

周期和结构因素共同推动出口改善

——11月进出口数据分析

核心内容:

12月7日海关总署公布11月份进出口数据: 11月商品出口2919.3亿美元,同比增速转正至0.5%(前值-6.4%),商品进口2235.4亿美元,同比增长-0.6%,贸易顺差683.9亿美元。

出口增速回正,受到年末双节生产需求、海外制造业景气度边际改善和亚洲供应链加速复苏提振。第一,随着年末的圣诞节、元旦双节生产需求,海外需求维持较高韧性,这一季节性需求有望延续至下个月;第二,11月欧美日经济体制造业PMI边际改善;第三,全球半导体需求改善,9月全球半导体销售额环比增长1.9%,连续7个月实现环比增长,对东亚半导体产业链生产出口带来持续支撑。从产业链国家出口来看,11月复苏态势继续改善,韩国出口增速7.8%,越南出口增速6.5%,连续三个月正增长,反映亚洲供应链在加速恢复。

美俄是出口贡献率主要拉动地区,对东盟、日韩台产业链地区出口修复改善。11月对美出口拉动我国出口增速1.14个百分点(前值-1.3%),这一正向拉动下个月有望延续,对俄罗斯出口拉动我国出口增速0.98%,短期内正向贡献将延续。对东盟六大经济体国家出口增速跌幅全面收窄。对产业链国家日本(-8.3%)、韩国(-3.6%)、台湾地区(6.4%)出口均呈现修复改善。

机电、高新产品出口改善显著,消费电子进入上行区间。(1)劳动密集型产品中,家具类产品出口增速转正,塑料、箱包、纺织、服装等出口增速降幅大幅收窄,鞋靴和玩具类出口增速边际改善;(2)机电产品中,手机同比增长54.6%,家用电器同比增长11.8%,全球消费电子已经步入回升区间;(3)汽车出口增速27.9%,仍维持高位增速,集成电路(12%)、汽车零配件(10.1%)、通用设备(1.5%)增速均有不同幅度改善。

出口表现较平稳,未来将继续改善。11月份出口增速回正主要受到年末双节生产需求、海外制造业景气度边际改善和亚洲供应链加速复苏提振,随着海上集装箱运输能力进一步改善和全球半导体、消费电子进入上行区间,后续出口有望迎来持续改善。2024年,随着全球通胀放缓和高利率政策转向,美国逐步由去库存向补库存过渡,中国出口增速也会跟随全球贸易复苏迎来进一步改善,预计2024年全年出口增速1.2%。

11月价格对进口增速有所拖累,进口依赖内需稳定复苏。11月进口商品增速反转回落,主要受价格的拖累。2024年随着全球货币紧缩终结,国内稳增长政策空间有望进一步打开,内需将呈现复苏回暖的态势。价格因素对进口增速的贡献有望提升,对进口增速也相对乐观,预计2024年全年进口增速1.7%。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

研究助理: 吕雷

风险提示:

1. 内需不足的风险
2. 海外衰退的风险

一、出口增速转正，进口量上有支撑

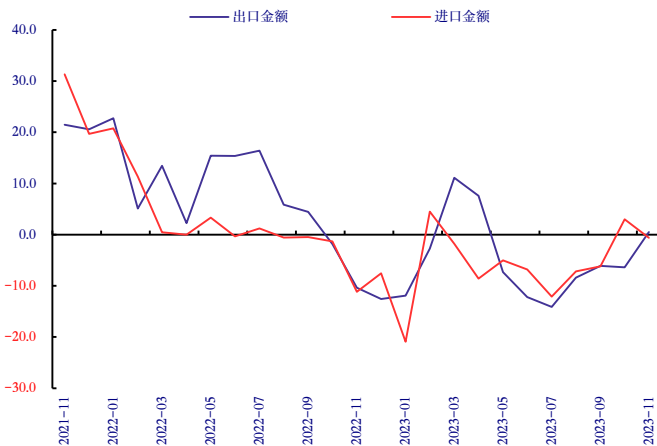
11月商品出口2919.3亿美元，同比增速转正至0.5%（前值-6.4%），为4月份以来首次实现同比正增长，商品进口2235.4亿美元，同比小幅降至0.6%，贸易顺差683.9亿美元。1-11月商品出口金额累计3.08万亿美元，同比-5.2%，进口金额累计2.33万亿美元，同比-6%，贸易顺差累计0.75万亿美元。

11月份出口增速回正，受到年末双节生产需求、海外制造业景气度边际改善和亚洲供应链加速复苏提振。一是四季度随着年末的圣诞节、元旦双节生产需求，海外需求维持较高韧性，这一季节性需求有望延续至下个月，从而带动出口增速改善。根据美国调查公司 Descartes Datamyne 统计数据，10月亚洲发往美国的海上集装箱运输量同比增长11%，连续2个月增长，从出发地来看，占近6成份额的中国出发增长15%，推高了整体运输量，随着新造船相继竣工，后续供应有望延续支撑。二是11月美国ISM制造业PMI与前值持平（46.7），欧元区制造业PMI出现改善，由43.1回升至44.2，日本制造业PMI延续弱势。三是从产业链国家出口来看，11月复苏态势继续改善，韩国出口增速7.8%（前值5.1%），越南出口增速6.5%，连续三个月正增长，反映亚洲供应链在加速恢复。根据 Descartes Datamyne 统计数据，10月份从韩国出发发往美国的海上集装箱运输量增长7%，越南出发增长10%，新加坡出发增长15%。根据美国半导体行业协会（SIA）发布的数据显示，9月全球半导体销售额环比增长1.9%，连续7个月实现环比增长，对东亚半导体产业链生产出口带来持续支撑。

我们判断11月份出口增速表现略好于预期。4月以来，我国单月出口金额连续6个月维持在2800亿美元以上，10月出口金额出现扰动下滑，11月出口金额重新回到2900亿以上量级，对应环比增速6.2%，略高于过去五年环比增速均值（+5.7%）。随着亚洲供应链加速复苏提振和全球半导体、消费电子周期进入上升区间，后续出口有望迎来持续改善。

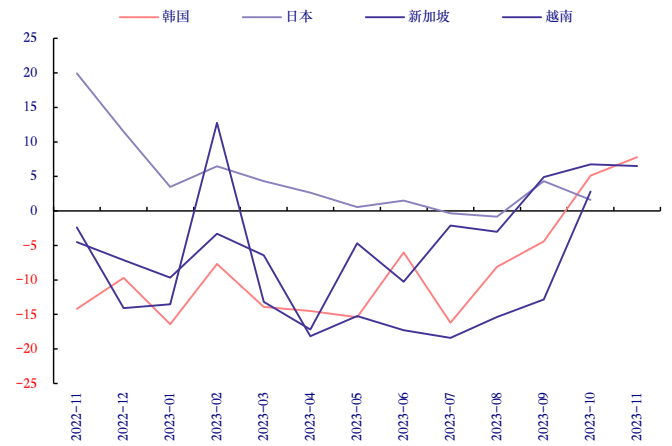
11月份进口增速反转回落主要受价格因素的拖累，数量仍是主要支撑项，此外本月原油金额同比转负对进口拖累显著。进口数量方面，粮食（34%）、大豆（7.8）、煤及褐煤（34.7%）、汽车（18.6%）和铁矿石（3.9%）对进口形成主要支撑。进口数量的支撑显示国内需求在稳增长下偏乐观的经济预期，随着国内托底经济的政策出台生效，未来进口有望进一步企稳回升。

图1：进出口增速同比（%）



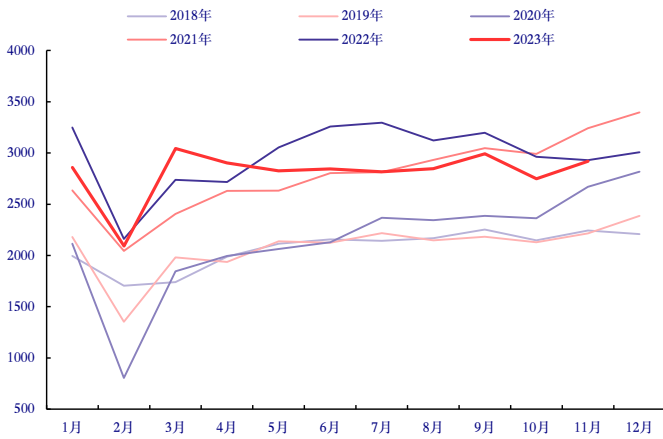
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：亚洲产业链国家出口逐步改善（%）



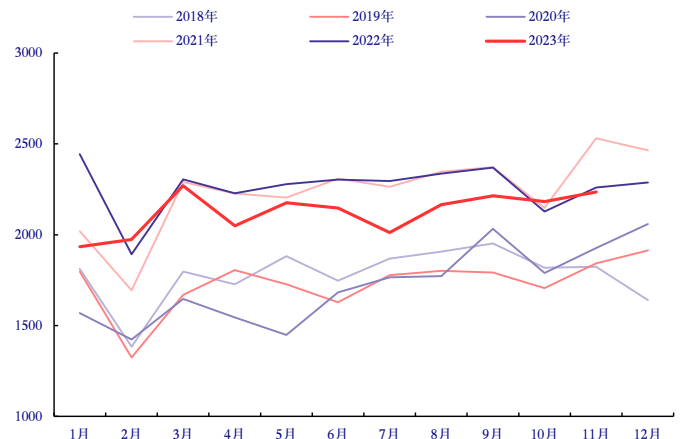
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：单月出口金额（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：单月进口金额（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

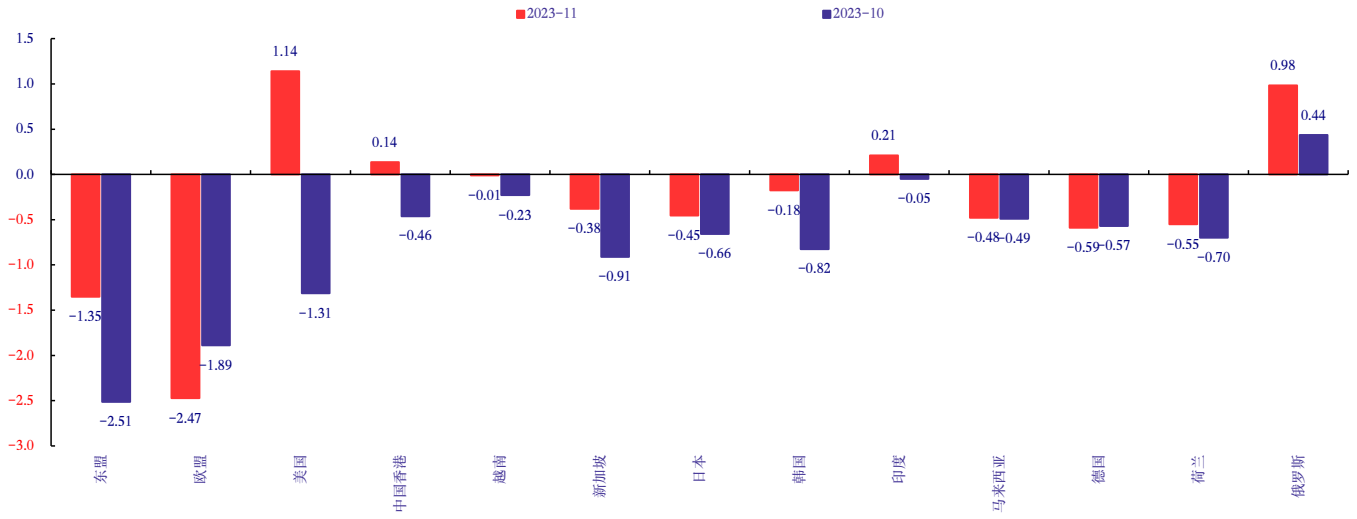
二、美俄对出口贡献率最高，对东盟、日韩台产业链地区出口修复改善

对美国出口增速大幅改善，11 月对美出口同比回正至 7.4%（前值-8.2%），贡献出口增速 1.14 个百分点，较上月回升了 2.45 个百分点，9 月份美国零售商库存同比环比回升 1%，制造业库存周期低位企稳，销售端同比连续 4 个月改善，反映美国消费支出韧性依旧；对欧出口降幅延续扩大，同比-14.5%（前值-12.6%），拉低出口增速 2.5%（前值-1.9%），当前欧洲制造业持续萎靡，经济景气度维持低位，对欧出口增速短期内快速改善的动能不足。

对东盟出口增速降幅持续改善，11 月对其出口同比-7.1%（前值-15.1%），拉低出口增速 1.4%，较上月减少 1.1 个百分点。其中对东盟前六大经济体国家（越马新泰印菲）出口额约占对东盟整体出口比重的 95%，11 月对六大经济体国家出口增速跌幅全面收窄，其中对印尼出口同比 5.7%（前值-8.3%）。

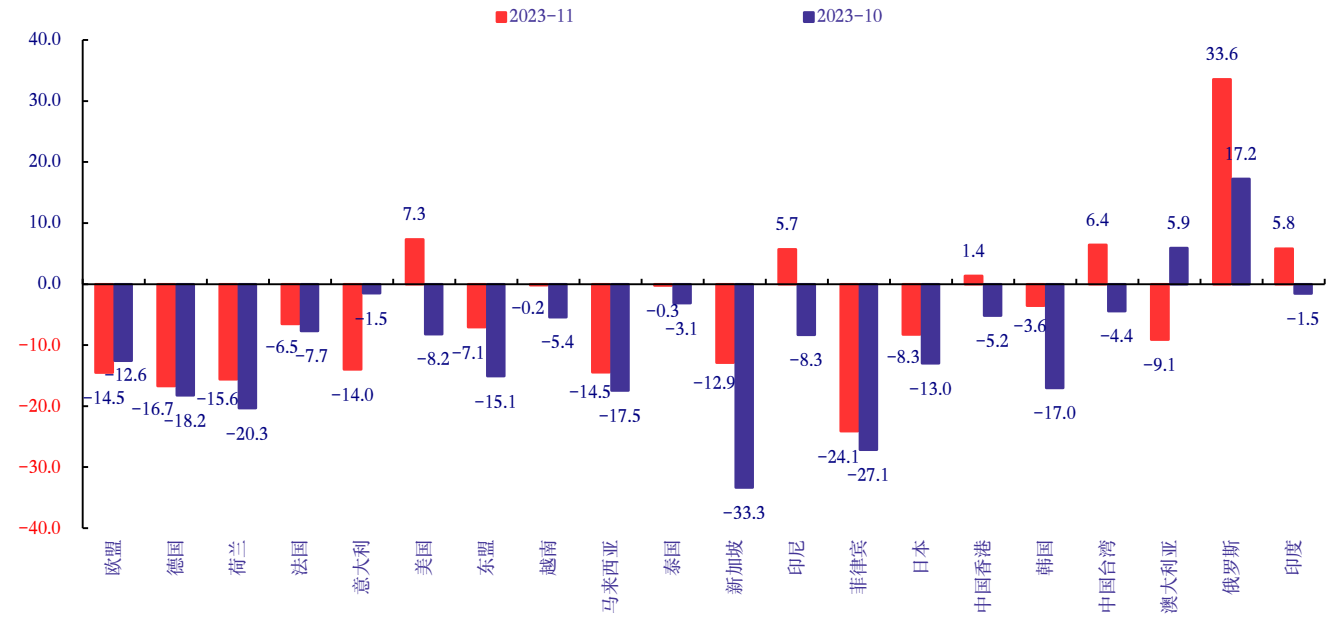
对日本出口同比-8.3%（前值-13%），对韩国出口同比-3.6%（前值-17%），对台湾地区出口同比 6.4%（前值-4.4%），对印度出口同比出现 5.8%（前值-1.5%），拉动出口增速 0.21%，对俄罗斯出口继续保持两位数的高增长，同比 33.6%（前值 17.2%），对出口贡献拉动 0.98%（前值 0.44%）。

图 5. 对主要经济体出口同比拉动率变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 对主要经济体出口同比增速变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、机电、高新产品出口改善显著，消费电子进入上行区间

11 月机电产品和高新技术产品出口增速转正，劳动密集型产品降幅收窄，其中高新技术产品改善明显，出口增速 2.9%（前值-9.2%），拉动出口增速 2.2%。

劳动密集型产品中，家具类产品出口增速转正，同比 3.6%（前值-9.1%），塑料、箱包、纺织、服装等出口增速降幅大幅收窄，鞋靴和玩具类出口增速边际改善。

机电产品出口同比增长 1.3%（前值-6.7%），其中手机同比增长 54.6%（前值 21.8%），增速继续领先，家用电器同比增长 11.8%。值得注意的是，11 月份韩国前 20 日半导体出口同比增速转正至 2.4%（前值-6.4%），无线通信设备同比增速录得 0.2%，韩国出口增速已经连续两个月转正上行，全球消费电子已经步入回升区间。此外汽车出口增速 27.9%，仍维持高位增速，集成电路（12%）、汽车零配件（10.1%）、通用设备（1.5%）增速均有不同幅度改善。

图 7：三大类型产品出口同比增速（%）

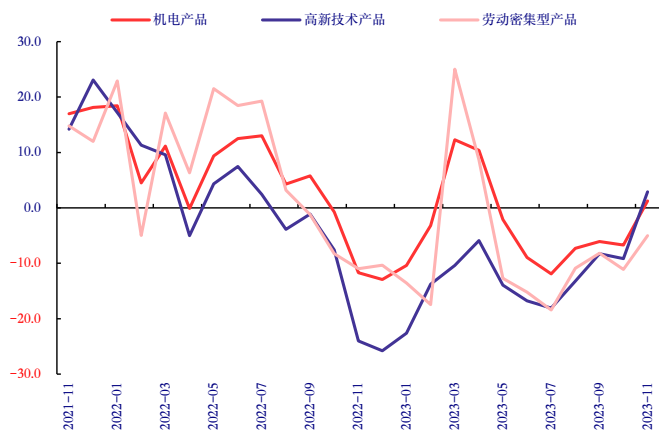
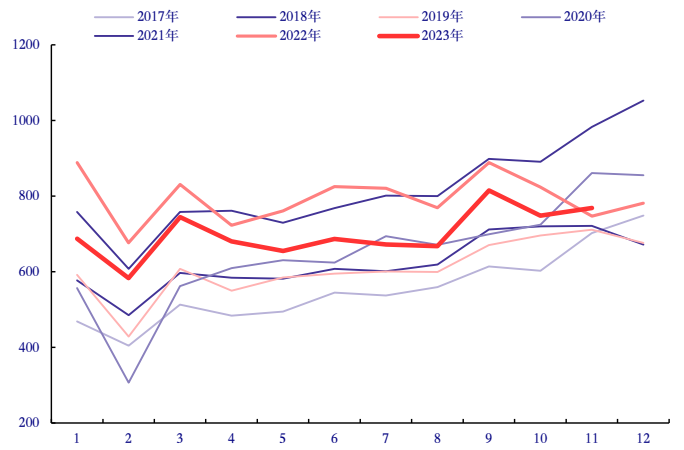


图 8：高新技术类产品出口金额（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

11 月进口商品增速反转回落，主要受价格的拖累，其中本月原油进口金额的下降是主要拖累项。大豆、原油、铁矿石和铜进口量分别同比 7.8%、-9.2%、3.9%和 2%，进口额增速分别为-7.8%、-12.8%、29.1%和 5.1%，进口均价的回落是进口金额同比转负的主因。集成电路进口数量增速有所收窄，进口金额同比 8.5%（前值-10%），过去 18 个月来首次转正，这其中可能存在结构性的需求变化，即进口高端化带来单价的上行。未来进口的进一步企稳上行依赖于国内经济的稳定复苏，稳增长政策将推动未来进口企稳回升。

图 9：主要进口产品金额和数量增速（%）

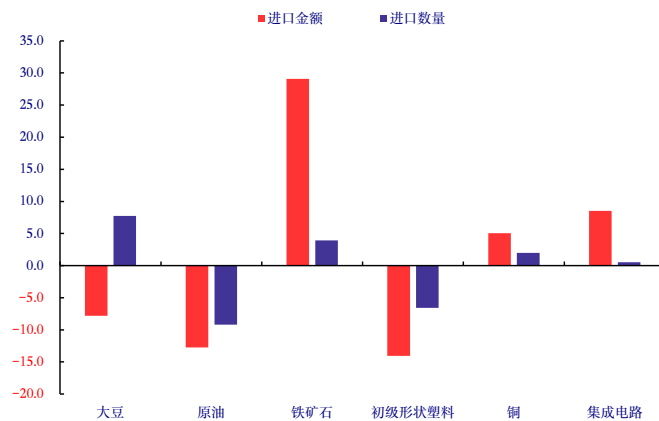
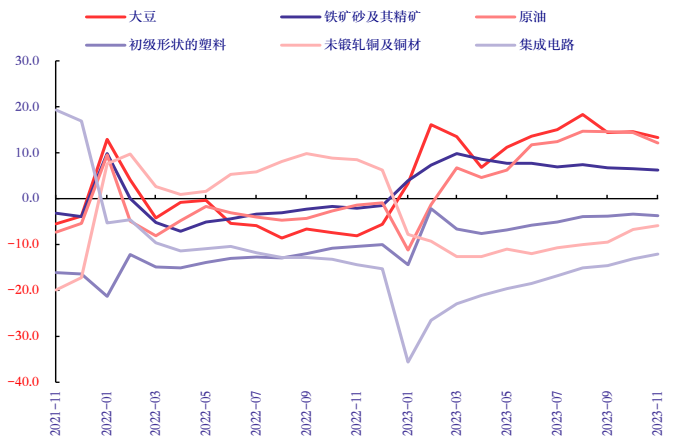


图 10：主要进口产品数量累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、出口回升改善，进口依赖内需稳定复苏

11 月份出口增速回正，主要受到年末双节生产需求、海外制造业景气度边际改善和亚洲供应链加速复苏提振，随着海上集装箱运输能力进一步改善和全球半导体、消费电子进入上行区间，后续出口有望迎来持续改善，这从产业链国家（韩国、日本、新加坡、越南）近期出口增速改善得到一定佐证。预计 4 季度的出口同比增速为-1.6%，全年出口增速在-4.5%左右。

展望 2024 年，随着全球通胀放缓和高利率政策转向，美国逐步由去库存向补库存过渡，将整体上促进全球贸易的复苏回升，中国出口增速也会跟随全球贸易复苏迎来进一步改善，预计 2024 年全年出口增速 1.2%。

11 月进口商品增速反转回落，主要受价格的拖累。国内财政政策推动的增长使得国内预期偏乐观，同时国内经济自然复苏的步调较为正常，厂家开始为春节备货，预计 4 季度进口增速为 1.1%，全年进口增速为-5.4%。

展望 2024 年，随着全球货币紧缩终结，国内稳增长政策空间有望进一步打开，内需将呈现复苏回暖的态势。价格因素对进口增速的贡献有望提升，对进口增速也相对乐观，预计 2024 年全年进口增速 1.7%。

图表目录

图 1: 进出口增速同比 (%)	2
图 2: 亚洲产业链国家出口逐步改善 (%)	2
图 3: 单月出口金额 (亿美元)	3
图 4: 单月进口金额 (亿美元)	3
图 5: 对主要经济体出口同比拉动率变化 (%)	4
图 6: 对主要经济体出口同比增速变化 (%)	4
图 7: 三大类型产品出口同比增速 (%)	5
图 8: 高新技术类产品出口金额 (亿美元)	5
图 9: 主要进口产品金额和数量增速 (%)	5
图 10: 主要进口产品数量累计同比增速 (%)	5

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn