

出口增速如期转正

——对11月外贸数据的思考与未来展望

内容提要：

11月中国出口同比增速为0.5%（美元计价），如期回到正增长水平，季节性调整后，出口环比增长0.6%，增幅弱于预期。11月出口环比的回升可能部分受到外需边际回升的支撑，也与上月的一些阶段性因素的扰动（比如工作日偏少）过去有关，但一些出口商品价格的调整以及“断链脱钩”的影响的逐渐显现可能导致了出口回升幅度的偏弱。展望未来，我们对12月出口维持此前中性偏谨慎的预测，考虑到基数下行，12月出口同比增速或有望继续回升。11月进口季调环比有所回落，但其规模仍居于年内高位。

核心观点：

11月出口环比回升。11月中国出口同比增速为0.5%（美元计价），如期回到正增长水平，季节性调整后出口环比增长0.6%，增幅稍低于我们的预期。

11月出口结构分化明显。季节性调整后，分产品来看，原材料与农产品出口均有所企稳，轻工产品出口明显回升，机电产品出口继续回落但降幅收窄，高新技术产品出口则进一步下行；分出口对象来看，11月我国对转口贸易对象的出口整体有所回升，对新兴经济体的出口也普遍走强，但对发达经济体的出口整体继续回落——尽管对美国的出口有所回升。

11月出口环比为何回升？这一方面可能部分是受到外需边际回升的支撑，11月摩根大通全球制造业PMI为49.3%，环比回升0.5个百分点；另一方面也与上月的一些阶段性因素的扰动（比如10月工作日偏少）过去有关。

11月出口环比的回升幅度为何弱于预期？首先，一些商品价格的调整可能对出口金额构成了一定压制。其次，一些“断链脱钩”的影响可能也正在显现。当然，我国在出口市场中的份额是否已经发生改变目前尚不确定，仍有待更多数据验证，后续我们将密切追踪相关情况并进一步研究。

展望未来，我们维持此前中性偏谨慎的预测：12月出口季节性调整后的规模可能依然在9月与11月的水平之间，考虑到基数下行，这也意味着出口同比增速可能继续回升。当然，由于存在一些技术性的因素，比如海关截止时间波动，12月数据的不确定性或有所上升。

11月进口环比回落，但仍居年内高位。11月以美元计价进口规模季节性调整后环比下降3.0%，但就绝对水平而言，11月进口规模依旧为今年以来仅次于10月的次高值。其中，原油可能是11月进口的主要拖累，高新技术与机电产品的进口也略有下行。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《短期回调不改中期经济复苏趋势：——对11月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2023.12.01
- 2、《为什么经济拐点或就在当下？：——中国经济如何走向复苏（三）》2023.11.24

正文目录

1. 11月出口环比回升	3
2. 11月出口结构分化明显	4
3. 11月出口的环比回升意味着什么?	7
4. 11月进口环比回落,但仍居年内高位	9
5. 风险提示	11

图表目录

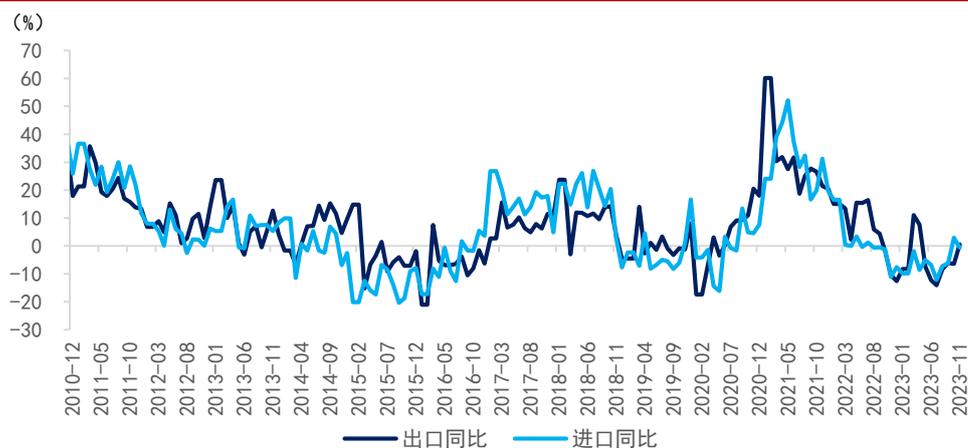
图表 1: 中国进出口同比增速(美元计价)	3
图表 2: 中国出口金额(季调)	3
图表 3: 轻工产品出口金额(季调)	4
图表 4: 高科技和机电产品出口金额(季调)	4
图表 5: 部分机电产品出口金额(季调)	5
图表 6: 农产品和原材料的出口金额(季调)	5
图表 7: 对发达国家与地区的出口(季调)	6
图表 8: 对主要新兴市场国家与地区的出口(季调)	6
图表 9: 全球制造业 PMI	7
图表 10: 汽车、手机出口平均价格	8
图表 11: 进口规模(季调)	9
图表 12: 铁矿石和原油进口金额复合增速	10
图表 13: 高科技和机电产品进口金额复合增速	10
图表 14: 原油进口的回落由量、价因素共同导致	10
图表 15: 11月国际原油价格回调明显	10

1. 11月出口环比回升

11月中国出口同比增速为0.5%（美元计价，前值-6.4%），回到正增长水平，符合我们此前的预期（《总需求走强的证据进一步显现——10月外贸数据点评》）。

季节性调整以后，11月出口环比增长0.6%（前值-3.1%），稍低于我们的预期。

图表1：中国进出口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 11月出口结构分化明显

季节性调整后，主要出口大类中，原材料与农产品出口均有所企稳，轻工产品出口明显回升，机电产品出口继续回落但降幅收窄，高新技术产品出口则进一步下行。

具体而言，经过季节性调整后：

- 原材料出口有所企稳，环比增长 0.5%（前值-1.3%）。
- 农产品出口也有所回升，环比增长 1.3%（前值-1.1%）。
- 轻工制造类产品的出口明显回升（环比+4.7%，前值-5.4%）。

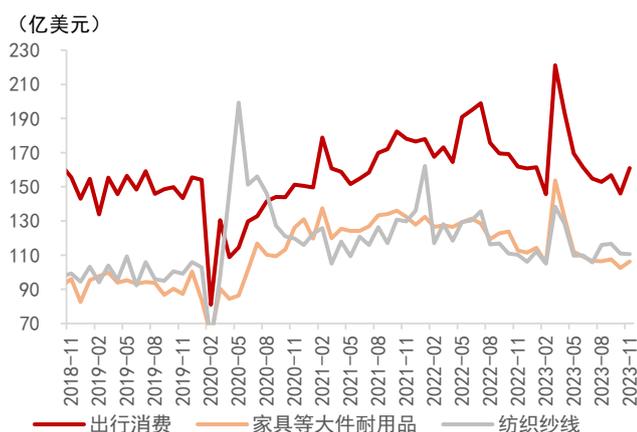
其中，鞋服箱包等出行相关产品、家具照明、塑料制品出口在上月的回落后大幅回升，环比分别增长 10.2%、3.6%、3.1%（前值-6.9%、-4.6%、-4.7%）。同时，纺织纱线等产品的出口也基本企稳，环比下降 0.2%（前值-4.9%）。

- 机电产品出口继续回落，但降幅收窄（环比-0.7%，前值-2.0%）。

其中，汽车、医疗仪器、集成电路的出口都在上月的回落后反弹，出口金额分别环比增长 1.0%、3.3%、4.5%（前值-1.3%、-11.2%、-7.2%）。

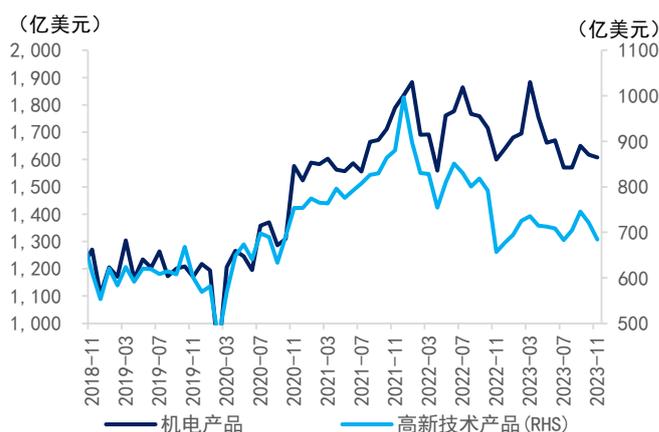
- 高新技术产品出口环比则进一步下降 5.1%（前值-3.2%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）



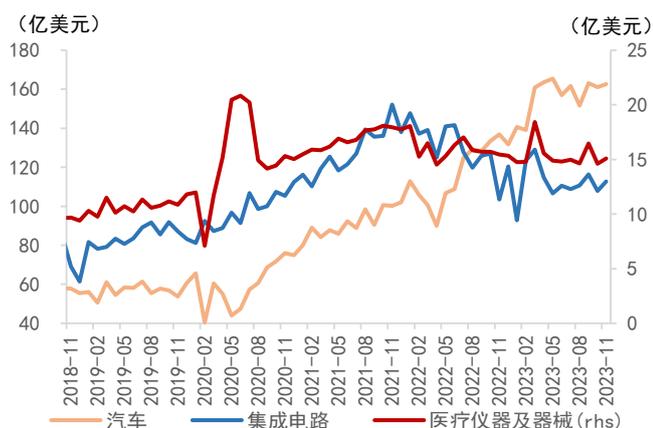
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



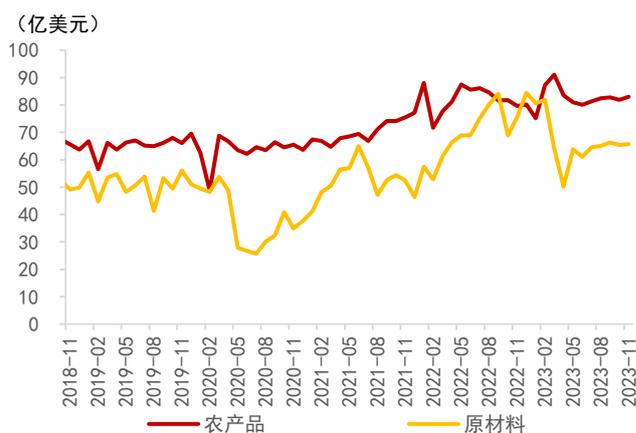
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5: 部分机电产品出口金额 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 农产品和原材料的出口金额 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

分出口对象看, 季节性调整后, 11月我国对主要贸易伙伴的出口有所分化。其中, 对转口贸易对象的出口整体有所回升, 对新兴经济体的出口也普遍走强, 但对发达经济体的出口整体继续回落——尽管对美国的出口有所回升。

具体而言, 季节性调整后, 主要贸易对象中:

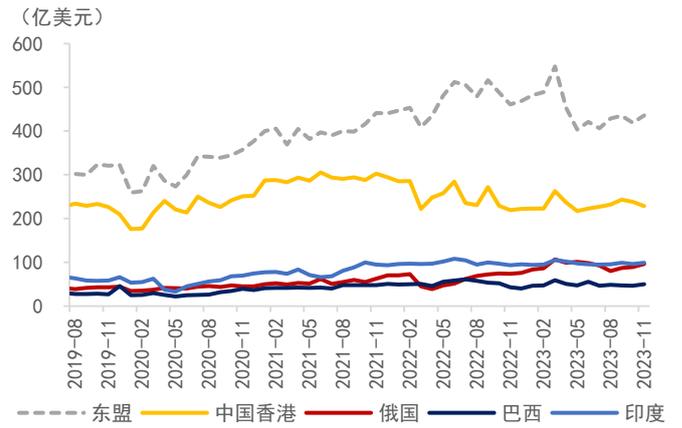
- 对转口贸易对象的出口整体有所回升。其中, 对韩国、东盟的出口环比分别为 0.8%、3.9% (前值-6.5%、-3.7%), 均在上月的明显回落后有所反弹; 对中国香港的出口依然表现较弱, 环比下降 4.1% (前值-1.8%)。
- 对新兴经济体的出口普遍走强。其中, 对俄罗斯的出口进一步大幅回升, 环比增长 7.7% (前值 2.1%); 对巴西、印度的出口也明显反弹, 环比分别增长 8.1%、3.2% (前值-2.1%、-3.1%)。
- 对发达经济体的出口整体继续回落。其中, 对日本、欧盟的出口在 9 月的大幅反弹 (9 月环比为 11.7%、8.2%) 后, 在 11 月延续了 10 月的回落趋势, 环比增速分别为-3.8%、-5.4%。但对美国出口的出现了回升, 环比增长 0.7%。

图表7：对发达国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 11月出口的环比回升意味着什么？

11月出口同比回到正增长区间，符合我们此前“今年年底以美元计价出口同比增速仍有望回到正增长的水平”的判断。从季节性调整后的数据来看，11月出口环比增长0.6%，虽然有所回升，但回升幅度稍低于我们的预期。

11月出口环比为何回升？这一方面可能部分是受到外需边际回升的支撑，11月摩根大通全球制造业PMI为49.3%，较上月（48.8%）回升0.5个百分点；另一方面也与上月的节假日等阶段性因素的扰动（包括今年中秋较晚导致10月工作日偏少）过去有关。

图表9：全球制造业PMI



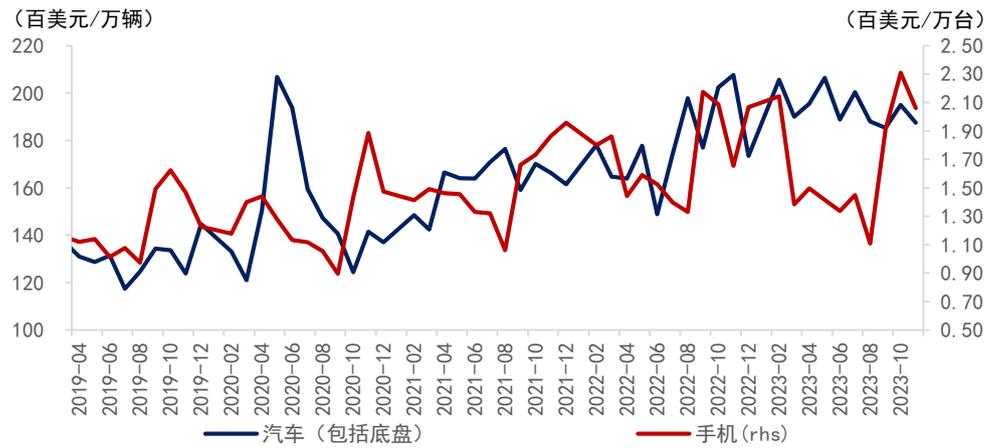
资料来源：Wind，国联证券研究所

那么11月出口环比的回升幅度为何弱于预期？我们认为，11月出口增长偏弱，与韩国、越南等国出口走势产生分歧，可能是受到以下两方面因素的影响：

首先，一些商品价格的调整可能对出口金额构成了一定压制。11月以来，汽车、手机的出口价格有所下行，成为出口价格因素里的主要波动项。汽车、手机出口价格的调整可能与出口地区的结构改变有关：11月我国对新兴市场出口的产品占比上升，对发达国际出口的产品占比下降，所以出口中低端品类的占比可能有所上升。

微观反馈也显示，今年下半年以来，集装箱运输箱量有所增加，但单个集装箱的货值水平有所下降，部分原因在于出口国家结构的变化。由于新兴市场国家对产品质量要求相对较低，我国的海外商品市场在一定程度上出现“消费降级”的现象。

图表10：汽车、手机出口平均价格



资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，“断链脱钩”的影响可能也正在显现。疫情过后，一些产业链重新开始向海外转移，部分欧美客户出于供应链多元化等原因也会要求企业在海外建厂，这些出口转移的影响可能也在逐渐显现。但我国在出口市场中的份额是否已经发生改变目前尚不确定，仍有待更多数据验证，后续我们将密切追踪相关情况并进一步研究。

展望未来，我们维持此前中性偏谨慎的预测：12月季节性调整后的出口规模可能依然在9月与11月的水平之间，考虑到基数下行，这也意味着出口同比增速可能继续回升。当然，由于存在一些技术性的因素，比如海关截关时间波动，12月数据的不确定性可能有所上升。

更长期来看，在海外经济与政策仍有相当不确定的情况下，可能还需要密切追踪相关情况并及时对预测进行更新。

4. 11月进口环比回落，但仍居年内高位

11月以美元计价进口同比增速为-0.6%（前值+3.0%），较上月有所回落，也低于市场一致预期（3.5%）。

季节性调整后，进口规模环比下降3.0%（前值+6.4%），与11月PMI中的进口子指数的季调环比下行相一致（0.7pct）。但是，就绝对水平而言，11月进口规模依旧为今年以来仅此于10月的次高值。

图表11：进口规模（季调）



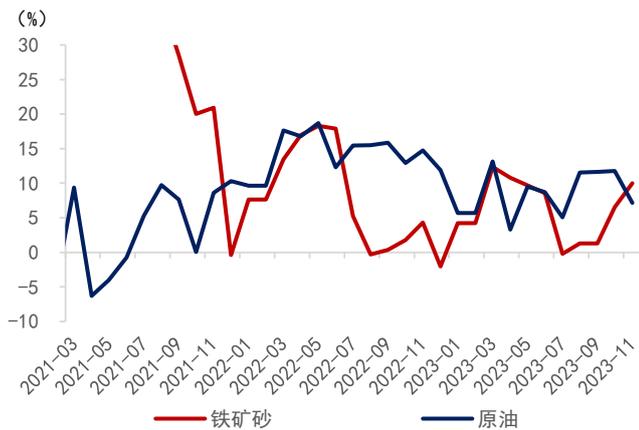
资料来源：Wind，国联证券研究所

分品类来看，原油可能是11月进口的主要拖累，高新技术与机电产品的进口也略有下行。

主要大宗原材料进口表现分化。从以2019年为基期的复合同比增速来看，11月原油进口高位回落，其复合同比增速为7.2%（前值11.8%）；铁矿砂进口则进一步大幅回升，11月复合同比增速为10.0%（前值6.5%）。

主要产成品进口有所放缓。11月高新技术与机电产品的进口增速都在上月的反弹后有所回落，其以2019年为基期的复合同比增速分别为1.8%、0.4%（前值3.1%、2.7%）。

图表12: 铁矿石和原油进口金额复合增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 以19年为基期作复合平均增速

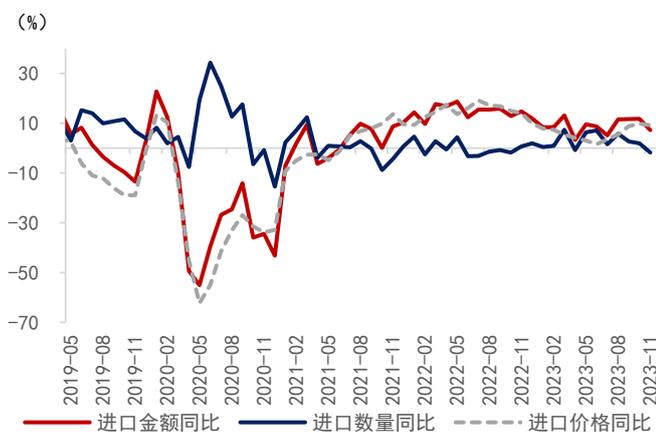
图表13: 高科技和机电产品进口金额复合增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 以19年为基期作复合平均增速

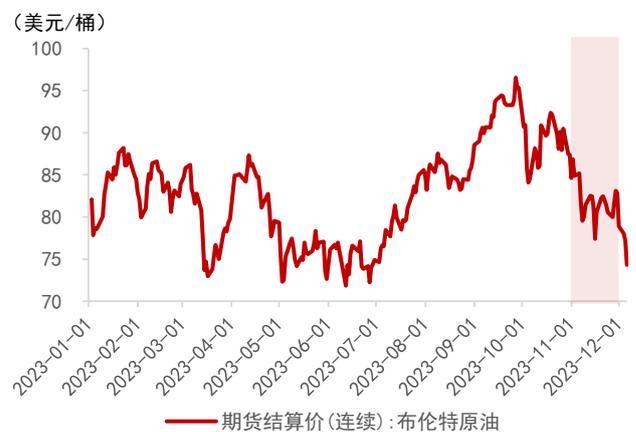
11月进口规模虽然表现弱于预期,但就绝对规模而言,仍处于年内高位。从结构上看,原油进口的缩减可能是11月进口下滑的主要影响因素——国际原油价格的下滑一方面降低了原油的进口价格,另一方面可能也抑制了相关产品的补库动力。

图表14: 原油进口的回落由量、价因素共同导致



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 以19年为基期作复合平均增速

图表15: 11月国际原油价格回调明显



资料来源: Wind, 国联证券研究所

展望未来,中期而言,我们认为中国经济将走向复苏的逻辑并未被打破,我们也仍然维持中国经济可能已经走过从衰退到复苏拐点的判断。

随着供给出清持续推动制造业投资回升,叠加财政支撑基建投资、居民消费也会因为收入改善而逐步修复,这些积极因素占GDP的比重越来越高,收缩的地产投资占GDP的比重越来越低,积极因素有望以“量变引发质变”的方式对冲地产下行,推动中国经济逐步迎来从衰退到复苏的拐点《是时候强烈看多中国经济了——中国经

济如何走向复苏（二）》。

5. 风险提示

海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼