

## 宏观点评 20231207

# 11月出口：增速转正背后的三个关注点

2023年12月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《近期股汇走势为何背离？》

2023-12-03

《美国企业再融资压力：“言过其实”？—海外宏观经济周报》

2023-12-03

■ **该如何客观看待11月出口增速转正？** 时隔7个月，11月出口同比增速从上月的-6.4%回升至0.5%，确实是一个积极的信号。不过我们知道出口数据的波动极大，单月数据的信号噪音很多。结合海内外的出口情况以及今年以来我国出口的特点，我们认为有三点值得关注：

一是，三季度以来全球的出口复苏中我国未能“领跑”，由此可能导致的结果是出口份额下滑，这是影响明年出口强弱的重要因素；二是，11月的同比“正增长”存在一定的水分，去年11月本身增速偏低，而今年7月进一步下调了基数，若按照调整之前的数据计算，同比增速仍为负值，而且明年第一季度出口依然要面临高基数的考验；三是，出口价格偏低的问题没有明显好转，呈现出量不出利的特点，这是今年出口企业利润率偏低的重要原因，也是明年值得我们重点关注的领域——哪些行业最有可能在价格提升中获利。具体数据如下：

■ **第一，复苏偏缓，这可能导致后续中国占全球的出口份额承压。** 自7月出口增速见底以来，出口端逐步修复，降幅持续收窄，但是复苏程度要明显落后于韩、越等国，尤其是韩国出口11月同比录得7.8%的亮眼成绩，其中芯片出口1年多首次正增，更进一步拉开了中韩两国出口差距（图2）。如果说韩国出口的复苏反映的是制造业的企稳复苏以及半导体周期的修复，那么中国在复苏的道路上未免有些偏缓，意味着后续中国占全球的出口份额可能持续波动。

■ **第二，出口增速更多是受到去年低基数影响带来的技术性转正。** 如果综合两年复合增速来看，中国出口增速由10月的-4%左右下降至11月的-5%，出口状况仍不容乐观。

■ **从国别上来看，对发达国家出口增速的改善不及新兴经济体。** 如果仅关注当月增速的话，对美出口同比转正（同比7.3%）无疑是本期出口的最大亮点。但是由于去年基数大幅下降的影响，综合两年复合来看，对美出口仍然维持-10%左右的同比负增，基本持平上期，对欧日韩出口降幅则继续扩大。新兴经济体表现上则更加亮眼，对俄罗斯出口两年复合增速保持在25%左右的同比增速，持平上期，东盟虽有所下降，但降幅远低于欧美等发达国家（图3）。

■ **从产品上来看，汽车、船舶依然是主要支撑，消费电子产品并未出现明显改善。** 两年复合来看，汽车依然保持50%以上的同比增速。而半导体领域，相比于韩国芯片出口的改善，中国消费电子产品的表现正寻企稳，液晶平板显示模组、集成电路、音视频设备、自动处理设备降幅均有所扩大（图4）。

■ **第三，价格拖累仍未出现明显缓解，多数行业仍处在“以价谋量”的境地。** 拆分出口主要产品量价同比（两年复合），主要制造业产品中，除汽车、船舶量价齐升外，其余产品价格仍处于较大拖累，处于“以价谋量”的阶段，但对于大多数产品来说，价格拖累要远大于数量的回升，尤其是对于集成电路、液晶平板显示模组等半导体产品和鞋靴、箱包、陶瓷等劳动密集型产品（图5）。

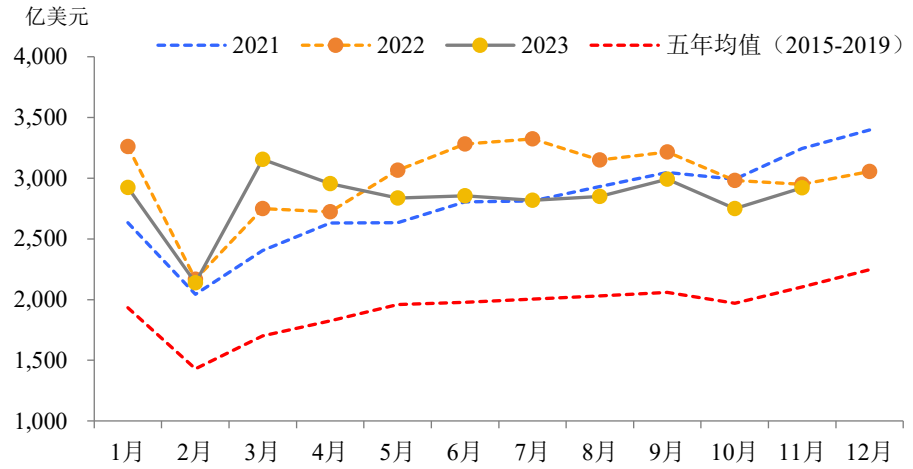
■ 我们提到，当前中国似乎享受更多的是全球制造业复苏前期带来的数量“红利”，而非价格“红利”，中国出口尤其是工业制品出口的价格仍处于较低的水平，未跟随PPI反弹，导致众多商品出口的同比表现是走弱的（图6）。我们通过拆分HS产品的出口价格指数，截止至10月，绝大多数产品价格拖累整体出口表现，尤其是机电类、贱金属、化工、纺织等中国优势制造业（图7）。

■ **出口价格和PPI为何出现明显背离？** 通过细分行业可以看到，当前PPI回升的行业主要集中在上游部门，采矿行业和原料加工行业为本次PPI同比触底回升的主要拉动，而中下游设备制造业和消费品PPI同比并未出现明显修复，而我国出口主要行业和产品集中在中下游制造业如机

电、化工、劳动密集型产品，因此也就导致了 PPI 在回升、出口价格指数持续下行的局面（图 8）。

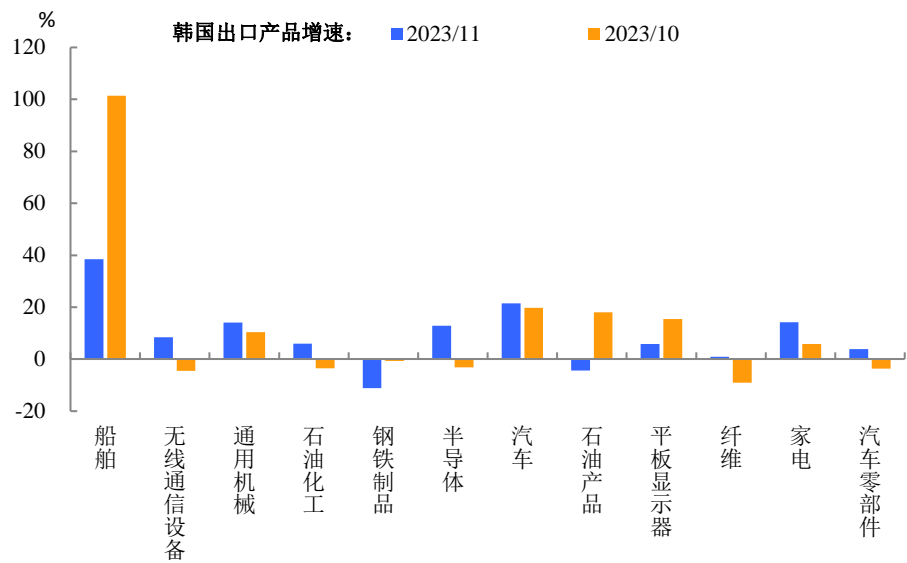
- **出口价格拖累何时得到扭转？** 当前由于国内价格修复尚未从上游完全传导至中下游，因此出口价格指数尚未完成触底，但通常从历史规律来看，PPI 上游向下游的传导大约在 3-6 个月，因此未来一个季度是重要的观测期，哪些行业能在价格复苏中受益值得关注。
- **风险提示：** 美国劳动力市场紧张导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。

图1: 11月出口增速转正



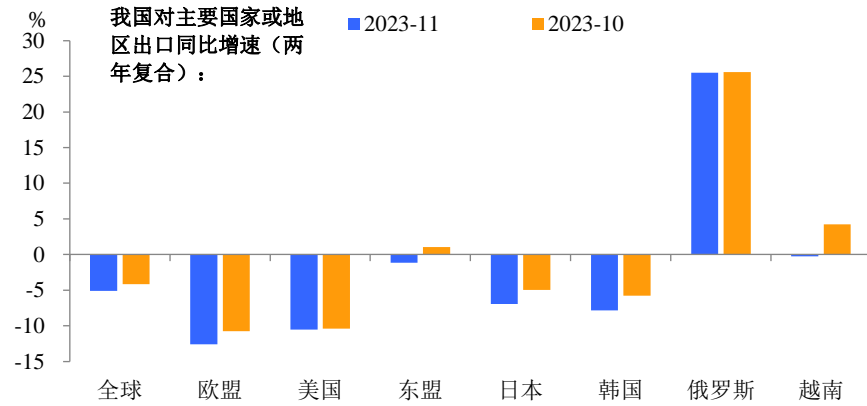
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 11月韩国半导体出口改善较大



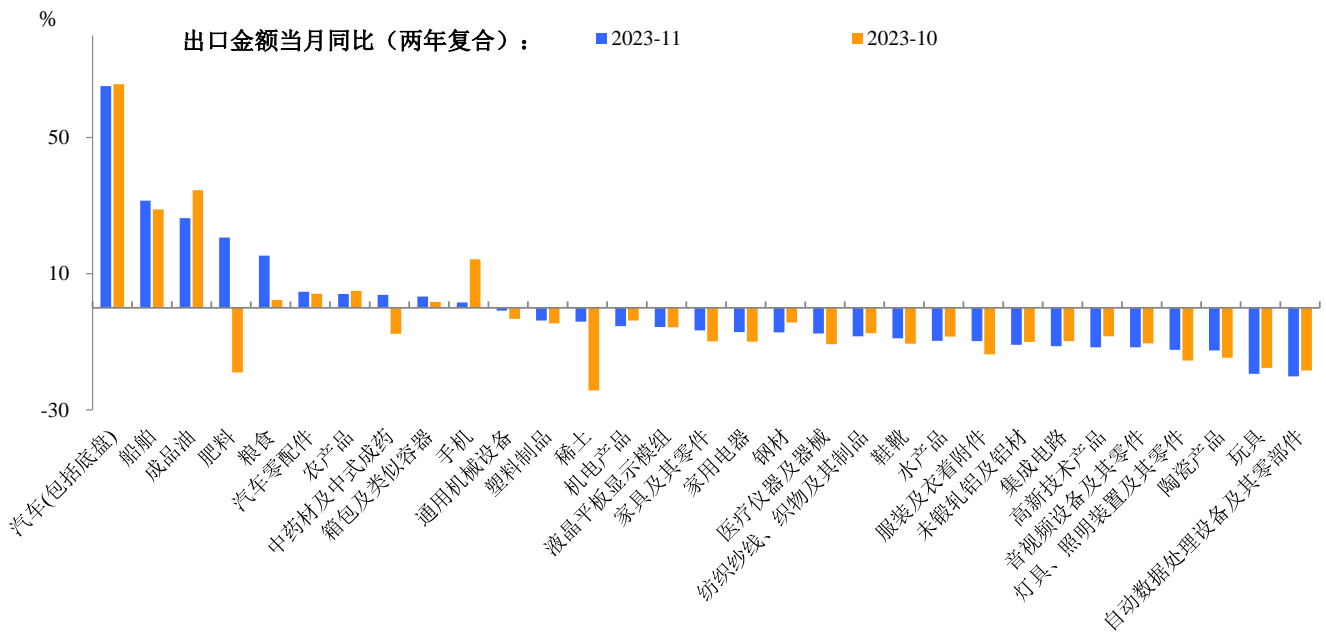
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 两年复合下, 11月对发达国家出口降幅扩大



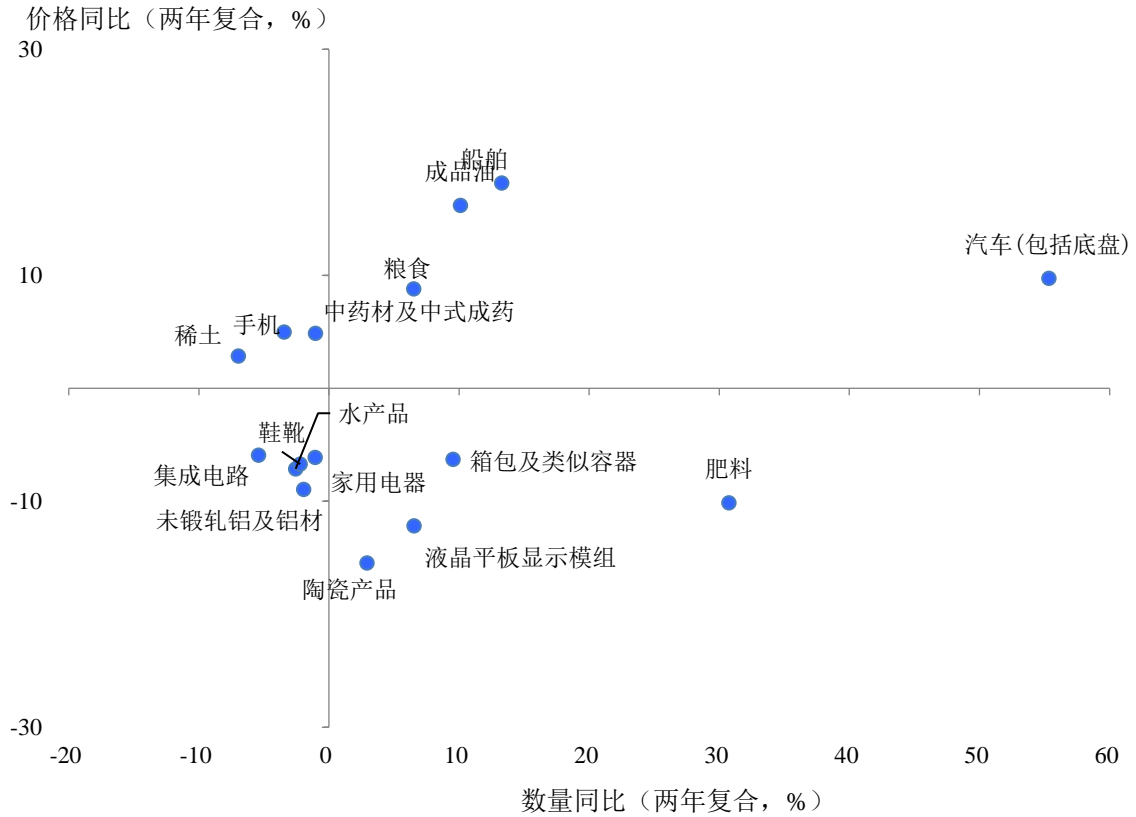
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 两年复合下, 汽车、船舶依然是主要支撑, 消费电子产品等降幅并未出现明显改善。



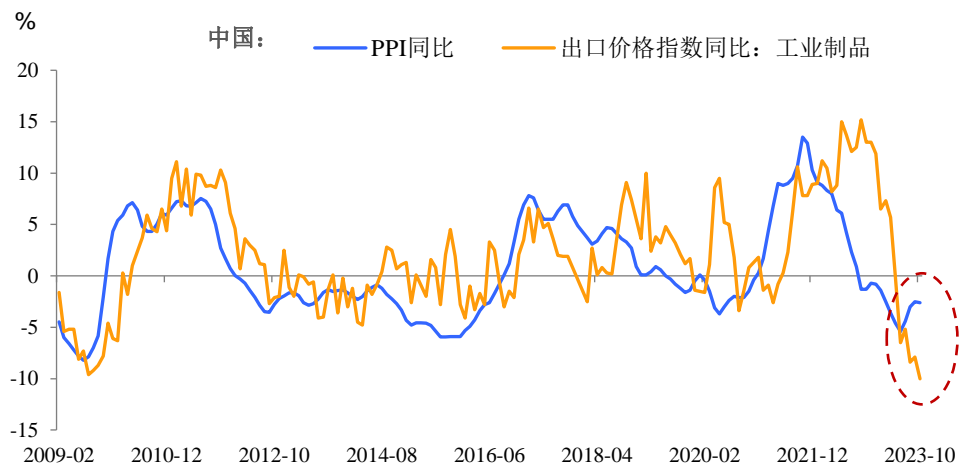
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图5: 11月, 价格端对出口拖累仍大



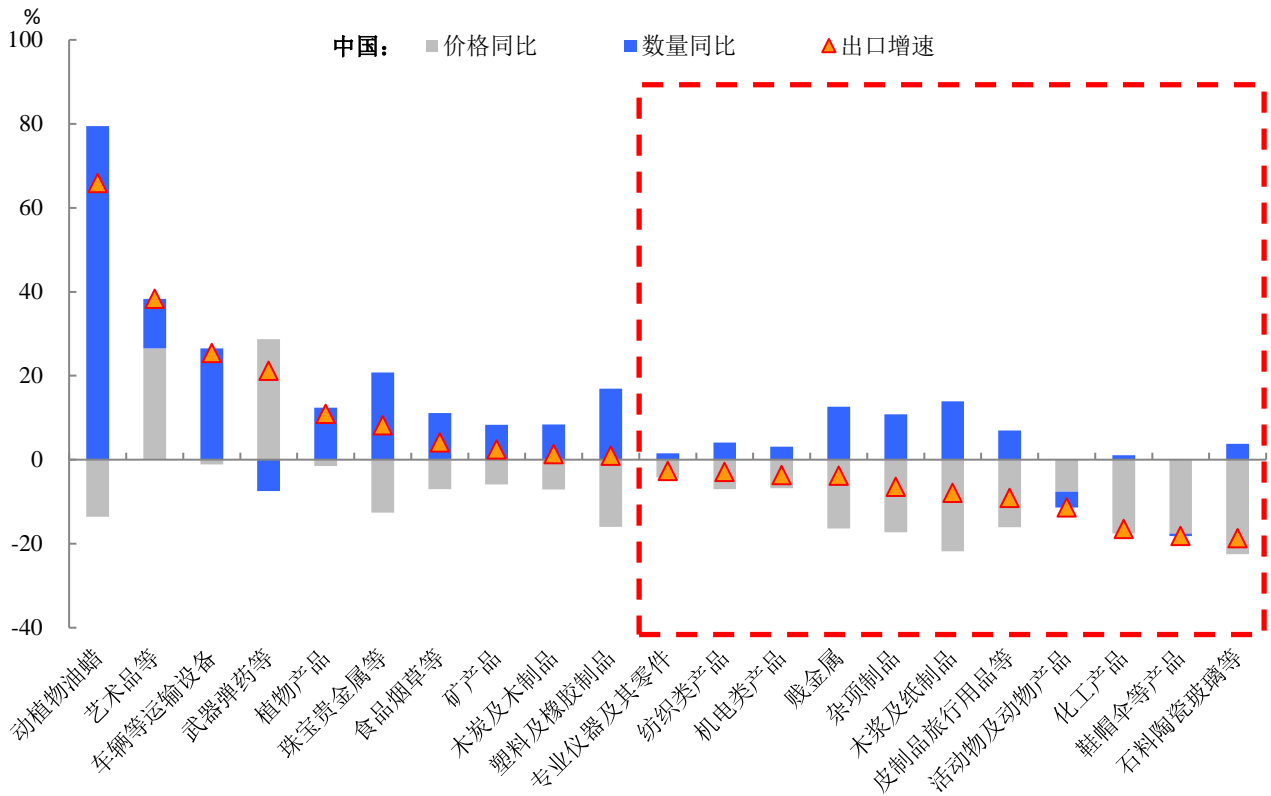
注: 图中为 2023 年 11 月数据;  
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图6: 2023 年下半年以来工业制品出口价格同比并未出现反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 10月除汽车以外, 绝大多数制造业价格拖累大于数量上升



注: 数据时间为 2023 年 10 月;

数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

图8: PPI 主要由于上游采矿、原材料行业带动, 尚未完全传导至下游出口导向型行业

		各工业细分行业PPI当月同比 (%)							
行业类别	行业名称	2023/5	2023/6	2023/7	2023/8	2023/9	2023/10		
上游	采矿	煤炭开采和洗选业	-13.1	-19.3	-19.1	-16.2	-15.6	-15.4	
		石油和天然气开采业	-19.1	-25.6	-21.5	-10.6	-3.3	1.7	
		黑色金属矿采选业	-14.5	-13.9	-7.2	0.5	6.8	10.1	
		有色金属矿采选业	1.2	2.8	6.0	8.3	9.7	9.1	
		非金属矿采选业	2.1	1.0	-1.6	-2.0	-2.3	-1.9	
	原料及加工	黑色金属冶炼及压延加工业	-16.8	-16.0	-10.6	-6.6	-5.0	-5.2	
		有色金属冶炼及压延加工业	-8.4	-7.2	-1.0	1.4	2.7	2.6	
		化学纤维制造业	-4.3	-6.7	-5.6	-3.3	-1.8	-1.0	
		化学原料及化学制品制造业	-12.2	-14.9	-14.2	-10.4	-7.1	-6.9	
		橡胶和塑料制品业	-4.1	-4.4	-4.2	-3.6	-3.6	-3.4	
中游	装备制造业	通用设备制造业	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	
		专用设备制造业	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2	-0.3	-0.5	
		电气机械及器材制造业	-1.4	-1.9	-1.9	-1.9	-2.3	-3.0	
		计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.7	-2.0	-1.7	-1.9	-1.8	-2.9	
		铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	
	公用事业	仪器仪表制造业	1.7	0.8	-0.2	0.4	0.3	-0.1	
		金属制品、机械和设备修理业	3.6	2.7	2.3	1.9	1.8	1.1	
		电力、热力的生产和供应业	1.6	1.3	1.8	1.7	0.5	0.2	
		燃气生产和供应业	-0.4	-1.5	-1.2	-0.9	-1.4	-1.3	
		水的生产和供应业	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.8	
其他中游制造业	金属制品业	-4.3	-4.3	-3.7	-2.7	-2.4	-2.4		
	废弃资源综合利用业	-14.9	-14.8	-7.3	-3.8	-2.7	-2.9		
	其他制造业	-0.4	-0.8	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1		
食品类	食品制造业	-0.9	-1.3	-1.3	-1.0	-0.7	-1.1		
	酒、饮料和精制茶制造业	1.1	1.1	1.4	1.2	1.1	0.9		
	农副食品加工业	-0.5	-2.1	-3.1	-1.5	-1.8	-3.5		
衣物类	纺织服装、服饰业	1.0	0.6	1.2	0.7	0.7	0.4		
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.4	2.3	2.7	2.1	1.6	1.0		
	纺织业	-4.3	-4.7	-4.1	-3.1	-2.3	-1.9		
下游	家庭设备用品	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.1	-1.5	-1.5	-1.4	-1.6	-1.8	
		家具制造业	0.2	0.3	0.6	0.6	0.6	0.3	
	医疗保健	医药制造业	-0.2	0.0	0.6	0.6	0.8	0.8	
交通通信	印刷业和记录媒介的复制	-0.3	-0.3	-0.8	-0.6	-0.4	-0.7		
	汽车制造业	-1.1	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4		
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	4.5	4.9	6.3	5.4	5.7	4.9		
	烟草制品业	0.5	0.5	1.3	1.3	1.3	1.3		
	造纸及纸制品业	-5.6	-6.7	-7.4	-7.7	-7.2	-6.2		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>