



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

基数压力减弱，出口增速回正

——国内观察：2023年11月进出口数据

投资要点

- **事件：**12月7日，海关总署发布11月外贸数据。11月，以美元计价，出口当月同比0.5%，前值-6.4%；进口当月同比-0.6%，前值3.0%；贸易差额683.95亿美元，前值565.28亿美元。
- **核心观点：**整体来看，11月出口同比转正，外需在收缩区间的小幅好转以及出口的低基数均有贡献，进口回落反映内需仍然不强。往后看，出口受基数的压力将逐步减小，明年3月还有小高峰，但此后会逐步回落，不过实质性外需的转好可能尚早，出口主要仍受新三样为代表的结构性支撑；进口方面，万亿国债落地形成实物工作量会带动相关商品需求，在政策推动下，内需后续或会逐步企稳，但斜率可能仍相对较缓。
- **出口增速由负转正，基数有所贡献，外需小幅回暖。**11月出口同比继5月以来首次转正录得0.5%，较上月明显改善，环比6.5%，好于季节性（近5年同期均值为5.76%）。从基数上看，去年四季度月均出口金额由第三季度的3187亿美元降至2937亿美元，基数有所降低。外需方面，11月摩根大通全球制造业PMI由48.8%上升至49.3%，整体外需在收缩区间回升。美国11月ISM制造业PMI录得46.7，连续13个月处于萎缩区间，但新订单指数小幅上涨至48.3，自有库存和客户库存分别上涨1.5、2.2个百分点，美国补库或对我国出口形成一定支撑。欧元区制造业PMI小幅回升至44.2，但仍处深度收缩区间。日本制造业PMI小幅回落至48.3。韩国11月出口总额同比较10月的5.06%上涨至7.78%，连续两个月保持正增长，也能反映外需小幅回暖。
- **分国别看，低基数下对美出口转正，但对发达国家环比总体弱于季节性。**受低基数影响，11月对美国（7.35%）出口同比自去年8月以来首次转正，对欧盟（-14.51%）的出口降幅较前值有所加大，对东盟（-7.07%）和日本（-8.26%）的出口降幅有所收窄。但从季节性上来看，除对东盟出口强于季节性外，对美国、欧盟和日本均弱于季节性。
- **机电产品出口转正，汽车出口可能开始受到基数影响。**主要产品中，船舶、手机、汽车、肥料、集成电路、家用电器出口金额和数量均达到两位数以上的增长。受基数抬升的影响，汽车出口金额由上月的45.0%降至27.9%，出口量同比增速由上月的49.6%降至41.5%，但仍处于相对较高增速，但未来基数的影响可能加大。而成品油的出口金额和数量下降幅度均超30%，或受短期内国家成品油出口配额下发的影响。劳动密集型产品出口增速多数降幅收窄，但整体依然偏弱。
- **进口增速弱于季节性，反映内需仍不稳。**进口环比2.4%，弱于近5年同期均值7.99%，大宗等拖累较多。农产品进口金额同比增速由上月的-0.9%下降至-10.0%。从主要商品来看，11月原油进口量及进口金额增速双降。铁矿砂、集成电路进口金额增速较上月有所上涨，但进口量小幅放缓，或有价格贡献。内需层面看，11月制造业PMI小幅回落，需求仍然不稳，10月进口增速曾一度回正，持续性尚需验证。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期。2) 海外金融市场风险。

正文目录

1. 出口增速由负转正，基数有所贡献，外需小幅回暖	4
2. 机电产品出口转正，汽车出口可能开始受到基数影响	6
3. 进口增速弱于季节性，反映内需仍不稳	7
4. 核心观点	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1 以美元计价出口金额同比, %.....	4
图 2 美、欧、日制造业 PMI.....	5
图 3 出口价格、数量指数, 上年=100.....	5
图 4 出口环比季节性, %.....	5
图 5 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %.....	6
图 6 11 月与 10 月分国别出口增速及变化, %, %.....	6
图 7 以美元计价进口金额同比, %.....	7
表 1 部分产品出口金额增速及出口数量增速, %.....	6
表 2 部分产品进口金额增速及进口数量增速, %.....	7

事件: 12月7日,海关总署发布11月外贸数据。11月,以美元计价,出口当月同比0.5%,前值-6.4%;进口当月同比-0.6%,前值3.0%;贸易差额683.95亿美元,前值565.28亿美元。

1.出口增速由负转正,基数有所贡献,外需小幅回暖

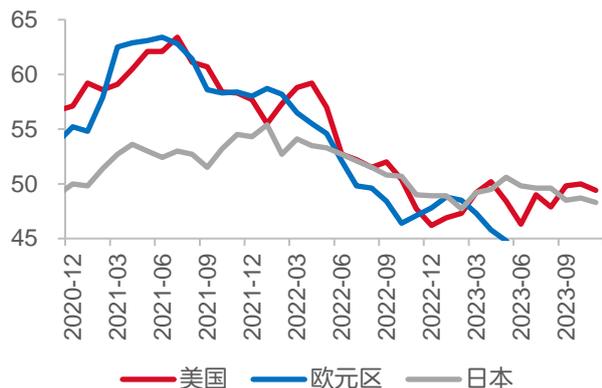
11月出口同比继5月以来首次转正录得0.5%,较上月明显改善,环比6.5%,好于季节性(近5年同期均值为5.76%)。从基数上看,去年四季度月均出口金额由第三季度的3187亿美元降至2937亿美元,基数有所降低。外需方面,11月摩根大通全球制造业PMI由48.8%上升至49.3%,整体外需在收缩区间回升。美国11月ISM制造业PMI录得46.7,连续13个月处于萎缩区间,但新订单指数小幅上涨至48.3,自有库存和客户库存分别上涨1.5、2.2个百分点,美国补库或对我国出口形成一定支撑。欧元区制造业PMI小幅回升至44.2,但仍处深度收缩区间。日本制造业PMI小幅回落至48.3。韩国11月出口总额同比较10月的5.06%上涨至7.78%,连续两个月保持正增长,也能反映外需小幅回暖。

图1 以美元计价出口金额同比, %



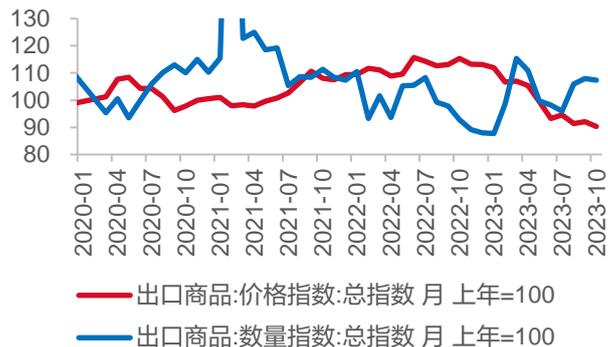
资料来源:海关总署,东海证券研究所

图2 美、欧、日制造业 PMI



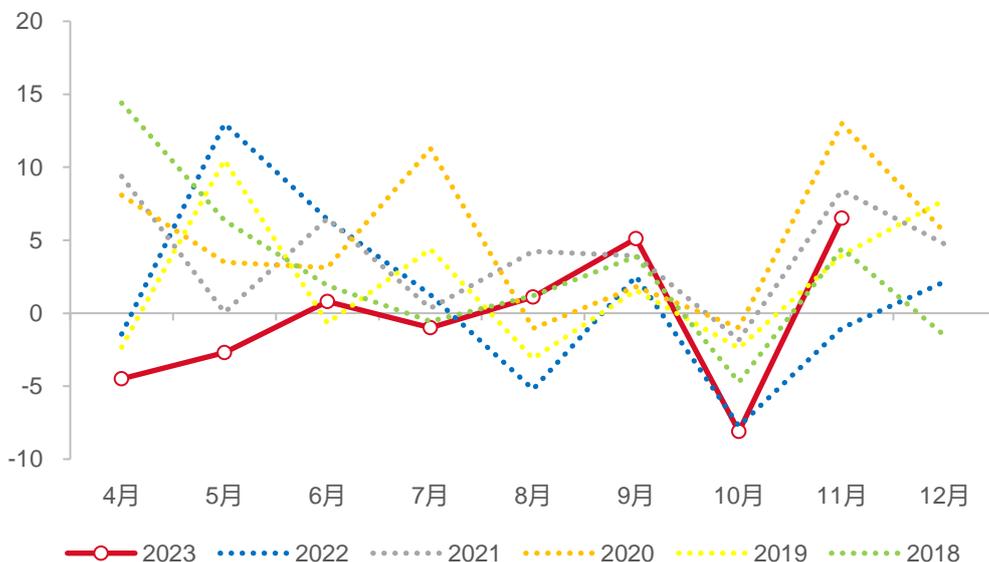
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图3 出口价格、数量指数，上年=100



资料来源：海关总署，东海证券研究所

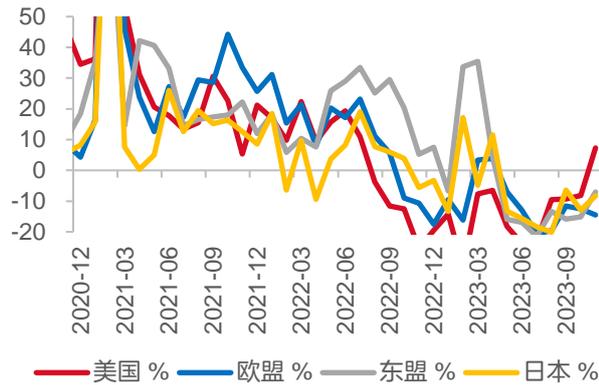
图4 出口环比季节性，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

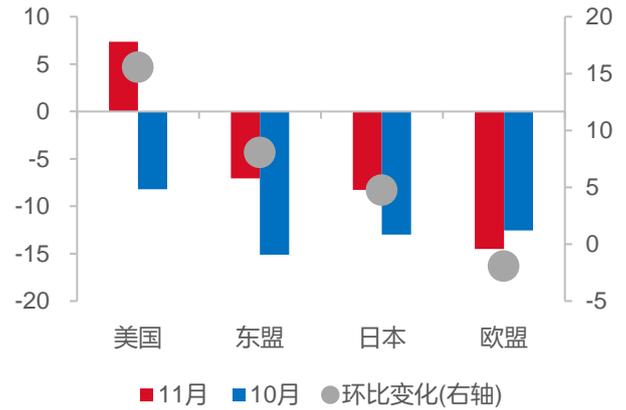
分国别看，低基数下对美出口转正，但对发达国家环比总体弱于季节性。受低基数影响，11月对美国（7.35%）出口同比自去年8月以来首次转正，对欧盟（-14.51%）的出口降幅较前值有所加大，对东盟（-7.07%）和日本（-8.26%）的出口降幅有所收窄。但从季节性上来看，除对东盟出口强于季节性外，对美国、欧盟和日本均弱于季节性。

图5 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图6 11月与10月分国别出口增速及变化，%，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

2.机电产品出口转正，汽车出口可能开始受到基数影响

主要产品中，船舶、手机、汽车、肥料、集成电路、家用电器出口金额和数量均达到两位数以上的增长。受基数抬升的影响，汽车出口金额由上月的45.0%降至27.9%，出口量同比增速由上月的49.6%降至41.5%，但仍处于相对较高增速，但未来基数的影响可能加大。而成品油的出口金额和数量下降幅度均超30%，或受短期内国家成品油出口配额下发的影响。劳动密集型产品出口增速多数降幅收窄，但整体依然偏弱。

表1 部分产品出口金额增速及出口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2023-11	2023-10	环比变化	2023-11	2023-10	环比变化
船舶	115.7	34.2	81.5	25.5	-42.1	67.6
手机	54.6	21.8	32.8	24.2	10.1	14.1
汽车(包括底盘)	27.9	45.0	-17.2	41.5	49.6	-8.1
肥料	13.2	-34.0	47.2	53.1	5.9	47.3
集成电路	12.0	-16.6	28.7	13.8	5.4	8.4
家用电器	11.8	8.0	3.8	24.3	21.0	3.2
汽车零配件	10.1	3.4	6.6			
液晶显示板	6.2	6.2	0.1	5.1	2.3	2.8
中药材及中式成药	4.7	-2.0	6.7	-8.1	-8.4	0.3
家具及其零件	3.6	-9.1	12.7			
粮食	3.3	0.0	3.3	-19.5	-7.6	-11.8
通用机械设备	1.5	-1.2	2.7			
纺织纱线、织物及其制品	-1.3	-5.8	4.5			
音视频设备及其零件	-1.7	-7.3	5.6			
医疗仪器及器械	-2.0	-7.5	5.5			
未锻轧铝及铝材	-3.0	-17.8	14.8	7.5	-8.1	15.6
塑料制品	-3.4	-11.3	7.9			
服装及衣着附件	-4.4	-10.2	5.9			
箱包及类似容器	-5.0	-13.6	8.6	17.4	11.7	5.7

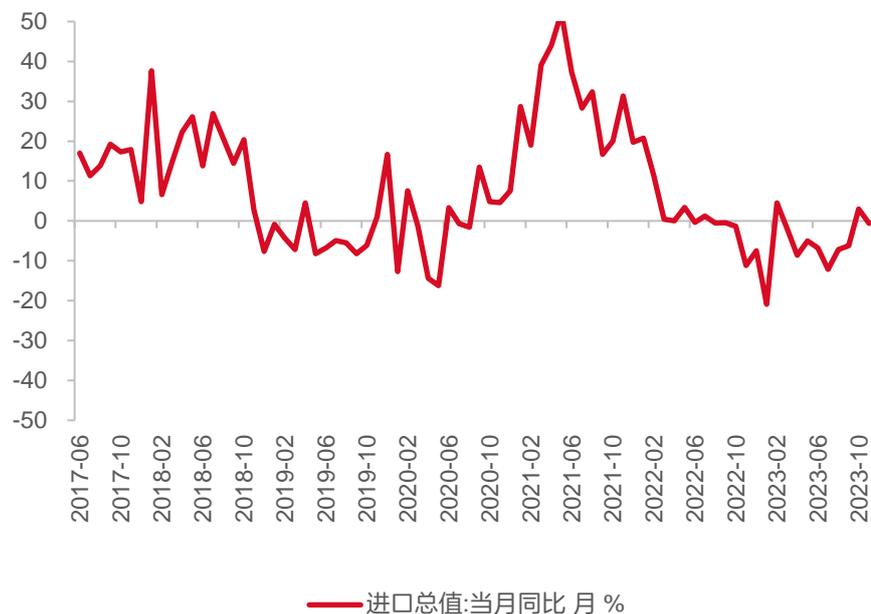
灯具、照明装置及其零件	-6.0	-15.2	9.2			
水产品	-7.2	-9.8	2.6	8.6	6.4	2.2
自动数据处理设备及其零件	-10.9	-20.2	9.3			
钢材	-11.7	-7.1	-4.6	43.2	53.1	-9.9
玩具	-16.8	-17.4	0.6			
鞋靴	-20.0	-22.0	2.0	-2.0	-3.0	1.1
成品油	-20.4	10.4	-30.8	-17.3	16.1	-33.3
陶瓷产品	-22.3	-32.6	10.3	4.1	8.9	-4.8
稀土	-36.3	-61.0	24.8	42.6	19.1	23.5

资料来源：海关总署，东海证券研究所

3.进口增速弱于季节性，反映内需仍不稳

进口环比 2.4%，弱于近 5 年同期均值 7.99%，大宗等拖累较多。农产品进口金额同比增速由上月的-0.9%下降至-10.0%。从主要商品来看，11 月原油进口量及进口金额增速双降。铁矿砂、集成电路进口金额增速较上月有所上涨，但进口量小幅放缓，或有价格贡献。内需层面看，11 月制造业 PMI 小幅回落，需求仍然不稳，10 月进口增速曾一度回正，持续性尚需验证。

图7 以美元计价进口金额同比，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

表2 部分产品进口金额增速及进口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2023-11	2023-10	环比变化	2023-11	2023-10	环比变化
铁矿砂及其精矿	29.1	22.1	7.0	3.9	4.6	-0.7
成品油	24.9	56.2	-31.3	34.1	63.2	-29.1
医药材及药品	20.3	43.0	-22.7	29.5	20.2	9.3
纺织纱线、织物及其制品	19.8	32.4	-12.6			

自动数据处理设备及其零部件	14.4	60.0	-45.6			
铜矿砂及其精矿	11.6	34.9	-23.2	1.3	23.6	-22.3
汽车(包括底盘)	9.2	11.8	-2.5	20.8	6.0	14.8
集成电路	8.5	-10.0	18.5	0.6	2.0	-1.4
未锻轧铜及铜材	5.1	28.1	-23.0	2.0	23.7	-21.7
煤及褐煤	4.7	-4.2	8.9	34.6	23.3	11.3
粮食	4.2	8.9	-4.6	34.0	38.1	-4.0
肥料	3.7	9.5	-5.8	87.3	99.1	-11.8
液晶显示板	-2.7	0.2	-2.9	-10.9	-9.0	-1.9
汽车零部件	-5.8	2.7	-8.5			
机床	-5.8	-12.3	6.5	-8.1	-25.1	17.0
大豆	-7.8	2.7	-10.5	7.7	24.7	-16.9
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-10.8	-10.5	-0.3			
纸浆	-11.9	-11.9	0.0	29.5	34.5	-5.1
原油	-12.8	8.4	-21.2	-9.2	13.5	-22.7
初级形状的塑料	-14.1	-11.1	-3.0	-6.4	0.0	-6.5
干鲜瓜果及坚果	-16.2	48.8	-65.0	-4.1	26.3	-30.4
原木及锯材	-16.4	-13.6	-2.9	-8.7	-2.5	-6.2
二极管及类似半导体器件	-18.2	-8.1	-10.1	-17.2	-4.4	-12.7
天然气	-20.8	-22.1	1.2	6.1	15.5	-9.4
钢材	-23.6	-23.2	-0.4	-18.4	-13.5	-4.9
美容化妆品及洗护用品	-24.3	-24.8	0.5	-24.3	-10.4	-13.9
肉类(包括杂碎)	-30.1	-32.0	1.9	-30.1	-12.0	-18.1
食用植物油	-34.5	-0.3	-34.2	-18.8	27.2	-46.0
空载重量超过 2 吨的飞机	-54.4	-46.0	-8.4	5.9	-58.8	64.7

资料来源：海关总署，东海证券研究所

4.核心观点

整体来看，11月出口同比转正，外需在收缩区间的小幅好转以及出口的低基数均有贡献，进口回落反映内需仍然不强。往后看，出口受基数的压力将逐步减小，明年3月还有小高峰，但此后会逐步回落，不过实质性外需的转好可能尚早，出口主要仍受新三样为代表的结构性支撑；进口方面，万亿国债落地形成实物工作量会带动相关商品需求，在政策推动下，内需后续或会逐步企稳，但斜率可能仍相对较缓。

5.风险提示

- 1) 政策落地不及预期，导致内需恢复偏弱。
- 2) 海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089