

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

崔紫涵
研究助理
cuizihan@sczq.com.cn
电话：86-10-81152670

相关研究

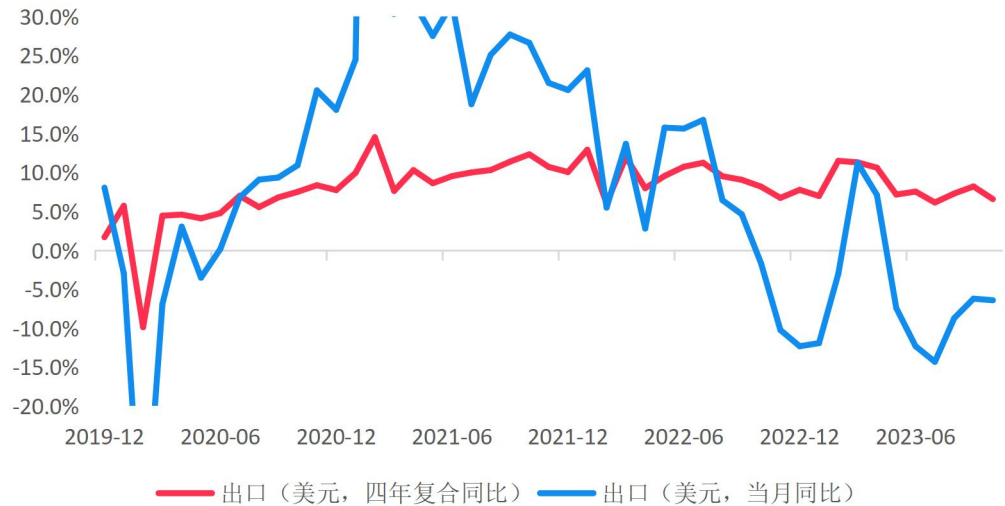
- 宏观经济周报：国内股债反弹进入后期
- 9月经济数据点评：经济温和修复，消费改善明显
- 9月外贸数据点评：出口延续改善，“量”好于“价”

- 事件：11月7日，海关总署公布外贸数据，中国10月出口（以美元计价）同比-6.4%，预期-3.5%，前值-6.2%；进口（以美元计价）同比3.0%，预期-4.3%，前值-6.3%；贸易顺差为565.3亿美元，前值778.3亿美元。
 - 中国10月出口大幅不及预期，剔除基数效应的出口四年复合同比为6.6%，同样较上月回落，除8、9月出口大幅反弹对10月出口造成一定透支外，海外需求低迷对出口也有一定压制。10月出口可能主要系实际量下滑拖累，根据HS2出口价格指数剔除价格因素影响后（10月为预测值），10月出口量四年复合同比较上月大幅回落，而价格因素可能对出口增速已产生正向拉动。
 - 外需整体不振，10月全球PMI数据显示全球经济景气度整体仍较弱，日韩有一定韧性，欧元区PMI延续小幅下行，主要受汽车工人罢工事件影响，美国10月ISM制造业PMI大幅下行。东亚地区主要出口经济体10月出口整体走弱，除越南延续回升态势外，韩国、中国台湾出口金额四年复合同比较上月均有所回落。
 - 出口国别方面，东盟、欧盟和美国仍是主要拖累，分别同比拉动-2.5%、-1.9%和-1.3%，占比达到87%。剔除基数效应后，10月中国对日韩出口四年复合同比基本持平于前值，而东盟、欧盟和美国四年复合同比较前值明显下滑，一定程度上可与各国PMI数据相互验证。
 - 出口分项方面，10月出口仍然主要受机电产品和高新技术产品的拖累，分别同比拉动-4.0%和-2.6%。机电产品中，自动数据处理设备和集成电路较前值下滑明显，同比分别拉动约-1.3%和-0.8%。另外，手机和汽车表现较为亮眼，同比分别拉动出口1.14%和1.08%。
 - 中国10月进口同比由负转正，即使剔除基数效应，10月进口金额四年复合同比为6.3%，较上月依旧回升0.9个百分点，可能预示着国内需求的反弹。10月进口增速超预期回升，价格因素影响不大，主要系实际量的拉动。从进口分项看，铁矿砂及其精矿、机电、高新技术产品、农产品和原油等进口全线走强，四年复合同比分别较上月抬升5.4%、1.5%、1.1%、1.0%和0.3%。
 - 往后看，我们认为，伴随国内政策边际转暖和经济上修，进口可能有一定支撑。出口短期内可能有一定波动，但美国经济软着陆的概率增加，若全球经济延续修复趋势，伴随海外进入补库周期，中国出口增速降幅或继续收窄。
- 风险提示：稳增长政策不及预期；海外经济修复不及预期

1 外需不振，出口再次回落

10月出口大幅不及预期，（以美元计价）同比-6.4%（预期-3.5%，前值-6.2%），剔除基数效应的出口四年复合同比为6.6%，同样较上月回落，除8、9月出口大幅反弹对10月出口造成一定透支外，海外需求低迷对出口也有一定压制。

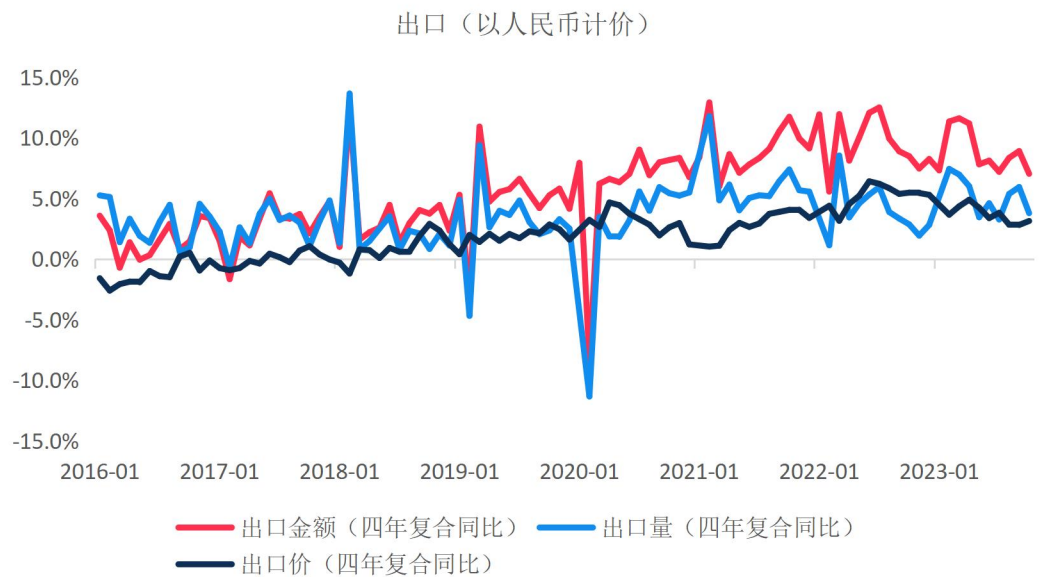
图1：出口增速再次回落



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

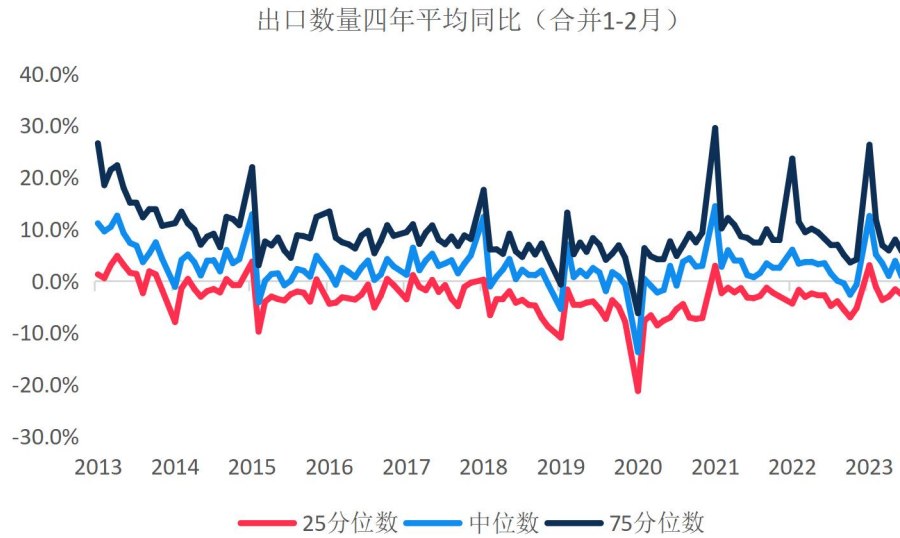
10月出口可能主要系实际量下滑拖累，根据HS2出口价格指数剔除价格因素影响后（10月为预测值），10月出口量四年复合同比较上月大幅回落，而价格因素可能对出口增速已产生正向拉动。

图2：出口可能主要由量拖累



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

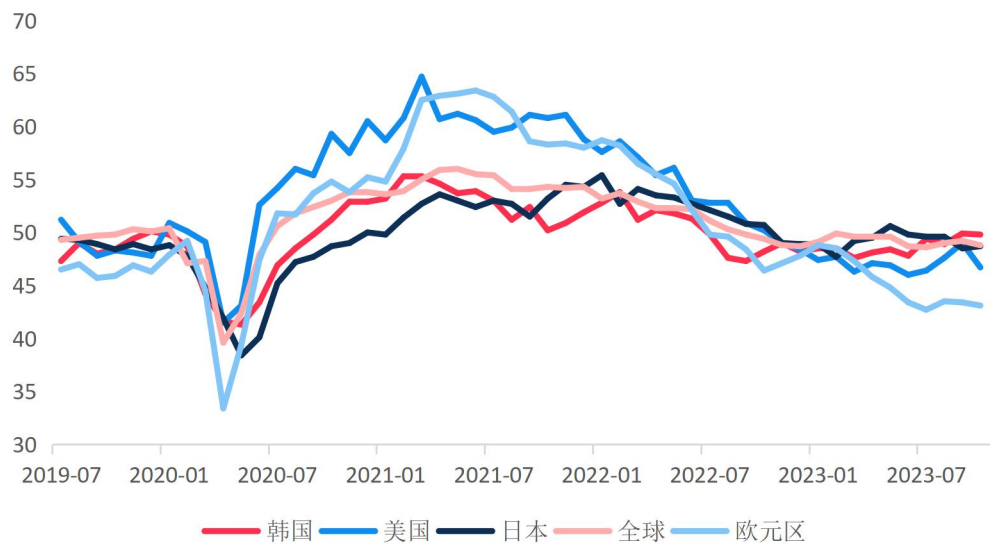
图 3：出口可能主要由量拖累



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

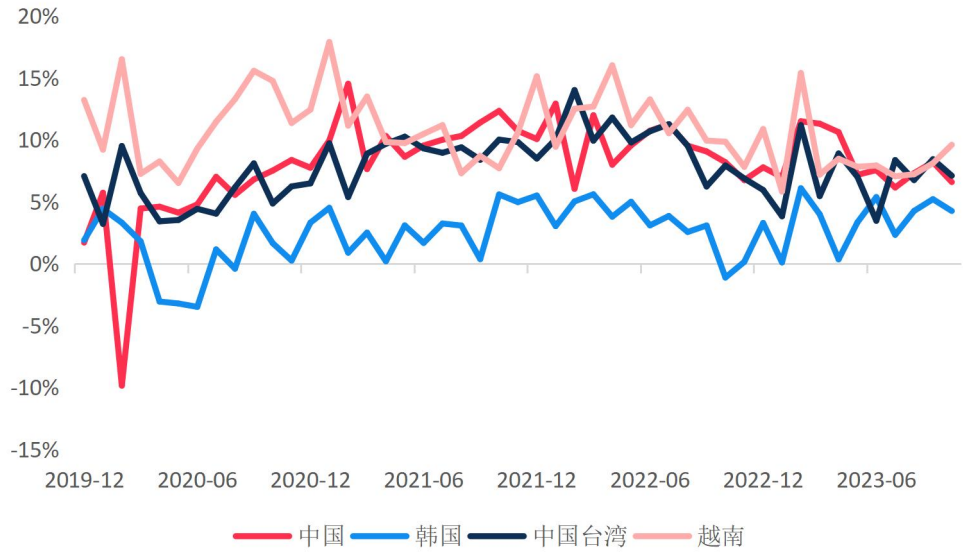
外需整体不振，10月全球PMI数据显示全球经济景气度整体仍较弱，日韩有一定韧性，欧元区PMI延续小幅下行，主要受汽车工人罢工事件影响，美国10月ISM制造业PMI大幅下行。东亚地区主要出口经济体10月出口整体走弱，除越南延续回升态势外，韩国、中国台湾出口金额四年复合同比较上月均有所回落。

图 4：全球 PMI 整体仍然偏弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：东亚地区主要出口经济体的出口四年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

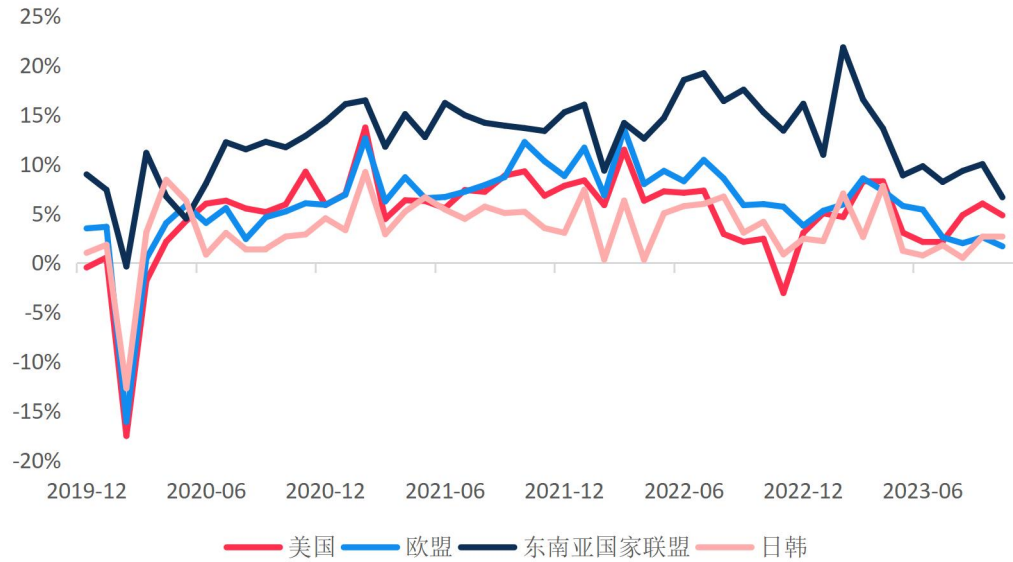
出口国别方面，东盟、欧盟和美国仍是主要拖累，分别同比拉动-2.5%、-1.9%和-1.3%，占比达到87%。剔除基数效应后，10月中国对日韩出口四年复合同比基本持平于前值，而东盟、欧盟和美国四年复合同比较前值明显下滑，一定程度上可与各国PMI数据相互验证。

图 6：分国家和地区出口增速

	当月出口同比				出口同比拉动			
	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7
出口总值	-6.56%	-6.17%	-8.75%	-14.28%	-6.56%	-6.17%	-8.75%	-14.28%
欧盟	-12.56%	-11.61%	-19.58%	-20.62%	-1.88%	-1.71%	-3.22%	-3.35%
其中：德国	-18.21%	-10.88%	-22.71%	-24.11%	-0.57%	-0.31%	-0.79%	-0.82%
法国	-7.67%	-9.78%	-14.63%	-13.14%	-0.08%	-0.11%	-0.19%	-0.11%
意大利	-1.51%	-2.58%	-13.02%	-26.46%	-0.02%	-0.03%	-0.17%	-0.41%
荷兰	-20.34%	-18.71%	-27.24%	-26.85%	-0.70%	-0.61%	-0.95%	-0.91%
美国	-8.19%	-9.34%	-9.53%	-23.12%	-1.31%	-1.49%	-1.52%	-3.87%
东南亚国家联盟	-15.10%	-15.82%	-13.41%	-21.43%	-2.51%	-2.59%	-2.12%	-3.47%
其中：印尼	-8.30%	-19.09%	-12.04%	-19.88%	-0.16%	-0.40%	-0.25%	-0.40%
越南	-5.41%	-2.90%	-1.18%	-12.38%	-0.23%	-0.11%	-0.05%	-0.48%
马来西亚	-17.46%	-13.20%	-13.65%	-15.79%	-0.49%	-0.35%	-0.36%	-0.41%
泰国	-3.13%	-4.40%	-9.54%	-14.66%	-0.07%	-0.09%	-0.20%	-0.32%
新加坡	-33.31%	-36.10%	-25.72%	-36.64%	-0.91%	-1.08%	-0.61%	-1.01%
菲律宾	-27.12%	-26.55%	-27.81%	-34.44%	-0.53%	-0.48%	-0.52%	-0.66%
日本	-12.99%	-6.45%	-20.13%	-18.38%	-0.66%	-0.31%	-0.97%	-0.89%
中国香港	-5.15%	-9.99%	-2.53%	-8.53%	-0.46%	-0.96%	-0.18%	-0.61%
韩国	-17.00%	-7.03%	-14.49%	-17.95%	-0.82%	-0.30%	-0.64%	-0.78%
中国台湾	-4.41%	-4.11%	-4.80%	-23.29%	-0.09%	-0.09%	-0.10%	-0.52%
澳大利亚	5.90%	-17.80%	-12.35%	-19.89%	0.13%	-0.43%	-0.28%	-0.43%
俄罗斯	17.24%	20.58%	16.32%	51.83%	0.43%	0.52%	0.42%	1.07%
印度	-1.52%	2.14%	0.74%	-9.47%	-0.05%	0.07%	0.02%	-0.31%
英国	-7.52%	5.27%	-12.86%	-6.77%	-0.18%	0.12%	-0.31%	-0.16%
加拿大	-13.29%	-9.33%	-14.68%	-27.35%	-0.18%	-0.11%	-0.21%	-0.43%
新西兰	-16.75%	-6.23%	-17.85%	-27.46%	-0.04%	-0.02%	-0.05%	-0.08%
拉丁美洲	-5.97%	-3.71%	-7.82%	-14.94%	-0.41%	-0.27%	-0.62%	-1.17%
其中：巴西	-12.05%	-11.72%	-14.46%	-22.66%	-0.21%	-0.21%	-0.30%	-0.46%
非洲	-4.95%	-3.09%	-5.44%	-4.91%	-0.23%	-0.14%	-0.26%	-0.21%
其中：南非	-11.55%	-14.52%	-18.01%	-15.37%	-0.08%	-0.11%	-0.14%	-0.11%

资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 7: 我国对各国出口金额四年复合同比



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

出口分项方面, 10月出口仍然主要受机电产品和高技术产品的拖累, 分别同比拉动-4.0%和-2.6%。机电产品中, 自动数据处理设备和集成电路较前值下滑明显, 同比分别拉动约-1.3%和-0.8%。另外, 手机和汽车表现较为亮眼, 同比分别拉动出口 1.14%和 1.08%。

图 8：分产品出口增速

	同比增长				同比拉动			
	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7
当月值	-6.56%	-6.17%	-8.75%	-14.28%	-6.56%	-6.17%	-8.75%	-14.28%
农产品	-0.02%	1.60%	-2.31%	-5.64%	0.00%	0.04%	-0.07%	-0.16%
水海产品	-9.76%	-8.60%	-12.72%	-18.63%	-0.06%	-0.05%	-0.07%	-0.10%
粮食	0.08%	13.89%	-9.35%	-6.92%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
成品油(海关口径)	10.40%	-19.95%	-10.52%	4.66%	0.14%	-0.29%	-0.16%	0.06%
稀土	-6.01%	-36.75%	-32.18%	-41.49%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
中药材及中式成药	-1.99%	5.31%	0.66%	6.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
肥料	-34.05%	-23.68%	-38.49%	-26.60%	-0.16%	-0.09%	-0.12%	-0.07%
塑料制品	-11.33%	-5.95%	-7.41%	-14.78%	-0.34%	-0.17%	-0.22%	-0.44%
箱包及类似容器	-13.59%	-9.80%	-8.90%	-11.87%	-0.15%	-0.10%	-0.09%	-0.13%
纺织纱线、织物及制品	-5.79%	-3.57%	-6.38%	-17.89%	-0.22%	-0.14%	-0.24%	-0.71%
服装及衣着附件	-10.25%	-8.91%	-12.54%	-18.72%	-0.48%	-0.43%	-0.71%	-1.06%
鞋靴	-22.04%	-17.62%	-22.06%	-24.60%	-0.33%	-0.23%	-0.33%	-0.39%
陶瓷产品	-32.55%	-26.20%	-23.01%	-26.95%	-0.34%	-0.19%	-0.17%	-0.21%
钢材	-4.92%	-8.26%	-32.56%	-42.94%	-0.11%	-0.17%	-0.72%	-0.90%
木锻轧铝及铝材	-17.81%	-19.00%	-24.83%	-37.51%	-0.11%	-0.10%	-0.14%	-0.22%
家具及其零件	-9.07%	-4.69%	-6.82%	-15.19%	-0.18%	-0.08%	-0.12%	-0.27%
玩具	-17.38%	-15.00%	-15.46%	-26.67%	-0.25%	-0.22%	-0.24%	-0.36%
机电产品	-6.70%	-6.07%	-7.29%	-11.91%	-4.04%	-3.64%	-4.20%	-6.90%
通用机械设备	-1.17%	-1.05%	-1.73%	-11.99%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.20%
自动数据处理设备及其零部件	-20.22%	-11.60%	-18.23%	-28.92%	-1.34%	-0.68%	-1.03%	-1.60%
手机	21.81%	-7.10%	-20.55%	2.24%	1.14%	-0.38%	-0.52%	0.07%
家用电器	8.01%	12.42%	11.44%	-3.56%	0.18%	0.34%	0.32%	-0.09%
音视频设备及其零件	-7.30%	-0.96%	-5.55%	-15.81%	-0.08%	-0.01%	-0.06%	-0.17%
集成电路	-16.63%	-5.01%	-4.64%	-14.74%	-0.76%	-0.23%	-0.18%	-0.37%
汽车包括底盘	45.05%	45.08%	35.19%	83.26%	1.08%	1.39%	1.02%	2.60%
汽车零部件	3.42%	11.34%	2.61%	-4.48%	0.08%	0.29%	0.07%	-0.12%
船舶	34.21%	11.96%	40.85%	82.38%	0.24%	0.09%	0.36%	0.71%
液晶平板显示模组	6.16%	7.40%	5.90%	6.64%	0.04%	0.06%	0.05%	0.06%
医疗仪器及器械	-7.51%	5.31%	-7.13%	-11.70%	-0.04%	0.03%	-0.04%	-0.06%
灯具照明装置及其零件	-13.25%	-10.64%	-7.63%	-11.38%	-0.20%	-0.13%	-0.10%	-0.15%
高新技术产品	-9.17%	-8.26%	-13.21%	-18.10%	-2.57%	-2.25%	-3.10%	-4.32%

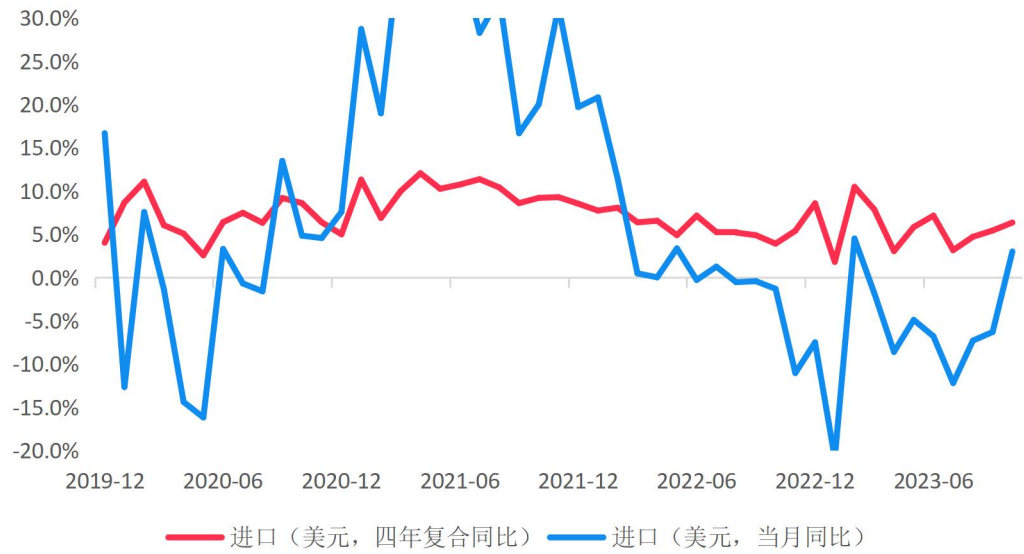
资料来源：Wind, 首創证券研究发展部

2 进口增速超预期

中国 10 月进口同比由负转正，同比（以美元计价）3.0%，预期-4.3%，前值-6.3%。即使剔除基数效应，10 月进口金额四年复合同比为 6.3%，较上月依旧回升 0.9 个百分点，可能预示着国内需求的反弹。

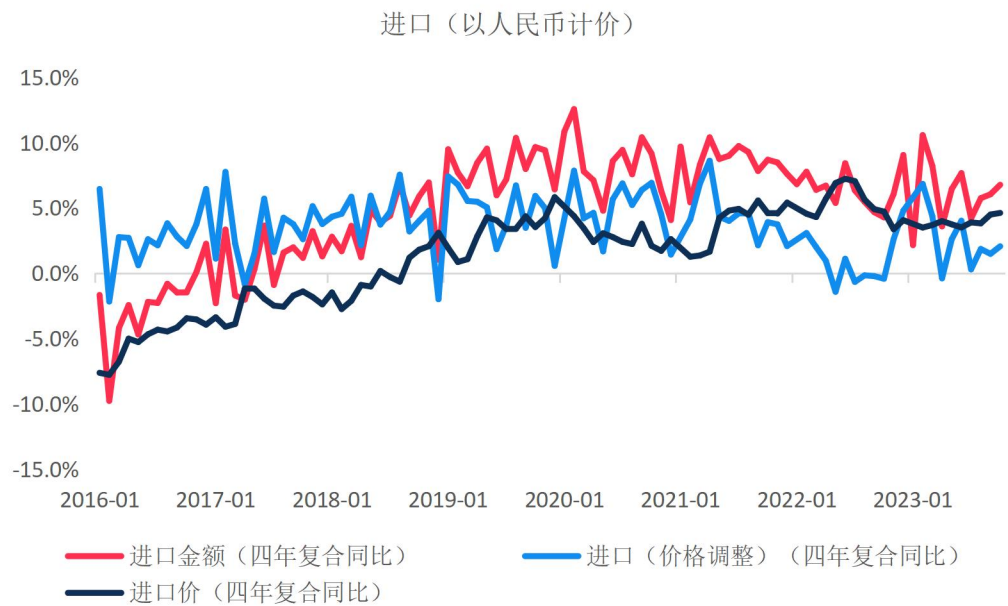
10 月进口增速超预期回升，价格因素影响不大，主要系实际量的拉动。从已公布的分项进口数量来看，中位数显示 10 月进口数量四年复合同比较上月有明显反弹。

图 9：进口增速超预期回升



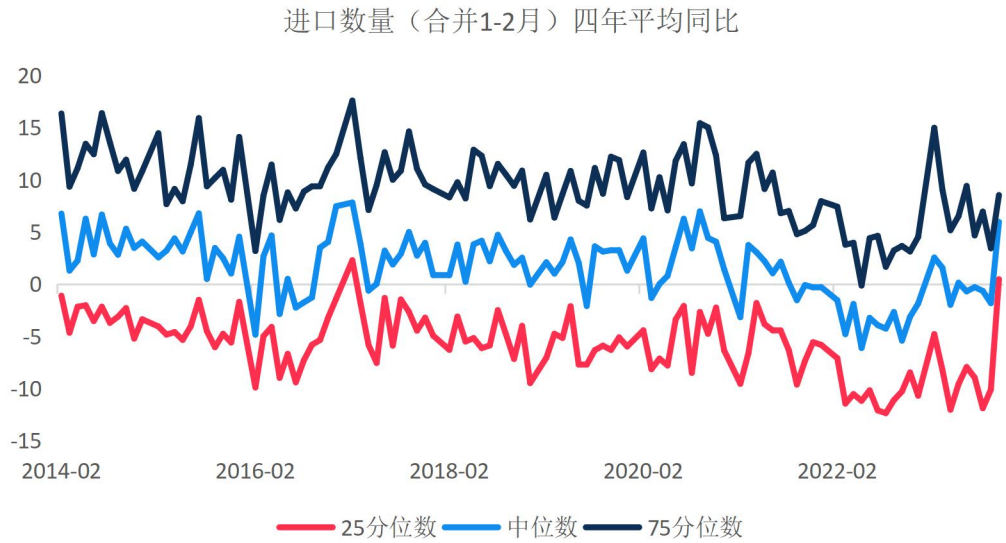
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：进口数量可能有所反弹（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

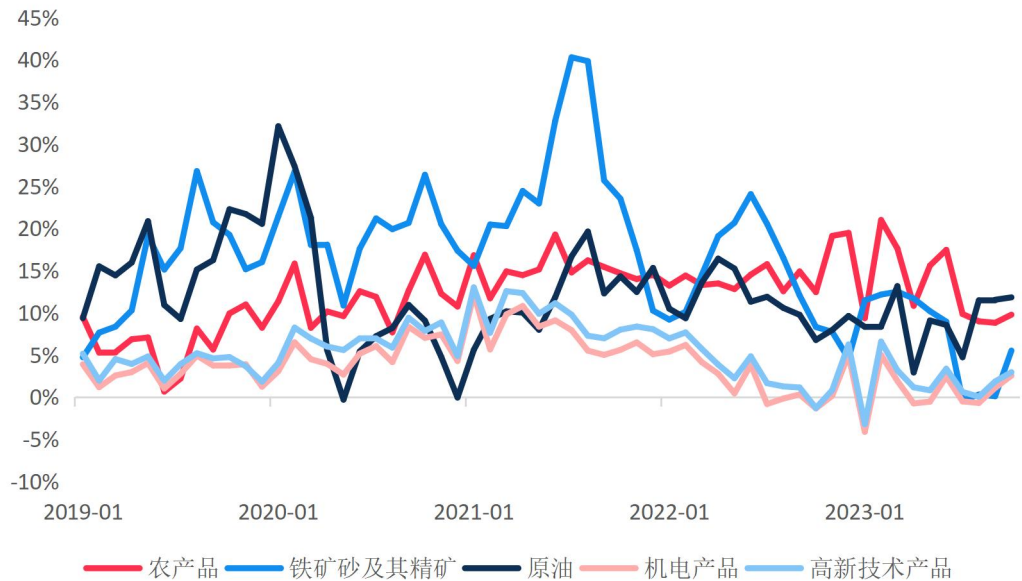
图 11：进口数量可能有所反弹（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从进口分项看，铁矿砂及其精矿、机电、高新技术产品、农产品和原油等进口全线走强，四年复合同比分别较上月抬升 5.4%、1.5%、1.1%、1.0%和 0.3%。

图 12：进口分项四年复合同比增速



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

10月出口增速尽管大幅不及预期，但外贸数据公布后，股债几乎无波动。往后看，伴随国内政策边际转暖和经济上修，进口可能有一定支撑。出口短期内可能有一定波动，但美国经济软着陆的概率增加，若全球经济延续修复趋势，伴随海外进入补库周期，中国出口增速降幅或继续收窄。

风险提示：稳增长政策不及预期；海外经济修复不及预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现