

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

出口链的两大主线

2024年2月17日

- **去年出口动能切换。**去年中国对外出口同比下降，显示我国外贸出口承受较大压力。我们判断，去年我国外贸压力主要和几点因素有关：一是美国处于库存去化阶段。二是海外多国处于加息末期，政策利率偏高，制造业景气度下滑。三是通胀回落背景下，全球制成品出口价格拖累较多。综上，在美国去库存、海外加息和全球价格回落三重压力叠加之下，去年我国对外出口同比跌幅较大。
- **今年出口压制或出现扭转。**从全球经济走势来看，我们认为，今年全球紧缩周期或见顶，经济复苏动能分化。这一分化不仅体现在发达经济体和新兴市场经济体的经济增长上，也体现在全球经济增速和贸易增速的分化上。一方面，受发达经济体影响，2024年全球GDP增速或难迎来反转。另一方面，全球贸易增速有望实现触底回升。在美国补库与全球制造业触底回升共振下，今年出口压制或有望出现扭转。
- **建议关注地产后周期和低库存出口链机会。**在今年全球经济增速或仍存压制而外贸增速将有所回升的背景下，出口链的结构性行情将更加重要，我们建议关注两大出口链机会。第一，美联储启动降息后，建议关注美国地产后周期相关板块出口链。第二，建议关注美国低库存行业下中国出海机会。在这轮低库存相关出口机会中，建议关注塑料制品、化学产品、家具家居品类。关注度上，建议非耐用品>耐用品。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、去年出口动能切换.....	3
二、今年出口压制或出现扭转.....	5
三、建议关注地产后周期和低库存出口链机会.....	6
风险因素.....	8

表目录

表 1: 中国主要对外出口目的地政策利率较高.....	3
表 2: BDI 指数及其分类.....	4
表 3: IMF 预计今年全球经济增速仍为 3.1%.....	6
表 4: IMF 预计今年全球贸易增速回升至 3.3%.....	6
表 5: 美国耐用品中, 家具及相关产品的库存同比分位数水平最低.....	7

图目录

图 1: 去年中国对外出口同比(美元计价)下降 4.6%.....	4
图 2: 去年出口动能切换.....	5
图 3: 13 个出口目的地占比明显下滑.....	5

一、去年出口动能切换

去年中国对外出口同比（美元计价）下降 4.6%，显示我国外贸出口承受较大压力。我们判断，去年我国外贸压力主要和几点因素有关：

一是美国处于库存去化阶段。历史上，美国进口同比增速与其库存总额同比增速相关。而美国库存同比从 2022 年 6 月开始从高位下滑，显示美国逐步进入库存去化阶段，美国进口同比和销售同比增速也面临较大下行压力。

二是海外多国处于加息末期，政策利率偏高，制造业景气度下滑。根据 BIS 公布的各国央行政策利率，我国对外出口主要目的地的加权政策利率快速上行，这是近十年未有过的海外政策利率环境，或抑制制造业景气度表现。

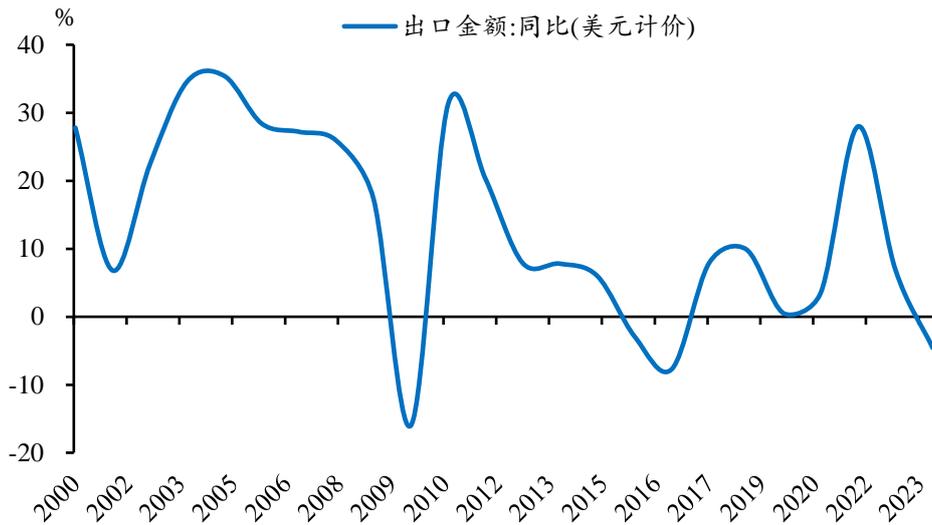
三是通胀回落背景下，全球制成品出口价格拖累较多。1) 从全球外贸视角来看，去年全球出口数量指数同比下降幅度较小，截至 2023Q3，全球出口数量指数同比最大跌幅为 1.61%，而全球制成品价格指数同比跌幅超过 3%。2) 从中国外贸视角来看，自 2023 年 5 月以来，出口价格指数同比转弱拖累去年整体出口增速。

综上，在美国去库存、海外加息和全球价格回落三重压力叠加之下，去年我国对外出口同比跌幅较大。

表 1：中国主要对外出口目的地政策利率较高

	出口目的地/地区	2023年 政策利率变动	目标利率	利率水平
1	马来西亚	+ 25bp	3.00%	2019年12月以来的最高水平
	泰国	+ 125bp	2.50%	2013年10月以来的最高水平
	印尼	+ 50bp	6.00%	2019年6月以来的最高水平
	菲律宾	+ 100bp	6.50%	2007年6月以来的最高水平
2	美国	+ 100bp	5.50%	2001年1月以来的最高水平
3	欧盟	+ 200bp	4.50%	2001年7月以来的最高水平
4	中国香港	+ 100bp	5.75%	2007年12月以来的最高水平
5	日本	+ 0bp	-0.10%	1946年12月以来的最高水平
6	韩国	+ 25bp	3.50%	2008年11月以来的最高水平
7	俄罗斯	+ 750bp	15.00%	2022年4月以来的最高水平
8	印度	+ 25bp	6.50%	2019年1月以来的最高水平
9	澳大利亚	+ 125bp	4.35%	2011年11月以来的最高水平
10	英国	+ 175bp	5.25%	2008年3月以来的最高水平
11	加拿大	+ 75bp	5.00%	2001年3月以来的最高水平
12	新西兰	+ 75bp	5.50%	2008年11月以来的最高水平

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 1：去年中国对外出口同比(美元计价)下降 4.6%


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

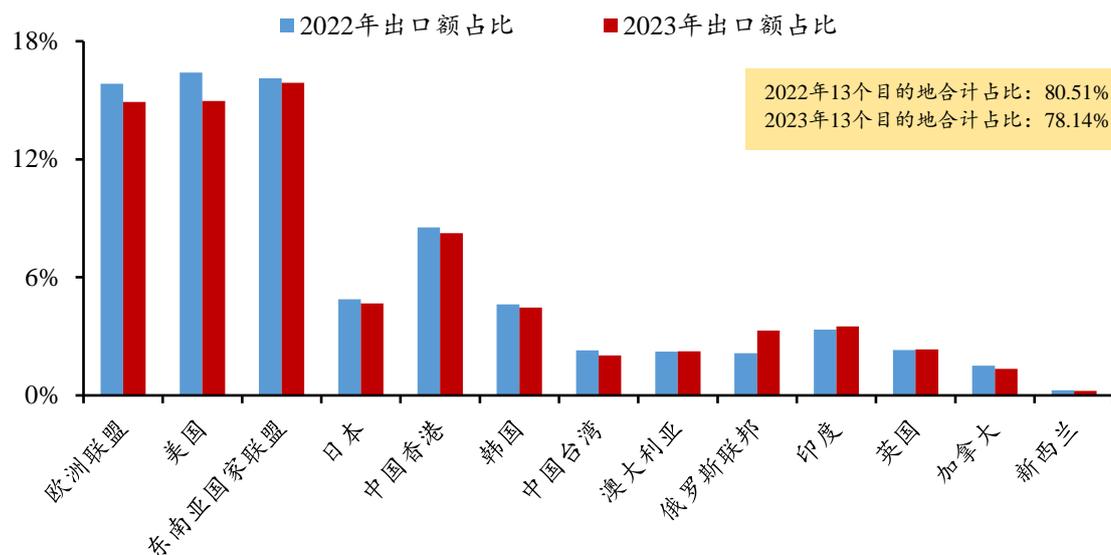
从节奏上看, 单月出口增速中, 除 2023 年 3-4 月出口增速较高外, 年内多个月份出口同比延续负增, 直至 2023 年 11 月起转为正增。2023 年春节后的出口增速呈“U”型走势, 自下半年起触底回升, 逐步转向企稳。这一回升确实有基数的提振, 但我们认为基数并非全部原因。

从微观指标来看, 去年下半年干散货外贸好于集装箱外贸, 且干散货外贸指数好转与出口触底回升一致。可见, 无论是全球外贸还是中国外贸, 背后主要反映的是全球对于散货外贸需求的改善。

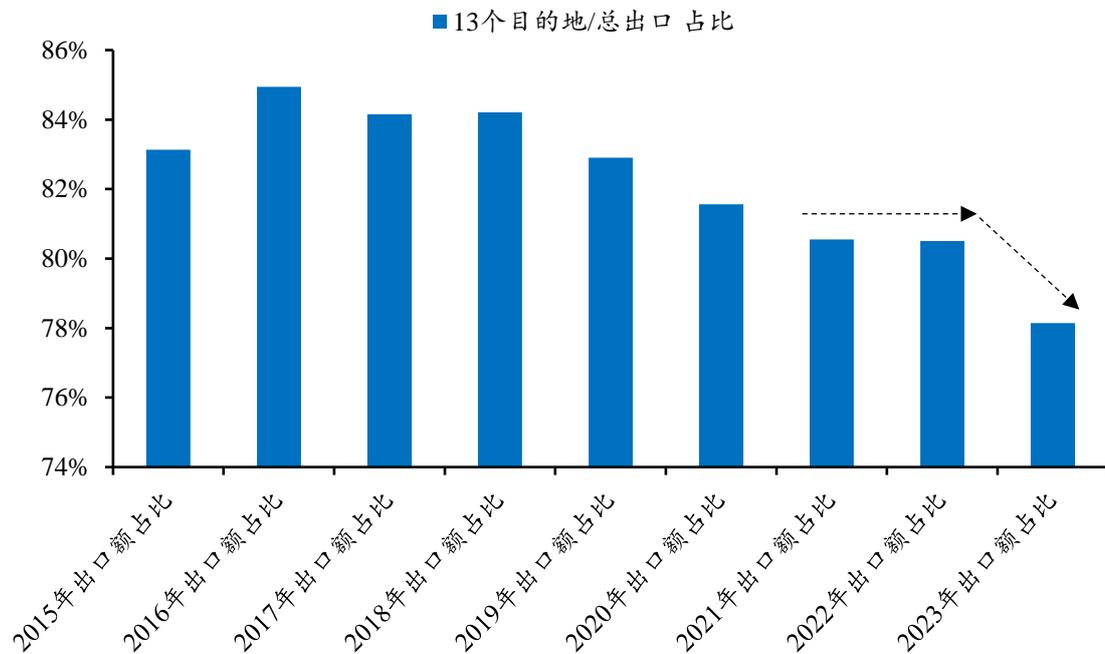
表 2：BDI 指数及其分类

指数类别	类型	吨位	主要运输货物	占BDI权重
BSI	Supramax	通常为5.2万吨-6.0万吨	水泥、磷酸盐、钢材、化肥和谷物	30%
BPI	Panamax	通常为6.5万吨-8.0万吨	民生物资及谷物等大宗物资	30%
BCI	Capesize	通常为13.0万吨-21.0万吨	铁矿石、煤炭、铝土矿等工业原料	40%

资料来源: Balticexchange, 《波罗的海干散货指数(BDI)》, 信达证券研发中心

图 2：去年出口动能切换


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：13 个出口目的地占比明显下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、今年出口压制或出现扭转

从全球经济走势来看，我们认为，今年全球紧缩周期或见顶，经济复苏动能分化。这一分化不仅体现在发达经济体和新兴市场经济体的经济增长上，也体现在全球经济增速和贸易增速的分化上。

一方面，受发达经济体影响，2024 年全球 GDP 增速或难迎来反转。根据国际货币基金组织（IMF）2024 年 1 月的最新预测，2024 年全球经济增速仍将维持在 3.1% 的水平，这远低于疫情前 2000-2019 年平均 3.8% 的水平，更显著低于国际金融危机前 2001-2007 年平均 4.0% 的增速。分区域来看，发达经济体和新兴市场经济体的经济增长趋势出现分化，发达经济体增速继续放缓，而新兴市场经济体增速企稳。

另一方面，全球贸易增速有望实现触底回升。IMF 预计全球贸易增速将在 2023 年实现触底，2024 年出现回升。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

根据 IMF 的预测，2024 年全球贸易增速为 3.3%，WTO 也预计 2024 年的全球出口增速会迎来回升。

表 3：IMF 预计今年全球经济增速仍为 3.1%

指标名称（单位：%）	权重	2022 年	2023 年	2024 年 E	2000-2019 年 平均值	2001-2007 年 平均值
全球 GDP 增速：	100.0%	3.5	3.1	3.1	3.8	4.0
发达经济体：	41.7%	2.6	1.6	1.5	2.1	2.3
美国	15.5%	1.9	2.5	2.1	2.5	2.7
欧元区	12.0%	3.4	0.5	0.9	1.4	1.6
新兴市场和发展中经济体	58.30%	4.1	4.1	4.1	5.4	5.9

资料来源：IMF，信达证券研发中心

表 4：IMF 预计今年全球贸易增速回升至 3.3%

指标名称（单位：%）	权重	2022 年	2023 年	2024 年 E
全球贸易增速：	100.0%	5.2	0.4	3.3
发达经济体	60.5%	6.1	0.3	2.6
新兴市场和发展中经济体	39.5%	3.7	0.6	4.5

资料来源：IMF，信达证券研发中心

在美国补库与全球制造业触底回升共振下，今年出口压制或有望出现扭转。

首先，美国由去库存阶段进入补库阶段。我们认为，现在美国制造业景气度大概率是底部位置，预计后续制造业或将触底反弹。从订单驱动库存的角度来看，美国“新订单-自有库存”这一领先指标已经出现触底反弹迹象。历史上，这一指标往往领先于制造业 PMI 的 12 月移动平均值，也就是说 2024 年美国制造业或会触底反弹。而美国制造业触底反弹往往伴随着去库存阶段向补库存阶段的转变。

其次，全球制造业有望触底反弹。由于制造业是可贸易部门，在贸易的传导作用下，主要经济体制造业景气具有很强的同步性和共振性。目前，多个制造业指标均指向全球制造业景气度出现触底修复迹象，我们认为，2024 年可能不仅是美国补库，也同样是美国补库，有望迎来中美库存周期共振。

综上，我们预计 2024 年出口将实现小幅正增长。从节奏上看，2024 年上半年出口压力或大于下半年。

三、建议关注地产后周期和低库存出口链机会

在今年全球经济增速或仍存压制而外贸增速将有所回升的背景下，出口链的结构性行情将更加重要，我们建议关注两大出口链机会（见已外发报告《中国出口形势的扭转和机遇——2024 年出口展望》）。

第一类出口链机会：美联储启动降息后，建议关注美国地产后周期相关板块出口链。

从历史来看，美国抵押贷款利率和政策利率走势基本一致。若抵押贷款利率如期回落，存量房贷利率较高的美国居民或将释放其换房需求，房屋销售增速有望上行。而美国房屋销售增速往往和地产相关商品（如：家具类）进口增速走势一致，这意味着降息环境有望对地产后周期出口链形成利好。

第二类出口链机会：建议关注美国低库存行业下中国出海机会。

上一轮补库进程表明，库存分位数越低，进口增速则较高。这意味着库存处于低位水平的行业 and 商品或具备较强的出海机会。截至 2023 年 12 月，美国耐用品库存同比分位数比非耐用品库存同比分位数水平要高。其中：1) 耐用品中，家具及相关产品的库存同比分位数水平最低。2) 非耐用品中，食品、印刷、塑料制品、饮料和烟草制品等库存同比分位数较低。

综合来看，在这轮低库存相关出口机会中，建议关注塑料制品、化学产品、家具家居品类。关注度上，建议非耐用品 > 耐用品。

表 5：美国耐用品中，家具及相关产品的库存同比分位数水平最低

制造业库存同比(%)	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2023年12月 库存同比 分位数
耐用品:电气设备、电器及零件	13.90	3.98	3.86	3.17	2.48	49.00%
耐用品:机械	12.27	5.17	3.87	3.80	3.11	47.40%
耐用品:运输设备	4.45	1.30	1.94	2.14	3.12	44.70%
耐用品:电脑及电子产品	5.07	-0.09	-0.11	0.01	-0.03	40.90%
耐用品:合金冶炼	19.14	-4.23	-3.81	-2.68	-3.18	23.70%
耐用品:家具及相关产品	1.96	-3.47	-3.70	-4.19	-5.09	10.70%
非耐用品:食品	0.21	-0.58	-1.33	-1.76	-2.14	6.10%
非耐用品:印刷	-6.55	-8.77	-10.68	-9.66	-9.23	9.10%
非耐用品:塑料和橡胶制品	-4.66	-4.94	-4.70	-5.08	-4.53	10.20%
非耐用品:饮料和烟草制品	0.40	-0.73	-2.09	-1.50	-1.65	10.70%
非耐用品:化学产品	-1.54	-1.66	-1.53	-0.78	-0.20	18.80%
非耐用品:纺织产品	-8.35	-8.33	-8.18	-7.23	-5.79	21.50%
非耐用品:皮革及相关产品	-3.90	-4.86	-8.65	-7.12	-6.21	22.30%
非耐用品:纸制品	-3.39	-3.49	-3.66	-3.18	-2.58	22.30%
非耐用品:纺织厂	-3.86	-4.66	-4.68	-5.83	-4.61	24.70%
非耐用品:石油和煤炭产品	-3.26	2.37	-3.50	-2.29	-4.97	25.30%
非耐用品:服饰	-4.24	-4.21	-5.03	-5.42	-6.11	30.70%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。