



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《生产边际放缓——高频数据跟踪
20231106》 - 2023.11.06

高频经济数据跟踪

增速波动，趋势未变

——10月进出口解读 20231108

● 主要数据

以美元计价，10月我国出口2748.3亿美元，同比-6.4%，前值-6.2%，预期（wind一致预期，下同）-3.16%；进口2183亿美元，同比+3.0%，前值-6.3%，预期-4.36%；贸易顺差565.3亿美元，1-10月累计顺差6840.4亿美元。

● 核心观点

10月出口与进口走势方向相反，出口增速超预期回落主要受价格拖累和前期订单减少影响，进口超预期转正则显示内需在政策刺激下呈现向好态势。出口数据体现的是短期扰动，进口数据则是趋势性的延续。10月出口增速回落，并不影响四季度整体改善趋势。以手机、汽车、船舶为代表的高端制造产品对出口的支撑作用仍然较为明显；叠加低基数影响，预计出口短期仍将延续改善趋势。

● 出口：增速回落，趋势未变

10月出口同比增速-6.4%，较上月-0.2 pct；环比-8.1%，为1994年有数据以来环比增速最低值。我们分析出口增速回落的原因：一是出口价格整体回落至1993年有数据以来历史低位；二是海外6-7月订单减少，在10月出口金额上有所反映。

● 产品结构：手机、汽车对出口贡献较大

环比改善幅度较大的为船舶、手机、汽车（含底盘），环比降幅较大的商品为稀土、医疗仪器及器械、玩具。环比拉动程度上，手机、汽车贡献率较大；高新技术产品、集成电路、服装及衣着附件拖累较大。从季节性上看，手机高出口量一般延续至第二年1月前后，低基数影响下，11、12月手机对出口的同比拉动效果仍会较为明显。

● 地区结构：对主要经济体出口环比增速下降

同比看，对欧盟、韩国、日本增速下降，对东盟、美国增速有所回升。环比看，对主要经济体增速降幅均较大。从金额上看，10月对美国出口金额最高，为431.66亿美元，东盟、欧盟分列二三位。

● 进口：环比超季节性，内需稳步恢复

进口同比增速超预期转正，环比增速大幅高于季节性均值，且为1999年以来最高，映射内需在持续的政策刺激下呈现较大程度恢复。

● 风险提示：

流动性超预期收紧，海外景气周期超预期走弱。

目录

1 出口：增速回落，趋势未变	4
2 产品结构：手机、汽车对出口环比拉动贡献较大	5
3 地区结构：对主要经济体出口环比增速下降	7
4 进口：环比超季节性，内需边际恢复	8
5 展望：出口仍将延续边际改善趋势	9
6 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 出口同比增速小幅回落.....	4
图表 2: 出口环比增速弱于季节性.....	4
图表 3: 出口环比正向拉动商品种类减少, 手机、汽车贡献较大.....	6
图表 4: 手机对出口的同比支撑有望持续到明年一月.....	7
图表 5: 对主要经济体出口同比增速整体下降.....	7
图表 6: 对主要经济体出口环比降幅较大.....	7
图表 7: 进口同比增速由负转正.....	8
图表 8: 进口环比增速大幅超季节性.....	8
图表 9: 原油、自动数据处理设备、铁和铜矿对进口同比增速转正贡献较大.....	9

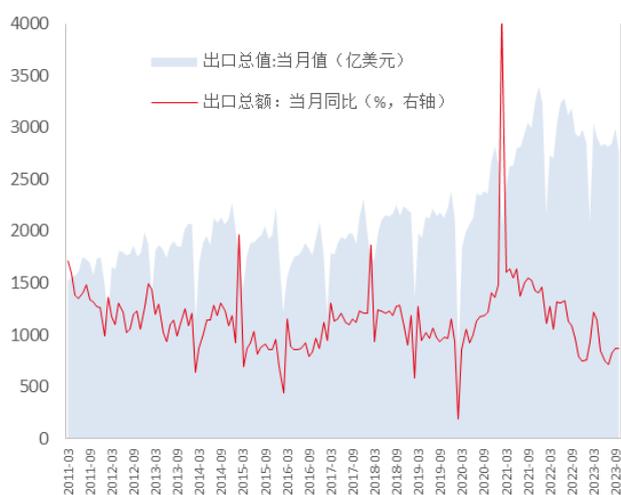
11月7日，海关发布2023年10月我国进出口数据。以美元计价，10月我国出口2748.3亿美元，同比-6.4%，前值-6.2%，预期（wind一致预期，下同）-3.16%；进口2183亿美元，同比+3.0%，前值-6.3%，预期-4.36%；贸易顺差565.3亿美元，1-10月累计顺差6840.4亿美元。

1 出口：增速回落，趋势未变

10月出口同比增速-6.4%，较上月-0.2 pct；环比-8.1%，为1994年有数据以来环比增速最低值。我们分析出口增速回落的原因：一是出口价格整体回落，9月出口价格指数（HS2）降至1993年有数据以来历史低位，10月制造业PMI出厂价格大幅回落5.8个百分点重回景气线下，高频数据也显示10月物价环比整体下降，原油价格回落，对出口形成拖累；二是海外前期订单减少，在10月出口金额上有反映，美国、欧元区制造业PMI分别于6月和7月触及年内最低，我国制造业PMI新出口订单指数6月大幅下降、7月触底，6-7月出口订单减少对10月出口金额产生影响。

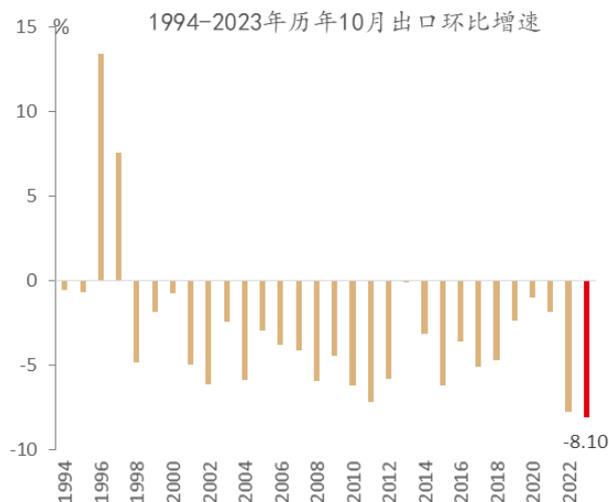
10月出口增速边际回落，并不影响四季度整体改善趋势。以手机、汽车、船舶为代表的高端制造产品对出口的支撑作用逐步显现；叠加低基数影响，预计出口短期仍将延续改善趋势。

图表1：出口同比增速小幅回落



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：出口环比增速弱于季节性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 产品结构：手机、汽车对出口环比拉动贡献较大

环比看，改善幅度较大的为船舶、手机、汽车（含底盘）。环比整体下降，海关监测的 31 类出口重点商品中，出口金额环比正增长的仅为 4 类，负增长的为 27 类。环比正增长的四类重点商品为船舶、手机、汽车（含底盘）、水产品，环比增速分别为+30.1%、+17.2%、+11.8%、+3.4%。环比降幅较大的商品为稀土、医疗仪器及器械、玩具、肥料、集成电路，-29.3%、-20.6%、-19.6%、-18.7%、-17.2%。

同比看，正增长的商品主要集中于机电产品。31 类出口重点商品中，同比正增长的有 8 类，较上月减少 1 类，同比负增长的有 23 类。同比正增长商品主要集中于机电产品，包括汽车（包括底盘）、船舶、手机、家用电器、液晶显示板、汽车零配件等 6 类商品，同比增速分别为+45.0%、+34.2%、+21.8%、+8.0%、+6.2%、+3.4%；成品油同比+10.4%。同比降幅较大的商品为稀土、肥料、陶瓷产品、鞋靴、自动数据处理设备及其零件，-61.0%、-34.0%、-32.6%、-22.0%、-20.2%。

对出口环比拉动效果上，手机、汽车贡献率最大，分别为+0.92%、+0.36%；高新技术产品、集成电路、服装及衣着附件环比拖累较大，分别为-2.25%、-0.78%、-0.77%，机电产品整体拖累为-4.62%。

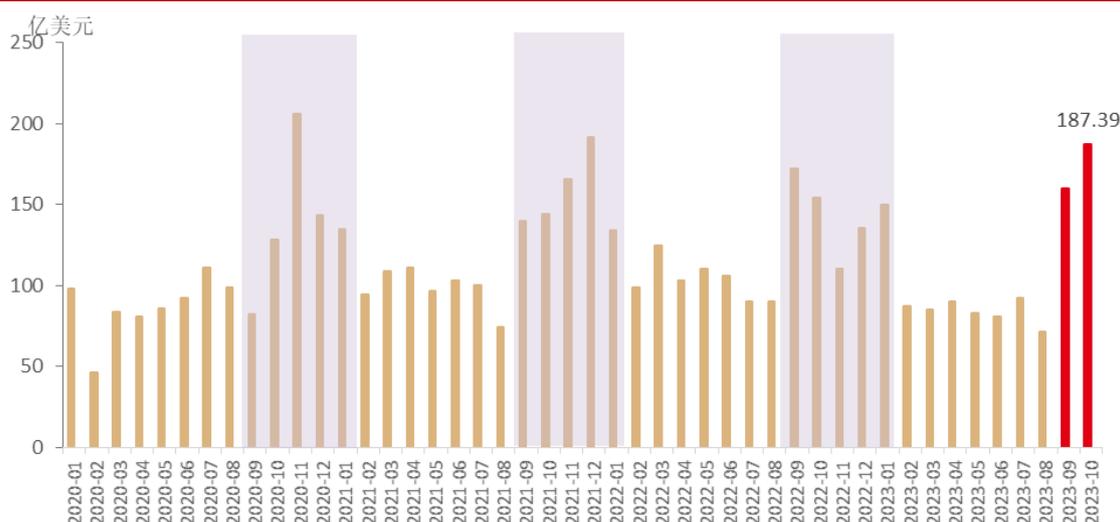
图表3：出口环比正向拉动商品种类减少，手机、汽车贡献较大

商品分类	商品种类	10月同比增速 (%)	9月同比增速 (%)	同比增速变动 (pct)	环比增速 (%)	同比拉动	环比拉动
居民消费品	农产品	-0.02	1.6	-1.6	-0.6	0.00%	-0.02%
	水产品	-9.8	-8.6	-1.2	3.4	-0.06%	0.02%
	粮食	0.05	13.9	-13.8	-0.5	0.00%	0.00%
	中药材及中式成药	-2.0	5.4	-7.3	-12.4	0.00%	0.00%
	塑料制品	-11.3	-5.9	-5.4	-9.5	-0.34%	-0.28%
	箱包及类似容器	-13.6	-9.8	-3.8	-6.1	-0.15%	-0.06%
	纺织纱线、织物及其制品	-5.8	-3.6	-2.2	-8.0	-0.22%	-0.31%
	服装及衣着附件	-10.2	-8.9	-1.3	-15.8	-0.48%	-0.77%
	鞋靴	-22.0	-17.6	-4.4	-11.4	-0.33%	-0.15%
	陶瓷产品	-32.6	-26.2	-6.4	-4.8	-0.34%	-0.04%
	家具及其零件	-9.1	-4.7	-4.4	-1.1	-0.18%	-0.02%
	玩具	-17.4	-15.0	-2.4	-19.6	-0.25%	-0.29%
	手机	21.8	-7.1	28.9	17.2	1.14%	0.92%
	家用电器	8.0	12.4	-4.4	-14.8	0.18%	-0.40%
	汽车(包括底盘)	45.0	45.1	0.0	11.8	1.08%	0.36%
	医疗仪器及器械	-7.5	5.3	-12.8	-20.6	-0.04%	-0.12%
灯具、照明装置及其零件	-15.2	-10.6	-4.6	-10.1	-0.20%	-0.12%	
原料、中间产品及资本品	成品油	10.4	-19.9	30.3	-3.1	0.14%	-0.04%
	稀土	-61.0	-36.8	-24.3	-29.3	-0.02%	-0.01%
	肥料	-34.0	-23.7	-10.4	-18.7	-0.16%	-0.07%
	钢材	-7.1	-5.9	-1.2	-4.2	-0.16%	-0.09%
	未锻轧铝及铝材	-17.8	-19.0	1.2	-5.3	-0.11%	-0.03%
	机电产品	-6.7	-6.1	-0.6	-7.7	-4.04%	-4.62%
	通用机械设备	-1.2	-1.0	-0.1	-12.3	-0.02%	-0.19%
	自动数据处理设备及其零部件	-20.2	-11.6	-8.6	-10.6	-1.34%	-0.62%
	音视频设备及其零件	-7.3	-1.0	-6.3	-12.5	-0.08%	-0.14%
	集成电路	-16.6	-5.0	-11.6	-17.2	-0.76%	-0.78%
	汽车零配件	3.4	11.3	-7.9	-10.4	0.08%	-0.27%
	船舶	34.2	12.0	22.3	30.1	0.24%	0.22%
	液晶显示板	6.2	7.4	-1.2	-15.8	0.04%	-0.14%
	高新技术产品	-9.2	-8.3	-0.9	-8.2	-2.57%	-2.25%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

手机预计在四季度出口中扮演较为重要角色。我们在《出口改善预期延续—9月进出口解读 20231015》报告中曾指出，手机新品发布是9月出口超预期改善的重要因素。而从季节性数据上看，手机高出口量一般延续至第二年1月左右，叠加去年低基数，11和12月手机对出口的同比拉动效果仍会较为明显。

图表4：手机对出口的同比支撑有望持续到明年一月

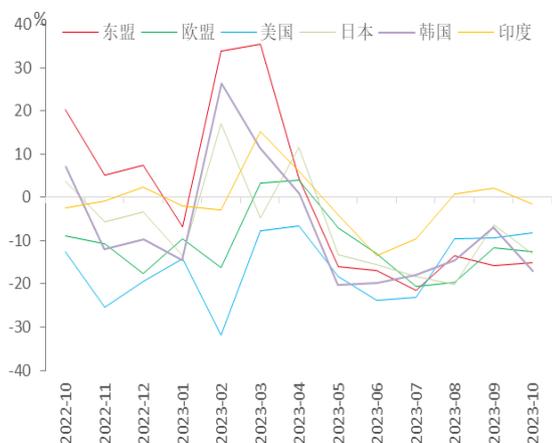


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 地区结构：对主要经济体出口环比增速下降

对主要经济体出口环比增速降幅较大。同比看，对欧盟、韩国、日本增速下降，对东盟、美国增速有所回升。对东盟、欧盟、美国、韩国、日本 10 月同比增速分别为-15.1%、-12.6%、-8.2%、-17.0%、-13.0%，分别较上月+0.7 pct、-1.0 pct、+1.1 pct、-10 pct、-6.5 pct。环比看，对主要经济体增速降幅均较大，对东盟、欧盟、美国、韩国、日本 10 月环比增速分别为-5.7%、-7.1%、-6.2%、-6.3%、-9.5%。从金额上看，10 月我国对美国出口金额最高，为 431.66 亿美元，东盟、欧盟分列二三位。

图表5：对主要经济体出口同比增速整体下降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：对主要经济体出口环比降幅较大

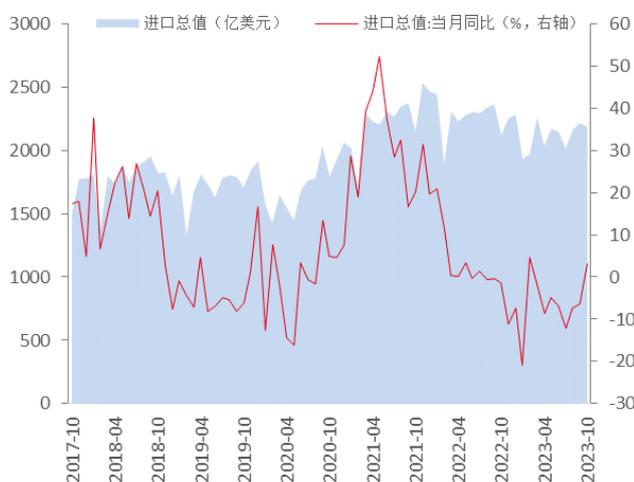


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4 进口：环比超季节性，内需边际恢复

进口超预期改善，环比大幅超季节性。10月进口2181.99亿美元，同比+3.0%，前值-6.3%，高于预期的-4.36%；环比-1.4%，较上月下降3.6 pct。10月进口同比增速超预期转正，环比增速大幅高于季节性均值，且为1999年以来最高。2018-2022年五年，10月环比增速均值为-8.6%，最高/最低值分别为-4.7%/-12.0%，今年10月环比-1.47%，月度季节性降幅大幅收窄，映射内需在持续的政策刺激下边际继续恢复。

图表7：进口同比增速由负转正



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：进口环比增速大幅超季节性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分商品看，原油、自动数据处理设备、铁和铜矿对进口同比增速转正贡献较大。同比看，海关公布的34类（含大类）进口重点商品中，同比增速较上月提升的有27类，下降的有7类。从同比拉动贡献上看，对同比增速由负转正贡献较大的产品有原油、自动数据处理设备及其零部件、铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿、高新技术产品、医药材及药品，贡献度分别为+1.2%、+1.1%、+1.0%、+0.6%、+0.6%、+0.6%。**环比看，**环比正增长的有12类，负增长的有22类。环比增速较快的为自动数据处理设备及其零部件、汽车（含底盘）、原油，分别为+27.4%、+15.3%、+12.2%。从环比拉动贡献上看，原油、自动数据处理设备及其零部件、汽车（含底盘）贡献较大，贡献度分别为+1.6%、+0.6%、+0.3%。

图表9：原油、自动数据处理设备、铁和铜矿对进口同比增速转正贡献较大

商品名称	10月同比增速(%)	9月同比增速(%)	同比增速变动(pct)	环比增速	同比拉动	环比拉动
农产品*	-0.9	-12.0	11.1	-6.3%	-0.1%	-0.5%
肉类(包括杂碎)	-32.0	-28.5	-3.5	-9.4%	-0.4%	-0.1%
干鲜瓜果及坚果	48.8	63.0	-14.2	-22.8%	0.2%	-0.1%
粮食	8.9	-22.6	31.4	-14.1%	0.2%	-0.3%
大豆	2.7	-26.3	29.0	-27.7%	0.0%	-0.5%
食用植物油	-0.3	-10.8	10.5	5.0%	0.0%	0.0%
铁矿砂及其精矿	22.1	4.0	18.0	3.9%	1.0%	0.2%
铜矿砂及其精矿	34.9	6.8	28.0	2.5%	0.6%	0.1%
煤及褐煤	-4.2	0.6	-4.8	-11.0%	-0.1%	-0.2%
原油	8.4	0.0	8.4	12.2%	1.2%	1.6%
成品油	56.2	66.4	-10.3	-3.9%	0.4%	0.0%
天然气	-22.1	-33.8	11.8	-11.5%	-0.6%	-0.2%
稀土	-28.3	14.4	-42.6	-20.2%	0.0%	0.0%
医药材及药品	43.0	24.4	18.6	-4.2%	0.6%	-0.1%
肥料	9.5	-14.5	23.9	0.8%	0.0%	0.0%
美容化妆品及洗护用品	-24.8	-23.5	-1.3	4.3%	-0.3%	0.0%
初级形状的塑料	-11.1	-16.8	5.7	-1.9%	-0.2%	0.0%
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-10.5	-18.5	7.9	2.8%	-0.1%	0.0%
原木及锯材	-13.6	-25.9	12.3	2.9%	-0.1%	0.0%
纸浆	-11.9	-15.4	3.5	-5.9%	-0.1%	0.0%
纺织纱线、织物及其制品	32.4	21.6	10.8	-3.4%	0.1%	0.0%
钢材	-23.2	-25.6	2.4	-3.1%	-0.1%	0.0%
未锻轧铜及铜材	28.1	-1.2	29.3	2.4%	0.4%	0.0%
机电产品*	0.3	-9.9	10.2	-1.7%	0.1%	-0.7%
机床	-12.3	2.6	-14.9	-2.4%	0.0%	0.0%
自动数据处理设备及其零部件	60.0	-5.5	65.5	27.4%	1.1%	0.6%
二极管及类似半导体器件	-8.1	-19.1	11.0	-1.6%	-0.1%	0.0%
集成电路	-10.0	-17.0	7.0	-4.1%	-1.6%	-0.6%
汽车(包括底盘)	11.8	-8.2	20.0	15.3%	0.2%	0.3%
汽车零配件	2.7	1.0	1.6	-13.7%	0.0%	-0.2%
空载重量超过2吨的飞机	-46.0	-56.4	10.4	-8.7%	-0.2%	0.0%
液晶平板显示模组	0.2	-9.5	9.7	0.02%	0.0%	0.0%
医疗仪器及器械	1.6	-4.0	5.5	-12.6%	0.0%	-0.1%
高新技术产品*	2.0	-10.7	12.7	-1.7%	0.6%	-0.5%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5 展望：出口仍将延续边际改善趋势

10月出口与进口走势方向相反，出口增速超预期回落主要受价格拖累和前期订单减少影响，进口超预期转正则显示内需的政策刺激下呈现向好态势。出口数据体现的是短期扰动，进口数据则是趋势性的延续。10月出口增速回落，并不影响四季度整体改善趋势。以手机、汽车、船舶为代表的高端制造产品对出口的支撑作用仍然较为明显；叠加低基数影响，预计出口短期仍将延续改善趋势。

6 风险提示

流动性超预期收紧，海外景气周期超预期走弱。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048