

2023年11月13日

进口的回升趋势

固定收益研究团队

——2023年10月进出口数据点评

陈曦（分析师）

张鑫楠（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030068

10月，按美元计价，我国出口当月同比-6.4%（前值-6.2%，下同），进口当月同比+3.0%（-6.2%）。

● 进口回升趋势已经形成

进口金额的当月同比，是2023年3月以来的首次回正，内需的改善情况是更好的。实际上，进口从2023年7月就已经出现了改善的趋势，在7月的进口底部之后，同比就出现了持续的回升。

从长周期来看，历次进口金额同比的低点，也对应着经济的低点；历次进口金额同比转正的节点，也都是经济从底部开始的恢复期。比如进口在2015年底见底，2016年三季度；在2020年初见底，在2020年中转正。事实上，上述历次的关键节点对应的正是经济的复苏。

如果结合PMI和PPI指标的大趋势上的改善来看，可以进一步印证，经济正处在从周期底部回升的态势，而内需正是支撑经济复苏的主力。

● 出口波动的原因

出口的情况在连续三个月出现改善后，10月超预期回落，其实，从10月PMI新出口订单指标的回落，也能够提前感知到出口改善出现了波动。

那么，就要从几个方面来观测影响出口的原因：

(1) 首先，外需的景气程度，10月全球经济景气程度是有所回落的，全球制造业PMI、美国制造业PMI、欧元区制造业PMI较9月份是有一定程度的回落的。其中，美国的回落程度较大，并且，美国10月劳动力市场也在超预期放缓。

(2) 另外，除了外部经济的景气程度，还需要观测10月我国生产等情况。因为10月是国庆假期，企业开工会受到影响，出口金额向来会在10月期间出现回落。而本次的国庆假期和中秋假期相连，形成了疫情放开之后的最长假期，这就导致10月的实际开工天数事实上会更少，从而进一步影响出口。

这一点从10月的PMI就能够直接体现，其他相关的指标也可以验证，比如CCFI指数、宁波港吞吐量、上海港吞吐量都有所回落，但全球集装箱船运力同比涨幅只小幅收窄。

后续国内的假期扰动会减弱，需要关注外需的情况，比如半导体销售额同比、OECD领先指标，两者代表了美国等地区的制造业情况。如果外需的制造业能够保持恢复的态势，或许可以支撑出口。

● 转口贸易导致统计口径差异

另外，海关在三季度发布会上曾提到双边贸易的统计数据差异问题，举个例子，也就是中国向美国出口的金额和美国从中国进口的金额是不完全一致的。

在理论上，这个数值是应该相同的。但是，由于离岸价和到岸价的差异、统计汇率的差异，还有最重要的一点也就是转口贸易中对最终产地的认定不同，就会导致双方的统计口径差异。

离岸价低于到岸价是2020年以前中国对美出口金额小于美国对中国进口金额的主要原因。

2020年疫情之后，由于从中国香港等地区的转口贸易增多，逐渐中国对美出口金额开始高于美国对中国的进口金额。

● 债市需要关注资金面影响

十年国债和国债期货在8月底开始，伴随着经济、价格的回升，已经出现了一波走弱，随着后续国债的发行，需要关注宽财政对资金利率的影响。

另外，如果在中央财政支撑下，基建逆周期调节能够带动经济持续复苏加快，那么就是另一个对债市谨慎的理由，在此之前建议保持中性久期。

● **风险提示：**政策变化超预期；海外经济变化超预期；价格水平变化超预期。

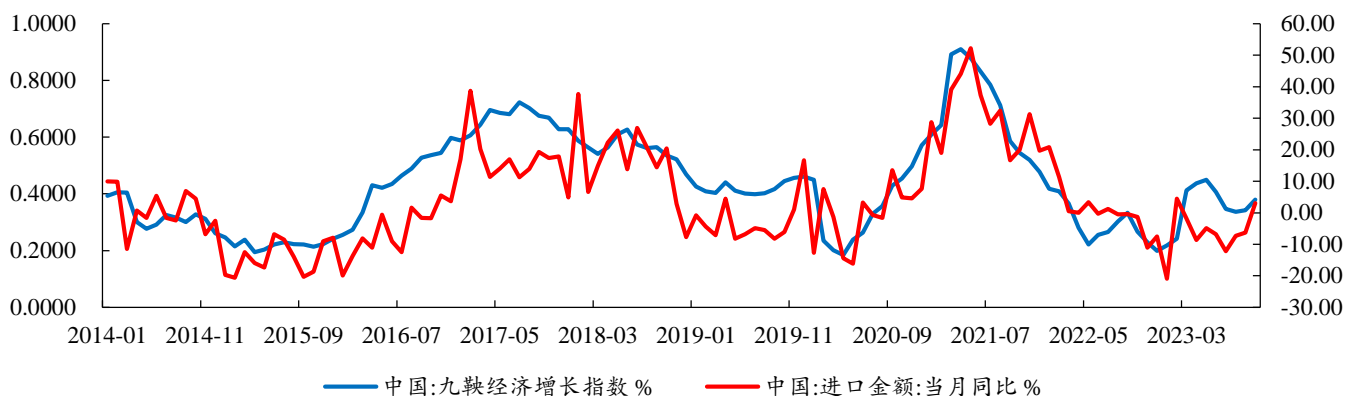
相关研究报告

《资金面紧张可能不是降息降准的“必要条件”——对近期降准预期升温的看法》-2023.11.13

《整体上行，中小转债表现占优——可转债周报》-2023.11.12

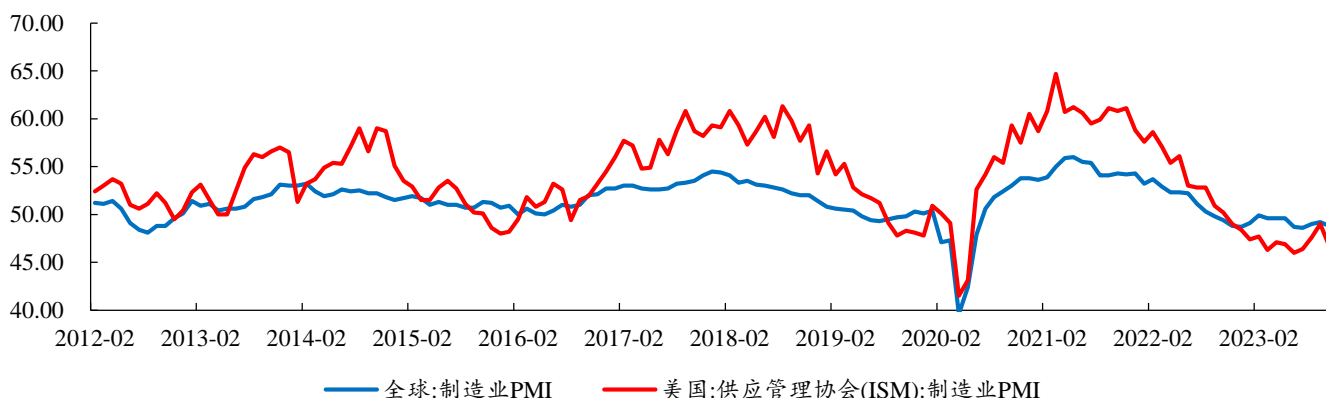
《政策逆周期，债市偏防御——固定收益2024年投资策略》-2023.11.7

附图 1：内需正在支撑经济



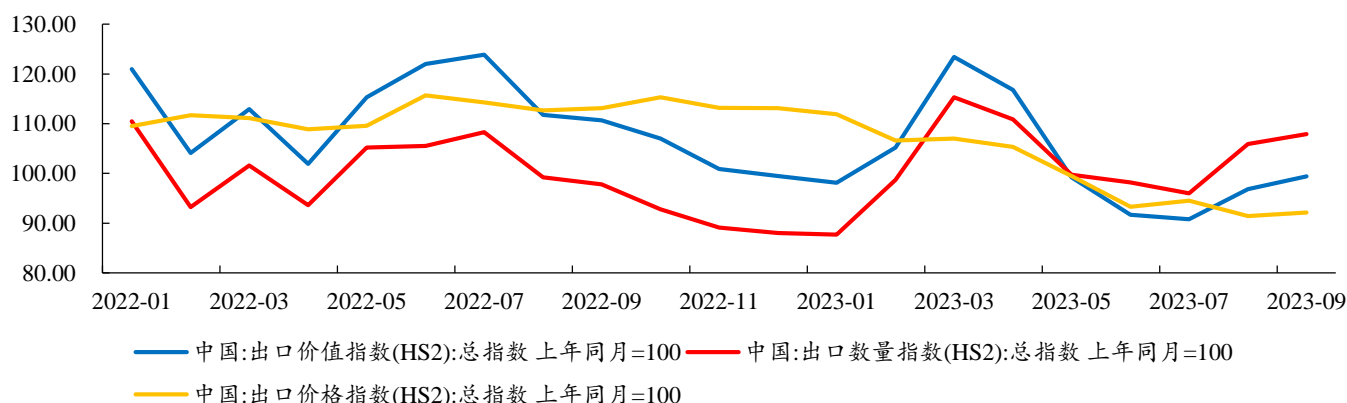
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：全球制造业经济景气度下降



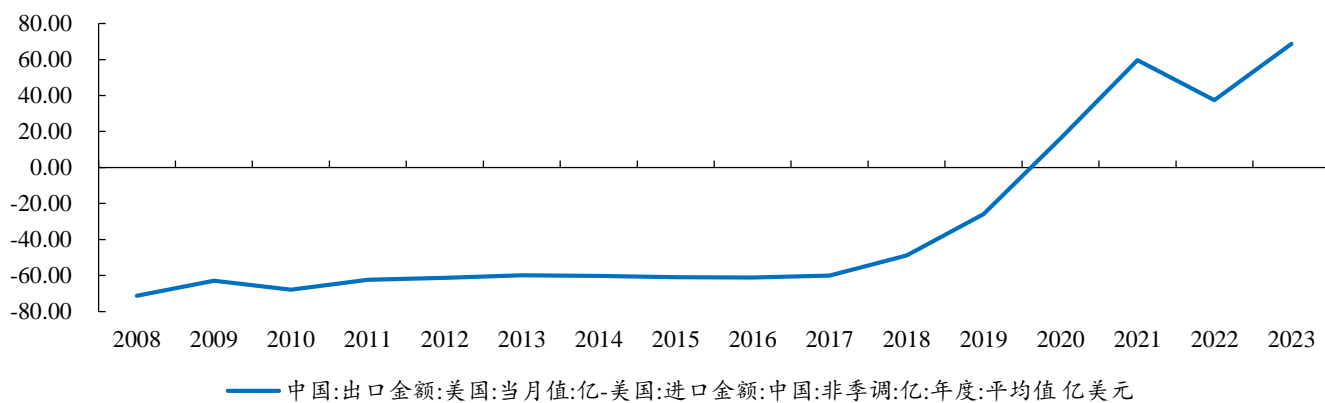
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：截至到 9 月，出口的主要拖累是价格因素



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：中美双边贸易统计口径差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn