

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

崔紫涵

研究助理

cuijihuan@sczq.com.cn

电话：86-10-81152670

相关研究

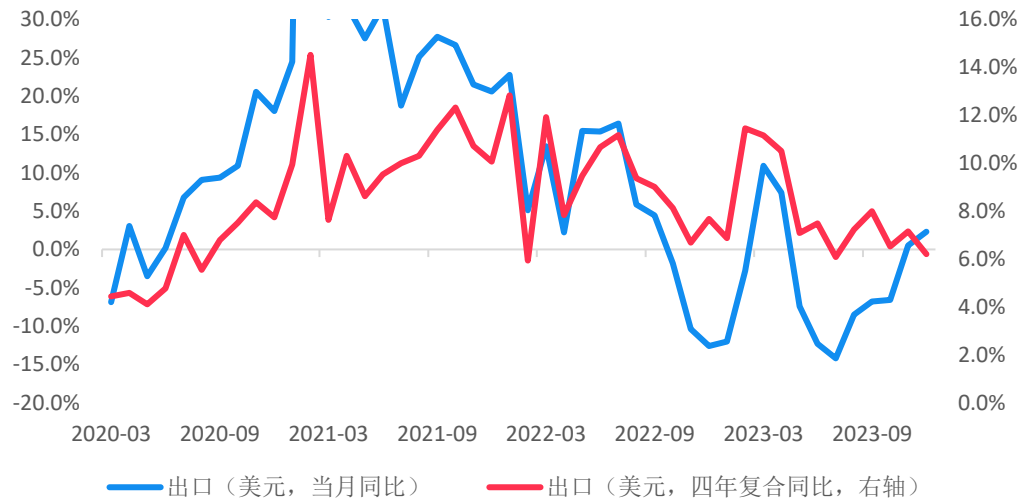
- 宏观经济周报：股弱债强，继续待机
- 12月 PMI 数据点评：PMI 延续回落
- 宏观周报：部分兑现，继续等待机会

- 事件：1月12日，海关总署公布外贸数据，中国12月出口（以美元计价）同比2.3%，wind一致预期2.1%，前值0.5%；进口（以美元计价）同比0.2%，wind一致预期0.3%，前值-0.6%；贸易顺差为753.40亿美元，前值683.95亿美元。
- 12月出口主要受低基数影响同比延续回升，剔除基数效应的出口四年复合同比为6.2%，较上月有所回落，近四个月呈现波折式修复。海关总署分析称，近期红海航运通道受阻等对贸易活动形成一定干扰。12月出口可能主要系实际量下滑拖累，剔除价格因素影响，12月出口量四年复合同比较上月回落，从已公布的分项出口数量中同样可以得到验证。
- 外需整体不振，全球经济景气度整体仍较弱。12月全球PMI录得49.0，较前值的49.3小幅下滑，日韩美欧等主要国家PMI均落于临界值以下。东亚地区主要出口经济体12月出口有所分化，越南、中国台湾出口金额四年复合同比较上月均有所回升，韩国持平于前值，而中国明显回落。
- 出口国别方面有所分化，主要依靠新兴市场拉动。同比增速中，东盟和美国是主要拖累，分别同比拉低出口1.11和1.05个百分点，对美出口同比增速转弱，而对拉美、非洲等新兴市场出口持续好转。剔除基数效应后，12月中国对欧盟和美国出口增速较前值回落，对东盟、日韩则小幅回升。
- 出口分项方面，汽车是12月出口的主要亮点，同比增速近52%，同比拉动出口1.03个百分点。机电产品中，手机、集成电路等电子类产品出口有所降温，其中手机较前值下滑明显，同比拉动由3.19个百分点下降至-0.02个百分点。12月出口的主要拖累项是成品油和高新技术产品，分别同比拉低出口0.99和0.37个百分点。
- 中国12月进口同比由负转正，同比（以美元计价）0.2%，前值-0.6%。进口同样受到部分低基数影响，剔除基数效应后，12月进口金额四年复合同比为4.5%，较上月下降0.4个百分点。另外，12月进口金额中价格因素影响不大，可能主要系实际量的拖累。从进口分项看，铁矿砂及其精矿未能延续上升态势，四年复合同比较上月小幅回落，机电、农产品、高新技术产品和原油等下跌后有所反弹。
- 往后看，伴随国内政策边际转暖和经济上修，进口可能有一定支撑。出口短期内可能有一定波动，但美国经济软着陆概率增加，若全球经济延续修复趋势，伴随海外进入补库周期，中国出口增速或将延续回升态势。风险提示：稳增长政策不及预期；海外经济修复不及预期

1 低基数下进出口同比均回升

12月出口主要受低基数影响同比延续回升，（以美元计价）同比录得2.3%（前值0.5%），全年出口（以美元计价）同比录得-4.6%，剔除基数效应的12月出口四年复合同比为6.2%，较上月有所回落，近四个月呈现波折式修复。海关总署分析称，近期红海航运通道受阻等对贸易活动形成一定干扰。

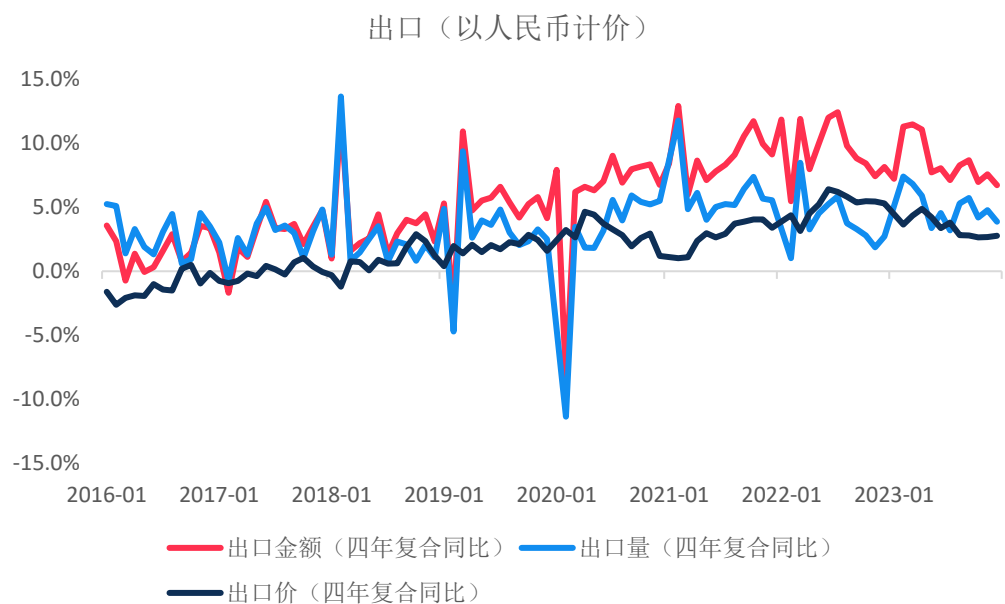
图1：低基数下出口同比延续回升



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

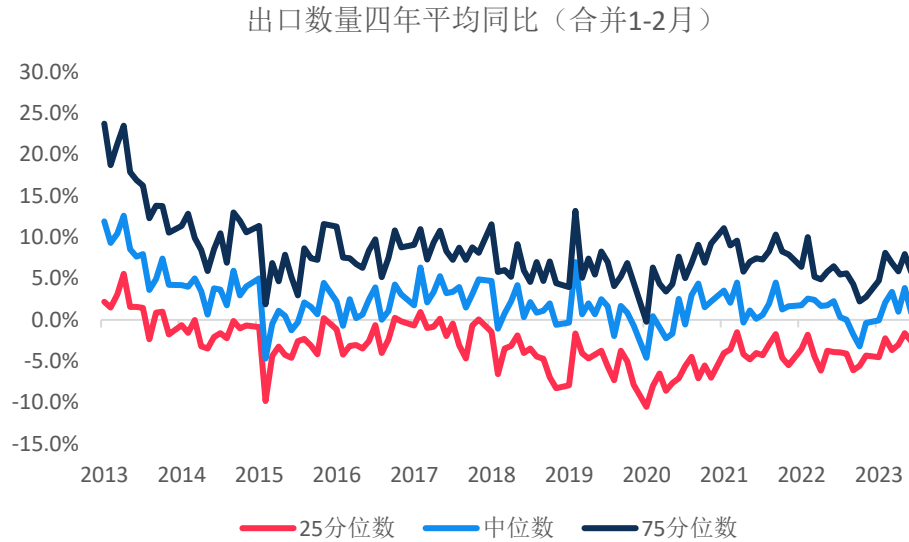
12月出口可能主要系实际量下滑拖累，根据HS2出口价格指数剔除价格因素影响后（12月为预测值），12月出口量四年复合同比较上月回落，从已公布的分项出口数量来看，中位数和75分位数均显示12月进口数量四年复合同比较上月同样明显下降。

图2：出口可能主要由量拖累



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

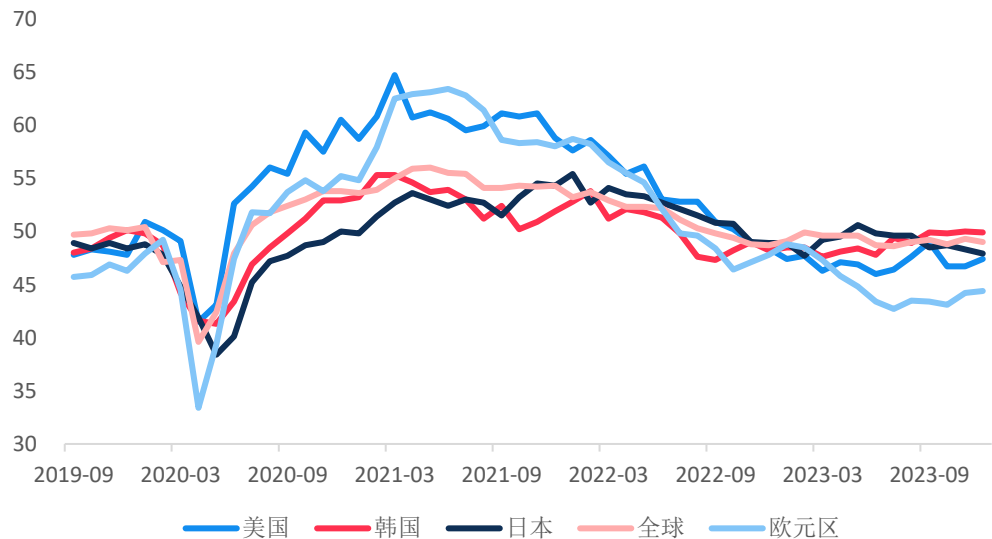
图 3: 出口可能主要由量拖累



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

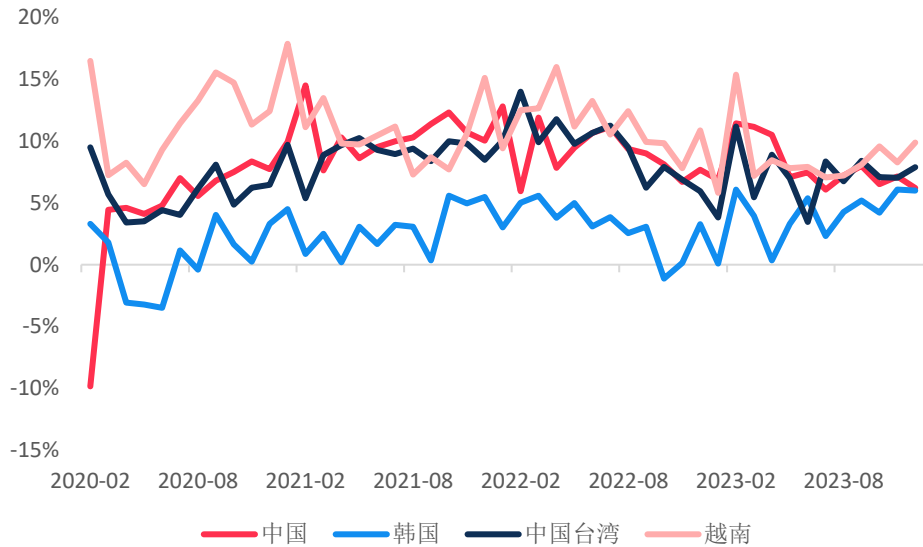
外需整体不振, 全球经济景气度整体仍较弱。12月全球 PMI 录得 49.0, 较前值的 49.3 小幅下滑, 日韩美欧等主要国家 PMI 均落于临界值以下。东亚地区主要出口经济体 12 月出口有所分化, 越南、中国台湾出口金额四年复合同比较上月均有所回升, 韩国持平于前值, 而中国则明显回落。

图 4: 全球 PMI 小幅走弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 5：东亚地区主要出口经济体的出口四年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

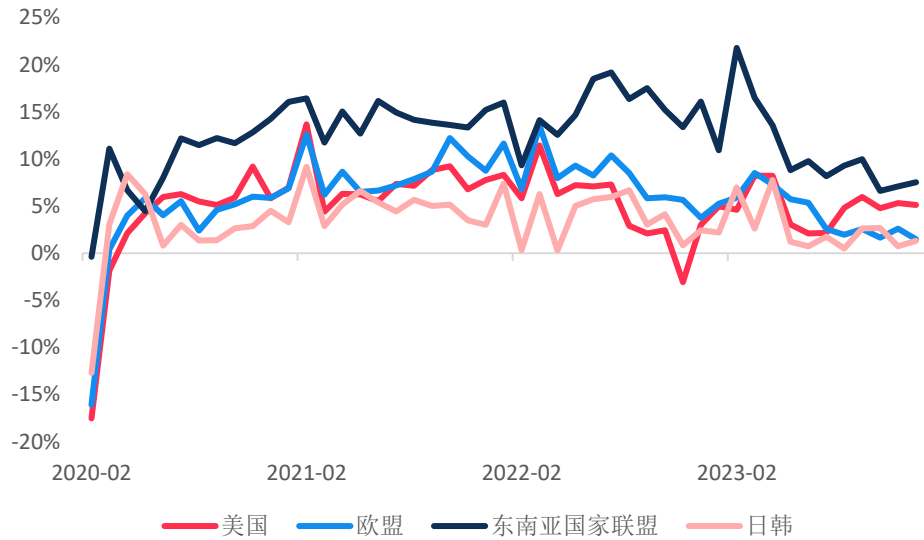
出口国别方面有所分化，主要依靠新兴市场国家拉动。同比增速中，东盟和美国是主要拖累，分别同比拉低出口 1.11 和 1.05 个百分点，对美出口同比增速由正再度转负，而对拉美、非洲等新兴市场地区出口持续好转。剔除基数效应后，12 月中国对东盟和美国出口金额四年复合同比较前值有所回落，对东盟、日韩则小幅回升。

图 6：分国家和地区出口增速

	当月出口同比				出口同比拉动			
	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9
出口总值	2.26%	0.45%	-6.61%	-6.76%	2.26%	0.45%	-6.61%	-6.76%
欧盟	-1.93%	-14.51%	-12.56%	-11.61%	-0.23%	-2.24%	-1.89%	-1.73%
其中：德国	-2.49%	-16.69%	-18.21%	-10.88%	-0.07%	-0.53%	-0.57%	-0.31%
法国	-9.86%	-6.54%	-7.67%	-9.78%	0.11%	-0.08%	-0.03%	-0.13%
意大利	-0.73%	-13.95%	-1.51%	-2.58%	-0.01%	-0.17%	-0.02%	-0.03%
荷兰	-7.66%	-15.60%	-20.34%	-18.71%	-0.57%	-0.50%	-0.70%	-0.63%
美国	-6.89%	7.35%	-8.19%	-9.34%	-1.05%	1.03%	-1.31%	-1.49%
东南亚国家联盟	6.14%	-7.07%	-15.10%	-15.82%	-1.11%	-1.22%	-2.51%	-2.60%
其中：印尼	3.79%	5.70%	-8.30%	-19.09%	-0.08%	0.11%	-0.15%	-0.40%
越南	4.34%	-0.19%	-5.41%	-2.90%	0.19%	-0.01%	-0.13%	-0.12%
马来西亚	-0.58%	-14.46%	-17.46%	-13.20%	0.02%	-0.13%	-0.19%	-0.15%
泰国	3.92%	-0.26%	-3.13%	-4.40%	-0.09%	-0.01%	-0.07%	-0.06%
新加坡	-0.72%	-12.86%	-33.31%	-36.10%	-0.70%	-0.34%	-0.91%	-1.03%
菲律宾	-20.46%	-24.11%	-27.12%	-26.55%	-0.38%	-0.49%	-0.53%	-0.43%
日本	7.30%	-8.26%	-12.99%	-6.45%	-0.55%	-0.11%	-0.65%	-0.31%
中国香港	1.08%	1.35%	-5.15%	-9.99%	-0.11%	0.12%	-0.15%	-0.95%
韩国	3.13%	-3.56%	-17.00%	-7.03%	-0.14%	-0.15%	-0.32%	-0.30%
中国台湾	2.97%	6.42%	-4.41%	-4.11%	-0.06%	0.13%	-0.03%	-0.09%
澳大利亚	-2.38%	-9.09%	5.90%	-17.80%	-0.31%	-0.12%	0.13%	-0.15%
俄罗斯	21.58%	33.56%	17.24%	20.58%	0.64%	0.89%	0.44%	0.52%
印度	6.19%	5.80%	-1.52%	2.14%	0.21%	0.19%	-0.05%	0.07%
英国	7.81%	-4.08%	-7.52%	5.27%	0.17%	-0.09%	-0.13%	0.12%
加拿大	0.07%	1.25%	-13.29%	-9.33%	0.00%	0.02%	-0.13%	-0.13%
新西兰	3.39%	-17.81%	-16.75%	-6.23%	0.03%	-0.05%	-0.04%	-0.02%
拉丁美洲	6.85%	4.92%	-5.97%	-3.71%	0.43%	0.33%	-0.12%	-0.17%
其中：巴西	23.31%	16.65%	-12.05%	-11.72%	0.34%	0.23%	-0.11%	-0.11%
非洲	3.96%	3.05%	-4.95%	-3.09%	0.20%	0.15%	-0.14%	-0.14%
其中：南非	-3.66%	-18.14%	-11.54%	-14.52%	-0.10%	-0.12%	-0.03%	-0.11%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：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

出口分项方面，汽车是 12 月出口的主要亮点，同比增速近 52%，同比拉动出口 1.03 个百分点。机电产品中，手机、集成电路等电子产品出口有所降温，其中手机较前值下滑明显，同比拉动由 3.19 个百分点下降至-0.02 个百分点。12 月出口的主要拖累项是成品油和高新技术产品，分别同比拉低出口 0.99 和 0.37 个百分点。

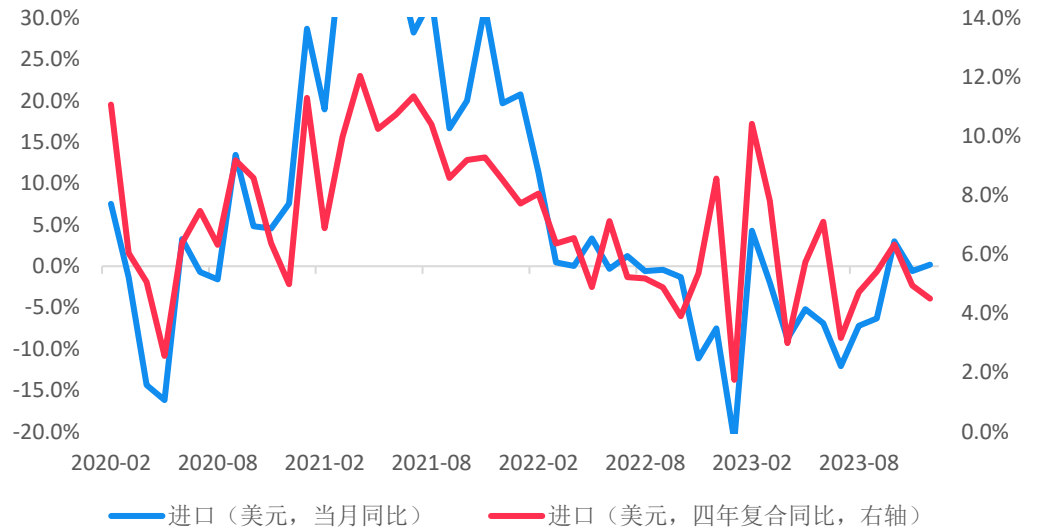
图 8：分产品出口增速

	同比增长				同比拉动			
	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9
当月值	2.26%	0.45%	-6.61%	-6.76%	2.26%	0.45%	-6.61%	-6.76%
农产品	2.20%	3.53%	-0.02%	1.60%	0.07%	0.11%	0.00%	0.04%
水海产品	12.31%	-7.17%	-9.76%	-8.60%	-0.08%	-0.04%	-0.05%	-0.05%
粮食	12.82%	3.35%	0.05%	13.89%	0.01%	0.00%	0.00%	0.04%
成品油(海关口径)	-4.21%	-20.42%	10.40%	-19.95%	-0.99%	-0.30%	0.15%	-0.19%
稀土	-25.77%	-36.26%	-61.05%	-36.75%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
中药材及中式成药	1.15%	4.72%	-1.99%	5.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
肥料	-27.29%	13.18%	-34.05%	-23.68%	-0.09%	0.05%	-0.11%	-0.09%
塑料制品	1.23%	-3.40%	-11.33%	-5.95%	0.14%	-0.10%	-0.15%	-0.17%
箱包及类似容器	2.46%	-4.97%	-13.59%	-9.80%	0.03%	-0.05%	-0.14%	-0.10%
纺织纱线、织物及制品	1.85%	-1.30%	-5.79%	-3.57%	0.07%	-0.05%	-0.15%	-0.14%
服装及衣着附件	1.60%	-4.38%	-10.25%	-8.91%	-0.08%	-0.19%	-0.15%	-0.14%
鞋靴	1.53%	-20.04%	-22.04%	-17.62%	0.21%	-0.27%	-0.18%	-0.28%
陶瓷产品	15.19%	-22.26%	-32.55%	-26.20%	0.16%	-0.18%	-0.15%	-0.19%
钢材	11.61%	-13.59%	-9.07%	-8.27%	0.28%	-0.29%	-0.10%	-0.17%
未锻轧铝及铝材	11.23%	-3.02%	-17.81%	-19.00%	-0.02%	-0.02%	-0.09%	-0.10%
家具及其零件	12.40%	3.62%	-9.07%	-4.69%	0.25%	0.08%	-0.17%	-0.08%
玩具	18.86%	-16.76%	-17.38%	-15.00%	0.11%	-0.17%	-0.12%	-0.22%
机电产品	0.30%	1.26%	-6.70%	-6.07%	0.18%	0.75%	-4.04%	-3.67%
通用机械设备	1.71%	1.52%	-1.17%	-1.05%	0.07%	0.02%	-0.02%	-0.02%
自动数据处理设备及其零件	3.14%	-10.91%	-20.22%	-11.60%	0.19%	-0.60%	-1.15%	-0.68%
手机	0.35%	54.59%	21.81%	-7.10%	-0.02%	3.19%	-1.49%	-0.18%
家用电器	11.70%	11.83%	8.01%	12.42%	0.32%	0.29%	0.20%	0.34%
音视频设备及其零件	5.37%	-1.66%	-7.30%	-0.96%	0.06%	-0.02%	-0.03%	-0.01%
集成电路	2.59%	12.02%	-16.63%	-5.01%	0.12%	0.51%	-0.18%	-0.28%
汽车包括底盘	51.97%	27.88%	45.05%	45.08%	1.03%	0.94%	1.69%	1.44%
汽车零配件	7.11%	10.06%	3.42%	11.34%	0.17%	0.25%	0.09%	0.29%
船舶	28.55%	115.70%	34.21%	11.96%	0.24%	1.31%	0.35%	0.09%
液晶平板显示模组	15.89%	6.22%	6.16%	7.40%	0.11%	0.05%	0.05%	0.06%
医疗仪器及器械	1.16%	-2.04%	-7.52%	5.31%	0.03%	-0.01%	-0.04%	0.03%
灯具照明装置及其零件	1.08%	-6.05%	-15.25%	-10.64%	0.02%	-0.08%	-0.18%	-0.18%
高新技术产品	1.41%	2.89%	-9.17%	-8.26%	0.37%	0.76%	-2.50%	-2.27%

资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

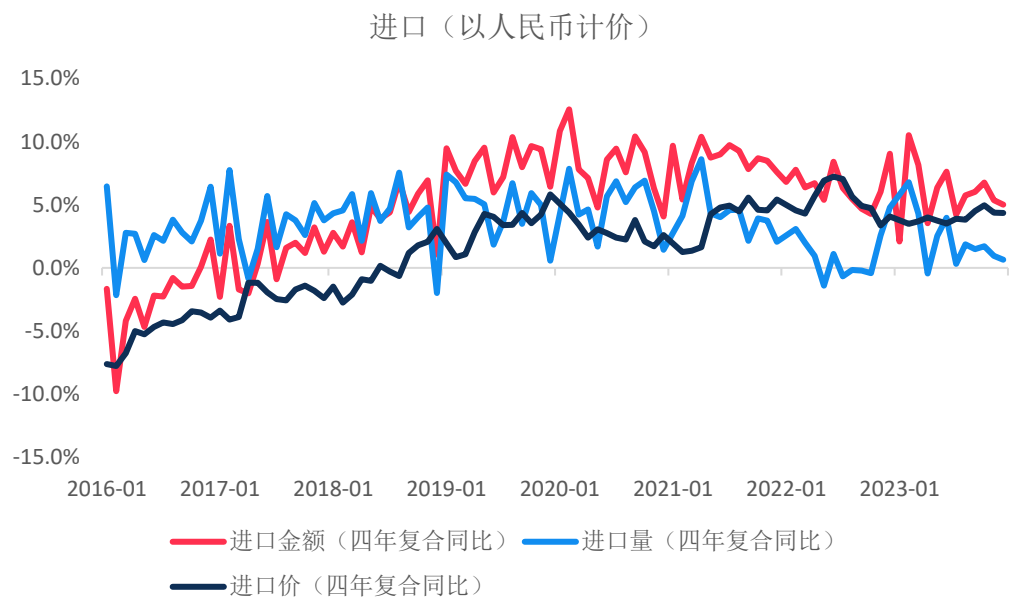
中国12月进口同比由负转正, 同比(以美元计价) 0.2%, 前值-0.6%。进口同样受到部分低基数影响, 剔除基数效应后, 12月进口金额四年复合同比为4.5%, 较上月下降0.4个百分点。另外, 12月进口金额中价格因素影响不大, 可能主要系实际量的拖累。

图9: 进口同比小幅回升



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图10: 进口数量可能是主要拖累 (%)

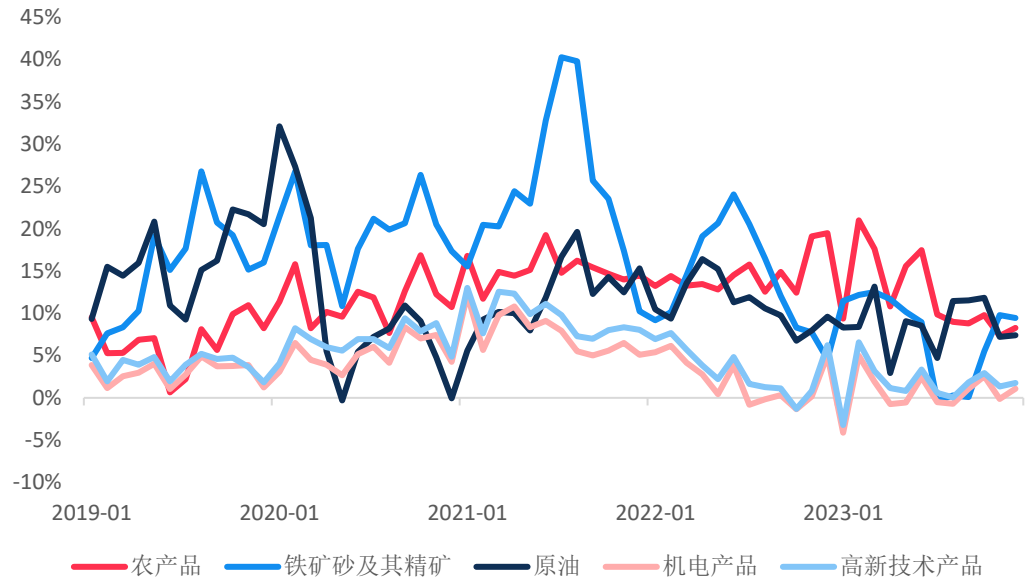


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

从进口分项看, 铁矿砂及其精矿未能延续上升态势, 四年复合同比较上月小幅回落

0.4个百分点，机电、农产品、高新技术产品和原油等下跌后有所反弹，四年复合同比分别较上月抬升1.2%、1.0%、0.4%和0.2%。

图 11：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

2 后市展望

往后看，伴随国内政策边际转暖和经济上修，进口可能有一定支撑。出口短期内可能有一定波动，但美国经济软着陆的概率增加，若全球经济延续修复趋势，伴随海外进入补库周期，中国出口增速或将延续回升态势。

3 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。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022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