

年内出口有望回到正增长

——9月外贸数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

9月中国美元计价的出口同比增速为-6.2%，较上月回升2.6pct。季节性调整后，9月出口环比上涨2.2%。9月出口的改善是外需韧性、海外补库存、出口价格回升、中外交往的进一步恢复和偏弱的人民币汇率等多方面因素共同作用的结果。展望未来，我们认为四季度季节性调整后的出口规模或至少保持基本平稳。考虑到基数下行，我们预计到今年年底以美元计价出口同比增速有望回到正增长的水平。

事件点评

➤ 9月出口环比如期进一步回升

9月中国出口同比增速为-6.2%（美元计价，前值-8.8%），降幅较上月进一步收窄，好于市场的一致预期（-7.6%），与我们此前对8月以后出口同比有望逐步回升的判断相一致（《出口背后的积极因素——7月外贸数据点评》）。季节性调整以后，9月出口环比上涨2.2%，较上月进一步改善。

分产品来看，季节性调整后，主要出口大类中，机电产品、高新技术产品出口大幅回升，轻工产品出口也有进一步好转，原材料与农产品出口则稍有效缓。

分出口对象看，季节性调整后，9月我国除了对美国、巴西的出口环比负增长外，对其他主要贸易伙伴的出口都有所改善。

➤ 如何看待9月出口的环比的进一步回升及可持续性？

9月出口同比降幅收窄约2.6个百分点，季调环比也进一步回升，好于市场预期，符合我们此前的判断（《出口环比改善可持续吗？——8月外贸数据点评》）。微观反馈也显示，企业家普遍觉得出口已经从最低谷有了一定程度的改善。

9月出口的改善，是多方面因素综合作用的结果，包括：（1）外需的韧性；（2）美国进口商补库存；（3）出口价格回升对出口金额的提振；（4）中外交往的进一步恢复和偏弱的人民币汇率等。

展望未来，我们认为，四季度季节性调整后的出口规模或至少保持基本平稳。考虑到基数下行，这也意味着出口同比增速可能继续回升。我们预计到今年年底以美元计价出口同比增速有望回到正增长的水平。

➤ 进口环比略有下降

9月以美元计价进口同比增速为-6.2%（前值-7.3%），降幅有所收窄。季节性调整后，进口规模环比下降0.05%，略弱于上月。

展望未来，我们预计年底前，内需有望企稳，但是明显反弹可能尚需等待。但中期而言，我们认为，伴随着供给出清的持续推进，中国经济环比增速有望进一步回升，并带动产出缺口收敛和经济最终复苏，进口也将得到支撑。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

相关报告

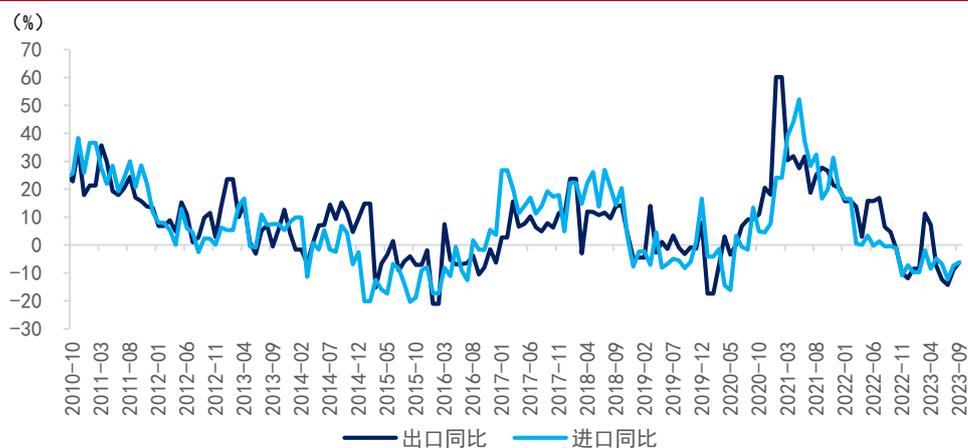
- 1、《通胀数据略超预期，美联储或继续鹰派姿态：——美国9月CPI数据点评》2023.10.13
- 2、《经济修复：外需强于内需：——9月PMI数据以及未来经济展望》2023.10.08

1. 9月出口环比如期进一步回升

9月中国出口同比增速为-6.2%（美元计价，前值-8.8%），降幅较上月进一步收窄，好于市场的一致预期（-7.6%），与我们此前对8月以后出口同比有望逐步回升的判断相一致（《出口背后的积极因素——7月外贸数据点评》）。

季节性调整以后，9月出口环比上涨2.2%，较上月进一步改善。

图表1：中国进出口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 9月出口的结构分析

季节性调整后，主要出口大类中，机电产品、高新技术产品出口大幅回升，轻工产品出口也有进一步好转，原材料与农产品出口则稍有放缓。

具体而言，经过季节性调整后：

- 轻工制造类产品的出口整体进一步好转（环比2.5%，前值1.9%）。

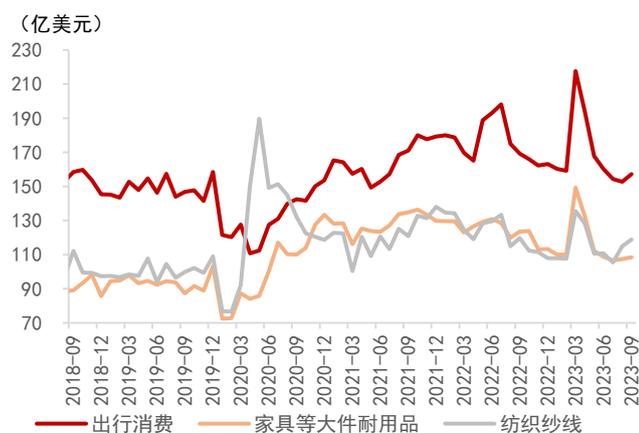
其中，鞋服箱包等出行相关产品和塑料制品的出口明显反弹，环比分别上升3.7%、3.0%（前值0.3%、-1.1%）；纺织纱线出口继续改善，环比上升3.4%（前值9.2%）。同时，家具照明等耐用消费品出口也有所企稳回升，环比增长1.0%（前值0.7%）。

- 机电产品出口大幅好转（环比6.5%，前值0.7%）。

其中，汽车出口在上月明显回落后明显反弹，出口金额环比为6.3%（前值-6.2%）；医疗仪器出口也大幅反弹，环比增长9.8%（前值-0.2%）；集成电路出口环比也进一步回升，环比增长6.0%（前值0.6%）。

- 高新技术产品出口进一步回升，环比增长6.3%（前值2.3%）。
- 原材料出口稍有回落，环比增长1.0%（前值2.0%）。
- 农产品出口也有一定放缓，环比增长0.4%（前值2.1%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）

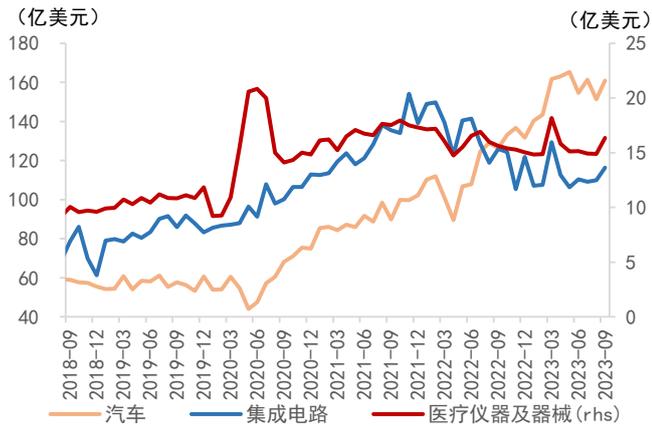


资料来源：Wind，国联证券研究所

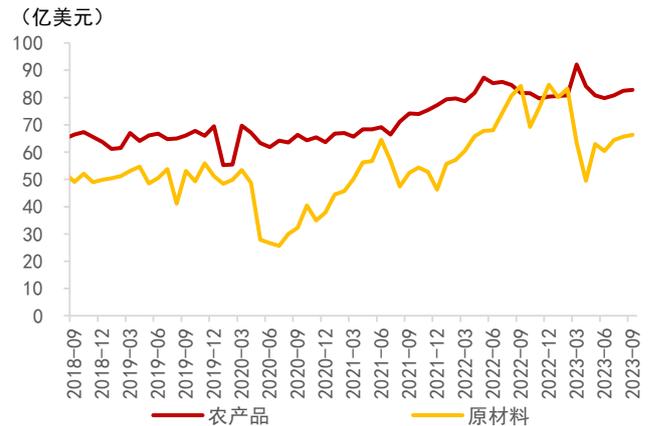
图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：部分机电产品出口金额（季调）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：农产品和原材料的出口金额（季调）


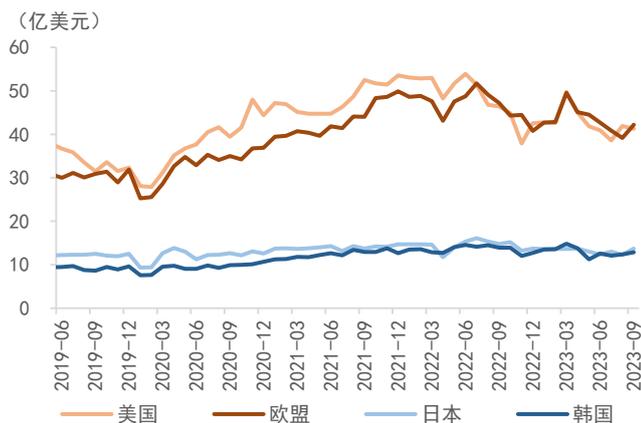
资料来源：Wind，国联证券研究所

分出口对象看，季节性调整后，9月我国除了对美国、巴西的出口环比负增长外，对其他主要贸易伙伴的出口都有所改善。

具体而言，季节性调整后，主要贸易国家中：

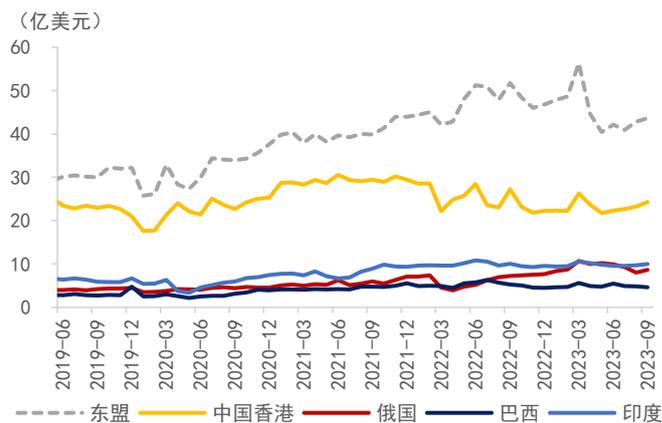
- **对转口贸易对象的出口继续改善。**其中，对韩国、中国香港的出口环比分别为4.1%、4.7%（前值2.1%、2.4%），均较上月进一步回升；对东盟的出口环比则稍有回落（1.8%，前值4.7%），但仍保持环比正增长。
- **对美国、欧盟、日本等发达经济体的出口整体明显回升，但不同国家间分化较大。**其中，对日本出口大幅反弹，环比上升11.4%（前值-5.4%）；对欧盟的出口环比上升7.9%（前值-4.1%）；对美国的出口在上月的明显反弹后有所回落，环比下降1.5%（前值8.5%）。
- **对巴西以外新兴经济体的出口有所好转。**其中，对俄罗斯的出口结束了6月开始的下滑趋势，环比增长7.9%（前值-13.4%）；对印度的出口也有所回升，环比增长2.6%（前值2.0%）；对巴西的出口则有所回落，环比下降2.6%（前值-1.2%）。

图表7：对发达国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 如何看待9月出口的环比的进一步回升及可持续性？

9月出口同比降幅收窄约2.6个百分点，季调环比也进一步回升，好于市场预期，符合我们此前的判断（《出口环比改善可持续吗？——8月外贸数据点评》）。微观反馈也显示，企业家普遍觉得出口已经从最低谷有了一定程度的改善。有长三角的出口城市再度出现了普工和销售的招工难和工价上涨，当然，珠三角的劳动力市场似乎改善尚不明显。

9月出口的改善，是多方面因素综合作用的结果。

- 首先，外需显示出一定的韧性。

从全球制造业的景气度表现来看，9月摩根大通全球制造业PMI为49.1，较上月（49.0）进一步回升，已经好于去年11-12月的水平，显示外需或边际改善。

图表9：全球制造业 PMI

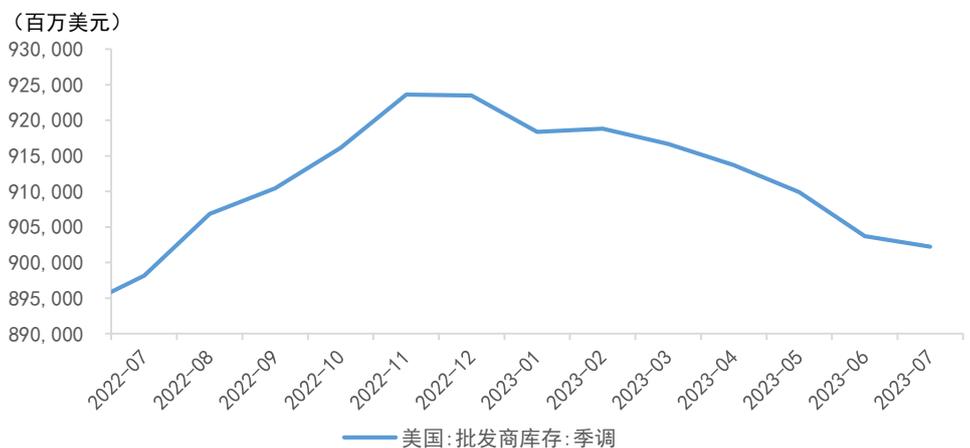


资料来源：Wind，国联证券研究所

- 其次，美国进口商补库存的一些活动可能也对中国出口有所支撑。

考虑到美国库存已经处于历史低位，补库存需求近期可能有所回暖。微观反馈也显示，外贸企业普遍感受美国进口商的询单情况有所恢复。

图表10：美国批发商库存

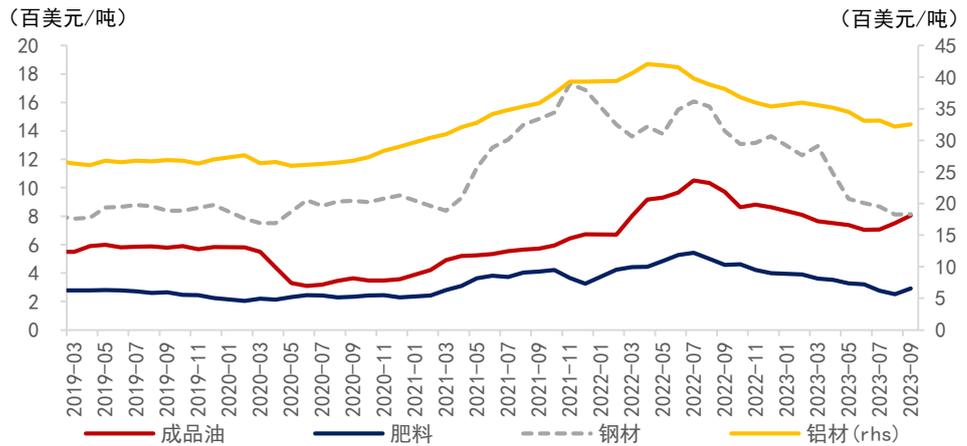


资料来源：Wind，国联证券研究所

- 最后，出口价格回升提振出口金额。

自7月开始到9月，国际大宗原材料价格持续回升，并逐步传导至原材料的出口价格。9月，成品油、集成电路等的出口价格表现出进一步回升，钢材、铝材、肥料等出口价格也由此前的环比负增长转为环比正增长，对出口金额的提振进一步增强。

图表11：大宗原材料的出口价格



资料来源：Wind，国联证券研究所

- 此外，中外交往的恢复和偏弱的人民币汇率等也支持出口修复。

近期微观反馈显示外商来华签证发放明显改善。我们认为，即将召开的秋季广交会值得期待。

展望未来，我们认为，四季度季节性调整后的出口规模或至少保持基本平稳。考虑到基数下行，这也意味着出口同比增速可能继续回升。我们预计到今年年底以美元计价出口同比增速有望回到正增长的水平。

当然，更长期来看，在海外经济与政策仍有相当不确定的情况下，可能还需要密切追踪相关情况并及时对预测进行更新。

具体而言，对9月出口构成支撑的多个因素有望继续对四季度出口构成支撑：

首先，我们认为美国经济韧性可能继续强于市场预期。CME期货交易结果对美联储货币政策的最新预测也显示，美联储在明年六月之前大概率都不会降息，意味着美国需求的走弱可能好于预期。

图表12：市场对美联储加息的预测

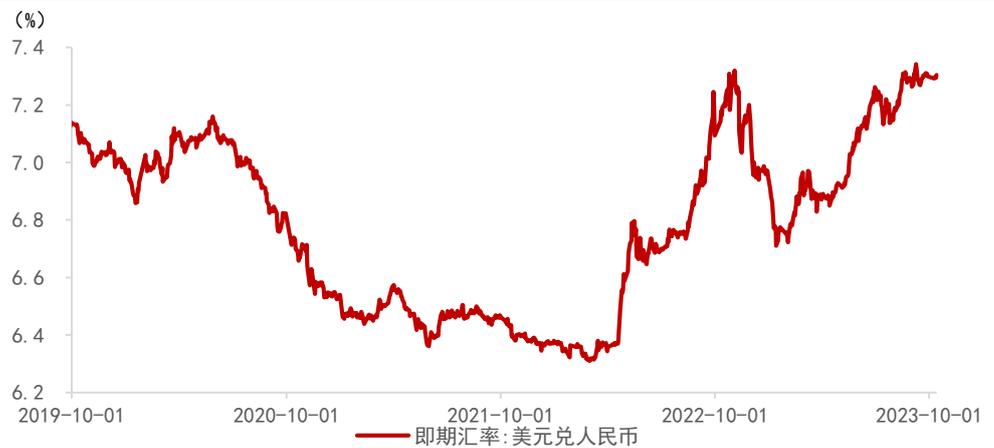
MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.3%	9.7%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.0%	30.5%	2.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.0%	30.5%	2.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	58.2%	23.8%	1.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	32.9%	44.5%	15.1%	1.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	18.2%	38.0%	31.4%	8.9%	0.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.1%	28.8%	34.5%	19.3%	4.4%	0.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	6.7%	20.7%	31.9%	26.3%	11.3%	2.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.6%	13.4%	26.1%	29.2%	19.1%	6.9%	1.2%	0.1%
2024/12/18	0.2%	2.4%	9.7%	21.2%	28.0%	22.9%	11.5%	3.4%	0.5%	0.0%

资料来源：CME，国联证券研究所；注：更新于 2023.10.13

其次，短期内美国进口商补库存的活动也有望持续对中国出口构成支撑。

第三，人民币汇率的贬值也给企业争取出口订单增加了价格优势。今年以来，人民币汇率持续走低，为出口企业增加了结汇的利润空间与接单的价格优势。

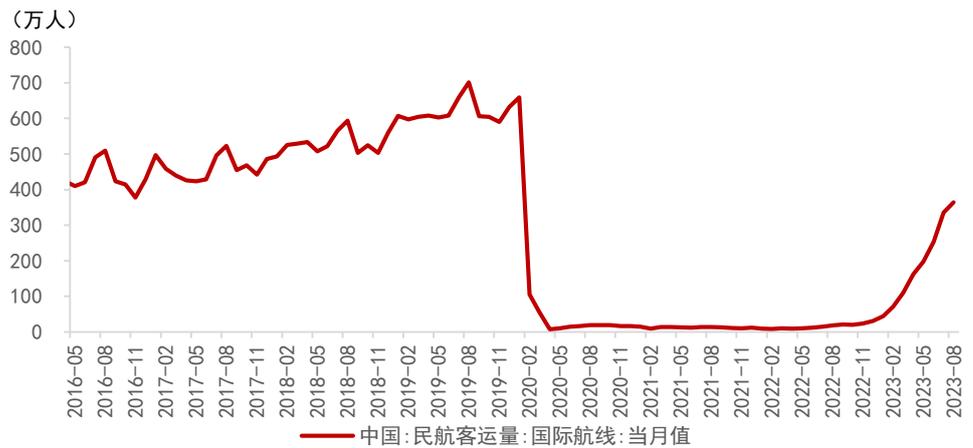
图表13：人民币汇率



资料来源：Wind，国联证券研究所

此外，签证和国际航班的持续恢复也将有助于企业增加与客户面谈的机会，有利于企业争取订单。

图表14：中外航班持续恢复



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 进口环比略有下降

9月以美元计价进口同比增速为-6.2%（前值-7.3%），降幅有所收窄。季节性调整后，进口规模环比下降0.05%，略弱于上月。

图表15：进口规模（季调）

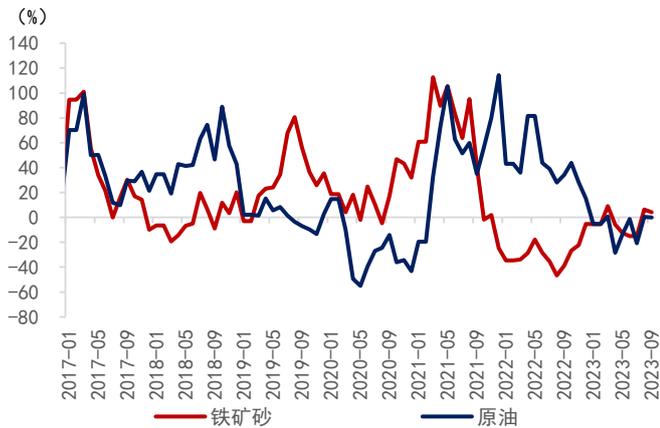


资料来源：Wind，国联证券研究所

分品类来看，除铁矿砂进口有所回落外，其他重要商品的进口增速也较上月略有下降。

一方面，铁矿砂进口明显回落，9月同比增长4.0%（前值6.3%）。另一方面，原油进口增速稍有放缓，进口金额同比增速为0.0%（前值0.5%）；高新技术与机电产品进口增速分别为-10.7%、-9.9%（前值-9.5%、-9.5%），较上月也略有下降。

图表16: 铁矿石和原油进口金额同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 高科技和机电产品进口金额同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

总体而言, 9月进口规模季调后较上月略有下降, 与9月PMI显示的进口订单子指数环比下降, 内需弱于外需相一致(《经济修复: 外需强于内需——9月PMI数据以及未来经济展望》)。

展望未来, 我们预计年底前, 内需有望企稳, 但是明显反弹可能尚需等待。一方面, 居民、企业的资产负债表修复的迟缓可能对消费的恢复持续构成拖累, 从最新的中秋国庆长假的数据看, 尽管消费随着疤痕效应的淡化进一步修复, 但是距离长期趋势水平仍有较大差距; 另一方面, 地产较高的库存水平也意味着地产投资增速可能还有下行的压力。

但中期而言, 我们认为, 伴随着供给出清的持续推进, 中国经济环比增速有望进一步回升, 并带动产出缺口收敛和经济最终复苏, 进口也将得到支撑。

例如, 近期包括广州、成都等一些城市进一步放开地产限价的举措, 有利于住宅市场的出清。

5. 风险提示

海外经济与预期不一致, 政策与预期不一致

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼