

宏观点评 20231107

10月出口：复苏为啥“掉队”？

2023年11月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《三季度贷款投向有何特点？》

2023-11-05

《10月非农难改美联储“更久”的决心》

2023-11-04

■ 在出口转正的复苏之路上，我们有点“掉队”了。韩国出口额在10月年内首次转正，越南则在9月迈出了这一步，但中国出口额正寻同比转正（10月、9月出口额同比分别减少6.4%、6.2%），考虑到此前已经下调过2022年第四季度出口基数，这一读数并不乐观。

从分项来看，韩国和越南的出口主要受益于交通工具（车、船）和电子、半导体，这与中国的情况类似，汽车、船舶和手机是“三驾马车”，背后反映的是全球制造业的复苏；但中国似乎享受更多的是复苏带来的数量“红利”，而非价格“红利”，中国出口尤其是工业制品出口的价格仍处于较低的水平，未跟随PPI反弹，导致众多商品出口的同比表现是走弱的。

往后看，价格因素值得持续关注——其背后既有周期性因素，也有结构性因素。从周期上看，复苏阶段往往是量在价先，价格回升滞后并不算异常；不过从结构性因素看，在外部环境复杂、全球产业链多元化的背景下，中国是否陷入产能偏过剩、以价谋量的境地，还需继续观察。

■ 对于10月出口，虽整体表现不及预期，但从结构上来看，本月出口仍有亮点：一方面，美国经济亮眼表现下，中国对美出口降幅持续收窄；另一方面，船舶高增、手机同比转正支撑整体出口同比增速：

■ 经济韧性支持下，对美出口持续改善。国别上，10月出口最大亮点在于美国，在美国三季度经济超预期的背景下，我国对美出口降幅连续4个月收窄，但考虑到四季度美国经济难以延续三季度亮眼表现，后续对中国出口拉动将减弱。此外，对欧日韩等其他发达国家出口延续回落，主要受需求下滑和贸易“去中国化”影响。

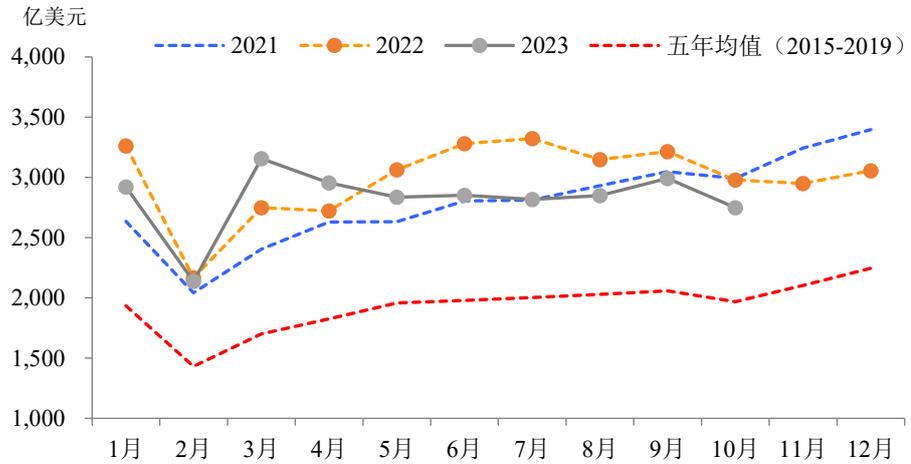
新兴经济体上，对俄罗斯出口小幅回落，但仍然是我国出口主要支撑。对东盟出口降幅略有改善，但整体表现依然不佳，今年以来受到全球需求下降的影响，东盟对外出口明显恶化，承接中国原材料、中间品的进口需求也持续收缩，但当前越南出口已经出现回暖，连续两个月出口同比正增，后续或将带动对中国进口需求。

■ 船舶、手机为10月出口主要边际改善。除汽车的持续高增以外，10月船舶改善明显，对出口形成主要拉动。消费电子中，液晶平板显示模组依旧有较好表现，拉动消费电子出口复苏，手机出口同比增速也开始转正，而其他产品如集成电路、自动数据处理设备、音视频设备等则表现不佳，降幅明显扩大。此外，家具玩具、纺服、鞋帽箱包等劳动密集型产品出口同比增速略有下滑，但对整体出口影响不大。

■ 价格端对出口拖累依旧明显。拆分主要产品出口量价同比，10月出口数量同比上升趋势仍在延续，尤其是汽车、家电行业出口数量上升明显，对整体出口同比增速形成支撑，但价格端拖累仍大，除船舶、液晶平板显示模组等部分产品价格高涨以外，其余产品均处于降价过程中，以价谋量，导致10月出口同比增速远不及预期。

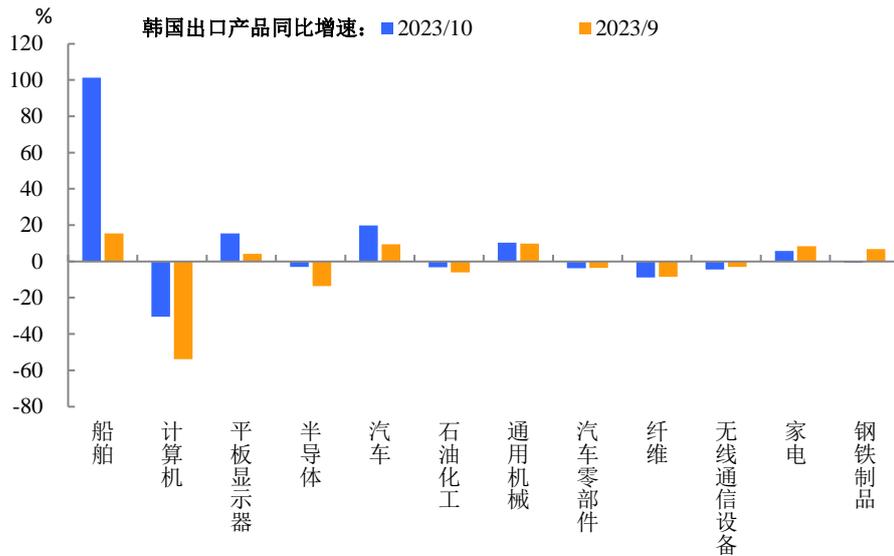
■ 风险提示：美国劳动力市场紧张导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

图1: 10月出口超季节性回落



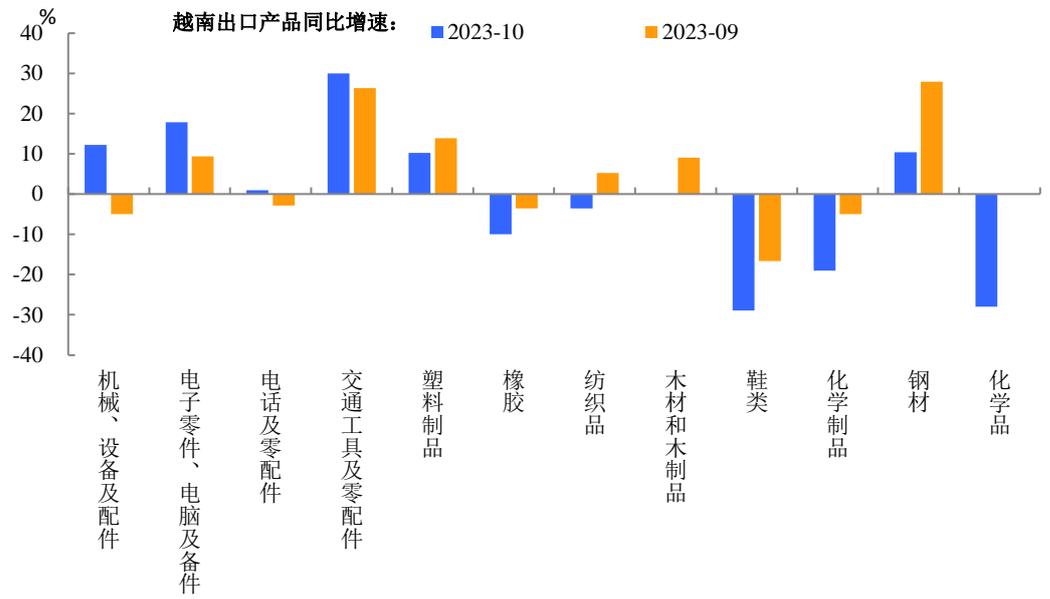
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年9月和10月韩国主要出口产品同比增速变化 (按改善幅度从大到小排列)



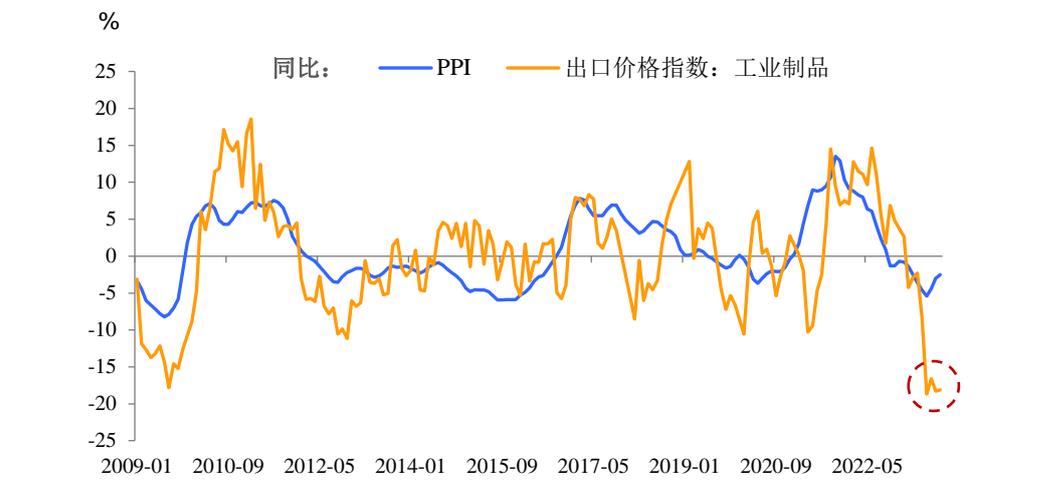
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023年9月和10月越南主要出口产品同比增速变化 (按改善幅度从大到小排列)



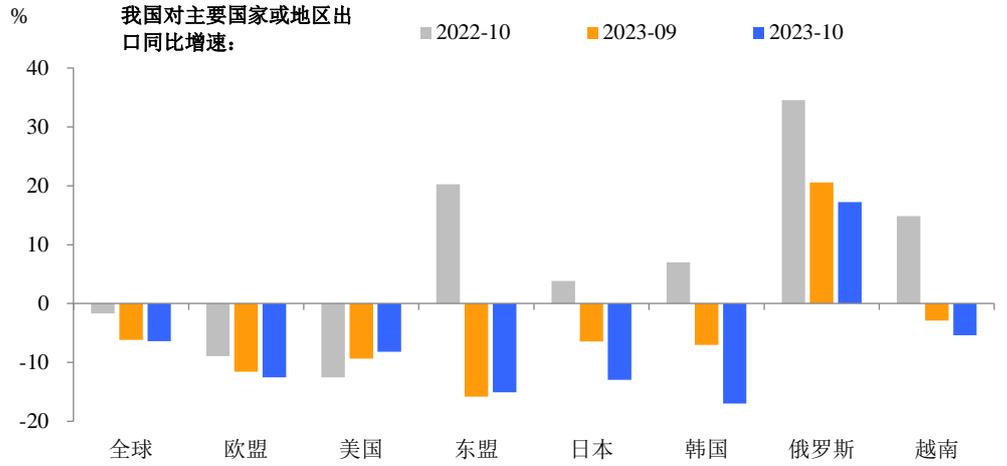
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023年下半年以来工业制品出口价格同比并未出现反弹



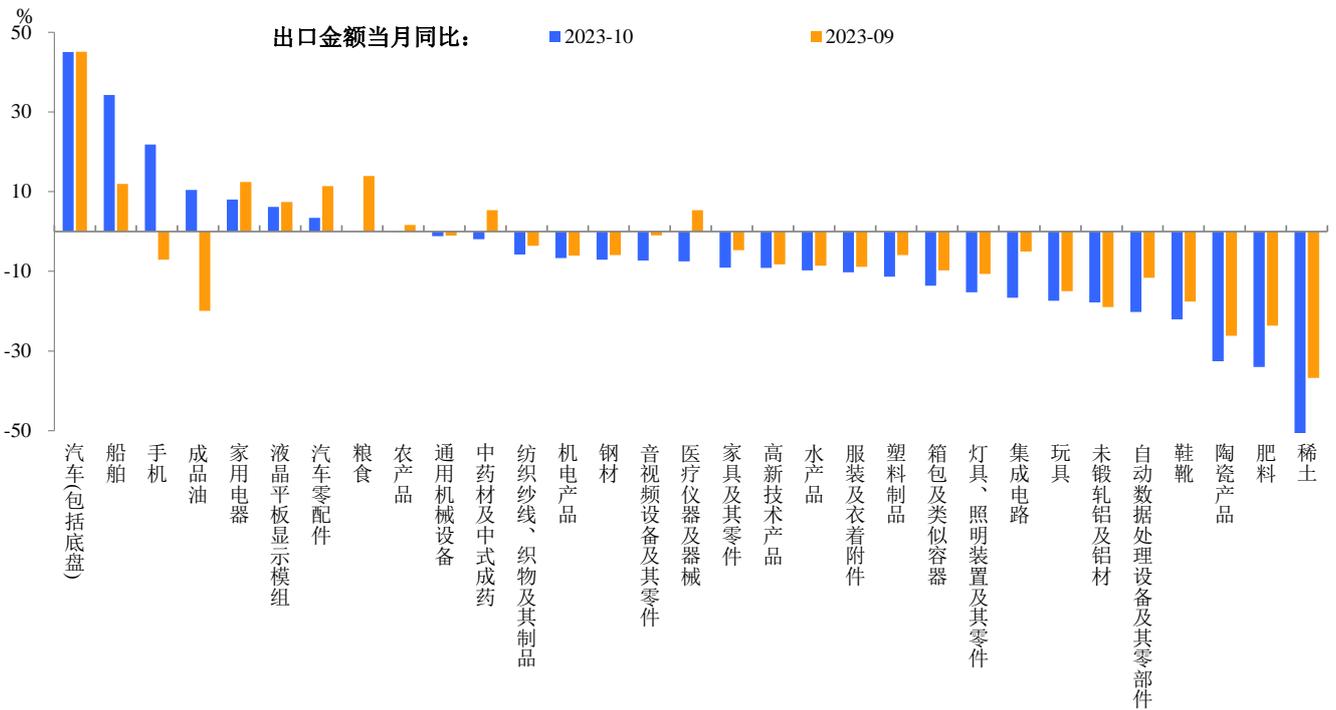
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 10月对美出口延续改善



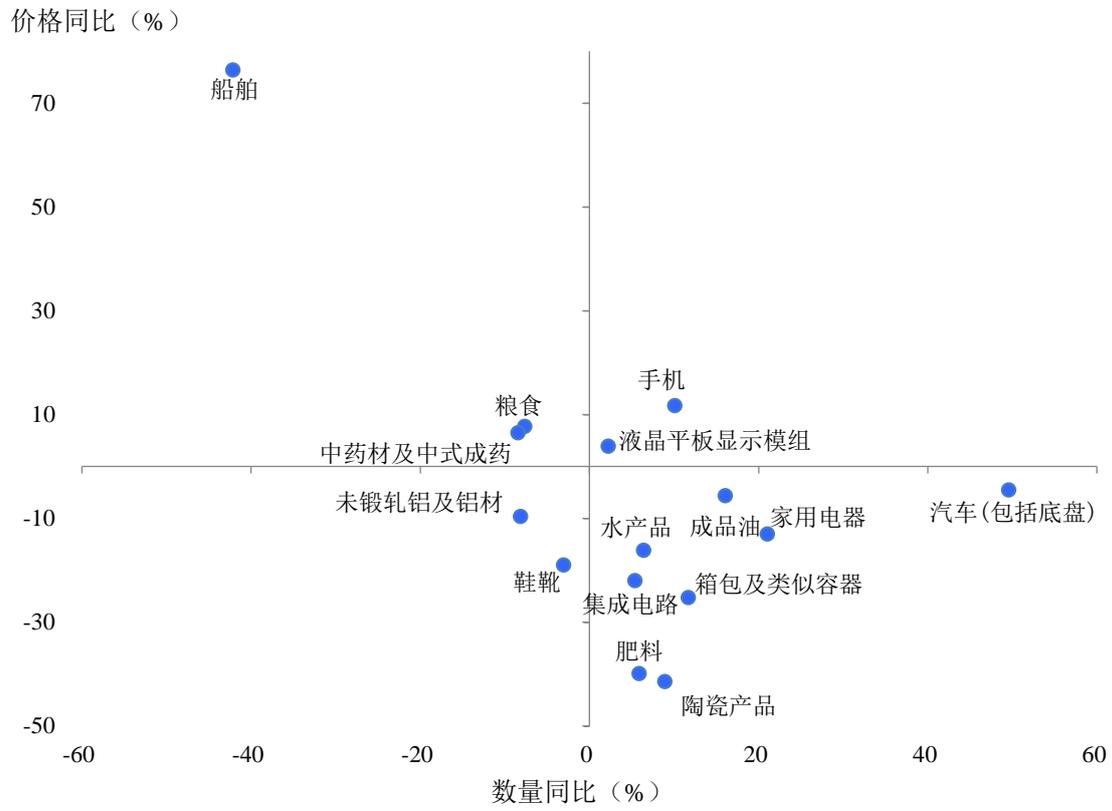
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 10月船舶、手机出口为最大边际改善



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图7：价格端对出口拖累仍大



注：图中为 2023 年 10 月数据；
数据来源：海关总署，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>