

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执业编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152692

黄煜阳  
研究助理  
huangyuyang@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152670

#### 相关研究

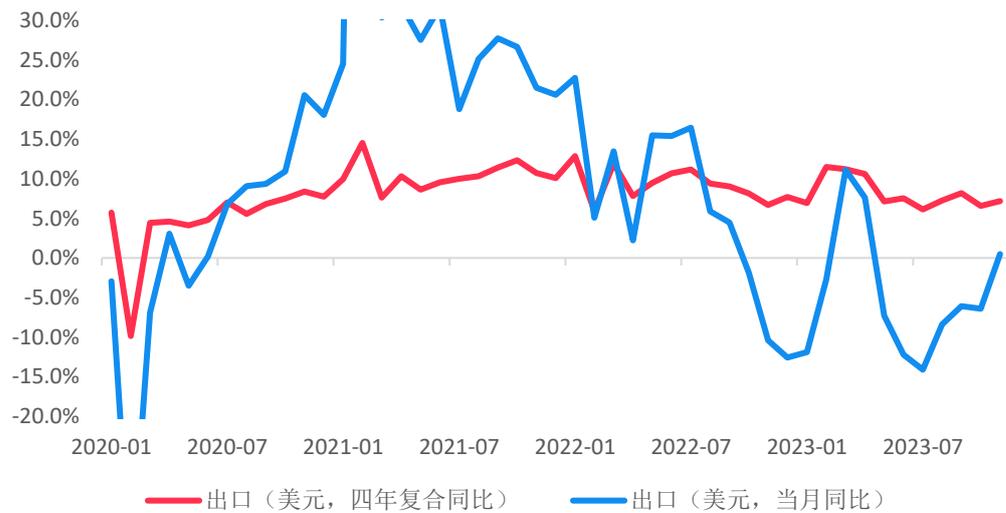
- 11月PMI数据点评：复苏虽放缓，预期在好转
- 宏观经济周报：理解近期资本市场的四个线索
- 宏观经济周报：政策有松动，股市等反弹

- 事件：12月7日，海关总署公布外贸数据，以美元计价，中国11月出口同比0.5%，前值-6.4%；进口同比-0.6%，前值3.0%；贸易顺差为684.0亿美元，前值565.3亿美元。
- **基数干扰出口，价格影响进口。**同比数据显示，11月出口增速较前值大幅反弹，进口增速较前值大幅走弱，但这是受到干扰的结果。基数效应放大了出口反弹的幅度，价格下行放大了进口下跌的程度，从实际量来看，出口有所回暖，进口仅仅微降。
- **外需企稳，出口回暖。**出口的好转得益于全球制造业PMI的企稳回升，国别方面，欧盟、东盟和日本分别拉低11月出口金额同比增速2.2、1.2和0.4个百分点。美国和俄罗斯分别拉高同比1.0个和0.9个百分点。剔除基数效应后，对美国、欧盟和东盟出口增速均有好转。
- **机电和高新技术产品是亮点。**出口货物方面，11月大部分出口品同比增速好转，对出口金额同比增速贡献较大的是机电产品和高新技术产品，两大类均拉高11月出口同比增速0.7个百分点。机电产品中贡献最大的分项是手机、汽车包括底盘、船舶，分别拉高11月出口同比增速2.1、0.7和0.6个百分点。
- **内需趋缓，进口微降。**11月进口同比增速转弱，剔除基数效应后增速也较弱，4年复合同比为4.9%，较前值下降1.4个百分点，价格下行可能对进口金额影响较大，剔除价格影响后，实物进口量4年平均同比增速较前值仅微降0.1个百分点。进口货物方面，11月铁矿砂及其精矿增速延续上行，四年复合同比增加9.8%，较前值增加4.3个百分点。原油、机电、农产品、高新技术产品进口转弱，四年复合同比分别较上月下降4.6、2.7、2.5和1.6个百分点。
- **后市展望。**短期来看，经济基本面让风险资产承压，但政策不定时托底又带来利好的扰动，震荡仍是主旋律。由于A股与美股的背离已经很大，再叠加上证指数的韧性较强，因此A股大跌的风险不大。在政策没有大转变的背景下，A股大涨概率也不大。因此，围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。
- 风险提示：稳增长政策不及预期，海外经济修复不及预期。

## 1 外需企稳，出口回暖

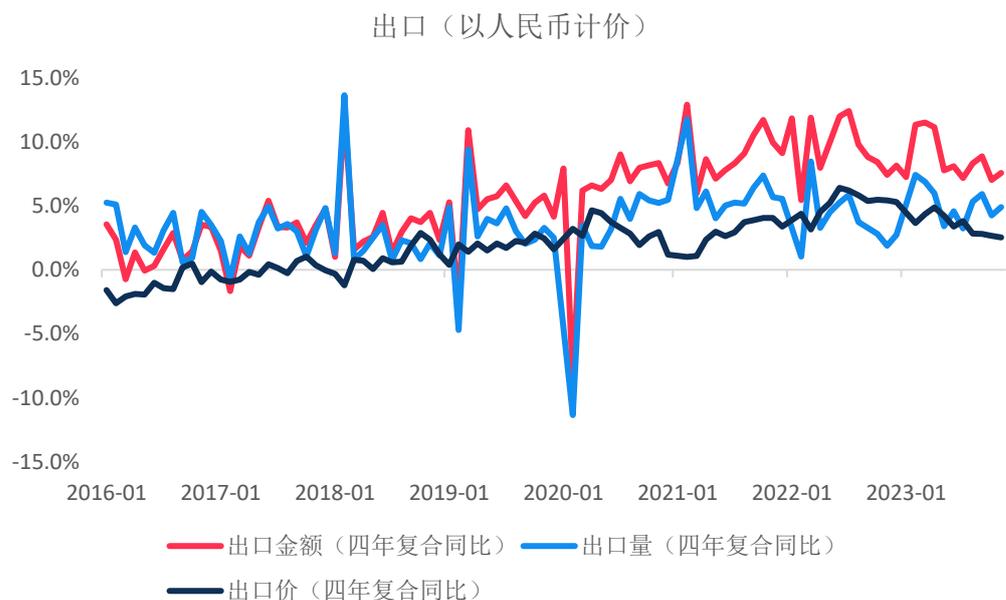
11月出口同比增速0.5%，较前值大幅反弹约7个百分点，同比主要受基数效应影响，剔除基数效应四年复合同比增速为7.2%，较前值增加0.6个百分点。利用HS2出口价格指数剔除价格因素，出口实际量四年平均同比增速为4.9%，较前值增加0.6个百分点。

图1：出口同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

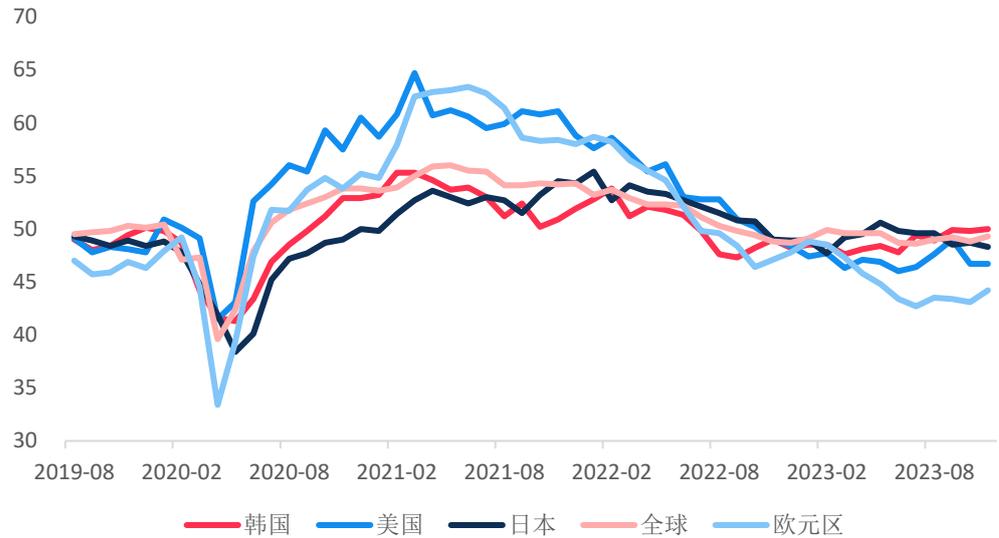
图2：出口量或小幅回升



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

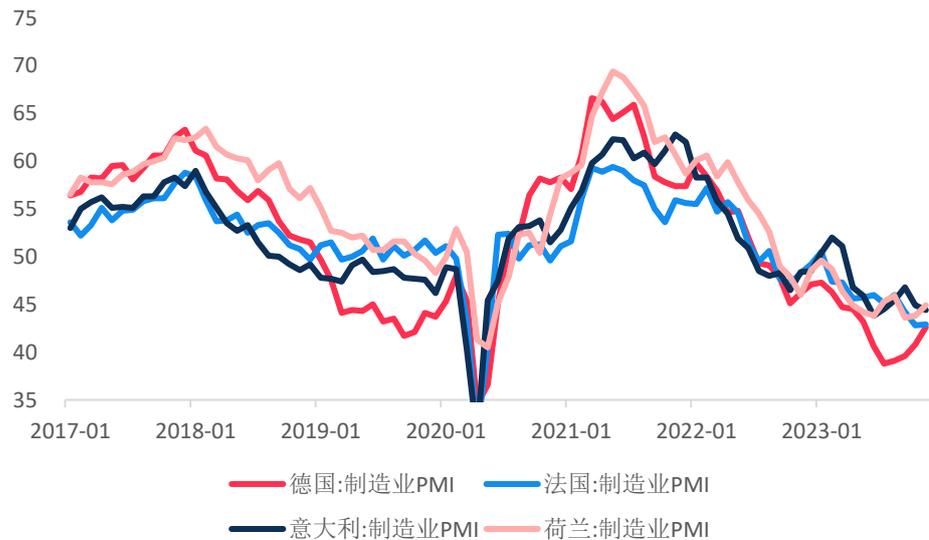
出口的好转得益于全球制造业 PMI 的企稳回升, 11 月全球制造业 PMI 录得 49.3%, 较前值增加 0.5 个百分点, 其中欧洲的反弹幅度较大, 11 月欧元区 PMI 录得 44.2%, 较前值增加 1.1 个百分点。

图 3: 全球制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 4: 欧洲部分国家制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

出口国别方面, 欧盟、东盟和日本拖累较大, 分别拉低同比增速 2.24、1.22 和 0.4

个百分点。对美国出口同比增速好转，11月同比7.35%，较前值增加15.5个百分点，拉高11月出口金额同比1.03个百分点。对俄罗斯的出口同比增速回升，11月同比为33.56%，拉高11月出口金额同比0.89个百分点。

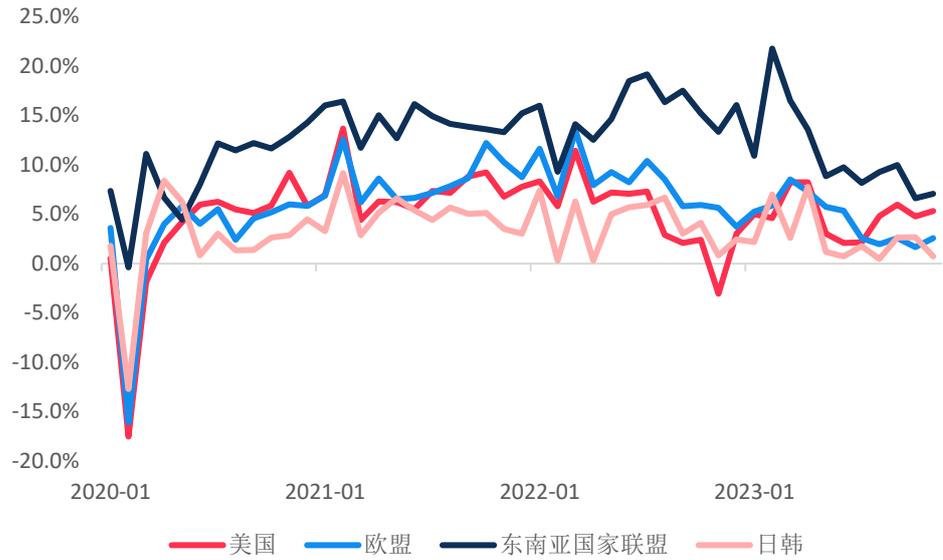
剔除基数效应后，11月对美国、欧盟和东盟出口增速均有好转，四年复合同比分别为5.3%、2.6%和7.1%，较前值分别增加0.5、0.9和0.5个百分点，这与相关国家和地区的制造业PMI好转相一致。

**图5：分国家和地区出口增速**

	当月出口同比				出口同比拉动			
	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8
出口总值	0.45%	-6.40%	-6.07%	-8.35%	0.45%	-6.40%	-6.07%	-8.35%
欧盟	-14.51%	-12.56%	-11.61%	-19.58%	-2.24%	-1.88%	-1.71%	-3.24%
其中：德国	-16.69%	-18.21%	-10.88%	-22.71%	-0.53%	-0.57%	-0.31%	-0.79%
法国	-6.54%	-7.67%	-9.78%	-14.63%	-0.08%	-0.08%	-0.11%	-0.19%
意大利	-13.95%	-1.51%	-2.58%	-13.02%	-0.17%	-0.02%	-0.03%	-0.17%
荷兰	-15.60%	-20.34%	-18.71%	-27.24%	-0.30%	-0.17%	-0.61%	-0.96%
美国	7.35%	-8.19%	-9.34%	-9.53%	1.03%	-1.31%	-1.49%	-1.53%
东南亚国家联盟	-7.07%	-15.10%	-15.82%	-13.41%	-1.22%	-2.51%	-2.60%	-2.14%
其中：印尼	5.70%	-8.30%	-19.09%	-12.04%	0.11%	-0.16%	-0.40%	-0.25%
越南	-0.19%	-5.41%	-2.90%	-1.18%	-0.01%	-0.23%	-0.12%	-0.05%
马来西亚	-14.46%	-17.46%	-13.20%	-13.65%	-0.43%	-0.49%	-0.35%	-0.36%
泰国	-0.26%	-3.13%	-4.40%	-9.54%	-0.01%	-0.07%	-0.09%	-0.20%
新加坡	-12.86%	-33.31%	-36.10%	-25.72%	-0.34%	-0.91%	-1.08%	-0.62%
菲律宾	-24.11%	-27.12%	-26.55%	-27.81%	-0.49%	-0.53%	-0.48%	-0.52%
日本	-8.26%	-12.99%	-6.45%	-20.13%	-0.41%	-0.66%	-0.31%	-0.97%
中国香港	1.35%	-5.15%	-9.99%	-2.53%	0.12%	-0.46%	-0.96%	-0.18%
韩国	-3.56%	-17.00%	-7.03%	-14.49%	-0.16%	-0.82%	-0.30%	-0.65%
中国台湾	6.42%	-4.41%	-4.11%	-4.80%	0.15%	-0.09%	-0.09%	-0.10%
澳大利亚	-9.09%	5.90%	-17.80%	-12.35%	-0.22%	0.13%	-0.45%	-0.28%
俄罗斯	33.56%	17.24%	20.58%	16.32%	0.89%	0.44%	0.52%	0.42%
印度	5.80%	-1.52%	2.14%	0.74%	0.19%	-0.05%	0.07%	0.02%
英国	-4.08%	-7.52%	5.27%	-12.86%	-0.09%	-0.18%	0.12%	-0.33%
加拿大	1.26%	-13.29%	-9.33%	-14.68%	0.02%	-0.18%	-0.18%	-0.24%
新西兰	-17.81%	-16.75%	-6.23%	-17.85%	-0.05%	-0.04%	-0.02%	-0.05%
拉丁美洲	4.92%	-5.97%	-3.71%	-7.82%	0.33%	-0.42%	-0.27%	-0.63%
其中：巴西	16.65%	-12.05%	-11.72%	-14.46%	0.25%	-0.21%	-0.21%	-0.30%
非洲	3.05%	-4.95%	-3.09%	-5.44%	0.15%	-0.24%	-0.14%	-0.26%
其中：南非	-18.14%	-11.54%	-14.52%	-18.01%	-0.12%	-0.08%	-0.11%	-0.14%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：我国对各国出口金额四年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

出口货物方面，11月大部分出口品同比增速好转，对出口金额同比增速贡献较大的是机电产品和高新技术产品，两大类均拉高11月出口同比增速0.74个百分点。机电产品中贡献最大的分项是手机、汽车包括底盘、船舶，分别拉高11月出口同比增速2.07、0.74和0.61个百分点。出口同比增速较前值大幅下滑且拖累总额同比增速的是成品油，11月同比增速为-20.4%，较前值下降约30个百分点，拉低11月出口同比增速0.38个百分点。

图 7：分产品出口增速

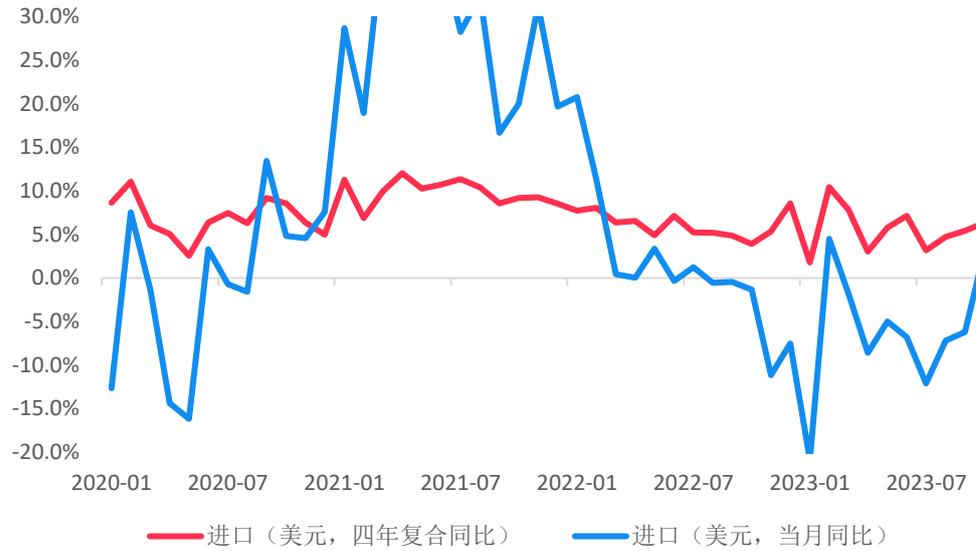
	同比增长				同比拉动			
	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8
当月值	0.45%	-6.40%	-6.07%	-8.35%	0.45%	-6.40%	-6.07%	-8.35%
<b>农产品</b>	3.53%	-0.02%	1.60%	-2.31%	0.11%	0.00%	0.04%	-0.07%
水海产品	-7.17%	-9.76%	-8.60%	-12.72%	-0.05%	-0.06%	-0.05%	-0.07%
粮食	3.34%	0.05%	13.89%	-9.35%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
成品油(海关口径)	-20.42%	10.40%	-19.95%	-10.52%	-0.38%	0.15%	-0.29%	-0.16%
稀土	-36.27%	-61.05%	-36.75%	-32.18%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
中药材及中式成药	4.72%	-1.99%	5.31%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
肥料	13.18%	-34.05%	-23.68%	-38.49%	0.04%	-0.11%	-0.09%	-0.12%
塑料制品	-3.40%	-11.33%	-5.95%	-7.41%	-0.11%	-0.35%	-0.17%	-0.22%
箱包及类似容器	-4.97%	-13.59%	-9.80%	-8.90%	-0.05%	-0.14%	-0.10%	-0.09%
纺织纱线、织物及制品	-1.30%	-5.79%	-3.57%	-6.38%	-0.05%	-0.23%	-0.14%	-0.26%
服装及衣着附件	-4.38%	-10.25%	-8.91%	-12.54%	-0.20%	-0.46%	-0.43%	-0.71%
鞋靴	-20.05%	-22.04%	-17.62%	-22.06%	-0.33%	-0.27%	-0.23%	-0.33%
陶瓷产品	-22.26%	-32.55%	-26.20%	-23.01%	-0.24%	-0.35%	-0.19%	-0.17%
钢材		-8.93%	-8.26%	-32.56%		-0.19%	-0.17%	-0.73%
木铝轧铝及铝材	-3.02%	-17.81%	-19.00%	-24.83%	-0.02%	-0.09%	-0.10%	-0.14%
家具及其零件	3.62%	-9.07%	-4.69%	-6.82%	0.07%	-0.17%	-0.08%	-0.12%
玩具	-16.76%	-17.38%	-15.00%	-15.46%	-0.21%	-0.22%	-0.22%	-0.24%
<b>机电产品</b>	1.26%	-6.70%	-6.07%	-7.29%	0.74%	-4.43%	-3.64%	-4.20%
通用机械设备	1.52%	-1.17%	-1.05%	-1.73%	0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%
自动数据处理设备及其零部件	-10.91%	-20.22%	-11.60%	-18.23%	-0.68%	-1.15%	-0.63%	-1.03%
手机	54.59%	21.81%	-7.10%	-20.55%	2.07%	1.49%	-0.33%	-0.52%
家用电器	11.83%	8.01%	12.42%	11.44%	0.26%	0.20%	0.34%	0.32%
音视频设备及其零件	-1.66%	-7.30%	-0.96%	-5.55%	-0.02%	-0.08%	-0.01%	-0.06%
集成电路	12.02%	-16.63%	-5.01%	-4.64%	0.46%	-0.63%	-0.23%	-0.18%
汽车包括底盘	27.88%	45.05%	45.08%	35.19%	0.74%	1.63%	1.39%	1.02%
汽车零部件	10.06%	3.42%	11.34%	2.61%	0.23%	0.09%	0.29%	0.07%
船舶	15.70%	34.21%	11.96%	40.85%	0.61%	0.35%	0.09%	0.36%
液晶平板显示模组	6.22%	6.16%	7.40%	5.90%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%
医疗仪器及器械	-2.04%	-7.52%	5.31%	-7.13%	-0.01%	-0.04%	0.03%	-0.04%
灯具照明装置及其零件	-6.05%	-15.25%	-10.64%	-7.63%	-0.08%	-0.13%	-0.13%	-0.10%
<b>高新技术产品</b>	2.89%	-9.17%	-8.26%	-13.21%	0.74%	-2.30%	-2.25%	-3.10%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 2 内需趋缓，进口微降

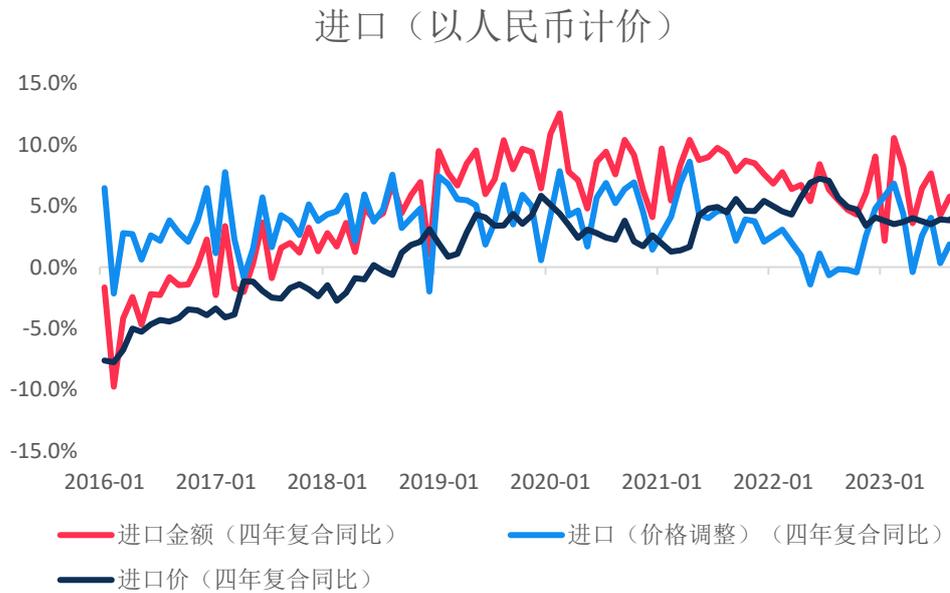
11月进口同比增速转弱，剔除基数效应后也较弱，4年复合同比增速为4.9%，较前值下降1.4个百分点，价格下行可能对进口金额影响较大，剔除价格影响后，实物进口量4年平均同比增速较前值仅微降0.1个百分点。

图 8：进口增速



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

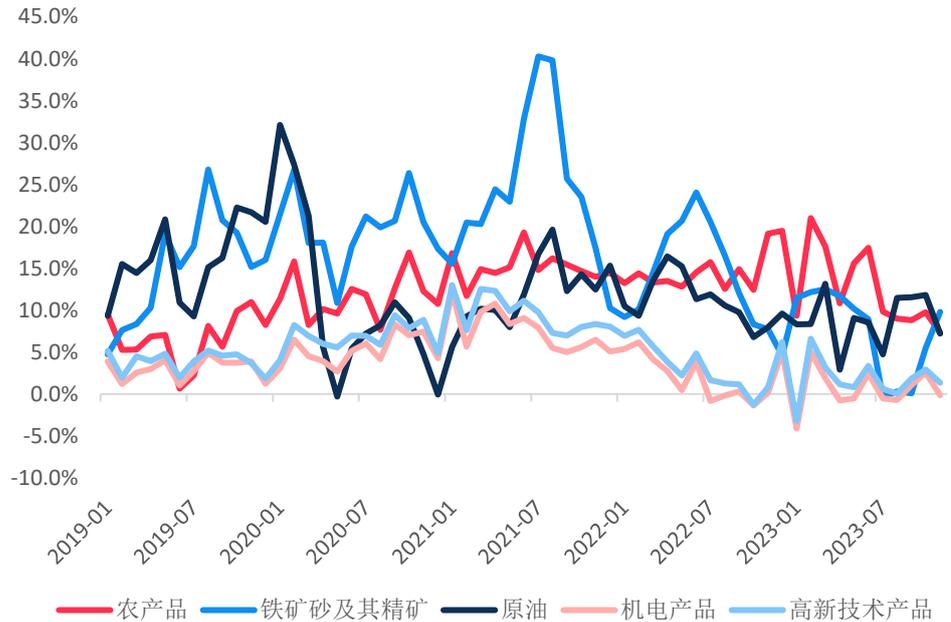
图 9：进口数量或平稳 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

进口货物方面，11 月铁矿砂及其精矿增速延续上行，四年复合同比增加 9.8%，较前值增加 4.3 个百分点。原油、机电、农产品、高新技术产品进口转弱，四年复合同比分别较上月下降 4.6、2.7、2.5 和 1.6 个百分点。

图 10: 进口分项四年复合同比增速

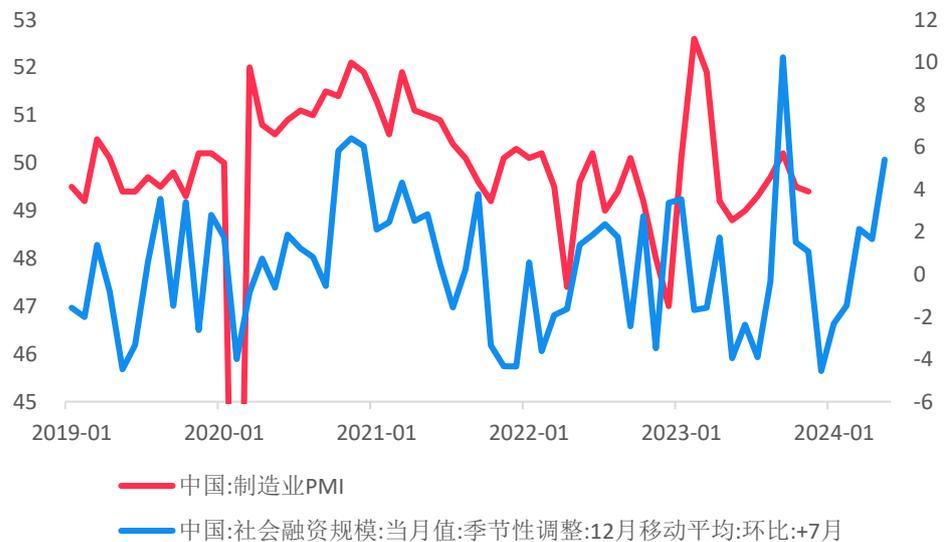


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

### 3 后市展望

短期来看，经济基本面让风险资产承压，但政策不定时托底又带来利好的扰动，震荡仍是主旋律。由于 A 股与美股的背离已经很大，再叠加上证指数的韧性较强，因此 A 股大跌的风险不大。在政策没有大转变的背景下，A 股大涨概率也不大。因此，围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。

图 11: 经济稳中转弱 (%)



---

资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 4 风险提示

稳增长政策不及预期, 海外经济修复不及预期。

## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现