

2023年12月07日

出口同比增速转正或将持续

宏观研究团队

——11月进出口数据点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国11月出口同比+0.5%，前值-6.4%；11月进口同比-0.6%，前值为+3.0%；11月贸易顺差683.9亿美元，前值为565.3亿美元。

● 出口：低基数效应下出口同比转正，外需回暖尚缺支撑力

1. 全球经济景气度仍在衰退区间，外需仍较为疲软。11月摩根大通全球制造业PMI较前值有所回升，连续15个月处在荣枯线以下。出口同比7个月以来首次转正，受基数效应影响较大，11月出口金额两年复合同比增速为-4.3%，甚至低于10月的-3.3%，反映外需未有实质性改善。总体来看，欧美高利率下商品消费承压，外需仍较为疲软。

2. 对美国、东盟出口明显改善，对欧盟出口回落。分国别看，11月我国对除欧盟外的多数主要经济体出口同比均有所回升。发达经济体中美国对我国出口贡献由前值的拖累1.4个百分点回升至11月的拉动1个百分点，发展中经济体中东盟、俄罗斯、巴西、印度等地区对我国出口贡献均边际改善。从外需看，发达经济体与新兴经济体多数回暖，但多数发达经济体PMI仍处于收缩区间。

3. 电子产业链产品改善明显，汽车链产品维持正增长。分产品看，农产品与原材料、劳动密集型产品分别拖累11月出口同比增速0.86、1.04个百分点，对总出口的拖累作用较前值均有所下降；电子产业链产品拉动出口同比1.88个百分点，前值拖累1个百分点；汽车产业链产品拉动出口增长0.97个百分点。量价拆分来看，量价齐升推动出口同比转正，稀土、肥料、钢材等原材料与家电、汽车与底盘、手机等耐用品出口数量贡献显著为正，数量拉动为11月出口金额同比为正的主要原因；边际变化上，11月多数产品出口量价同比贡献较前值均改善，共同推动11月出口同比边际回升。

● 进口：同比回落，内需仍有待提振

11月进口同比有所回落，进口环比有所回升但弱于季节性，两年复合同比明显低于前值，反映当前我国内需仍有待提振，后续来看，随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，内需或将波动回升。

● 12月出口同比有望继续回升，关注结构性产品出口回暖

1. 随着外需季节性回暖与基数回落，12月出口同比增速有望继续回升，而外需整体仍有压力，2024年出口或低个位数正增长。从外需来看，欧美央行年内或难降息，发达经济体PMI仍处于收缩区间，11月对美国出口明显改善主因基数回落，海外整体商品需求回暖或仍需时日。但从季节性与基数看，4季度欧美进入节假日，历史数据显示12月出口环比仍具备较大季节性回升可能，按历史季节性估算，12月出口同比约为3.0%。总的来看，随着外需的季节性回暖及同期出口金额基数回落，12月出口同比读数或将继续回升。

2. 汽车与新能源产业链持续增长，消费电子行业需保持关注。新能源汽车、光伏电池、锂电池等产品需求受经济周期影响相对较小，出口有望持续保持高速增长。此外，电子产业链产品出口的显著回暖或反映消费电子行业或处于补库进程中，但波动性相对较大，且11月出口金额同比读数回升受同期基数回落影响更大，后续需保持关注。

3. 总的看，短期外需整体或仍有压力，但伴随着欧美央行政策转向，2024年出口或将实现低个位数正增长。往后看，外需整体压力仍存，叠加2023年一季度高基数影响，预计2024年初出口同比增速或将较低。但从近期欧美经济数据及央行官员表态来看，加息周期大概率已经结束。而从“黑五”美国零售商大力度打折促销来看，美国或将加速去库存。欧洲通胀水平下行较超预期，欧央行降息或将提前，届时外需或将迎来整体回暖。叠加基数效应，2024年我国出口同比增速或前低后高，基准情形下，全年或为低个位数正增长。

● 风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《地产链需求延续回落，消费需求边际回暖—宏观周报》-2023.12.3

《经济边际降温，关注年底会议定调—兼评11月PMI数据》-2023.12.1

《工业企业库销比中枢上移的背后—10月企业利润点评》-2023.11.28

目 录

1、 出口：同比由负转正，结构上呈现分化趋势.....	3
1.1、 低基数效应下出口同比转正，外需回暖尚缺支撑力.....	3
1.2、 对美国、东盟出口明显改善，对欧盟出口回落.....	3
1.3、 电子产业链产品改善明显，汽车链产品维持正增长.....	4
2、 进口：同比回落，内需仍有待提振.....	6
3、 12月出口同比有望继续回升，关注结构性产品出口回暖.....	7
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 我国 11 月出口金额同比由负转正.....	3
图 2： 11 月出口外部环境压力有所改善.....	3
图 3： 11 月我国对多数经济体出口同比均有所回升.....	4
图 4： 11 月美国、东盟对我国出口贡献边际改善明显.....	4
图 5： 11 月发达国家与新兴市场地区制造业 PMI 整体呈回升态势.....	4
图 6： 农产品与原材料产品、劳密型产品出口同比降幅收窄，电子链产品出口同比由负转正，汽车产业链产品维持高增.....	5
图 7： 数量拉动为 11 月出口金额同比为正的主要原因.....	6
图 8： 11 月多数产品出口数量同比贡献上升.....	6
图 9： 11 月多数产品出口价格同比贡献上升.....	6
图 10： 稀土、集成电路、煤及褐煤进口同比增速较前值回升幅度较大.....	7

事件：以美元计，中国 11 月出口同比+0.5%，前值-6.4%；11 月进口同比-0.6%，前值为+3.0%；11 月贸易顺差 683.9 亿美元，前值为 565.3 亿美元。

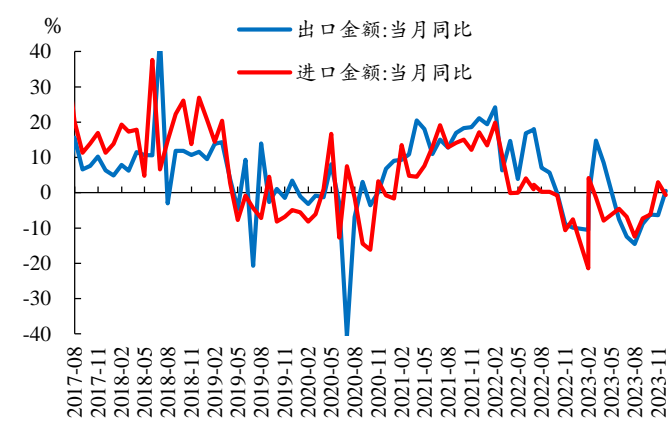
1、出口：同比由负转正，结构上呈现分化趋势

11 月出口同比上升 0.5%，前值同比下降 6.4%，11 月出口增速由负转正，反映外需季节性回暖。

1.1、低基数效应下出口同比转正，外需回暖尚缺支撑力

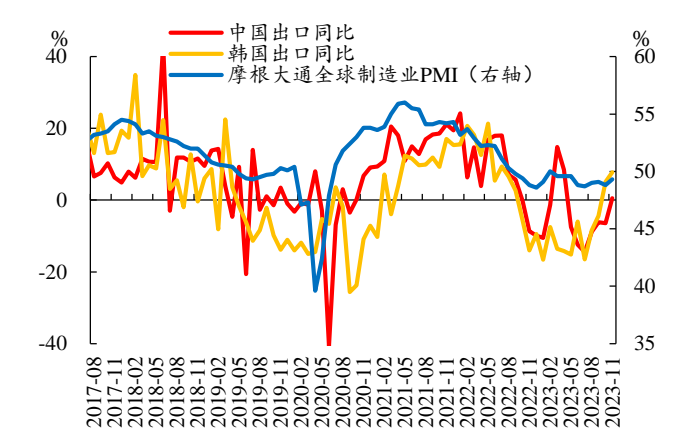
全球经济景气度仍在衰退区间，外需仍较为疲软。11 月摩根大通全球制造业 PMI 为 49.3%，较前值有所回升，连续 15 个月处在 50% 荣枯线以下；韩国出口同比涨幅扩大，11 月出口同比增速为 7.8%，前值为 5.1%，主因基数回落。出口同比 7 个月以来首次转正，或因基数效应。事实上，11 月出口金额两年复合同比增速为-4.3%，10 月为-3.3%，反映外需回暖未有实质性改善。总体来看，欧美高利率下商品消费承压，外需仍较为疲软。

图1：我国 11 月出口金额同比由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021 年为两年复合增速

图2：11 月出口外部环境压力有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021 年为两年复合增速

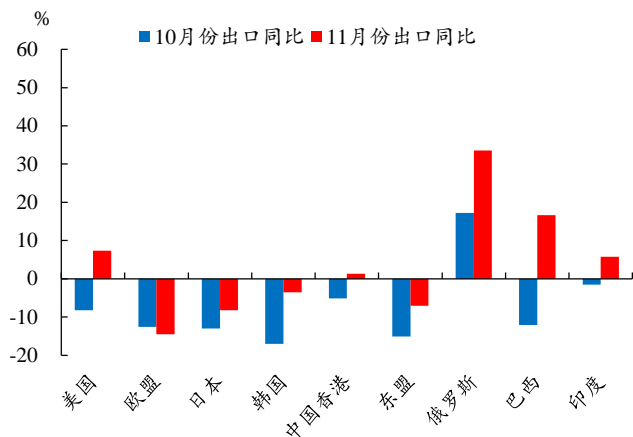
1.2、对美国、东盟出口明显改善，对欧盟出口回落

分国别看，11 月我国对除欧盟外的多数主要经济体出口同比均有所回升。以 11 月出口各地区同比增速与前值相比较，发达经济体中，对美国的出口同比由负转正，较前值上升 15.5 个百分点至 7.3%；对欧盟出口同比较前值下降 2 个百分点至-14.5%，对日本出口同比较前值上升 4.7 个百分点至-8.3%；新兴经济体中，对东盟出口同比较前值上升 8 个百分点至-7.1%，对巴西出口同比由负转正，较前值上升 28.7 个百分点至 16.6%。对俄罗斯的出口同比涨幅较前值扩大 16.3 个百分点至 33.6%。从出口拉动来看，美国对我国出口贡献变化最大，由前值的拖累 1.4 个百分点回升至 11 月的拉动 1 个百分点，此外其他发达经济体中韩国对我国出口拖累明显边际收窄；发展中经济体中东盟、俄罗斯、巴西、印度等地区对我国出口贡献均边际改善，其中东盟对我国出口拖累由前值的 2.7 个百分点下降至 1.2 个百分点。

从外需看，发达经济体与新兴经济体多数回暖，但多数发达经济体仍处于收缩区间。发达经济体中，欧元区制造业 PMI 较前值回升 1.1 个百分点至 44.2%。美国制造业 PMI 较前值持平，为 46.7%，英国制造业 PMI 较前值回升 2.4 个百分点至 47.2%。新兴经济体中，俄罗斯制造业 PMI 较前值持平，为 53.8%，印度制造业 PMI 较前值

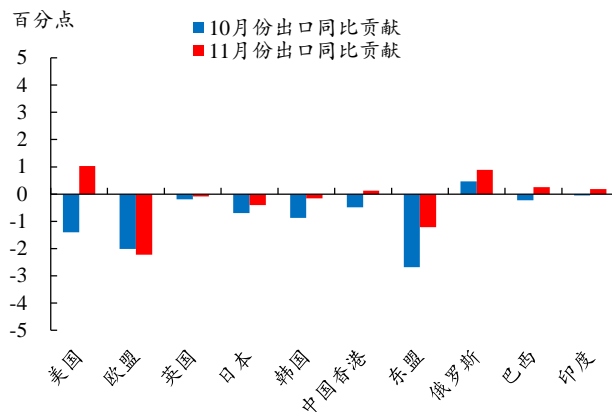
回升 0.5 个百分点至 56%，巴西制造业 PMI 较前值回升 0.8 个百分点至 49.4%。总的来看，11 月发达国家与新兴市场地区 PMI 整体均呈现回升，且多数发达经济体仍处于收缩区间。

图3：11 月我国对多数经济体出口同比有所回升



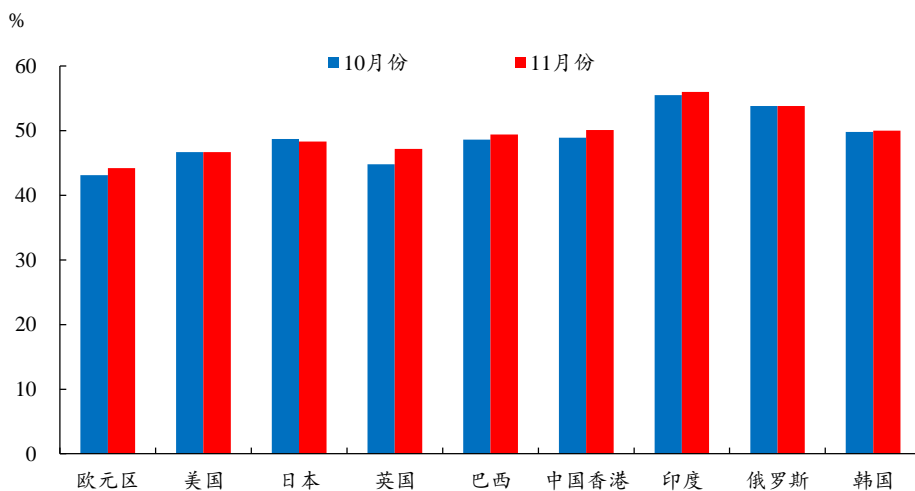
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：11 月美国、东盟对我国出口贡献边际改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：11 月发达国家与新兴市场地区制造业 PMI 整体呈回升态势



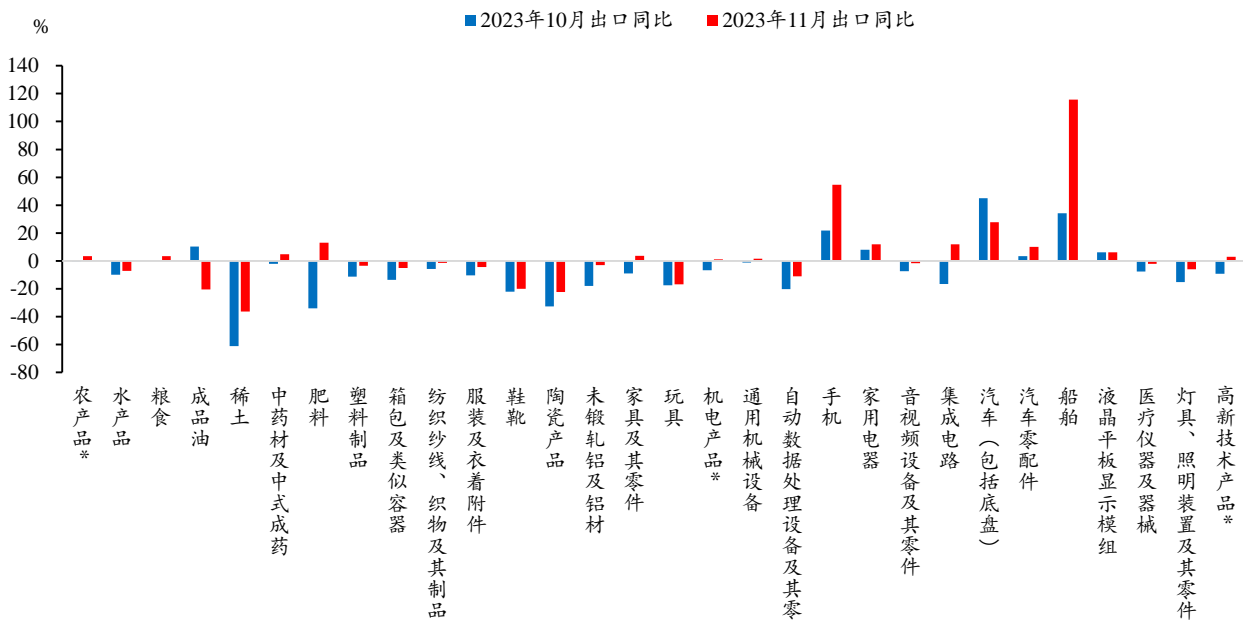
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、电子产业链产品改善明显，汽车链产品维持正增长

分产品看：农产品与原材料产品、劳密型产品出口同比降幅收窄，电子链产品出口同比由负转正，汽车产业链产品维持高增。以当月同比增速计，农产品与原材料出口金额同比增速较前值回升，其中粮食出口同比涨幅较前值扩大 3.3 个百分点至 3.3%，未锻轧铝及铝材出口同比较前值上升 14.8 个百分点至-3%，农产品与原材料产品合计拖累出口同比增速 0.86 个百分点，前值为拖累 0.94 个百分点。劳动密集型产品中多数品类出口金额同比增速较前值回升，其中箱包及类似容器出口同比较前

值上升 8.6 个百分点至-5%，服装及衣着附件出口同比较前值上升 5.9 个百分点至-4.4%，劳动密集型产品合计拖累出口同比增速 1.04 个百分点，前值为拖累 1.93 个百分点。电子产业链产品出口同比增速较前值改善明显，其中手机出口同比涨幅较前值扩大 32.8 个百分点至 54.6%，集成电路出口同比由负转正，较前值上升 28.7 个百分点至 12%。电子产业链产品合计拉动出口同比 1.88 个百分点，前值拖累 1 个百分点。汽车产业链产品出口同比维持正增长，其中汽车与底盘出口同比增速较前值收窄 17.2 个百分点至 27.9%，汽车产业链产品合计拉动出口增长 0.97 个百分点，前值拉动 1.16 个百分点。

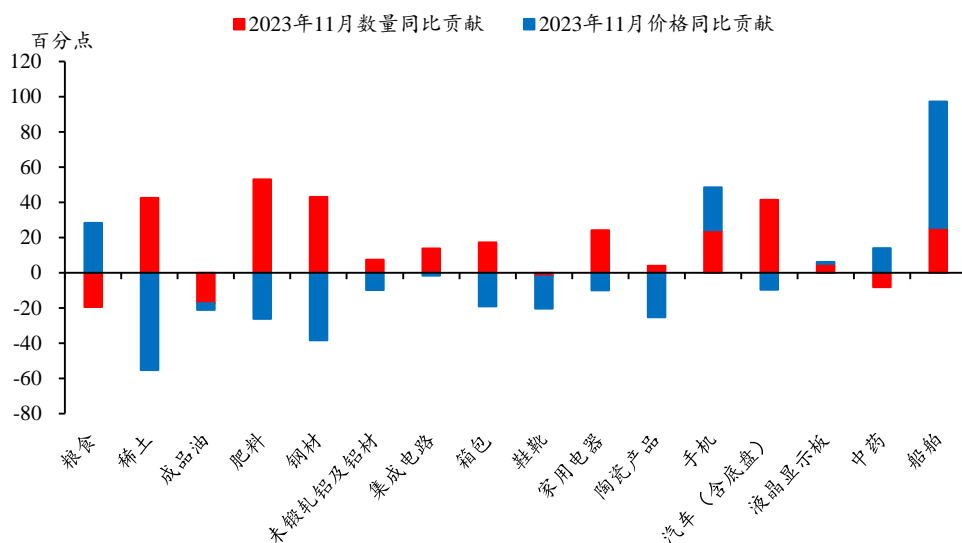
图6：农产品与原材料产品、劳密型产品出口同比降幅收窄，电子链产品出口同比由负转正，汽车产业链产品维持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：“农产品*”、“机电产品*”、“高新技术产品*”包括图中已列明的有关商品

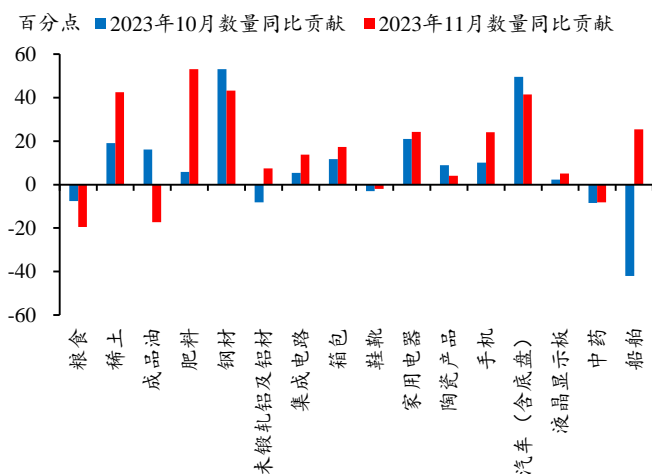
量价拆分来看，量价齐升推动出口同比转正。将 11 月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。出口数量贡献方面，稀土、肥料、钢材、未锻轧铝及铝材等原材料与家电、汽车与底盘、手机等耐用品出口数量贡献仍显著为正，粮食、鞋靴、成品油与中药出口数量贡献为负。价格贡献方面，稀土、成品油、肥料、钢材、铝材等原材料产品价格贡献均为负，此外集成电路、箱包、鞋靴、家用电器、陶瓷、汽车与底盘等产品价格贡献亦为负，仅有手机、液晶显示板、粮食、中药和船舶出口价格贡献为正。从公布的重点产品出口量价数据来看，数量拉动为 11 月出口金额同比为正的主要原因，边际变化上，11 月多数产品出口量价同比贡献较前值均改善，共同推动出口同比边际回升。

图7：数量拉动为11月出口金额同比为正的主要原因



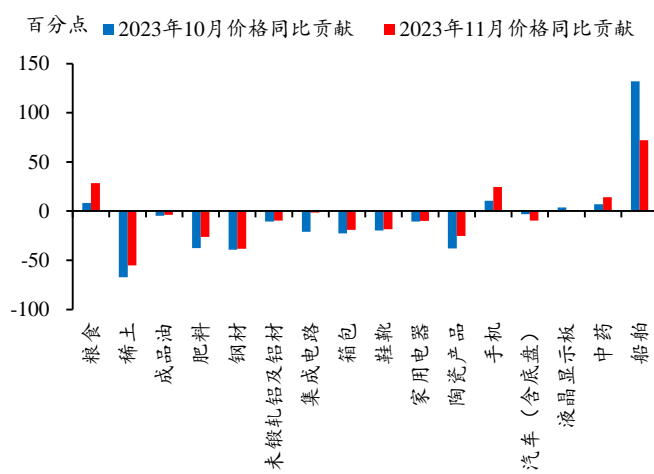
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：11月多数产品出口数量同比贡献上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：11月多数产品出口价格同比贡献上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、进口：同比回落，内需仍有待提振

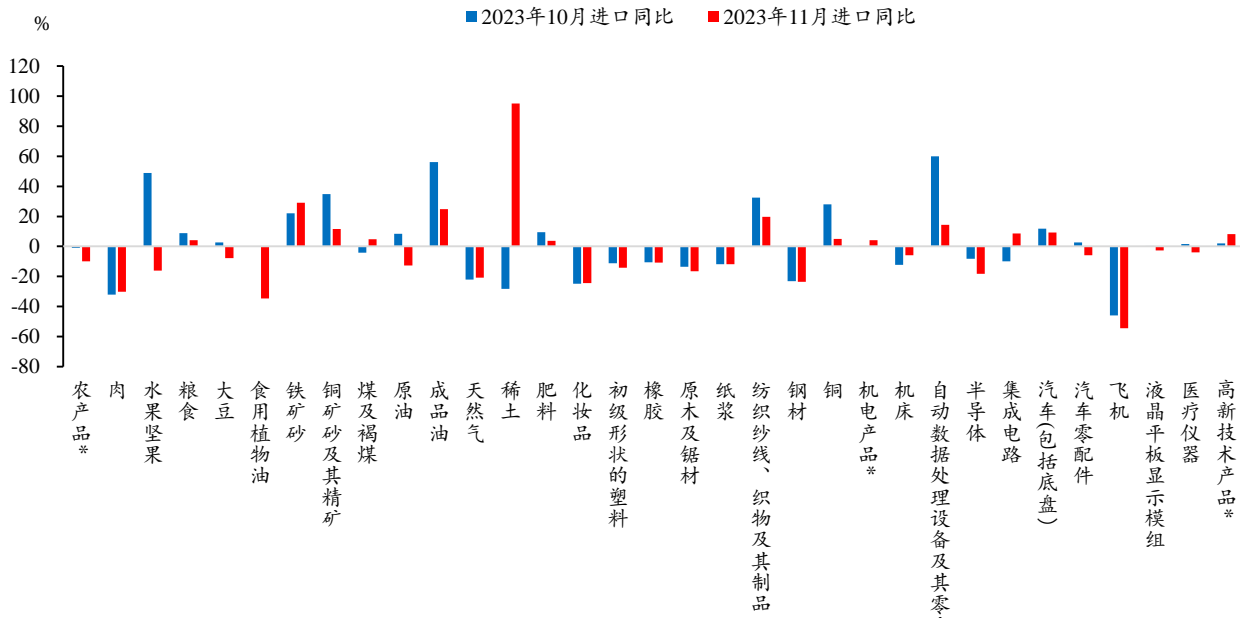
11月进口同比有所回落，较前值下降3.6个百分点至-0.6%。从绝对进口金额上看，进口环比有所回升但弱于季节性，排除基数效应，两年复合同比-6%，低于10月的0.8%。反映当前我国内需仍有待提振。

进口产品方面，以当月同比增速计，稀土、集成电路、煤及褐煤进口同比增速较前值回升幅度较大，其中集成电路进口金额同比增速较前值回升18.5个百分点至8.5%；水果坚果、自动数据处理设备及其零部件、食用植物油产品进口同比增速较前值回落幅度较大，其中自动数据处理设备及其零部件进口金额同比增速较前值回

落 45.6 个百分点至 14.4%。

后续来看，随着中央财政加杠杆的空间逐步打开，地产、化债等增量政策逐渐见效，内需或将继续波动回升，关注后续中央经济工作会议对 2024 年经济政策的表述。

图10：稀土、集成电路、煤及褐煤进口同比增速较前值回升幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：“农产品*”、“机电产品*”、“高新技术产品*”包括图中已列明的有关商品。

3、12月出口同比有望继续回升，关注结构性产品出口回暖

(1) 随着外需季节性回暖与基数回落，12月出口同比增速有望继续回升。从外需来看，基准情形下，欧美央行年内或难降息，叠加欧美等发达经济体尚在去库存，PMI仍处于收缩区间，11月对美国出口明显改善主因基数回落，预计海外整体商品需求回暖或仍需时日，在此背景下，我国出口或难有亮眼表现。但从季节性与基数看，4季度欧美进入节假日，相关商品消费回升，带动11月出口边际回暖，历史数据显示12月出口环比仍具备较大季节性回升可能，且同期出口基数受外需周期性及疫情阶段性影响有所回落，按过去2017-2021年历史数据，12月出口环比平均值为4.8%，以此估算12月出口金额，则12月出口同比约为3.0%。总的来看，随着外需的季节性回暖及同期出口金额基数回落，12月出口同比读数或将继续回升。

(2) 汽车与新能源产业链持续增长，消费电子行业需持续关注。全球经贸周期性下行背景下，出口总量回落虽难以避免，但得益于欧美等国的新能源转型，新能源汽车、光伏电池、锂电池等新能源产业链产品需求受经济周期影响相对较小。随着我国相关产业竞争力的巩固提升、新兴市场国家份额的拓展与欧洲能源替代进程的不断推进，汽车与新能源产业链有望持续保持高速增长。此外，电子产业链产品出口的显著回暖或反映消费电子行业或处于补库进程中，但波动性相对较大，且11月出口金额同比读数回升受同期基数回落影响更大，后续需持续关注。

(3) 总的看，短期外需整体或仍有压力，但伴随着欧美央行政策转向，2024年出口或将实现低个位数正增长。往后看，外需整体压力仍存，叠加2023年一季度

高基数影响，预计 2024 年初出口同比增速或将较低。但从近期欧美经济数据及央行官员表态来看，加息周期大概率已经结束。而从“黑五”美国零售商大力度打折促销来看¹，美国或将加速去库存。欧洲方面，其通胀水平下行较超预期，欧央行降息或将提前²，届时外需或将迎来整体回暖。叠加基数效应，2024 年我国出口同比增速或前低后高，基准情形下，全年或为低个位数正增长。

4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3702837?keyword=%E9%BB%91%E4%BA%94>

² <https://wallstreetcn.com/articles/3703315?keyword=%E6%AC%A7%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn