

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

## 不能高估美国罢工对出口的影响

2023年11月7日

- **出口环比差或是暂时性波折。**10月出口同比继续小幅回落,远不及市场预期。10月出口环比降幅为2017-2023年同期的最低增速,也是今年3月以来的最差环比。下降幅度中,近30%来自中国对中国香港地区出口下滑的拖累,其次是日本,再接着是美国、东盟和欧盟。中国香港和日本环比下滑较多,有一部分原因的上期环比大涨带来的基数影响。此外,对中国香港出口的环比拖累背后反映的不只是美国罢工,还有欧洲制造业景气度的回落。10月出口的回落中,或有美国罢工对其制造业的影响,但不宜高估美国罢工对出口负面影响的持续性,因为目前美国罢工已暂告一段落。
- **进口增长动力并非昙花一现。**10月中国进口金额同比增速由负转正,环比增长是2017-2023年同期的最高水平。石油和金属砂矿是进口的主要商品,在进口结构中举足轻重。进口环比增长动力源自国内原油和金属矿砂需求,这与原材料补库逻辑相吻合。我们认为,10月份的出口增速不是昙花一现。尽管10月景气度下滑,但10月最后一周的回暖没有体现在数据上。我们认为,尽管后续进口环比增幅可能回落,但受原材料补库的影响,进口需求仍有改善动力。
- **出口增速中枢上移的趋势或不变。**10月出口增速回升有波折,但我们认为整体上四季度出口增速中枢上移的趋势不变。今年下半年以来的出口份额显示我国出口竞争力仍较强。从份额上看,今年上半年我国出口国际市场份额稳中有升。而且过去5月份以来,从可比口径来看,出口份额仍有逐月稳步增长趋势,说明我们的出口商品在国际市场上仍有较强竞争力。从量价来看,价格探底和量的边际改善都有利于出口增速中枢的进一步上移。我们认为,10月出口增速的波折或是暂时性波动,出口增速中枢上移的趋势或不变。
- **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、出口环比差或是暂时性波折.....	3
二、进口增长动力并非昙花一现.....	4
三、出口增速中枢上移的趋势或不变.....	5
四、附表.....	6
风险因素.....	8

## 表目录

附表 1: 10 月中国出口重点商品金额同比增速一览表.....	6
附表 2: 10 月中国进口重点商品金额同比增速一览表.....	7
附表 3: 2023 年 1-8 月主要国家货物出口份额.....	7

## 图目录

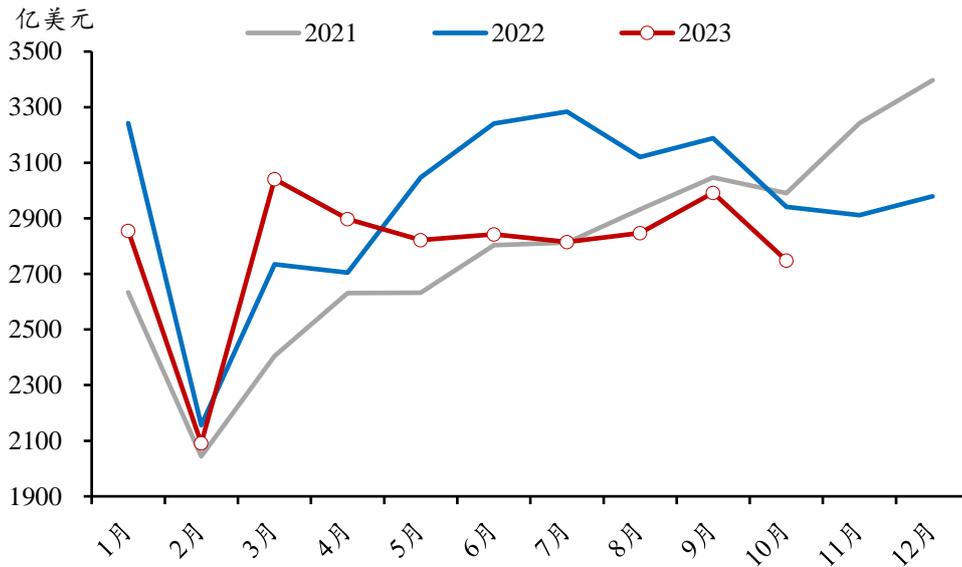
图 1: 10 月出口金额大幅下滑.....	3
图 2: 10 月出口环比为 2017-2023 年同期最低水平.....	3
图 3: 10 月出口环比增速全面转弱.....	4
图 4: 10 月进口同比增速由负转正.....	5
图 5: 进口 PMI 和进口数量走势一致.....	5

## 一、出口环比差或是暂时性波折

10月出口同比继续小幅回落，远不及市场预期。10月出口金额（以美元计价）同比增速为-6.4%，远不及市场预期的-3%。2022年10月出口金额环比下降7.75%（图2），尽管去年基数明显走低，但是10月出口同比并未像市场预期一样降幅收窄，而是降幅出现扩大。

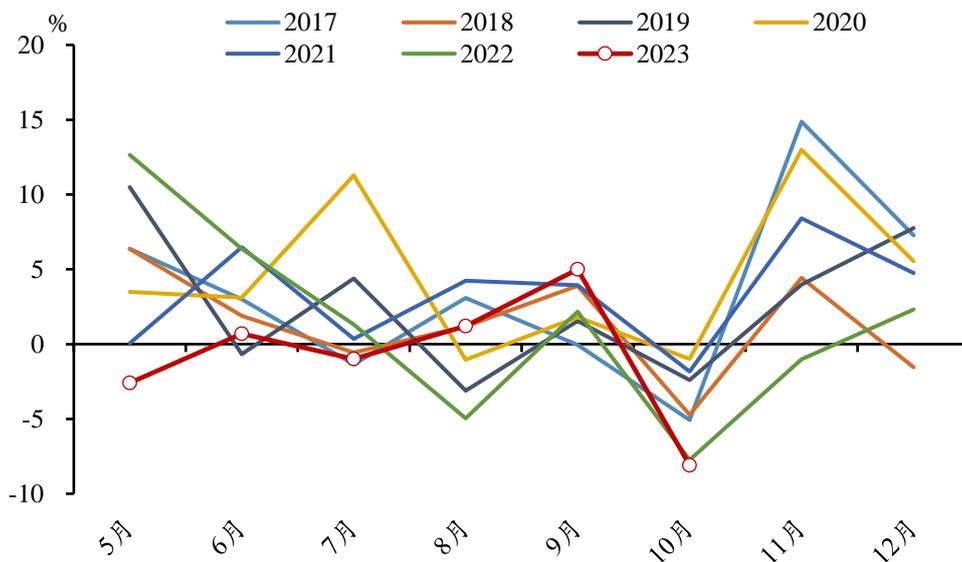
10月出口环比增长远低于季节性，创下3月以来的最差环比。按照10月出口环比的季节性变化来看，2015年以来10月份的出口环比均小于0%，10月出口环比增速变化方向符合季节性，但降幅为2017-2023年同期最低，也比2022年-7.75%的环比增长要弱。

图 1：10月出口金额大幅下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：10月出口环比为2017-2023年同期最低水平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

分区域来看，今年10月出口环比增速的下滑幅度比正常季节性（以2017-2019年环比估算）情形下回落9个百分点的幅度还深，10月出口环比下降幅度近13个百分点。下降幅度中，近30%来自中国对中国香港地区出口下滑的拖累，其次是日本，紧接着是美国、东盟和欧盟。我们认为主要原因包括：

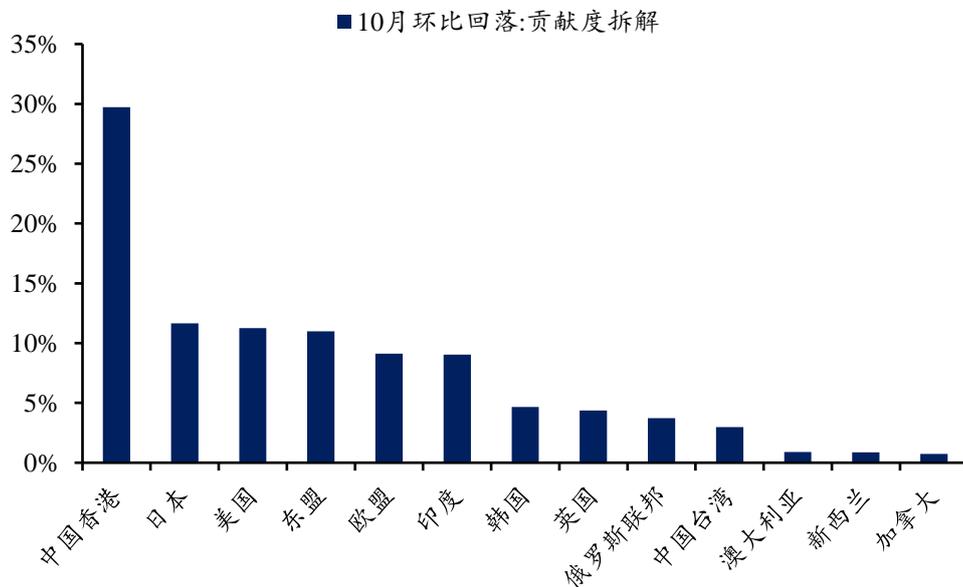
首先，中国香港和日本环比下滑较多，有一部分原因是由于上期环比大涨带来的基数影响。

其次，对中国香港出口的环比拖累背后反映的不只是美国罢工，还有欧洲制造业景气度的回落。中国香港本身的进出口需求不高，主要的作用是“转口贸易”。10月出口环比远低于季节性或有美国国内罢工对美国制造业生产的短暂影响，但同时欧洲制造业PMI也在下降，10月全球制造业PMI较9月下滑0.4个百分点，说明全球制造业的回暖不是一帆风顺的过程。

再者，10月出口增速与越、韩外贸释放的信号相一致。越南纺织品和服装出口额已由4月的相对谷底反弹回升，但越南10月的纺织品出口同比增速也由正转负。据韩国关税厅周一公布的数据，10月1日至20日，韩国的出口额为338亿美元，较去年同期增长4.6%，但实际上韩国出口增幅也有所下降。

总之，10月出口的回落显示出全球制造业回暖的过程波折，这其中或有美国罢工的影响，但不宜高估罢工对出口负面影响的持续性，因为目前美国罢工已暂告一段落。

图3：10月出口环比增速全面转弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从重点商品出口表现来看，成品油出口同比还有明显增长，而其余多数重点商品出口同比增速均同步转负。

在海关公布的重点出口商品量值中，多数商品出口数量环比都有下降，但出口均价环比下滑的商品不多。其中，10月出口环比量、价齐跌的商品包括集成电路、钢材、箱包及类似容器；而出口环比量、价齐升的是船舶和汽车（包括底盘）。此外，成品油出口环比量跌价涨。

## 二、进口增长动力并非昙花一现

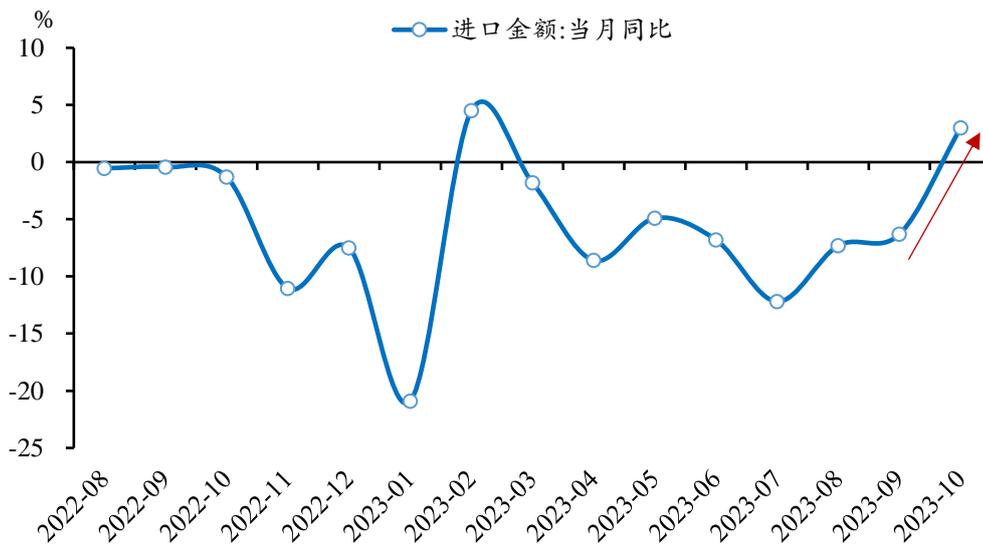
10月中国进口金额(按美元计)同比增速由负转正，录得3%，远超市场预期的-4.3%，10月份的环比增长是2017-2023年同期的最高水平。

进口环比增长动力源自国内原油和金属矿砂需求，这与原材料补库逻辑相吻合。石油和金属矿砂是进口的主要商

品，在进口结构中举足轻重。从10月进口重点商品表现来看，10月进口环比大增主要源自原油和金属矿砂的进口需求增长。其中，原油环比增速提升18.13个百分点，铜矿砂和铁矿砂增速分别提高9.83、19.55个百分点，原油和金属矿砂的进口需求在所有重点进口商品中表现最好。

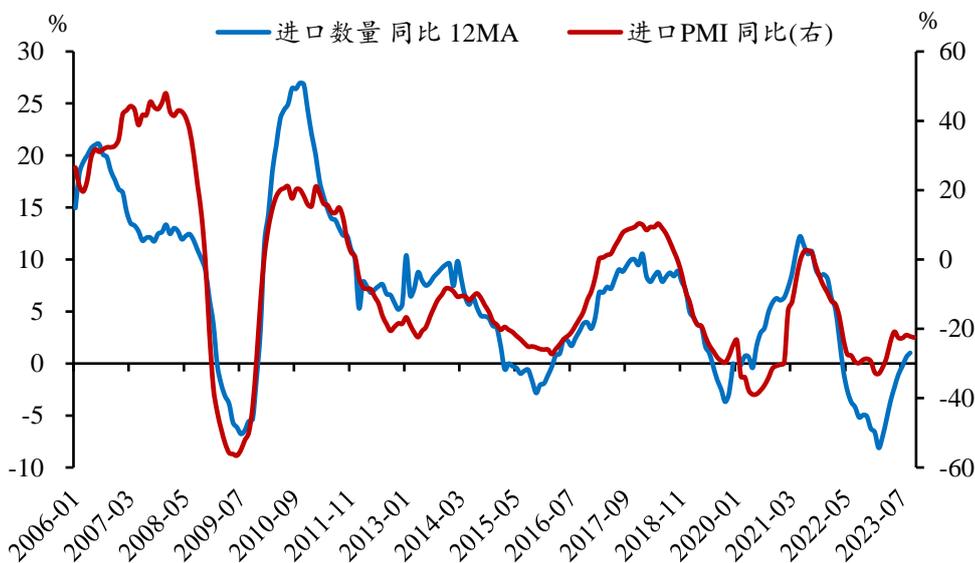
**进口增长动力或非昙花一现。**我们认为，10月份的出口增速不是昙花一现，未来进口增速仍将延续恢复态势。9月制造业景气度调查中，原材料库存PMI继续回升，采购活动也在加快，对应于原材料商品进口需求上。而10月景气度下滑主要是最后一周的回暖没有体现在数据上，我们认为，尽管后续进口环比增幅可能回落，但受原材料补库的影响，进口需求仍有改善动力。

图 4：10月进口同比增速由负转正



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：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

### 三、出口增速中枢上移的趋势或不变

尽管10月出口增速回升有波折，但我们认为整体上四季度出口增速中枢上移的趋势不变。

今年下半年以来的出口份额显示我国出口竞争力仍较强。从份额上看，今年上半年我国出口国际市场份额稳中有升，达到 14.2%，较去年同期提高 0.4 个百分点。而且过去 5 月份以来，从可比口径来看，出口份额仍有稳步增长（见附表 3），说明我们的出口商品在国际市场上仍有较强竞争力。

从量价来看，价格探底和量的边际改善都有利于出口增速中枢的进一步上移。从历史上看，PPI 同比往往领先出口价格一个季度，PPI 同比也已在 6 月见底并逐步回升，后续价格因素对出口金额的拖累有望继续边际改善。我们认为，10 月出口增速的波折或是暂时性波动，出口增速中枢上移的趋势或不变。

## 四、附表

附表 1：10 月中国出口重点商品金额同比增速一览表

	当月同比 (2023-10)	上月同比 (2023-9)	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	-6.70	-4.70	-2.00	60.13
高新技术产品	-9.17	-7.30	-1.87	27.22
服装及衣着附件	-10.25	-7.90	-2.35	4.46
纺织纱线织物及其制品	-5.79	-2.90	-2.89	3.90
鞋靴	-22.04	-16.00	-6.04	1.25
家具及其零件	-9.07	-2.10	-6.97	1.91
塑料制品	-11.33	-3.80	-7.53	2.88
玩具	-17.38	-13.00	-4.38	1.29
箱包及类似容器	-13.59	-7.80	-5.79	1.00
钢材	-7.12	-3.40	-3.72	2.29
农产品	-0.02	2.10	-2.12	3.01
成品油	10.40	-19.60	30.00	1.55
未锻轧铝及铝材	-17.81	-18.80	0.99	0.53
陶瓷产品	-32.55	-22.70	-9.85	0.76
肥料	-34.05	-23.60	-10.45	0.32
稀土	-61.01	-36.80	-24.21	0.01
中药材及中式成药	-2.00	5.36	-7.36	0.00

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

**附表 2：10 月中国进口重点商品金额同比增速一览表**

	当月同比 (2023-10)	上月同比 (2023-09)	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	0.29	-8.70	8.99	38.69
高新技术产品	2.05	-9.60	11.65	28.59
原油	8.41	-0.50	8.91	14.82
成品油	56.17	66.10	-9.93	1.15
天然气	-100.00	-33.60	-66.40	0.00
煤及褐煤	-4.18	0.40	-4.58	1.63
农产品	-0.89	-11.80	10.91	7.73
纸浆	-11.89	-15.40	3.51	0.78
原木及锯材	-100.00	-25.89	-74.11	0.00
铁矿砂及其精矿	22.07	8.50	13.57	5.14
铜矿砂及其精矿	34.86	8.50	26.36	2.30
未锻轧铜及铜材	28.10	-0.80	28.90	1.94
钢材	-23.19	-25.60	2.41	0.46
医药材及药品	42.99	8.10	34.89	1.82
美容化妆品及洗护用品	-24.83	-23.50	-1.33	0.74
初级形状的塑料	-11.09	-16.70	5.61	1.74
纺织纱线、织物及制品	32.40	21.60	10.80	0.49
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-10.53	-18.50	7.97	0.42
肥料	9.44	-14.20	23.64	0.17

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

**附表 3：2023 年 1-8 月主要国家货物出口份额**

	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08
中国	16.86%	12.87%	15.86%	17.04%	15.56%	15.57%	16.12%	16.26%
美国	9.54%	9.56%	9.28%	9.35%	9.18%	9.13%	9.13%	9.79%
日本	2.90%	3.46%	3.32%	3.58%	2.92%	3.38%	3.54%	3.15%
韩国	2.67%	3.01%	2.76%	2.85%	2.86%	2.96%	2.89%	2.97%
德国	7.85%	8.55%	7.87%	7.75%	7.83%	8.24%	7.97%	7.60%
越南	1.36%	1.57%	1.49%	1.61%	1.54%	1.61%	1.72%	1.87%
英国	2.15%	2.50%	2.31%	2.31%	2.57%	2.38%	2.55%	2.43%
欧洲主要国 (英、法、德、意)	15.95%	17.64%	16.38%	16.02%	16.87%	17.20%	17.01%	15.27%
东盟6国 (越、泰、新、菲、马、印尼)	7.78%	8.34%	8.07%	7.77%	7.96%	8.07%	8.24%	8.61%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 该份额数据为可比口径, 即剔除了 WTO 的 74 国数据中的埃及、白俄罗斯、玻利维亚、哥伦比亚、乌克兰

## 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。