

## 外贸稳步修复，重视产业逻辑

### ——2023年10月进出口数据的背后

#### 核心观点

10月进口超预期修复，主因在于政策呵护内需渐进修复和叠加地缘政治促使扩大进口。10月出口稳步回升，我们继续坚定提示关注供给优势带来的出口韧性，“结构”重于“趋势”、关注三大产业逻辑：

其一、发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电及家具等领域中高端品类或将受益。

其二、新兴市场国家现代化的现实需求叠加近年来我国的外交、外贸等领域开拓布局，有望推动“中国制造”出口新兴市场国家，一带一路、东盟等是重要出口对象。

其三、全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

#### □ 内需修复叠加地缘政治因素带动进口超预期

2023年10月人民币计价进口同比增长6.4%。结构层面，10月原油、铁矿砂等大宗商品进口量增加。7月政治局会议后，一系列财政、货币和政策的积极维稳发力，带动经济动能边际回升，内需渐进修复过程中带动进口逐步企稳，10月适当超预期与地缘政治因素也有关系。

**政策发力呵护内需回升，地缘政治促使进口超预期。**7月政治局会议明确提出“要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，此后，一系列财政、货币、产业政策积极发力维稳，我们在10月11日外发的《从国际收支到稳定经济增长》报告一文中详细分析，工业稳增长、增发国债提升赤字等政策已经落地，经济动能逐步修复过程中带动内需回升，促使进口增加。此外，10月巴以冲突等地缘政治扰动出现，基于对大宗商品供给及未来价格的预判，我国在10月加大了原油、铁矿砂及其精矿、粮食等大宗商品进口，进而带动10月进口超预期增长。

#### □ 关注供给优势，出口稳步回升

2023年10月人民币计价出口同比增长-3.1%，较6、7月显著回升，稳步修复。结构层面，前10个月，我国出口机电产品11.43万亿元、增长2.8%，占出口总值的58.5%。出口劳密产品3.4万亿元、下降2.4%，占17.4%。

正如我们从6月初外发《5月宏观数据预测：经济动能高点已过》报告起提示，2023年5月至7月受2022年高基数影响，出口读数将相对承压，无须过度担忧，高基数扰动过后预计出口将边际回升，此前，8月数据已有体现，9月、10月数据延续修复，我们认为重点关注我国供给优势和出口产业逻辑。

**供给优势奠定出口韧性。**基数扰动过后，我们认为供给优势对出口韧性的作用会更加显著。站在2023年时点展望后续，面对海外复杂的地缘政治变化、高利率环境和经济层面的滞胀趋势，我国供给侧的优势将继续保持，对出口将形成积极拉动，具体体现可关注以下几个方面：

**其一是民企出口积极印证供给韧性。**1至10月，我国民营企业出口12.3万亿元，增长5.6%，占出口总值的62.9%；同期，外商投资企业出口5.67万亿元，下降9.4%，国有企业出口1.56万亿元，增长0.5%，均低于民营企业。根据10月13日国新办发布会，前三季度，民营企业月度进出口增速均高于整体，民营企业自主品牌产品出口比重同比提升0.7个百分点至22.7%，汽车、工程机械、电子消费品等领域品牌知名度进一步提升。此外，前三季度，我国有进出口实绩的外贸企业增至59.7万家，其中2020年以来持续活跃企业进出口值占整体近8成。民企出口积极增长是供给韧性的重要印证。

**其二是海外供给受到不同程度的冲击。**海外供给压力进一步提升，发达经济体货币政策的较快收紧导致短期出现了一系列的金融稳定问题，高利率环境对企业、

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《增量信息有限，财政主导利率》 2023.11.02
- 2 《预计10月经济维持弱修复态势，逆周期政策或加码》 2023.11.01
- 3 《破局，突围》 2023.11.01

非银机构等扰动还未消除，潜在的信用收缩对海外供给带来增量冲击，罢工、供应链重塑等扰动仍存，海外供给脆弱性提升也侧面凸显我国供给优势。

#### □ 结构重于趋势，关注产业逻辑

**结构层面，机电产品保持较强增长。**2023年1至10月，我国出口机电产品11.43万亿元，增长2.8%，占出口总值的58.5%，其中，自动数据处理设备及其零部件1.09万亿元，下降17.5%；手机7629亿元，下降2%；汽车5824.3亿元，增长88.5%。同期，出口劳密产品3.4万亿元，下降2.4%，占17.4%，其中，服装及衣着附件9341.8亿元，下降3.1%；纺织品7879.3亿元，下降3.9%；塑料制品5783亿元，增长1.1%。

**结构重于趋势，关注产业逻辑。**相比于整体出口趋势，我们认为结构表现更为重要，继续提示重点关注三大出口结构表现和产业逻辑：

**1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。**海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入K型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在20世纪70年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等领域产品依赖性价比优势大幅抢占美国市场。在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注。一方面得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本；另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造业和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

**2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。**新兴市场国家也是我国出口的重要新兴增长点，特别是一带一路国家及东盟地区。我们认为，我国对新兴市场国家出口表现强势，一方面是因为部分资源相对富裕的新兴市场国家，得益于大宗商品牛市带来的利好，经济处于快速增长阶段。结合雁阵理论和我国作为世界第一生产制造国的角度来看，新兴市场国家从产业发展和现实需求角度，对“中国制造”的依赖度不断提升，相应带动我国相关品类出口。另一方面，近年来我国坚持对外开放和扩大进口战略，秉持“高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，坚持在和平共处五项原则基础上发展同各国的友好合作，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体”的外交政策，作为第三世界和新兴市场国家的重要代表，在国际秩序体系中的话语权和分量逐年提升，大国地位和外交阵地的步步提升一定程度上也推动了“中国制造”出海，进而带动出口增长。我们认为，伴随着新兴市场国家的现代化进程推进，我国制造业产品及企业出海将有持续积极表现。

**3) 关注新一轮科技周期和全球能源转型带来的出口机遇。**全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，也会带动相关品类的出口。机电产品占我国出口近六成比例，其背后与全球消费电子及半导体的销售周期高度相关，截至2023年Q3来看，相关品类销售数据已经筑底逐步回升，预计2024年表现相对积极，带动我国出口积极增长。另一方面，全球能源转型的迫切压力和各国碳中和进程的持续推进，考虑我国的新能源制造领域在全球范围内具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性，2023年以来的数据已在不断验证。

#### □ 10月进口超预期，贸易顺差边际回落

**2023年10月贸易顺差边际回落。**2023年10月贸易顺差565.3亿美元，较9月边际回落，主因在于进口超预期，我们认为随着后续出口渐进修复，进口受地缘政治因素的影响更多表现为阶段性增加而非趋势性，预计后续贸易顺差仍有望维持在较高水平，从Q4及全年角度看，预计与去年同期贸易顺差水平较为接近，对名义GDP增速的贡献相对较小。

#### □ 风险提示

中美贸易摩擦超预期恶化，海外经济超预期下滑。

## 正文目录

1 进出口数据跟踪 .....	5
-----------------	---

## 图表目录

图 1: 进出口数据跟踪.....	5
图 2: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长.....	6
图 3: 10 月出口量价分析.....	6
图 4: 10 月进口量价分析.....	6

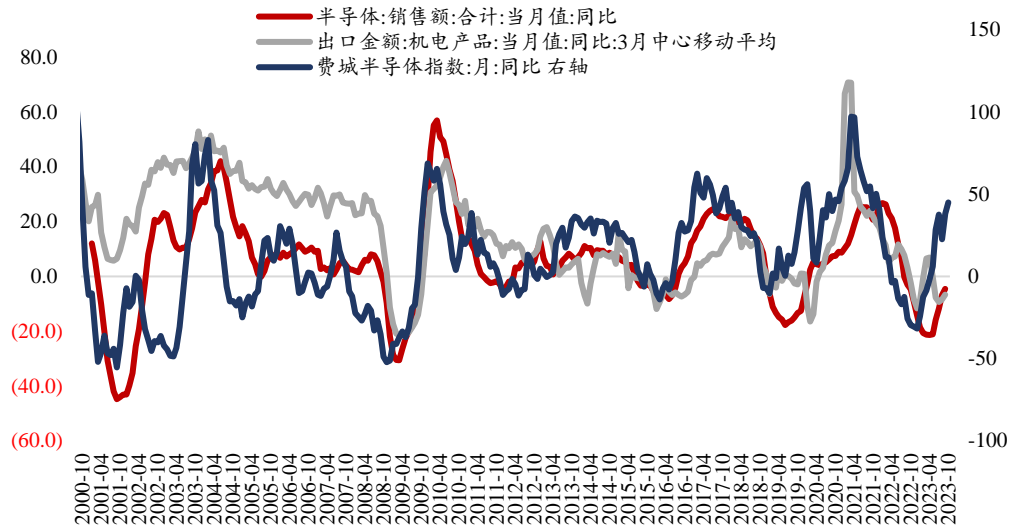
## 1 进出口数据跟踪

图1: 进出口数据跟踪

进出口数据(当月)		单位	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
进出口(美元)	%		-2.50	-6.20	-8.10	-13.40	-10.00	-6.30	0.00	5.30	0.50	-15.80	-10.28	-10.58
出口(美元)	%		-6.40	-6.20	-8.70	-14.30	-12.30	-7.40	7.10	11.20	-3.00	-11.90	-12.30	-10.22
进口(美元)	%		3.00	-6.30	-7.30	-12.20	-6.80	-4.90	-8.60	-1.80	4.50	-20.90	-7.50	-11.04
贸易差额(美元)	亿美元		565.30	778.31	682.59	802.22	696.67	655.16	862.58	782.46	119.28	924.93	699.27	660.45
进出口(人民币)	%		0.90	-0.70	-2.50	-8.10	-5.90	0.40	7.80	13.20	7.10	-7.70	-0.94	-1.12
出口(人民币)	%		-3.10	-0.60	-3.20	-9.00	-8.20	-0.70	15.40	19.60	3.30	-3.50	-3.19	-0.78
进口(人民币)	%		6.40	-0.90	-1.50	-6.70	-2.60	1.80	-1.50	5.60	11.50	-13.30	2.17	-1.57
贸易差额(人民币)	亿元		4,054.7	5,595.8	4,872.7	5,728.4	4,844.3	4,502.9	5,913.2	5,331.9	791.6	6,456.9	4,931.6	4,672.6
<b>中国与主要国家间贸易(当月)</b>		单位	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
美国	对美国出口	%	-8.19	-9.34	-9.53	-23.12	-23.73	-18.24	-6.50	-7.68	-31.75	-14.18	-19.51	-25.43
	从美国进口	%	-3.73	-12.62	-7.89	-11.23	-4.12	-9.88	-3.11	5.64	17.18	-20.06	-7.12	-7.28
	贸易差额	亿美元	308.20	331.86	330.56	303.04	287.21	281.64	296.82	275.95	118.06	294.86	294.59	243.29
欧洲	对欧洲出口	%	-12.56	-11.61	-19.58	-20.62	-12.92	-7.03	3.87	3.38	-16.13	-9.53	-17.50	-10.62
	从欧洲进口	%	5.75	0.15	-5.74	-3.01	-0.70	-0.94	-0.12	3.40	4.86	-14.39	-13.54	-16.25
	贸易差额	亿美元	159.02	176.80	167.33	190.96	190.87	200.65	213.31	207.46	105.30	263.08	196.41	219.34
东盟	对东盟出口	%	-15.10	-15.82	-13.41	-21.43	-16.86	-15.92	4.49	35.43	33.69	-6.75	7.48	5.18
	从东盟进口	%	10.22	-6.96	-5.86	-11.17	-4.06	-4.25	-6.25	-2.17	8.38	-20.21	-7.65	-3.72
	贸易差额	亿美元	47.50	86.63	103.29	117.83	92.19	104.16	154.74	231.47	101.45	170.85	168.69	132.51
日韩	对日韩出口	%	-14.95	-6.72	-17.42	-18.17	-17.77	-16.90	6.00	2.81	21.47	-13.94	-6.52	-8.70
	从日韩进口	%	-8.57	-14.27	-19.51	-18.97	-14.88	-18.59	-21.07	-19.98	-13.50	-36.49	-22.04	-25.23
	贸易差额	亿美元	-29.88	-27.52	-23.20	-16.46	-24.49	-3.71	20.14	-1.69	-10.24	40.18	-14.76	-20.84
<b>主要国家PMI(当月)</b>		单位	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
美国	制造业PMI	%	46.70	49.00	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00
	服务业PMI	%	51.80	53.60	54.50	52.70	53.90	50.30	51.90	51.20	55.10	55.20	49.20	56.50
欧元区	制造业PMI	%	43.10	43.40	43.50	42.70	43.40	44.80	45.80	47.30	48.50	48.80	47.80	47.10
	服务业PMI	%	47.80	48.70	47.90	50.90	52.00	55.10	56.20	55.00	52.70	50.80	49.80	48.50
日本	制造业PMI	%	48.70	48.50	49.60	49.60	49.80	50.60	49.50	49.20	47.70	48.90	48.90	49.00
	服务业PMI	%	51.60	53.80	54.30	53.80	54.00	55.90	55.40	55.00	54.00	52.30	51.10	50.30
全球	制造业PMI	%	48.80	49.20	49.00	48.60	48.70	49.60	49.60	49.60	49.90	49.10	48.70	48.80
	服务业PMI	%	50.40	50.70	51.10	52.70	53.90	55.50	55.40	54.40	52.60	50.00	48.10	48.10

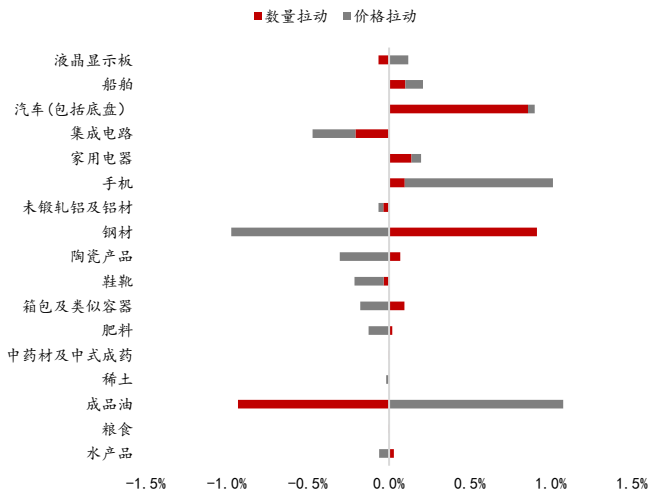
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长



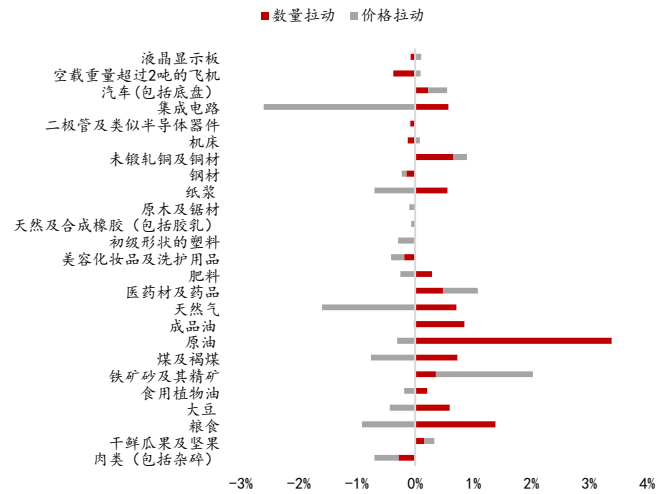
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 10月出口量价分析



资料来源: 海关总署, Wind, 浙商证券研究所

图4: 10月进口量价分析



资料来源: 海关总署, Wind, 浙商证券研究所

风险提示:

中美贸易摩擦超预期恶化, 若中美在贸易领域摩擦超预期, 外贸领域意识形态化冲突将导致我国对美国、欧盟、日韩等亲美的主要贸易对象国出口承压, 冲击我国出口。

海外经济超预期下滑, 若海外经济因风险事件出现大萧条, 则外需大幅回落会大幅冲击我国出口。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>