

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

进口高位回落主要是数量驱动

2023年12月7日

- **11月出口略超市场预期，主要是两大因素提振。**一是中国出口份额有韧性，全球制造业景气度回升带动出口边际回暖。从全球视角来看，11月摩根大通制造业景气度回升，制造业新订单也有上升，背后或显示出口数量的边际贡献在上升。二是11月出口价格的拖累或有松动。今年5月以来，出口价格一直对整体出口表现有拖累，而11月制造业企业出厂价格出现回升，我们认为这或预示着出口价格对整体出口的拖累出现边际改善，从而提振11月的出口表现。
- **进口增长由正转负，高位回落背后主要是数量变动。**除基数扰动外，我们认为11月进口高位回落背后量和价都有影响，但数量是主导因素。首先，国内制造业采购和企业进口表现压制进口需求。其次，11月制造业企业的原材料购进价格指数继续下滑，主要原材料购进价格下降，进口价格大概率延续拖累影响。而重点进口分项显示，11月进口增速高位回落或是数量主导。10月进口明显增长的是原油和矿产品，但11月数据显示原油和矿产品的进口增速均主要受进口数量的影响而明显下滑。
- **今年全年出口降幅或有望收窄至-4%以上。**今年1-11月累计出口同比增速为-5%，我们认为，今年全年出口降幅或有望收窄至-4%以上。一是全球制造业景气度的回升或是趋势性变化。二是今年下半年以来的出口份额显示我国出口竞争力仍较强。从份额上看，今年5月份以来，从可比口径来看，出口份额稳步增长，说明我们的出口商品在国际市场上仍有较强竞争力。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目录

一、全年出口增速有望重回-4%以上.....	3
二、进口增速高位回落是数量主导.....	4
三、附表.....	6
风险因素.....	8

表目录

附表 1: 11 月中国出口重点商品金额同比增速一览表.....	6
附表 2: 11 月中国进口重点商品金额同比增速一览表.....	7
附表 3: 2023 年 1-9 月主要国家货物出口份额.....	7

图目录

图 1: 11 月出口金额回暖, 略超 2022 年同期.....	3
图 2: 11 月出口环比均超过 2018、2019 年同期环比表现.....	3
图 3: 今年 5 月以来出口价格一直有拖累作用.....	4
图 4: 11 月进口同比增速转负.....	5
图 5: 今年 3 月起, 进口价格拖累整体进口.....	5
图 6: 11 月重点进口商品中, 多数商品进口数量有明显回落.....	6

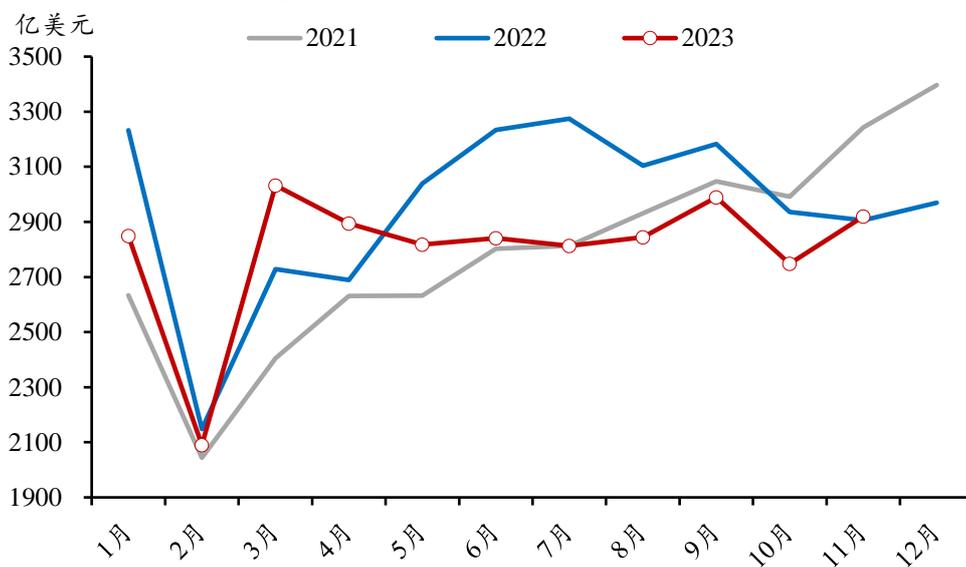
一、全年出口增速有望重回-4%以上

11月出口同比增速略超市场预期。11月出口金额（以美元计价）同比增速录得0.5%，是2023年4月以来首次实现正增长，略超华尔街见闻预期的0%。11月出口同比、环比均有改善，与全球制造业景气度、出口价格边际改善、圣诞消费旺季等因素有关。

11月出口环比从10月低点回升，与季节性表现一致，显示部分受到圣诞消费旺季的影响。除此以外，**出口表现也有两大因素的提振：**

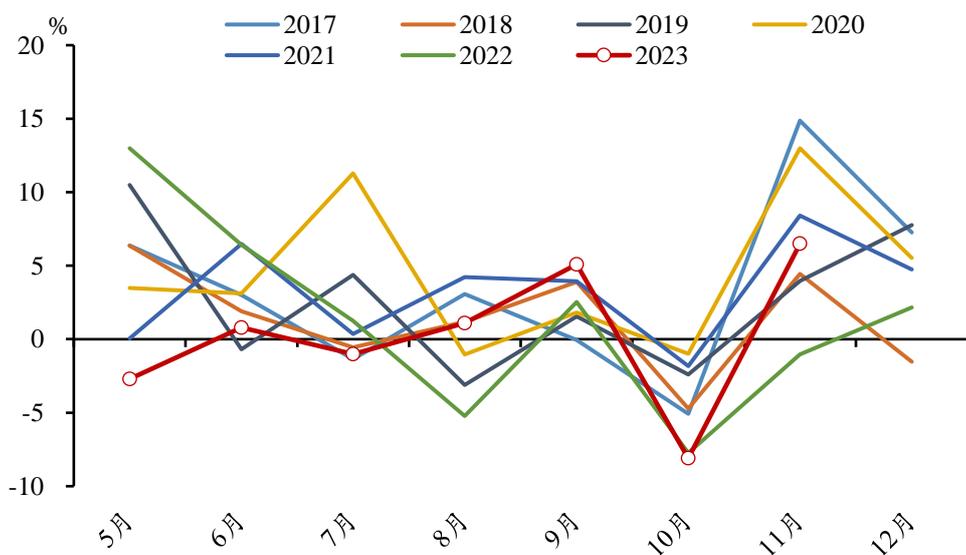
一是中国出口份额有韧性，全球制造业景气度回升带动出口边际回暖。从全球视角来看，11月摩根大通制造业景气度回升，制造业新订单也有上涨，再加上5月以来中国出口份额有韧性，制造业景气度的回升或显示出口数量的边际贡献上升。11月欧元区、韩国制造业PMI上升，10月韩国出口改善对我国出口指引失效主要是因为10月韩国对中国进口没有随其出口上涨，而11月韩国对外出口同比上涨，前20日韩国对中国的进口降幅也收窄。

图 1：11月出口金额回暖，略超2022年同期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：11月出口环比均超过2018、2019年同期环比表现



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

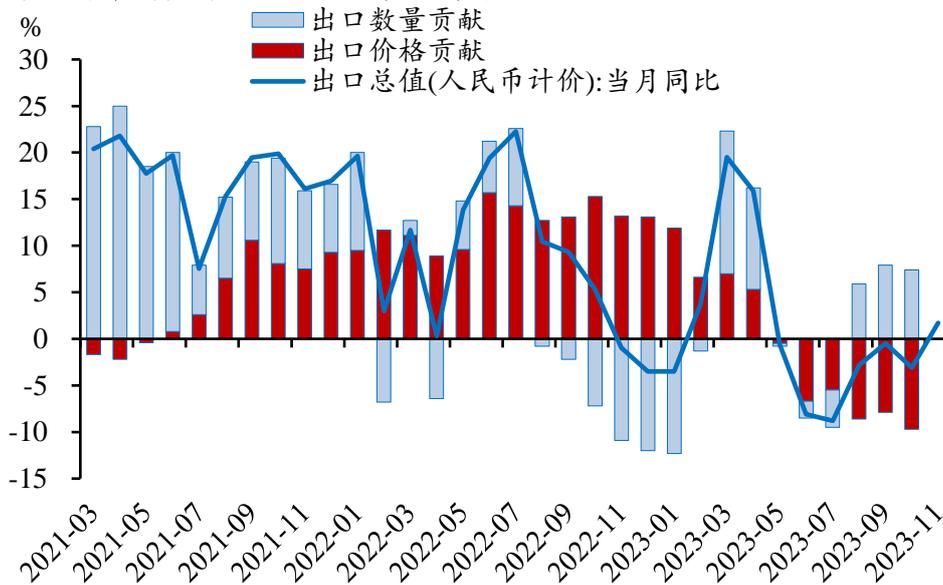
二是11月出口价格的拖累或有松动。今年5月以来，出口价格一直对整体出口表现有拖累，而11月制造业企业出厂价格出现回升，我们认为这或预示着出口价格对整体出口的拖累出现边际改善，从而提振11月的出口表现。

总体来看，量价均有边际改善，但数量变动或是出口转好的主要贡献。

从重点商品来看，有三点可以关注：

- 1) 机电和高新技术产品出口同比增速由负转正，与韩国对我国进口同比改善的信号一致。韩国作为我国机电产品出口目的地的主要四国之一，韩国对中国进口同比回升或是机电和高新技术出口增速回升的积极信号。
- 2) 在七大劳动密集型产品中，仅“家具及其零件”一项的出口同比增速率先实现由负转正（见附录1），后续可以关注“家具及其零件”企业的出口订单走势。
- 3) 能源品出口中，成品油出口同比再度由正转负，我们认为，这主要是受数量变动的拖累。

图3：今年5月以来出口价格一直有拖累作用



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

分区域来看，中俄贸易仍是重要抓手，而对美出口增长主要是基数变动的影响。分区域来看，俄罗斯同比增速进一步提升，对印度、美国的出口同比也由负转正。今年11月出口同比贡献较高的国家或区域是：俄罗斯>美国>印度>中国台湾>中国香港；11月出口环比贡献较高的国家或区域是：东盟>中国香港>俄罗斯>韩国>美国。我们认为，美国出口同比的大幅上涨可能一部分有圣诞消费的提振，但更多来自去年基数的影响，这一点从美国环比贡献也能得到佐证。

我们认为，中国出口份额韧性犹存，今年全年出口降幅或有望收窄至-4%以上。截至11月份，今年1-11月累计出口同比增速为-5%，我们认为今年全年出口降幅或有望收窄至-4%以上。一是全球制造业景气度的回升或是趋势性变化。二是今年下半年以来的出口份额显示我国出口竞争力仍较强。从份额上看，今年5月份以来，可比口径下的出口份额稳步增长（见附表3），说明我们的出口商品在国际市场上仍有较强竞争力。

二、进口增速高位回落是数量主导

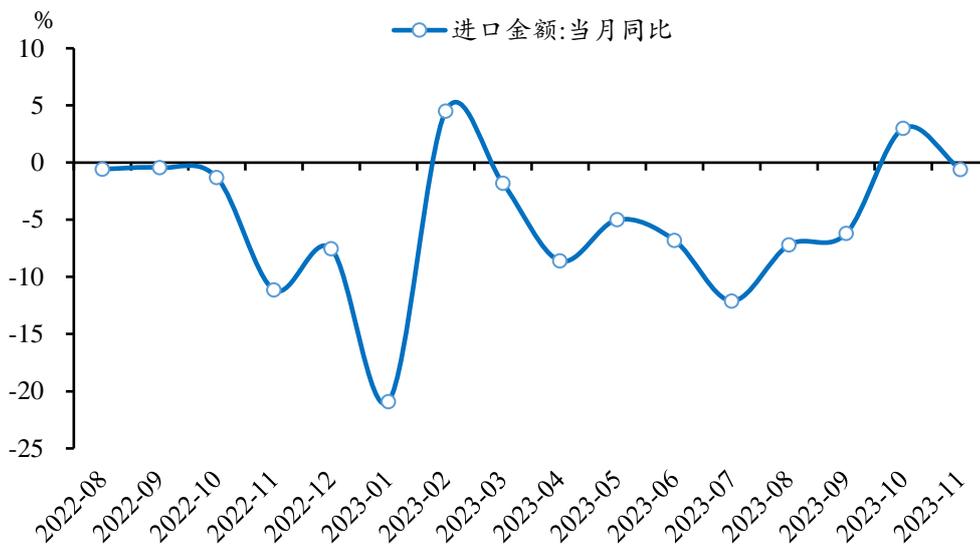
11月中国进口金额(按美元计)同比增速录得-0.6%，前值为3%，市场预期为3.9%。我们认为进口高位回落背后量和价都有影响，但数量是主导因素。

首先，国内制造业采购和企业进口表现压制进口需求。制造业企业采购 PMI 和进口 PMI 均有连续两个月的回落，制造业企业采购和进口需求回落压制了整体的进口需求量。

其次，主要原材料购进价格下降，进口价格大概率延续拖累影响。回顾进口整体量价表现来看，自今年3月起，进口价格就一直拖累整体进口。11月制造业企业的原材料购进价格指数继续下滑，显示企业采购原材料价格出现下降，我们认为11月进口价格或继续拖累整体表现。

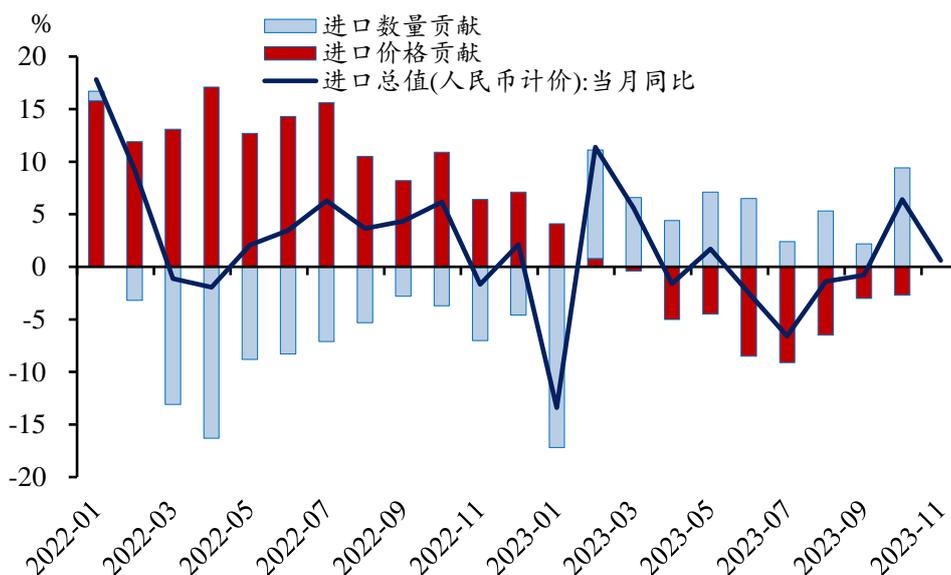
然而，量的变动是11月进口的主导因素。从重点进口分项来看，1) 除机电和高新技术产品外，原油是占比最大的重点进口细分项，而11月原油进口从10月的7.6%大幅下滑为-12.8%，数量同比回落是原油进口下滑的关键；而成品油的进口同比增幅也有回落，原油和成品油这两项进口变动共拖累进口2.8个百分点。2) 除了原油相关产品外，进口增速变动超20 pct以上的分项基本为矿产品。其中，铜矿砂及其精矿进口增速下降20.6 pct，未锻轧铜及铜材进口增速下降23.4 pct，这两分项的数量同比增速回落也很大。

图 4：11月进口同比增速转负

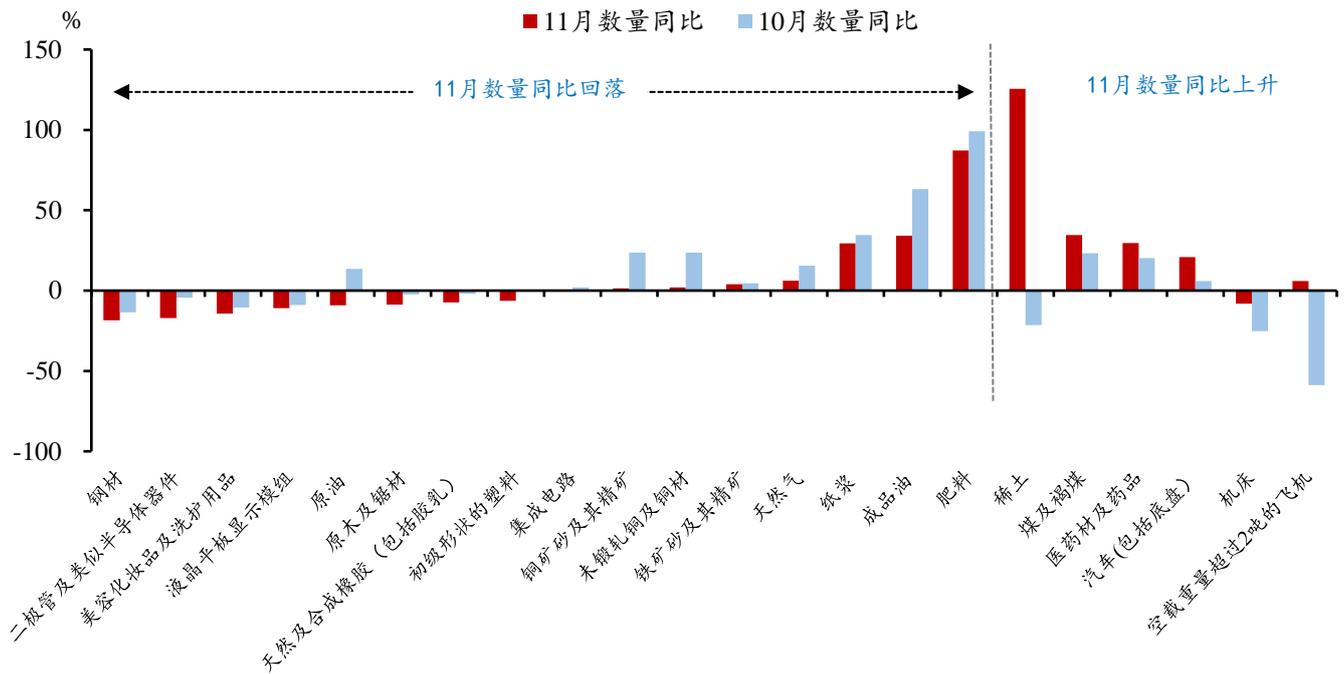


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：今年3月起，进口价格拖累整体进口



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：11 月重点进口商品中，多数商品进口数量有明显回落


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

三、附表

附表 1：11 月中国出口重点商品金额同比增速一览表

出口重点商品	当月同比 (2023-11)	上月同比 (2023-10)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	1.26	-5.00	6.26	59.60
高新技术产品	2.89	-8.00	10.89	26.34
服装及衣着附件	-4.38	-8.70	4.32	4.30
纺织纱线织物及其制品	-1.30	-5.00	3.70	3.81
鞋靴	-20.05	-20.30	0.25	1.32
家具及其零件	3.62	-5.80	9.42	2.09
塑料制品	-3.40	-9.20	5.80	3.05
玩具	-16.76	-14.60	-2.16	1.03
箱包及类似容器	-4.97	-11.50	6.53	1.01
钢材	-11.72	-1.30	-10.42	2.22
农产品	3.53	0.60	2.93	3.13
成品油	-20.42	9.90	-30.32	1.47
未锻轧铝及铝材	-3.02	-17.40	14.38	0.54
陶瓷产品	-22.26	-29.40	7.14	0.83
肥料	13.18	-33.50	46.68	0.36
稀土	-36.27	-61.00	24.73	0.02
中药材及中式成药	4.69	-1.97	6.66	0.04

资料来源：Wind，海关总署，信达证券研发中心

注：蓝色为正，红色为负

附表 2：11 月中国进口重点商品金额同比增速一览表

	当月同比 (2023-11)	上月同比 (2023-10)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	4.23	1.40	2.83	38.40
高新技术产品	8.11	3.20	4.91	28.29
原油	-12.75	7.60	-20.35	12.33
成品油	24.85	55.30	-30.45	1.12
天然气	3.98	-21.40	25.38	3.39
煤及褐煤	4.71	-4.70	9.41	2.03
农产品	-10.00	-0.40	-9.60	8.30
纸浆	-11.91	-11.60	-0.31	0.83
原木及锯材	-16.45	-13.58	-2.87	0.45
铁矿砂及其精矿	29.09	25.40	3.69	5.39
铜矿砂及其精矿	11.63	32.20	-20.57	2.34
未锻轧铜及铜材	5.06	28.50	-23.44	2.06
钢材	-23.57	-23.20	-0.37	0.45
医药材及药品	20.28	25.10	-4.82	1.89
美容化妆品及洗护用品	-24.33	-24.70	0.37	0.60
初级形状的塑料	-14.07	-11.00	-3.07	1.74
纺织纱线、织物及制品	19.77	32.50	-12.73	0.47
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-10.85	-10.50	-0.35	0.45
肥料	3.69	9.50	-5.81	0.18

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

附表 3：2023 年 1-9 月主要国家货物出口份额

	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09
中国	16.86%	12.87%	15.87%	17.04%	15.56%	15.56%	16.11%	16.27%	16.46%
美国	9.54%	9.56%	9.28%	9.35%	9.17%	9.13%	9.13%	9.79%	9.42%
日本	2.90%	3.46%	3.32%	3.58%	2.92%	3.37%	3.54%	3.16%	3.42%
韩国	2.67%	3.01%	2.76%	2.85%	2.86%	2.96%	2.89%	2.97%	3.01%
德国	7.85%	8.55%	7.87%	7.75%	7.83%	8.23%	7.97%	7.60%	7.59%
越南	1.36%	1.57%	1.50%	1.61%	1.54%	1.62%	1.72%	1.87%	1.69%
英国	2.15%	2.50%	2.31%	2.31%	2.57%	2.37%	2.55%	2.46%	2.40%
欧洲主要国 (英、法、德、意)	15.95%	17.64%	16.37%	16.01%	16.87%	17.20%	17.02%	15.30%	15.86%
东盟6国 (越、泰、新、菲、马、印尼)	7.79%	8.34%	8.07%	7.77%	7.96%	8.08%	8.23%	8.61%	8.26%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 该份额数据为可比口径, 即剔除了 WTO 的 74 国数据中的埃及、白俄罗斯、玻利维亚、哥伦比亚、乌克兰

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。