

出口下滑超预期、CPI再转负，稳增长压力仍然较大

2023年11月6日-11月12日周报

报告摘要

◆ 鲍威尔发表“鹰派言论”，市场对美联储加息已近尾声预期不变

北京时间11月10日凌晨，美联储主席鲍威尔在国际货币基金组织举办的专家小组会议上发表讲话，释放了“鹰派”信号。他表示，他和美联储的其他政策制定者们对美国通胀放缓的步伐感到鼓舞，但不确定是否采取了足够的措施来保持这一势头，预计将通胀率持续降至2%的过程还有很长的路要走。鲍威尔指出，通胀仍远高于美联储希望看到的水平。除鲍威尔之外，本周亦有其他美联储官员发表相对鹰派言论。美联储理事鲍曼表示，她预计美联储将需要进一步加息以及降低通胀，尽管她支持维持利率稳定以评估经济数据的决定。明尼阿波利斯联邦储备银行总裁卡什卡利表示他倾向于过度紧缩，而不是紧缩不足。

总体上，我们仍然认为除非通胀在油价大幅波动或其他因素冲击下，显现出超预期的坚韧或反弹，否则美联储重启加息的概率不大，7月即为本轮加息周期的最后一次加息。当前美国通胀仍在趋缓，且美债收益率仍处高位，美国金融环境持续收紧之下，美联储继续加息的必要性下降。此外，从预期管理的角度，临近加息周期的尾声，鲍威尔不放弃进一步加息空间甚至偏鹰的表态是合理的，否则容易引起市场抢跑交易美联储降息，影响通胀预期。

截止11月11日，CME数据显示，美联储12月会议继续维持联邦基金目标利率不变的概率仍高达90.9%，美联储开启降息的时间点仍为明年6月。

◆ 出口同比增速降幅超预期扩大，进口同比增速由负转正

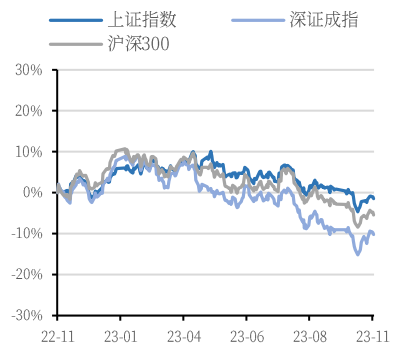
据海关统计，以美元计价，2023年10月，我国实现出口总值2748.3亿美元，环比-8.1%，同比-6.4%，弱于市场预期(-3.07%)，同比增速降幅较上月扩大0.2PCTS。10月实现进口总值2183.0亿美元，环比-1.4%，同比3.0%，强于市场预期(-4.33%)，同比增速降幅较上月大幅上行9.3PCTS。出口金额环比下行带动10月贸易顺差录得565.3亿美元，环比-27.4%。

分产业类别看，以美元计价，10月汽车产业链和船舶制造的表现延续坚韧，手机(1.14%)、汽车和汽车底盘(1.08%)、船舶(0.24%)和家用电器(0.18%)在内的6个品类对出口的拉动保持正向作用，较9月减少1个。带动出口同比增速下滑超过1个百分点的除了机电产品(-4.04%)和高新技术产品(-2.57%)，10月还新增了自动数据处理设备及其零部件(-1.34%)。环比来看，仅有6个品类对出口同比拉动的负向作用减缓，其中手机对总体出口同比增速的拉动力环比改善幅度最大，达到1.52PCTS。分出口目的地看，按美元计价，除了对俄罗斯(0.43%)和澳大利亚(0.13%)出口金额对同比拉动呈正向作用外，对其余国家出口对同比的拉动力均落入

主要数据

上证指数	3038.9699
沪深300	3586.4893
深证成指	9978.5418

主要指数走势图



作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-11-08

出口同比增速降幅超预期扩大，进口同比增速由负转正 —2023-11-08

海外流动性收紧状况有望减轻，国内制造业景气度边际下滑 —2023-11-06

负区间。环比来看，在列入统计的 15 个出口对象中，10 月我国澳大利亚 (+0.57PCTS)、中国香港 (+0.50PCTS)、美国 (+0.18PCTS) 和东盟 (+0.09PCTS) 出口环比改善。从量价关系角度，手机品类量价齐升，支撑手机在 10 月出口表现突出。船舶价格大幅上升，抵消了出口量下滑带来的负面影响；而家用电器出口量同比大幅上涨，带动该品类对本月出口同比增速起到了正向拉动作用。

7 月出口同比增速见底，8 月和 9 月连续上行带动出口预期改善。外需季节性走弱叠加欧美需求不振，10 月出口同比增速再次转头向下，与 10 月 PMI 走势呼应。10 月的制造业 PMI 景气度回落，录得 49.5%，打破了连续 5 个月以来的涨势，重回荣枯线以下。新订单指数录得 49.5%，较上月环比下行 1PCTS，说明市场需求有所回落。新出口订单今年初到达高点 52.4% 后随即下行，截止 10 月已经连续 7 个月位于荣枯线之下，显示当前外需仍有待恢复。

往后看，我们对外需的支撑仍保有信心。基本上，美国经济短期内陷入衰退的可能性仍然较低，11 月议息会议上美联储对经济前景更加乐观，鲍威尔会后发言称，此前可能低估了个人和小企业资产负债表的韧性以及就业持续扩张对于消费动能的支撑，并且承认美联储在本次会议中没有将衰退情形重新纳入预测中。政治层面，近期中美高层外交互动频繁，9 月底中美宣布成立经济领域工作组，恢复了定期会面机制。美国作为中国主要的贸易伙伴之一，两国关系缓和或能带动外需改善。此外，近期中澳关系亦有所改善，中国商务部明确表示，中方愿与澳方进行合作，在解决大麦争端后，推动其他贸易争端顺利解决，强化两国的合作与互信。最后，11 月包含了万圣节、感恩节等系列节庆，欧美需求或脉冲式上升，对外需起到一定的支撑作用。我国政府推出多项措施促进外贸平稳健康发展。11 月 5 日，主题为“新时代，共享未来”的第六届中国国际进口博览会在上海市开幕，体现我国致力于高水平开放、坚定贸易合作的决心和信心，有利于吸引外商投资、促进出口复苏。

◆ 10 月 CPI 同比转负，年内转正难度加大

10 月 CPI 环比录得 +0.1%，较上月 -0.3PCTS，较近 10 年均值低 0.2PCTS。10 月核心 CPI 环比录得 0，较上月 -0.1PCTS，比近 10 年同月环比均值低 0.1PCTS，显示扣除价格波动较大的食品项和能源项后，10 月核心 CPI 环比略弱于季节性。

10 月 CPI 同比为 -0.2%，较上月 -0.2PCTS，弱于市场预期的 -0.1%。分食品和非食品看，10 月食品项和非食品项 CPI 同比分别 -4.0% 和 +0.7%，分别较上月 -0.8% 和与上月相同。

10 月 CPI 同比转负，主要系猪肉、蛋类等价格同比下跌影响下，食品项同比跌幅较 9 月明显加大，其余 7 项中，因国内汽油价格上行，交通和通信项跌幅较 9 月缩窄，除交通通信项外的其余 6 项同比涨跌幅与 9 月相近。去除食品和能源后，10 月核心 CPI 同比为 +0.6%，较 9 月 -0.2PCTS，结合核心 CPI 环比亦下行且弱于季节性，显示排除食品和能源扰动因素后，10 月的“真实”通胀有所走弱，反映出居民消费水平仍需提升。

往后看，11 月和 12 月 CPI 同比能否转正存在一定不确定性：从翘尾因素看，11 月和 12 月翘尾因素对 CPI 同比的拖累作用将下降；从核心 CPI 走势看，10 月核心 CPI 环比和同比均走弱，显示当前时点复苏进度偏慢的消费对核心 CPI 仍然有所拖累；从关键商品价格看，去年同期猪肉和原油价格仍然高于今年价格，虽然去年 11 月

和 12 月猪肉价格和原油价格持续下行，但截止 11 月 11 日的数据显示，今年 10 月和 11 月猪肉和原油价格均处在下降通道中。因此，今年 11 月和 12 月，猪肉和原油价格预计将继续拖累 CPI 同比。

10 月，PPI 同比-2.6%，较上月-0.1PCTS，环比为 0，较上月-0.4PCTS。10 月 PPIRM 同比-3.7%，较上月-0.1PCTS，环比为+0.2%，较上月-0.4PCTS。从工业子行业角度，2023 年 10 月，30 个子行业中，有 14 个子行业 PPI 环比为正，与 7、8 和 9 月的 13、14 和 15 个子行业相近。截止目前统计局公布的数据看，10 月 50 种生产资料中有 17 种价格环比上行，与 7、8 和 9 月的 39、34 和 35 种相比减少较多。结合 10 月制造业 PMI 再次录得荣枯线之下以及翘尾因素走势，预计年内 PPI 同比难以转正。

◆ 资金利率边际抬升，11 月 MLF 或延续增量续作

跨月形成的高额逆回购滚续余波仍存，本周央行公开操作规模仍维持万亿以上规模。11 月 6 日至 11 月 10 日，央行累计投放 7D 逆回购 12500 亿元，中标利率 1.80%，逆回购到期量 18980 亿元，通过逆回购回收流动性 6480 亿元。公开市场操作回收大量流动性，叠加年底政府债发行供给高峰抬升流动性需求，本周资金利率边际抬升，重回政策利率之上。截止 11 月 10 日，DR007 报收 1.85%，较上周五上行 9BP；SHIBOR1W 报收 1.83%，较上周五上行 9BP。

往后看，下周 11 月 MLF 到期量高达 8500 亿元，是年内的最高水准。近期系列会议，包括中央金融工作会议、2023 年金融街论坛年会上，央行均表态“保持流动性合理充裕”，宽松的货币政策基调并未转向。因此在下周 MLF 较高的到期压力之下，央行延续超额续作的可能性很高。另一方面，在年底各地方政府债专项债的发行压力下，央行或通过降准释放中长期流动性，满足市场流动性需求。最后，本周投放 7D 逆回购规模仍然超万亿，为了防止巨额逆回购到期对资金市场形成冲击，下周央行公开市场操作规模仍将处于高位，多重因素影响下，货币市场资金利率波动或加大。

◆ 外部环境转松，中央金融工作会议强调人民币汇率“稳预期”

截至 11 月 10 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.64%，较上周五下行 2BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.61%，较上周五上行 4BP。美元指数截至本周五报收 105.81，美元兑人民币即期汇率周内回落至 7.3 下方。

11 月 3 日美国发布最新的非农就业报告显示美国就业市场开始降温，10 月美国季调后非农就业人口增加 15 万人，创下 6 月以来的最小月度增幅，远远低于市场预期的 18 万人，与此对应的是，美国 10 月失业率回升至 3.9%，创下 2022 年 1 月以来的最高水平。美联储长期的高利率对经济活动的抑制作用开始显现，叠加美联储在 11 月议息会议上释放的鸽派信号，市场的加息预期大幅降温，美元指数跌至 105.05，10 年期美债收益率周三报收 4.49%，人民币汇率的外部环境转松。内部方面，近期中央金融工作会议强调，“加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，释放了较强的稳预期信号。往后看，中央出台多项政策积极化解地方债务，助力经济筑底向好，内外因素综合影响下，人民币汇率有望企稳回升。

◆ 基本面压力趋缓，债市情绪持续转暖

11 月发布的多项经济数据不及预期，债市基本面压力趋缓。截止 11 月 10 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.64%，较上周五下行 2BP。外需季节性走弱叠加欧美需求不振，10 月出口同比增速再次转头向下，与 10 月 PMI 走势呼应。10 月的制造业 PMI

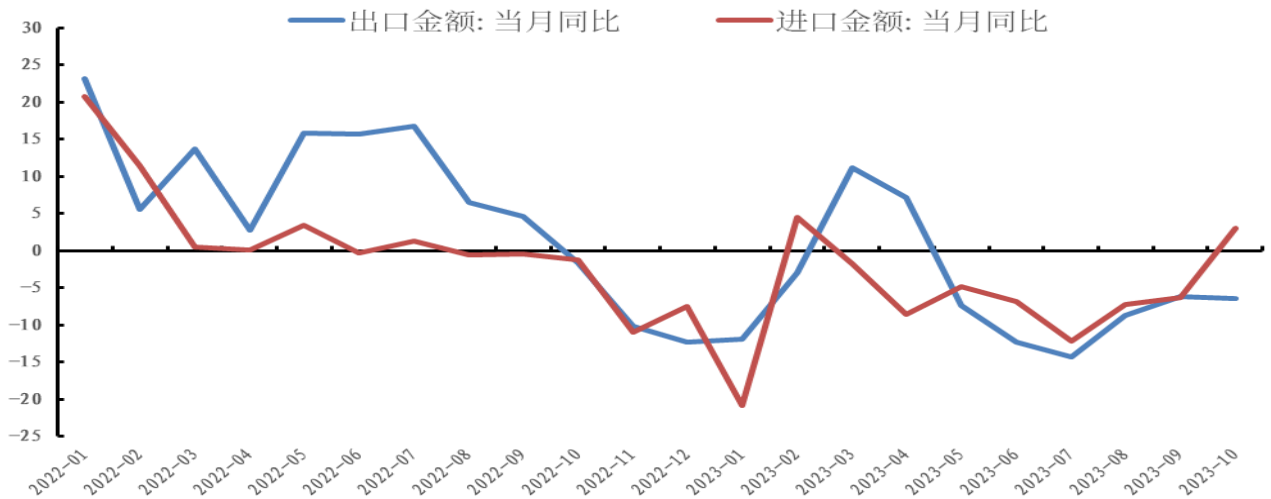
景气度回落，录得 49.5%，打破了连续 5 个月以来的涨势，重回荣枯线以下。新订单指数录得 49.5%，较上月环比下行 1PCTS，说明市场需求有所回落。新出口订单今年初到达高点 52.4%后随即下行，截止 10 月已经连续 7 个月位于荣枯线之下，显示当前外需仍有待恢复，外需对我国经济增长仍有一定的拖累作用。

在猪价同期高基数影响下，10 月 CPI 同比再度回到了负区间，录得-0.2%，是今年 7 月以来的第二次转负，PPI 同比录得-2.6%，相较于上月降幅扩大，显示我国当前内需恢复也不及预期。往后看，前期宽财政带来的利空出尽，年底前基本面对债市的压力或趋缓。短期内债市最大的变量仍来自于资金面，政府债发行缴款对流动性的压力或使得年底之前资金面持续偏紧，使得债市波动加大，但总的来说，在基本面修复底色得到验证之前，宽松的货币政策基调下，债市长端收益率仍处于下行趋势中。

信用债市场交易情绪转暖。本周各等级、各期限信用债和城投债收益率全面下行。截止 11 月 10 日,AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前下行 0.03BP, 录得 2.88%; 信用利差较一周前下行 2.03BP, 录得 37.36BP。城投债方面, AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.91%, 较一周前下行 0.64 BP, 信用利差录得 40.40BP, 较一周前下行 2.64BP。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 出口和进口同比走势 (%)



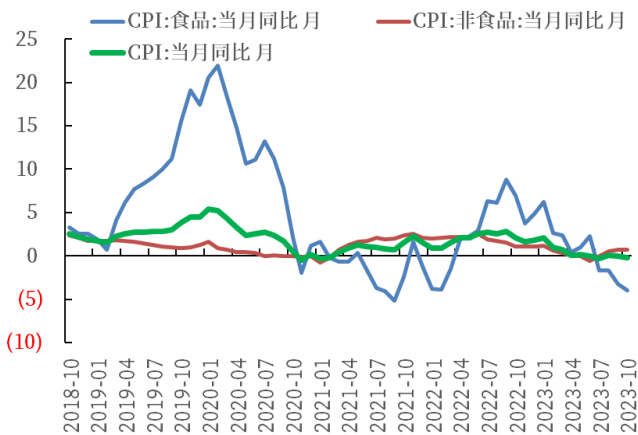
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 出口量价拆分 (%)

出口品	2023-10		2023-09		2023-08		2023-07		2023-06	
	价	量	价	量	价	量	价	量	价	量
水海产品	-14.6%	5.6%	-8.6%	0.0%	-9.7%	-3.3%	-10.2%	-9.4%	-16.5%	-6.5%
粮食	6.7%	-6.2%	-1.8%	16.0%	20.9%	-25.0%	12.3%	-17.1%	26.6%	-36.4%
成品油(海关口径)	-4.8%	16.0%	-17.0%	-3.5%	-27.4%	23.2%	-32.8%	55.7%	-27.1%	40.9%
稀土	-67.3%	19.1%	-30.4%	-9.1%	-47.8%	30.0%	-60.8%	49.2%	-42.1%	17.4%
中药材及中式成药	7.0%	-8.4%	-	-	-	-	-	-	-	-
肥料	-37.7%	5.9%	-36.4%	20.1%	-49.9%	22.7%	-48.8%	43.3%	-39.1%	52.2%
箱包及类似容器	-22.6%	11.6%	-19.1%	11.5%	-21.0%	15.4%	-14.8%	3.4%	-11.0%	6.7%
鞋靴	-19.6%	-3.0%	-20.0%	3.0%	-20.3%	-2.2%	-14.1%	-12.2%	-12.4%	-10.1%
陶瓷产品	-38.2%	9.1%	-36.8%	16.8%	-28.7%	7.9%	-24.0%	-3.8%	-27.0%	-1.7%
钢材	-39.4%	53.3%	-41.9%	61.8%	-48.4%	34.6%	-46.1%	9.6%	-42.4%	-0.7%
未锻造的铝及铝材	-10.5%	-8.1%	-14.8%	-5.0%	-17.1%	-9.3%	-16.8%	-24.9%	-20.4%	-18.9%
手机	10.7%	10.1%	-12.0%	5.5%	-16.7%	-4.6%	3.7%	-1.4%	-12.3%	-12.6%
家用电器	-10.8%	21.0%	-8.6%	23.0%	-12.1%	26.7%	-7.0%	3.7%	-5.6%	10.0%
集成电路	-20.9%	5.4%	-8.9%	4.3%	-14.1%	11.1%	-16.5%	2.1%	-17.7%	-2.0%
汽车和汽车底盘	-3.7%	50.6%	4.5%	38.9%	-4.8%	41.9%	12.5%	63.0%	28.0%	64.0%
船舶	131.9%	-42.1%	-3.3%	15.7%	48.8%	-5.4%	89.6%	-3.8%	-12.9%	-12.7%

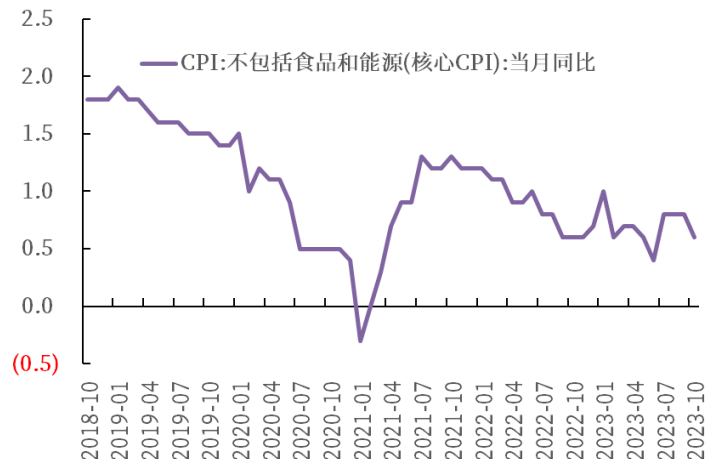
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 同比走势 (%)



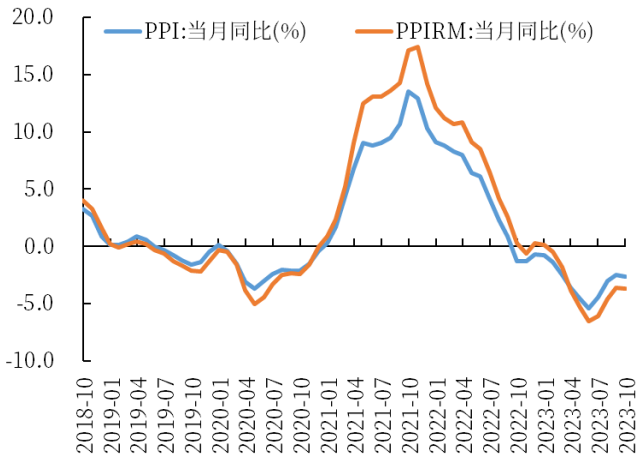
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 核心 CPI 同比走势 (%)



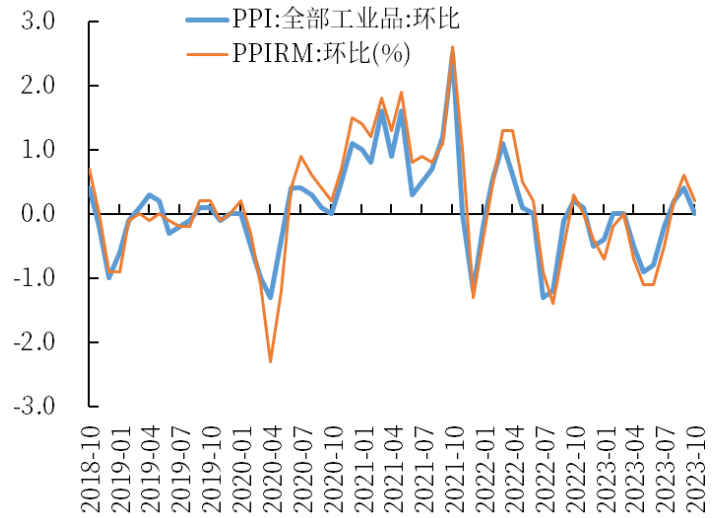
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 PPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 CPI 分项同比和环比 (%)

	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
CPI: 当月同比	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20	0.10	0.70	1.00	2.10	1.80	1.60	2.10
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-2.10	-1.50	-0.50	-0.50	2.00	1.20	0.80	2.10	2.10	4.70	3.70	3.00	5.20
CPI: 衣着: 当月同比	1.10	1.10	1.10	1.40	0.90	0.90	0.80	0.70	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
CPI: 居住: 当月同比	0.30	0.20	0.10	0.10	0.00	-0.20	-0.20	-0.30	-0.10	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	-0.50	-0.40	-0.50	-0.20	-0.50	-0.10	0.10	0.70	1.40	1.60	1.50	1.50	1.40
CPI: 交通和通信: 当月同比	-0.90	-1.30	-2.10	-4.70	-6.50	-3.90	-3.30	-1.90	0.10	2.00	2.80	2.90	3.10
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	2.30	2.50	2.50	2.40	1.50	1.70	1.90	1.40	1.20	2.40	1.40	1.30	1.20
CPI: 医疗保健: 当月同比	1.30	1.30	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00	0.80	0.80	0.60	0.50	0.50
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	3.60	3.90	3.40	4.10	2.40	3.10	3.50	2.50	2.60	3.10	2.80	2.30	1.90
CPI: 环比	-0.10	0.20	0.30	0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.30	-0.50	0.80	0.00	-0.20	0.10
CPI: 食品烟酒: 环比	-0.40	0.20	0.40	-0.60	-0.20	-0.40	-0.60	-0.90	-1.30	2.00	0.40	-0.50	0.20
CPI: 衣着: 环比	0.20	0.80	-0.10	-0.30	-0.20	0.40	-0.10	0.50	-0.10	-0.50	0.10	0.30	0.30
CPI: 居住: 环比	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	-0.10	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.10	0.00	-0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.10	0.10	-0.30	0.60	-0.50	0.00	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.30	-0.30	0.30
CPI: 交通和通信: 环比	0.00	0.10	1.00	1.20	-0.50	-0.60	-0.40	-0.40	-0.50	0.20	-1.40	0.10	-0.40
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.40	0.20	1.30	-0.20	-0.10	0.50	-0.10	-0.80	1.30	0.10	-0.40	0.20
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.20	0.30	0.00	0.00	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10	0.40	-0.10	0.40

资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637