，可能反映了海外人员流动需求的回升。服装、玩具等下游消费产品的出口增速较低，家用电器、家具等地产后周期产品的出口增速同样表现不佳，可能反映全球地产景气度的回落。

表1 部分产品出口金额增速及出口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2022-09	2022-08	环比变化	2022-09	2022-08	环比变化
成品油	131.4	134.2	-2.9	36.3	28.0	8.4
汽车(包括底盘)	128.9	65.2	63.6	105.5	47.3	58.2
稀土	63.5	80.9	-17.4	10.4	-6.7	17.1
箱包及类似容器	27.9	24.0	3.9	23.1	16.9	6.3
手机	23.2	21.5	1.7	-5.8	-3.1	-2.7
粮食	21.4	43.6	-22.2	10.6	31.4	-20.8
陶瓷产品	8.9	-0.5	9.4	-3.0	1.1	-4.1
鞋靴	8.3	16.4	-8.1	-0.2	4.7	-4.9
未锻轧铝及铝材	7.3	21.1	-13.8	0.8	10.2	-9.4
肥料	5.4	23.8	-18.4	-5.8	-0.4	-5.4
塑料制品	5.4	3.2	2.2			
汽车零配件	5.2	11.7	-6.4			
通用机械设备	1.9	7.0	-5.0			
集成电路	-2.2	-17.2	15.0	-11.0	-23.4	12.4
船舶	-2.3	36.7	-39.0	-3.5	0.5	-4.1
纺织纱线、织物及其制品	-2.7	-0.3	-2.5			
钢材	-4.4	32.6	-37.0	1.3	21.8	-20.5
服装及衣着附件	-4.4	5.0	-9.5			
音视频设备及其零件	-5.8	-2.5	-3.2			
中药材及中式成药	-6.1	2.3	-8.4	8.3	9.8	-1.5
液晶显示板	-6.6	-11.3	4.7	30.3	17.7	12.5
家具及其零件	-9.4	-12.7	3.3			
玩具	-9.7	2.2	-11.9			
医疗仪器及器械	-10.2	-9.6	-0.6			
水产品	-10.5	1.6	-12.2	-9.4	-2.9	-6.5
自动数据处理设备及其零件	-12.6	-6.8	-5.8			
灯具、照明装置及其零件	-14.5	-12.6	-2.0			
家用电器	-19.8	-16.5	-3.2	-18.3	-18.7	0.4

资料来源：海关总署，东海证券研究所

### 3. 内需仍然相对偏弱

进口增速今年 3 月以来始终维持在个位数以内增长，且近两个月增速基本持平于去年。一方面去年大宗商品涨价的因素导致整体基数较高，而目前价格贡献的因素持续回落；另一方面国内经济受三重压力影响，仍然呈现弱复苏的态势，内需表现偏弱。受疫情扰动影响，消费复苏颇有波折；投资方面，地产下行压力暂时还没有到完全缓解之时，制造业投资表现相对韧性，基建投资下半年明显提速。

数量对进口贡献上升。分产品来看，9月能源方面的进口有所增加。原油进口金额增速由27.9%升至34.2%，数量增速由-9.4%收窄至-2.0%；天然气进口金额增速由25.5%升至40.3%，数量增速由-15.2%收窄至-4.5%；煤及褐煤进口金额增速虽然回落至1.5%，但主要由于去年基数的明显抬升。从另外一些大宗商品来看，铜价同比去年跌幅较大，但未锻轧铜及铜材的进口数量同比仍然维持在20%以上；铁矿砂及其精矿进口金额增速同样受价格影响跌幅较大，但进口数量同比由负转正，表明需求可能正逐步回暖。

**图8 以美元计价进口金额同比，%**



资料来源：海关总署，东海证券研究所

**表2 部分产品进口金额增速及进口数量增速，%**

产品	金额			数量		
	2022-09	2022-08	环比变化	2022-09	2022-08	环比变化
空载重量超过 2 吨的飞机	121.6	-24.5	146.1	63.6	-38.5	102.1
肥料	109.2	210.0	-100.8	11.1	88.0	-76.9
天然气	40.3	25.5	14.8	-4.5	-15.2	10.8
原油	34.2	27.9	6.2	-2.0	-9.4	7.4
大豆	33.9	-6.9	40.8	12.2	-24.5	36.7
纸浆	21.2	12.7	8.5	8.2	4.2	4.0
食用植物油	14.7	-21.7	36.4	-1.1	-43.6	42.5
肉类(包括杂碎)	14.1	15.8	-1.6	14.1	-13.1	27.3
粮食	12.6	-9.1	21.7	-16.2	-27.5	11.3
成品油	9.5	-12.7	22.2	2.3	-35.4	37.6
未锻轧铜及铜材	5.7	12.9	-7.2	25.6	26.4	-0.8
煤及褐煤	1.5	32.1	-30.6	0.5	5.0	-4.5
天然及合成橡胶(包括胶乳)	0.0	10.1	-10.1			
二极管及类似半导体器件	-2.0	3.8	-5.8	-33.0	-27.0	-6.0
集成电路	-5.6	-12.4	6.9	-12.4	-19.5	7.1
铜矿砂及其精矿	-11.6	4.7	-16.2	7.7	20.4	-12.7
汽车(包括底盘)	-11.6	27.1	-38.7	-1.1	26.4	-27.5
初级形状的塑料	-13.1	-13.3	0.2	-4.4	-14.5	10.1
钢材	-18.7	-1.8	-16.8	-29.1	-15.9	-13.1
美容化妆品及洗护用品	-18.7	-10.1	-8.6	-18.7	0.0	-18.7
汽车零配件	-19.3	-16.5	-2.8			
医药材及药品	-22.5	15.4	-37.9	55.6	35.0	20.7
干鲜瓜果及坚果	-22.8	-35.4	12.6	-10.2	-22.2	12.0

自动数据处理设备及其零部件	-23.4	-20.6	-2.8			
机床	-27.3	-22.5	-4.8	-7.7	9.6	-17.4
原木及锯材	-31.4	-22.3	-9.1	-32.9	-25.2	-7.6
纺织纱线、织物及其制品	-33.7	-32.6	-1.1			
液晶显示板	-35.8	-40.1	4.3	-4.5	-13.3	8.8
铁矿砂及其精矿	-38.8	-46.6	7.8	4.3	-1.3	5.6

资料来源：海关总署，东海证券研究所

## 4.关注出口的结构性亮点

出口短期改善的可能性不大。在海外通胀高企，发达国家货币政策仍处紧缩周期的背景下，短期整体外需可能难以看到改善的迹象；同时东南亚国家生产的恢复，中低端制造业的替代效应也在逐步减弱；大宗商品价格的高基数会进一步压低出口金额增速。拉长周期来看，出口与 PPI 具有较好的相关性，PPI 目前仍处下行区间，高基数影响下四季度大概率进入负值区间。

总的来看，我们认为四季度出口总量上面临回落的压力。而内需方面四季度可能要略强于三季度，顺差上可能小幅收窄，但总体仍处于历史高位。

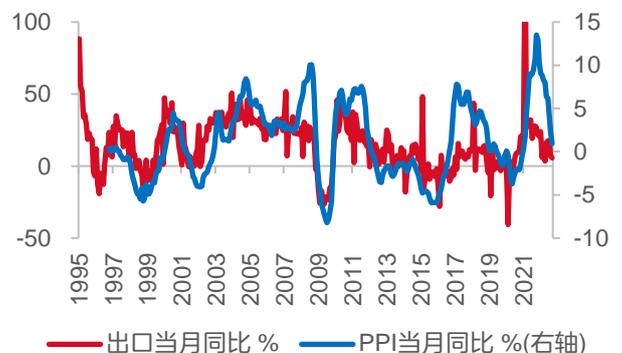
关注结构性亮点。二十大报告明确提出，“要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。而构建新发展格局是开放的国内国际双循环，并不是封闭的国内单循环。其中科技以及创新将在畅通双循环中发挥重要的作用，所以多重因素下短期出口整体可能面临回落的压力，但我们认为具有能源成本优势，以及代表中国科技力量进步的高端制造会是出口的结构性亮点，新能源汽车出口量的大幅增加或许已能说明这一点。

图9 贸易差额，亿美元



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图10 出口当月同比与 PPI 当月同比，%，%



资料来源：海关总署，国家统计局，东海证券研究所

## 5.风险提示

- 1) 疫情超预期影响，可能导致供应链及生产受阻，进而导致出口增速的下滑。
- 2) 海外局势变化超预期，如俄乌紧张局势，导致全球通胀居高不下，进而引发货币政策超预期收紧，导致全球经济陷入衰退。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089