

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

出口超预期增长源自量的贡献

2023年10月14日

- **出口超预期增长源自量的贡献。**9月出口金额同比降幅继续收窄，超预期回升源自量的贡献。按价量拆解看，今年部分月度出口值下降，主要是受到出口价格下跌拖累，但9月出口的超预期好转的主要原因并非价格改善，而是量的增长。此外，9月环比涨幅为近年同期新高，出口改善释放两个信号，一是出口数量贡献增强，回升势头逐步巩固，二是我国对中东、非洲、中亚等新兴市场出口同比增速进一步加快，显示出对“一带一路”沿线国家和新兴市场出口增长提速。
- **工业需求边际改善，但恢复斜率偏缓。**9月进口同比降幅继续收窄，略好于预期。我们认为，进口同比降幅收窄源自原材料产品进口的支撑。在9月制造业景气度调查中，原材料库存PMI继续回升，采购活动也在加快，对应于原材料商品进口需求上升。在四大能源产品中，大多能源产品进口同比改善，铁矿砂、铜矿砂大宗原材料进口同比增长，但涨幅放缓；受机电和高新技术产品同比降幅扩大的拖累，进口修复仍偏慢。
- **年内出口增速或有望转正。**结合基数判断，我们预计后续出口同比增速或将进一步回升，年内出口增速或有望转正。一是外贸高基数压力将在四季度有明显缓解，基数走低或将支撑四季度出口上行。二是工业品价格触底回升，价格对出口金额的拖累或有缓解，后续价格因素对出口金额的拖累有望继续边际改善。三是9月出口数量对整体出口金额有提振，我国近两个月出口也呈现出较多积极变化，显示无需对出口过分悲观。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目录

一、出口超预期增长源自量的贡献	3
二、工业需求边际改善，但恢复斜率偏缓	5
三、年内出口增速或有望转正	7
风险因素	8

表目录

表 1: 9 月出口重点商品金额同比增速对比	5
表 2: 9 月进口重点商品金额同比增速对比	7

图目录

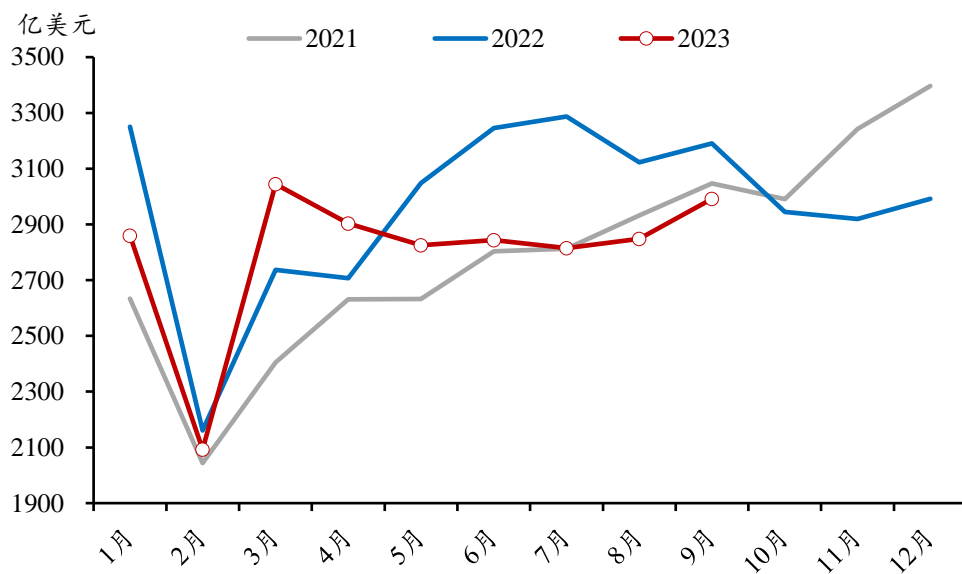
图 1: 9 月出口金额继续增长	3
图 2: 出口的超预期增长源自量的贡献	3
图 3: 9 月出口环比是近几年最高水平	4
图 4: 9 月出口环比改善最大的区域是非欧美东盟的重点国别	4
图 5: 9 月进口同比降幅继续收窄	6
图 6: 进口 PMI 和进口数量走势一致	6
图 7: PPI 触底回升将有利于缓解出口价格对整体出口的拖累	8

一、出口超预期增长源自量的贡献

9月出口金额同比降幅继续收窄，同比超预期回升源自量的贡献。

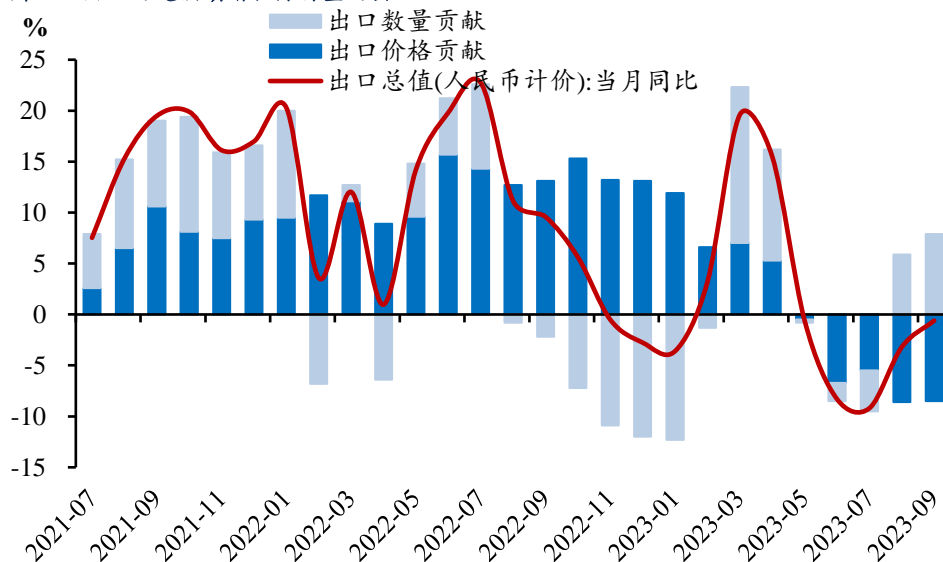
9月出口价格拖累并未扩大，但数量贡献明显增长。9月出口金额同比增速为-6.2%，远超市场预期的-8%，出口降幅收窄程度好于预期。按价量拆解看，今年部分月度出口值下降，主要是受到出口价格下跌拖累，但9月出口超预期好转的主要原因并非价格改善，而是量的增长。在今年三季度进出口情况新闻发布会上，海关统计司司长指出，从量来看，8月出口数量已由前期的同比减少转为增加5.9%，9月进一步提升至7.9%，这意味9月出口的超预期增长源自量的贡献。

图 1：9月出口金额继续增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：出口的超预期增长源自量的贡献



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

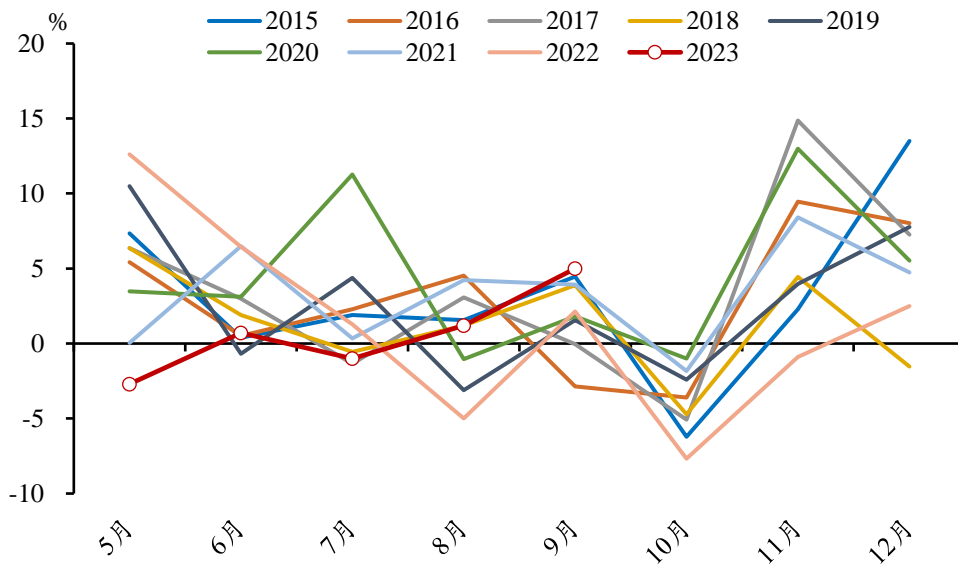
环比上行动能为近年同期新高，对中国香港、日本、印度和俄罗斯的出口环比明显改善。

9月出口金额环比增长从8月的1.2%上升至5%，创下近年同期新高，环比增长动力较强。分区域来看，我国对多个区域的出口金额环比均有增加，其中，我们对除欧美、东盟以外的主要国别区域环比增长13.5%（图4）。

具体来看，环比增长表现最显著的是我们对日本、中国香港、印度和俄罗斯的出口金额，9月我国对这些地区的出口环比涨幅均提升超过13个百分点。

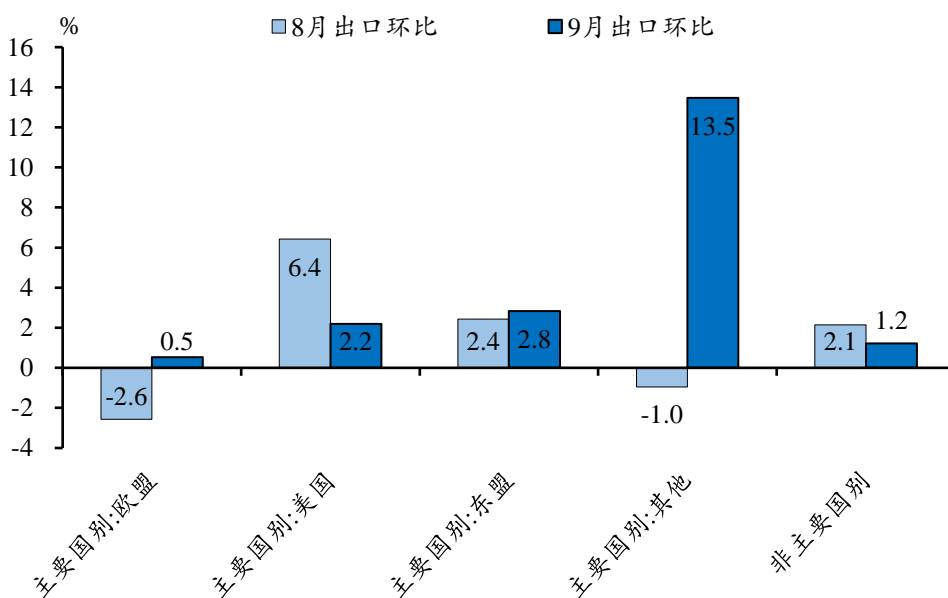
9月出口改善释放两个信号，一是出口数量贡献增强，回升势头逐步巩固，二是我国对中东、非洲、中亚等新兴市场出口同比增速进一步加快，显示出对“一带一路”沿线国家和新兴市场出口增长提速。

图 3：9月出口环比是近几年最高水平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：9月出口环比改善最大的区域是非欧美东盟的重点国别



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注：① “主要国别: 其他”项中含俄罗斯；② 图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

从出口商品环比表现来看，机电类产品和高新技术类产品的表现均明显改善，而劳动密集型产品出口环比分化。

1) **高新技术产品环比大幅增长**。9月高新技术产品出口环比增长22.13%，扭转了8月的环比负增。整个9月出口金额较8月增长142亿美元，单是高新技术产品出口这一项就比8月增加147亿美元，这意味着高新技术产品的出口对整体的支撑作用非常大。9月汽车（含底盘）出口环比增长也扭转了8月环比下行的趋势。

2) **劳动密集型产品环比出现分化**。在七大劳动密集型产品中，塑料制品、箱包、家具的出口环比增长，但纺织品、服装、鞋靴、玩具的出口环比下滑。

表 1：9月出口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-9)	上月同比 (2023-8)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-6.07	-6.20	0.13	59.87
高新技术产品	-8.26	-12.70	4.44	27.26
服装及衣着附件	-8.91	-11.90	2.99	4.87
纺织纱线织物及其制品	-3.57	-5.60	2.03	3.89
鞋靴	-17.62	-20.70	3.08	1.29
家具及其零件	-4.69	-4.00	-0.69	1.78
塑料制品	-5.95	-5.10	-0.85	2.92
玩具	-15.00	-12.70	-2.30	1.48
箱包及类似容器	-9.80	-6.00	-3.80	0.98
钢材	-5.91	-28.70	22.79	2.19
农产品	1.60	-1.60	3.20	2.79
成品油	-19.95	-10.60	-9.35	1.46
未锻轧铝及铝材	-19.00	-24.70	5.70	0.51
陶瓷产品	-26.20	-19.90	-6.30	0.73
肥料	-23.68	-38.10	14.42	0.37
稀土	-36.79	-32.20	-4.59	0.02
中药材及中式成药	5.32	0.65	4.66	0.04

资料来源：Wind，海关总署，信达证券研发中心

注：蓝色为正，红色为负

二、工业需求边际改善，但恢复斜率偏缓

国内工业需求边际改善，带动进口需求跌幅收窄，但整体需求恢复斜率仍偏缓。

9月中国进口同比(按美元计)为-6.2%，市场预期为-6.3%，略微好于预期。

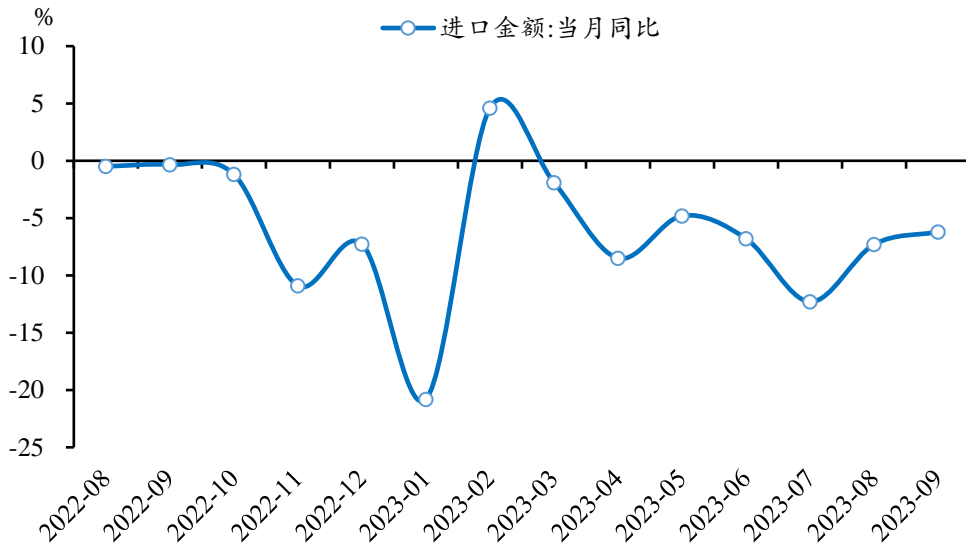
我们认为，进口同比降幅收窄源自原材料产品进口的支撑。9月制造业景气度调查中，原材料库存PMI继续回升，采购活动也在加快，对应于原材料商品进口需求上。在四大能源产品中，大多能源产品进口同比改善，总体上，能源类产品对整体进口有正向贡献。9月进口环比增长2.3%，其中，成品油进口金额环比增长22%，是进口重点商品中环比表现最好的分项。

此外，铁矿砂、铜矿砂大宗原材料进口同比增长，但涨幅放缓；而机电和高新技术产品同比降幅扩大，依旧拖累我国进口金额。

我们预计未来进口增速或将延续恢复态势。我们认为，受原材料补库的影响，进口需求已经出现改善。不仅如此，

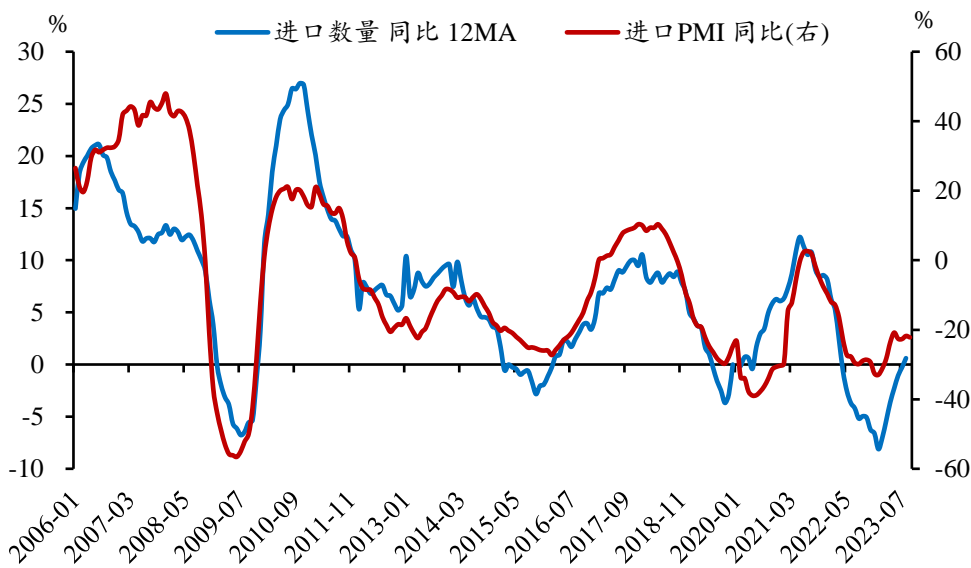
8月我们看到产成品库存同比增速反弹至2.4%，产成品库存周期展现出触底回升的迹象。我们认为，随着整体需求缓慢恢复，进口增速或也将延续修复态势。

图 5：9月进口同比降幅继续收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：进口 PMI 和进口数量走势一致



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2：9 月进口重点商品金额同比增速对比

	当月同比 (2023-9)	上月同比 (2023-8)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-9.86	-8.80	-1.06	38.81
高新技术产品	-10.65	-9.00	-1.65	28.67
原油	-0.04	-0.30	0.26	13.02
成品油	66.43	42.80	23.63	1.18
天然气	-28.29	-12.90	-15.39	0.00
煤及褐煤	0.57	-0.50	1.07	1.80
农产品	-12.04	-7.80	-4.24	8.13
纸浆	-15.39	-16.10	0.71	0.82
原木及锯材	-23.38	-31.46	8.08	0.00
铁矿砂及其精矿	4.03	13.10	-9.07	4.88
铜矿砂及其精矿	6.83	35.40	-28.57	2.21
未锻轧铜及铜材	-1.22	-6.10	4.88	1.87
钢材	-25.62	-28.90	3.28	0.47
医药材及药品	24.35	-10.00	34.35	1.88
美容化妆品及洗护用品	-23.52	-26.60	3.08	0.70
初级形状的塑料	-16.83	-16.70	-0.13	1.75
纺织纱线、织物及制品	21.57	19.00	2.57	0.50
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-18.46	-13.40	-5.06	0.41
肥料	-14.45	-45.80	31.35	0.17

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

三、年内出口增速或有望转正

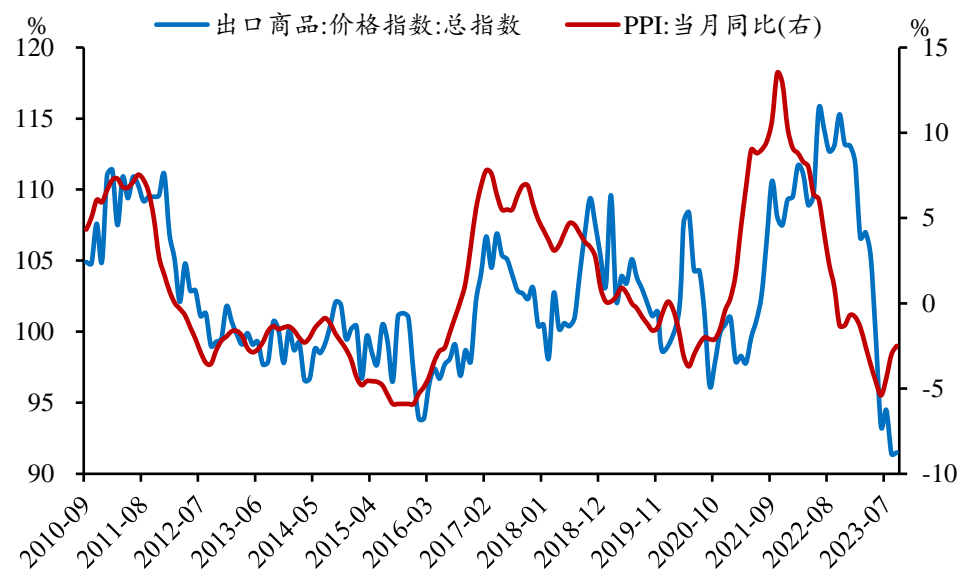
结合基数判断，我们预计后续出口同比增速或将进一步回升，年内出口增速或有望转正。

一是外贸高基数压力将在四季度有明显缓解。在去年下半年出口金额持续回落下，去年四季度的出口金额是去年下半年的低位水平。随着外贸高基数压力在四季度改善，我们认为，基数走低或将支撑四季度出口上行。

二是工业品价格触底回升，价格对出口金额的拖累或有缓解。从历史上看，PPI 同比往往领先出口价格一个季度。我们认为，原材料补库已经开启，PPI 同比也已在 6 月见底并逐步回升，这意味着 9、10 月大概率就是出口价格指数的底部。因此，后续价格因素对出口金额的拖累有望继续边际改善。

三是 9 月出口数量对整体出口金额有提振，显示无需对出口过分悲观。目前韩国出口降幅已经收窄、越南出口已由负转正，近两个月我国出口也呈现出更多积极变化，8、9 月出口规模连续扩大，环比分别增长 1.2% 和 5%，趋稳回升态势明显。

图 7：PPI 触底回升将有利于缓解出口价格对整体出口的拖累



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。