

外需或被出口数据低估

——对12月外贸数据的思考与展望

专题内容摘要

核心观点：

12月中国出口（美元计价）经季节性调整后，环比下降0.8%。外需的边际回落、年末统计因素可能是出口环比回落的主要原因。统计因素可能导致出口数据对真实的外部需求存在一定低估。12月进口规模的季调环比增长1.3%，可能反映内需仍有一定增长。展望2024年，我们认为，中国出口规模环比或能维持一定的正增长，进口也有望继续增长。

► 12月出口表现偏弱

12月中国出口同比增速为2.3%（美元计价，前值0.5%），较上月进一步回升，与市场一致预期（2.1%）基本相符。需要注意的是，12月出口同比的回升，2022年同期基数偏低是主要原因。经过季节性调整以后，12月出口环比下降0.8%（前值+0.8%），出口整体偏弱。

► 原材料出口、对新兴经济体出口偏弱，拖累出口表现

季节性调整后，分产品看，除了原材料出口环比大幅下降8.6%，其余主要出口大类均保持平稳，包括农产品出口环比略有回落（-0.1%），轻工与机电产品出口基本持平（环比分别为-0.05%、-0.02%），高新技术产品出口稍有回升（环比+0.2%）。分出口对象看，我国对新兴经济体的出口整体明显回落（环比-2.2%），但对转口贸易对象、发达经济体的出口都总体保持平稳，并略有回升（环比分别为+0.8%、+1.4%）。

► 12月出口环比为何回落？

一方面，外需的边际回落可能是部分原因。12月全球制造业PMI为49.0%，较上月回落0.3个百分点。另一方面，年末的一些统计性的扰动因素可能也影响了出口数据。这也导致出口数据可能低估真实外需，我们认为，对未来出口展望可以适度乐观一些。

► 内需或有增长，12月进口有所回升

12月进口同比增速为0.2%（美元计价，前值-0.6%），较上月稍有反弹，基本符合市场的一致预期（0.3%）。季节性调整后，进口规模环比增长1.3%，较上月明显回升，或反映出国内需求仍有增长。从四年复合同比增速来看，主要进口产品多数有所回升，原油、高新技术产品、机电产品的进口增速分别较上月回升0.4、0.4、1.0个百分点，铁矿砂进口增速则较上月回落1.3个百分点。

► 如何展望2024年外贸前景？

出口方面，近几个月中国出口份额保持平稳，我们认为2024年中国出口份额或好于预期，同时，美国经济也有望软着陆，支撑中国外需。因为，我们认为，2024年我国季节性调整后的出口规模或也有望保持环比正增长。当然，考虑到2023年年初基数较高，1-4月的出口同比增速可能会处于负增长区间。进口方面，我们认为中国经济将走向复苏的逻辑持续受到数据支撑，进口也有望继续增长。

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、《工业企业利润为何超预期增长？——宏观专题研究》2024.01.07

2、《12月制造业下行压力或有放缓：——对12月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.01.02

正文目录

1. 受原材料与新兴经济体影响，12月出口表现偏弱.....	3
1.1 12月出口环比稍有回落.....	3
1.2 多数出口产品保持平稳，原材料出口是主要拖累.....	4
1.3 对新兴经济体出口表现偏弱，对转口与发达经济体出口平稳.....	6
2. 内需或有修复，12月进口有所回升.....	7
2.1 12月进口环比反弹.....	7
2.2 主要进口产品普遍反弹.....	8
3. 如何展望2024年外贸前景？.....	9
3.1 12月出口的环比回落意味着什么？.....	9
3.2 如何判断后续出口走势？.....	10
3.3 如何看待12月进口回升？.....	11
4. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 中国出口同比增速（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: 轻工产品出口的复合同比增速.....	5
图表 8: 高科技和机电产品出口的复合同比增速.....	5
图表 9: 部分机电产品出口的复合同比增速.....	5
图表 10: 农产品和原材料的出口的复合同比增速.....	5
图表 11: 对发达国家与地区的出口（季调）.....	6
图表 12: 对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）.....	6
图表 13: 对发达国家与地区出口的复合同比增速.....	7
图表 14: 对主要新兴市场国家与地区出口的复合增速.....	7
图表 15: 中国进口同比增速（美元计价）.....	7
图表 16: 进口规模（季调）.....	8
图表 17: 铁矿石和原油进口金额复合增速.....	8
图表 18: 高科技和机电产品进口金额复合增速.....	8
图表 19: 全球制造业 PMI.....	9
图表 20: 韩国出口同比增速.....	10
图表 21: 韩国出口规模（季调）.....	10
图表 22: 主要国家与地区出口：中国的份额.....	11
图表 23: PMI 进口指数较上月变动 vs 进口环比.....	12
图表 24: PMI 进口指数与荣枯线距离 vs 进口环比.....	12
图表 25: 工业企业 ROA 与制造业投资增速.....	12

1. 受原材料与新兴经济体影响，12月出口表现偏弱

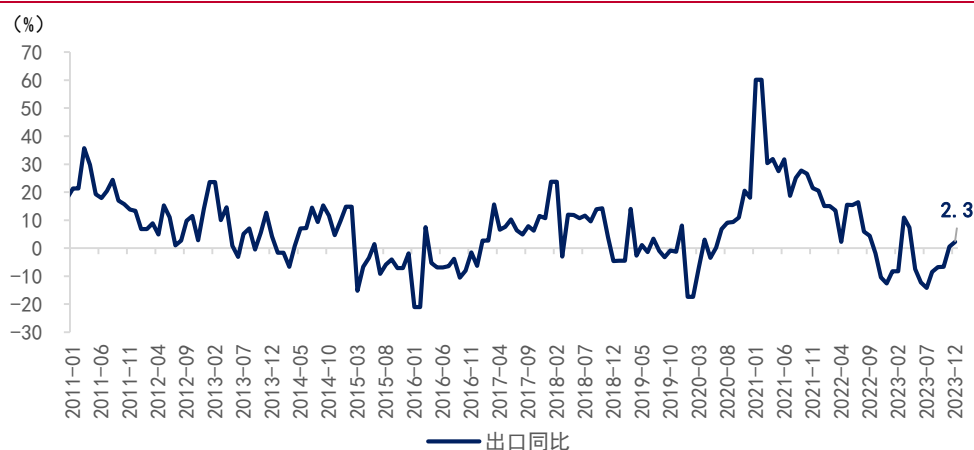
12月出口（以美元计价）季调环比出现回落，主要受到原材料出口和对新兴市场经济体出口回落的影响。

1.1 12月出口环比稍有回落

12月中国出口同比增速为2.3%（美元计价，前值0.5%），较上月进一步回升，也大体持平于市场一致预期（2.1%）。

需要注意的是，12月出口同比的回升，2022年同期基数偏低是主要原因。经过季节性调整以后，12月出口环比下降0.8%（前值+0.8%），在绝对规模上与10月大体相当。

图表1：中国出口同比增速（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

1.2 多数出口产品保持平稳，原材料出口是主要拖累

季节性调整后，除原材料出口大幅下滑外，其余主要出口大类均保持平稳，包括农产品出口环比略有回落，轻工与机电产品出口基本持平，高新技术产品稍有回升。大部分品类的四年复合同比增速与季调环比的方向保持一致。

具体而言，经过季节性调整后：

- 原材料出口明显回落，环比下降 8.6%（前值-5.8%）。
- 农产品出口也稍有回落，环比下降 0.1%（前值 0.0%）。
- 轻工制造类产品的出口保持平稳（环比-0.05%，前值+2.9%）。

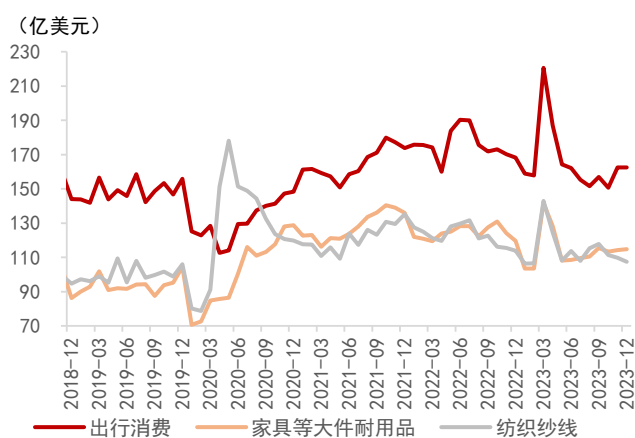
其中，家具照明等地产后周期产品、鞋服箱包等出行相关产品、塑料制品在上月的普遍回升后，在 12 月出口表现分化，其环比增速分别为+0.5%、-0.05%、-0.3%（前值+0.8%、+7.9%、+2.0%）。同时，纺织纱线等的出口则延续了此前回落的趋势，环比下降 2.3%（前值-1.4%）。

- 机电产品出口有所企稳（环比-0.02%，前值-1.9%）。

其中，汽车出口明显回落，出口金额环比下降 6.8%（前值-5.4%），医疗仪器、集成电路的出口则在上月的大幅回升后均有所放缓，其出口金额分别环比增长 0.3%、0.5%（前值 4.6%、7.1%）。

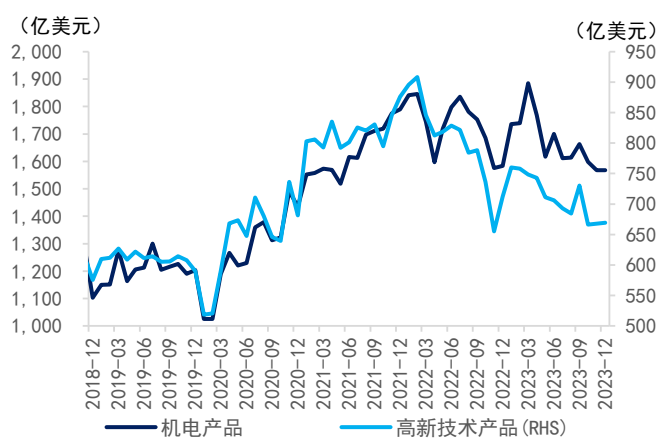
- 高新技术产品出口环比稍有回升（环比+0.2%，前值+0.3%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）



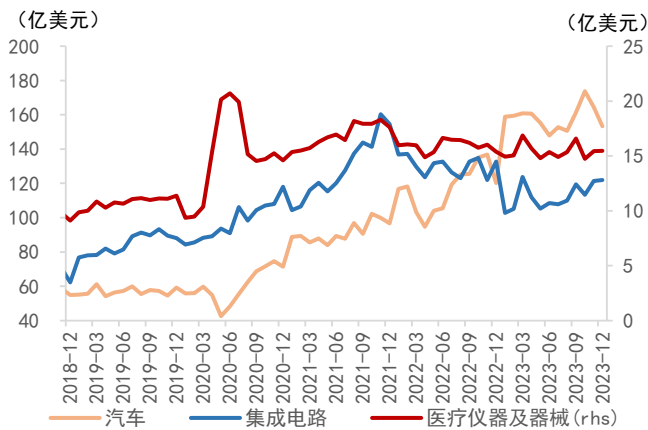
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



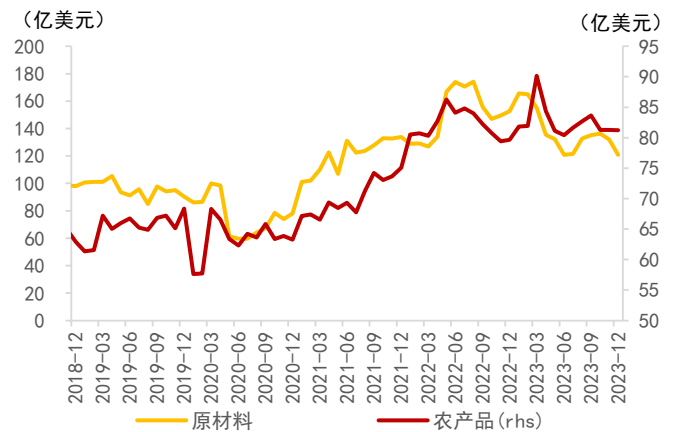
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5: 部分机电产品出口金额 (季调)



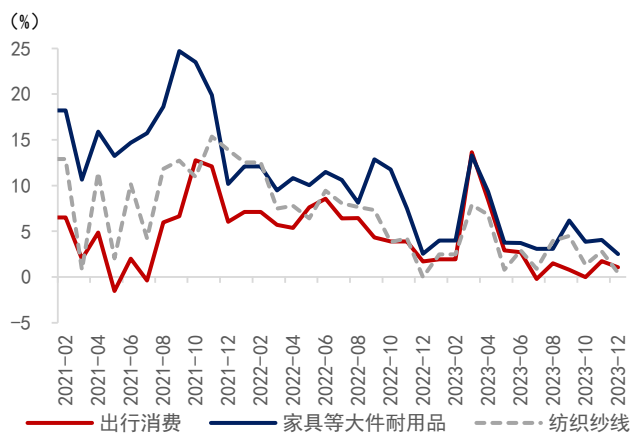
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 农产品和原材料的出口金额 (季调)



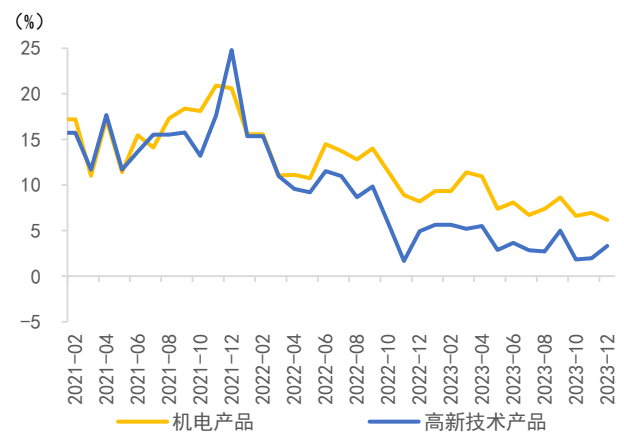
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 轻工产品出口的复合同比增速



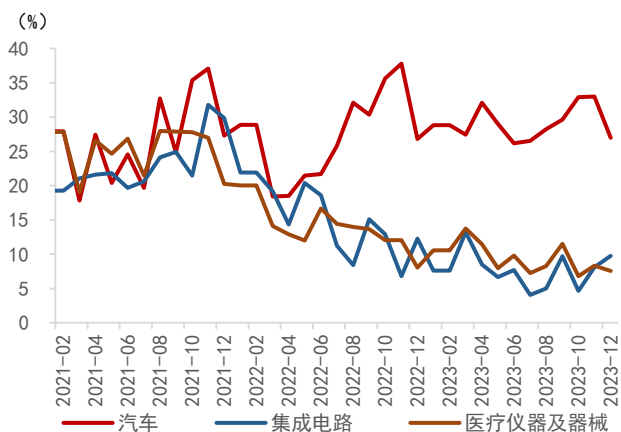
资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 同比均以2019年为基期

图表8: 高科技和机电产品出口的复合同比增速



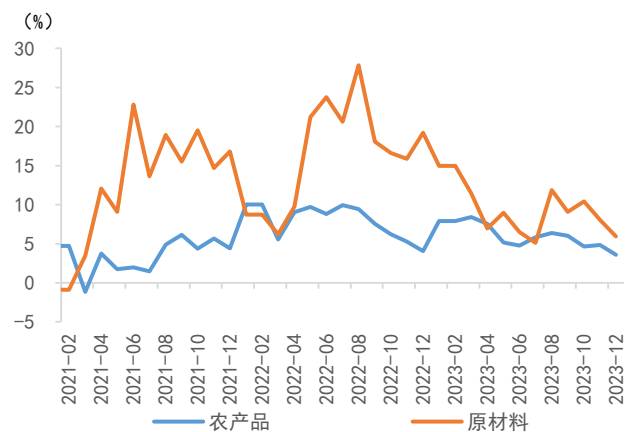
资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 同比均以2019年为基期

图表9: 部分机电产品出口的复合同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 同比均以2019年为基期

图表10: 农产品和原材料的出口的复合同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 同比均以2019年为基期

1.3 对新兴经济体出口表现偏弱，对转口与发达经济体出口平稳

季节性调整后，我国对新兴经济体的出口整体明显回落，但对转口贸易对象与发达经济体的出口都总体保持平稳，并略有回升——尽管对美国等个别国家的出口表现偏弱。

具体而言，季节性调整后，主要贸易对象中：

- 对新兴经济体的出口整体有所回落（环比-2.2%，前值+3.8%）。

其中，对印度、巴西的出口都有明显回落，分别环比下降 4.3%、3.8%（前值+0.1%、+6.3%）；对俄罗斯的出口略有回升，环比增长 1.0%（前值+6.8%）。

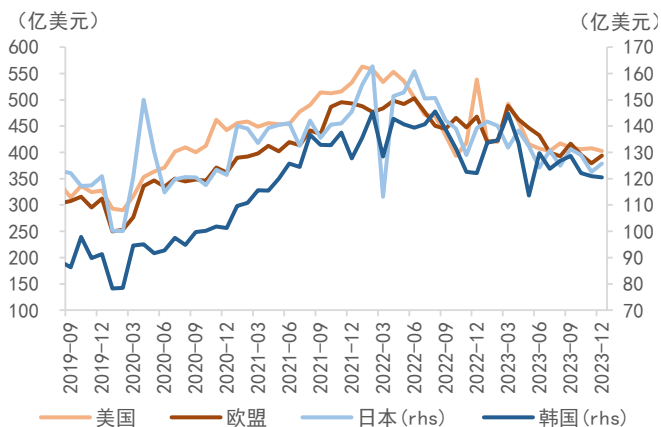
- 对转口贸易对象的出口整体保持平稳（环比 0.8%，前值 0.6%）。

其中，对东盟的出口进一步回升，较上月环比增长 1.9%（前值+3.0%）；但对中国香港、韩国的出口表现稍弱，环比分别下降 0.6%、0.4%（前值-3.0%、-0.9%）。

- 对发达经济体的出口总体也有所企稳回升（环比 1.4%，前值-2.3%）。

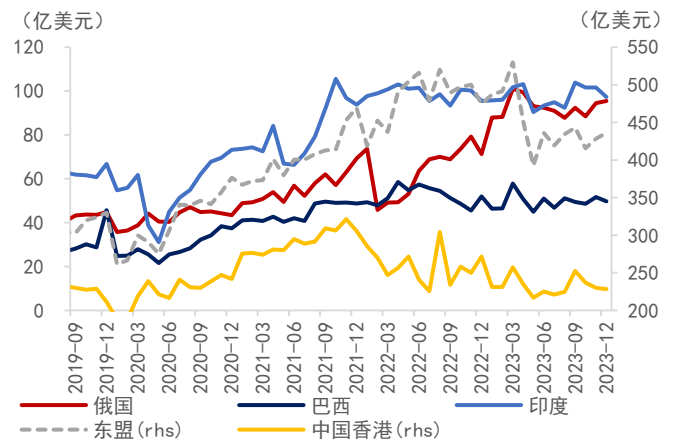
其中，对日本、欧盟的出口均有所反弹，环比增速分别为 2.6%、3.9%（前值-5.0%、-4.1%）。但对美国出口稍有回落，环比下降 1.4%（前值+0.4%）。

图表11：对发达国家与地区的出口（季调）



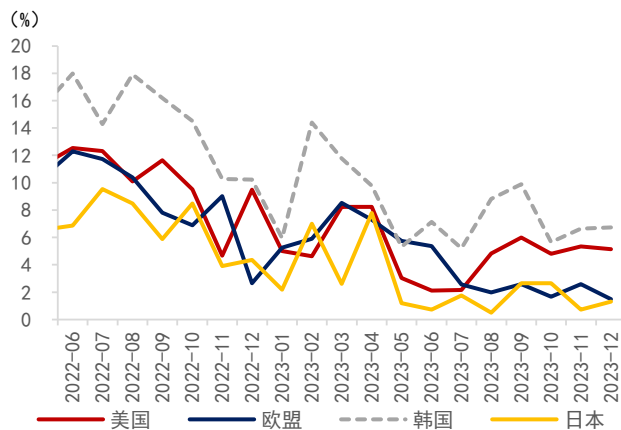
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



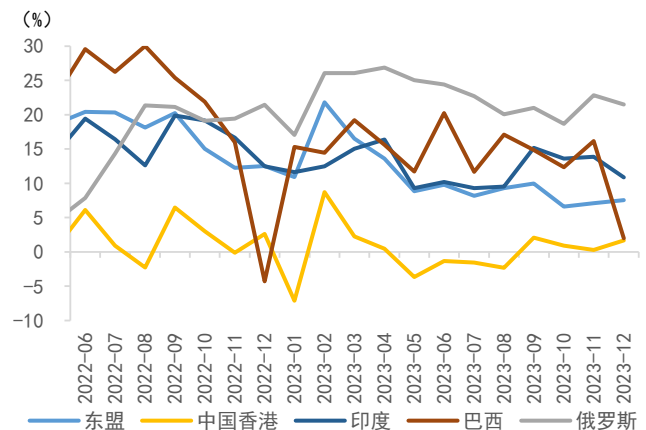
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13: 对发达国家与地区出口的复合同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 同比均以 2019 年为基期

图表14: 对主要新兴市场国家与地区出口的复合增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 同比均以 2019 年为基期

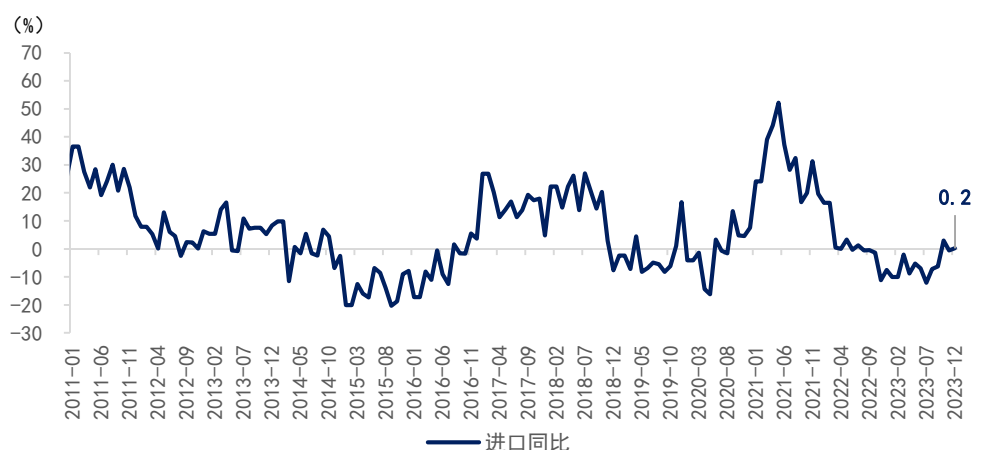
2. 内需或有修复, 12月进口有所回升

12月进口规模季调之后有所反弹, 原材料和制成品的进口对此都有贡献。

2.1 12月进口环比反弹

12月进口同比增速为 0.2% (美元计价, 前值-0.6%), 较上月稍有反弹, 基本符合市场的一致预期 (0.3%)。

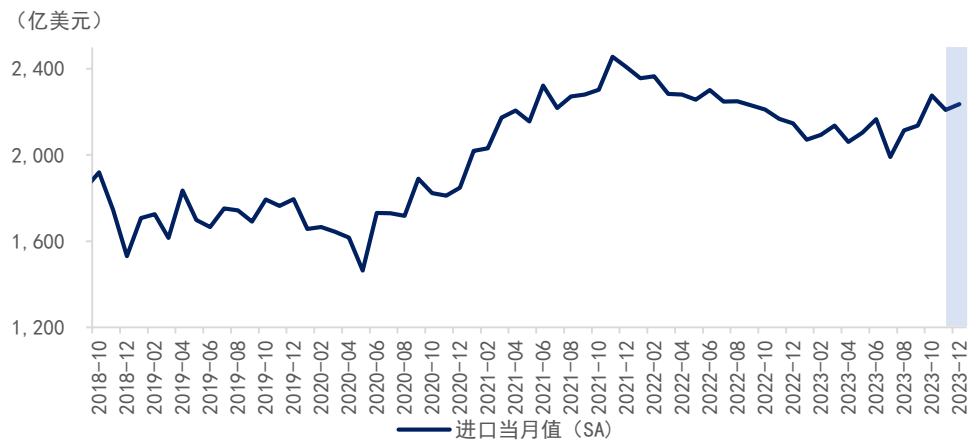
图表15: 中国进口同比增速 (美元计价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

季节性调整后, 进口规模环比增长 1.3% (前值-2.9%), 较上月明显回升。就绝对水平而言, 12月的进口规模也是 2023 年仅此于 10 月的次高值。

图表16: 进口规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

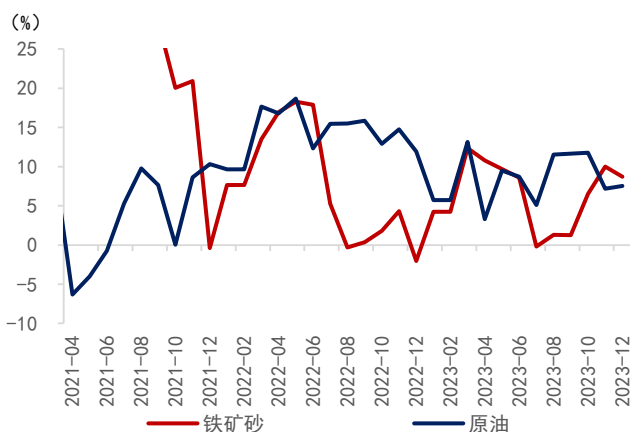
2.2 主要进口产品普遍反弹

12月主要进口产品多数有所回升, 原油、高新技术与机电产品的进口都出现反弹。

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, 12月原油进口稍有反弹, 其复合同比增速为7.6% (前值7.2%); 铁矿砂进口则有所回落, 12月复合同比增速为8.7% (前值10.0%)。

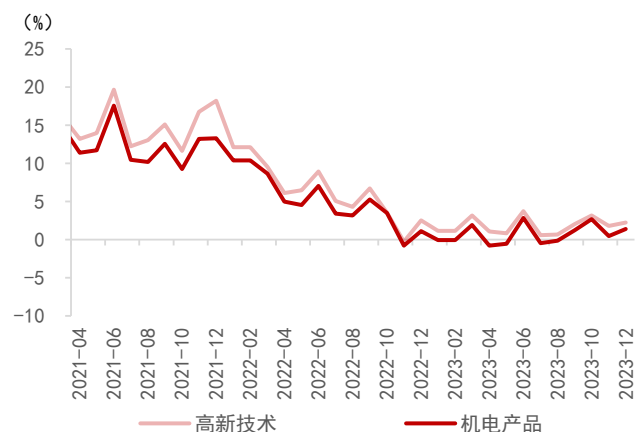
主要产成品进口有所回升。12月高新技术与机电产品的进口增速都在上月的回落后有所反弹, 其以2019年为基期的复合同比增速分别为2.2%、1.4% (前值1.8%、0.4%)。

图表17: 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18: 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

3. 如何展望 2024 年外贸前景？

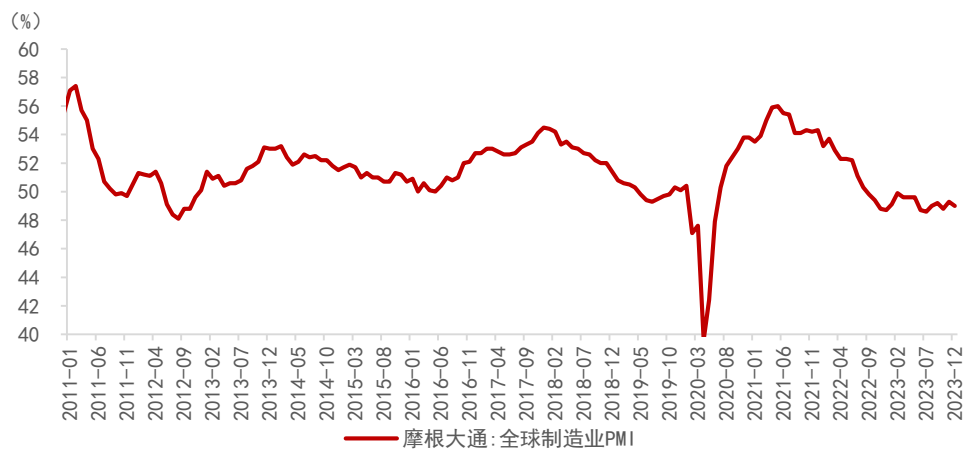
12 月出口回落主要受到外需回落和统计因素的影响，出口数据可能一定程度低估了外需的绝对水平。进口反弹可能反映出内需仍有一定增长。展望 2024 年，我们预计中国的出口和进口都有望保持环比温和增长。

3.1 12 月出口的环比回落意味着什么？

12 月出口同比保持正增长，符合我们此前“2023 年底以美元计价的出口同比增速仍有望回到正增长水平”的判断。但需要注意的是，2022 年同期基数偏低是 12 月同比回升的主要原因。从季节性调整后的数据来看，12 月出口环比是回落的，出口整体偏弱。12 月出口环比为何回落？

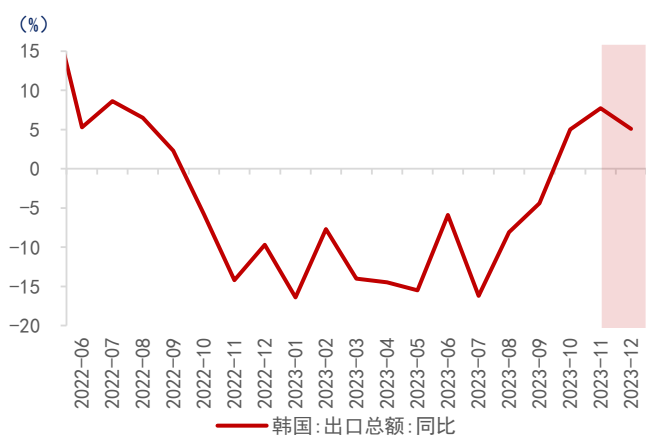
一方面，外需的边际回落可能是部分原因，12 月摩根大通全球制造业 PMI 为 49.0%，较上月（49.3%）回落 0.3 个百分点。12 月韩国出口同比增速也有所回落，较上月下降 2.6 个百分点，季调后环比回落 0.3%。

图表 19：全球制造业 PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表20: 韩国出口同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 韩国出口规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当然, 近期集装箱货运价格出现明显回升, 特别是欧洲航线, 堆场的空箱闲置情况也在近期持续改善。这并非完全与真实需求旺盛有关, 或与红海危机背景下, 欧洲航线耗时增加, 影响了集装箱周转率有关。就一线反馈来看, 这个因素对出口的影响可能要到1月份以后才会有所显现。

另一方面, 这可能也与年末的一些统计因素有关。微观反馈显示, 年底出口统计可能受到技术处理等多方面因素的扰动。我们观察, 港口集装箱运量显示的出口需求并未走弱, 所以并不能排除一些技术性的原因导致12月出口数据偏低, 这可能导致真实的外需被数据低估。

3.2 如何判断后续出口走势?

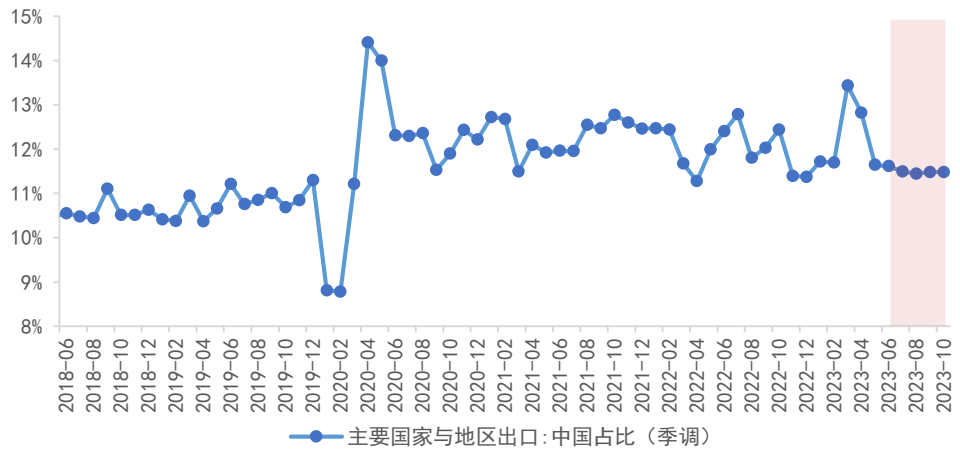
从出口份额来看, 近几个月中国出口的全球份额整体保持平稳。其中, 中国产品在美国及其盟友的市场份额也维持稳定, 并无“断链脱钩”明显加速的迹象。2024年中国出口份额表现可能好于预期(《中国出口的全球份额有何变化?》)。

同时, 我们预计2024年美国也有望软着陆, 支撑中国外需(《为何我们预测2024年美国或超预期?》)。

展望未来, 我们认为, 2024年, 我国季节性调整后的出口规模或也有望保持环比轻微正增长。当然, 考虑到2023年年初基数较高, 1-4月的出口同比增速可能会处于负增长区间。

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。

图表22：主要国家与地区出口：中国的份额



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于我国10月出口受到超长假期扰动，对9、10月数据进行了平滑处理。

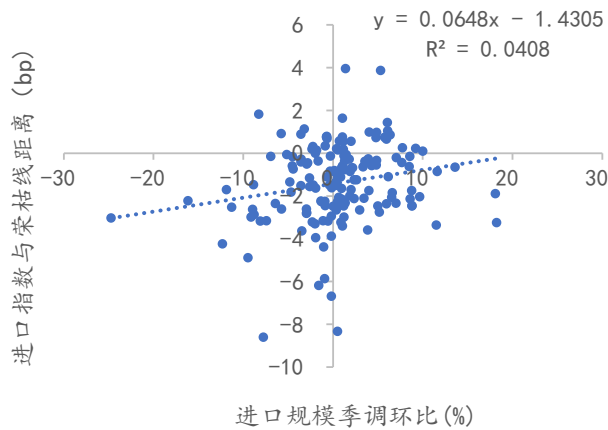
3.3 如何看待12月进口回升？

从季节性调整后的数据来看，12月进口环比回升，可能反映出内需仍有一定增长。

进口增长与12月PMI进口子指数出现背离值得略作讨论。从历史经验来看，一方面，PMI进口子指数对进口规模的指示意义或较为有限。从微观反馈来看，大小企业进口情况存在明显分化，但PMI指数对大小企业权重相同，这可能造成总体进口好于PMI进口子指数的情况。

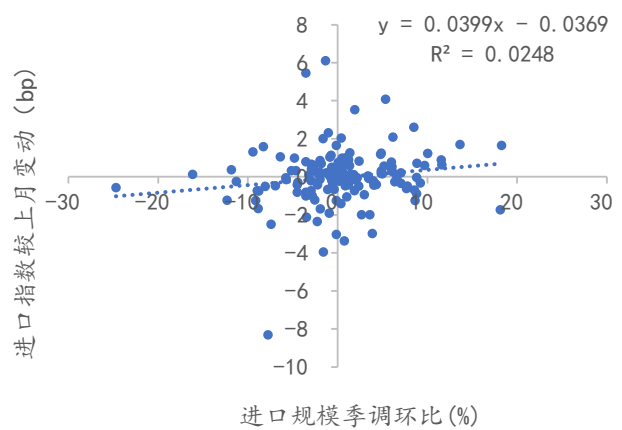
当然，也要注意微观反馈显示由于人民币汇率近期反弹，一些企业可能有意增加进口，可能对进口数据构成了支撑。10月份进口偏强可能受到这个因素的支持。目前还难以断定这个因素对12月进口有多大贡献。虽然12月进口环比反弹比较明显，12月国内需求的改善可能仍然比较温和。

图表23: PMI 进口指数较上月变动 vs 进口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2023.12

图表24: PMI 进口指数与荣枯线距离 vs 进口环比

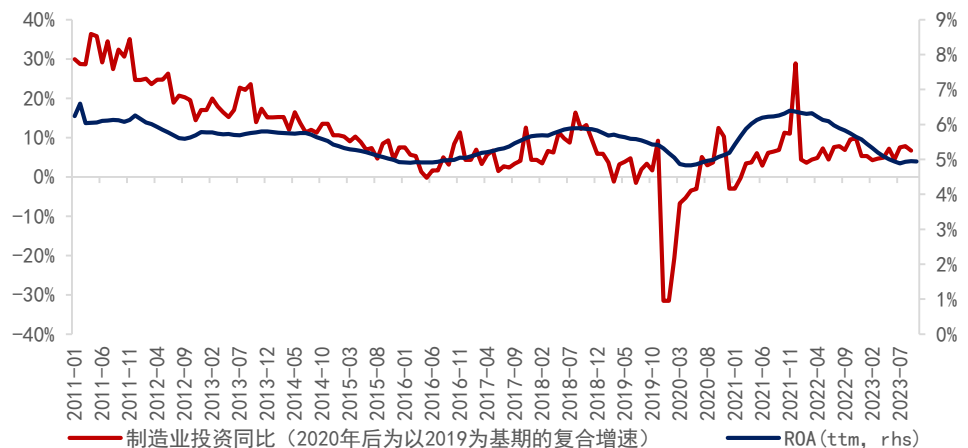


资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2023.12

但是展望未来, 我们认为中国经济将走向复苏的逻辑持续受到数据支撑, 进口也有望继续增长。

2021 年下半年以来, 中国企业的资本支出已经出现加速上行——这也是经济走出地产长周期拐点后衰退的关键 (《2024 年宏观经济展望》)。历史经验显示, 企业资本支出与企业部门 ROA 密切相关。随着 11 月工业企业利润持续回升 (《工业企业利润为何超预期回升? 》), 工业企业 ROA 已经出现更加明显的拐点, 有望进一步支撑企业资本开支走强。再叠加稳增长政策的支持和美国经济 2024 年经济企稳支撑外需, 我们认为 2024 年中国经济终将迎来复苏, 这也有望支撑季调之后的进口环比逐步修复。

图表25: 工业企业 ROA 与制造业投资增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 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
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	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