

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 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编：100031

不单单是“抢出口”

2025年1月14日

从主要经济体制造业 PMI、我国制造业 PMI 新出口订单、韩国出口等多维度感知 12 月出口或偏强，但 12 月出口表现依旧大超市场预期。部分人士将其主要归因于“抢出口”，我们认为有诸多信号显示“抢出口”或不是主要。

- **首先，对外多个区域的出口贡献普涨，难用与特朗普关税预期的“抢出口”为主来单一解释。**市场部分人士认为特朗普关税行动前的潜在“抢出口”效应主要贡献了 12 月的强出口。其触发信号在于，美国拜登政府在去年 12 月 23 日宣布对中国制造的“传统”半导体进行贸易调查，以及特朗普政府上任在即。但 12 月多个区域的出口贡献度增长，这削弱了“抢出口”是主要推力的解释。从各区域来看，“抢出口”影响无法解释对东盟、对其他国家的出口增长，对美出口贡献度的增长并非最强。
- **其次，美国 vs 其他国家：后者同比增速也明显增长，贡献度增长比前者明显。**这一出口特征单单用“抢出口”去解释显得不够合乎情理。如果出口增长以“抢出口”为主要推力，相比于其他国家，对美国的出口贡献增长会上升更快。即使不考虑受权重影响的贡献度，以“抢出口”为主要推力也会让对美出口增速上升更快，但对其他区域的影响并不明显。事实上，12 月对美出口增速从 8% 提升到 15.6%，而其他国家增速也从 3.6% 提升到 7.2%。
- **再者，海关未列明的其余国家增长贡献也很明显提升。**除欧盟、美国、东盟之外，其他国家海关总署也公布了一部分重点国家（如：日、韩、俄等）的出口数据，另一部分国家的出口数据并未单列明，但这部分国家的出口增长对于 12 月的出口超预期来说也很重要。12 月未列明国家出口环比 10%，不及 2017-2019 年同期表现，却是 2020 年以来同期最高水平。不仅如此，未列明国家的出口贡献度较 11 月提升了 2.2 个百分点，而 12 月欧美东盟三个地区的出口贡献度较 11 月提升也仅 2.1 个百分点。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目录

一、三个感知出口的信号.....	3
二、不单单是“抢出口”.....	4
风险因素.....	8

表目录

表 1: 12 月机电增速明显回升.....	6
------------------------	---

图目录

图 1: 韩国出口增速在年底反弹.....	3
图 2: 美国制造业 PMI 自 10 月起继续回升.....	4
图 3: 可能不单单是“抢出口”的影响.....	5
图 4: 12 月出口回升多数由机电贡献.....	5
图 5: 2024 全年出口同比 5.9%，进口同比 1.1%.....	6
图 6: 2024 年 1-11 月，价降量升的特征比较明显.....	7

一、三个感知出口的信号

市场从以下几个信号已经能感知到 12 月的出口表现偏强。

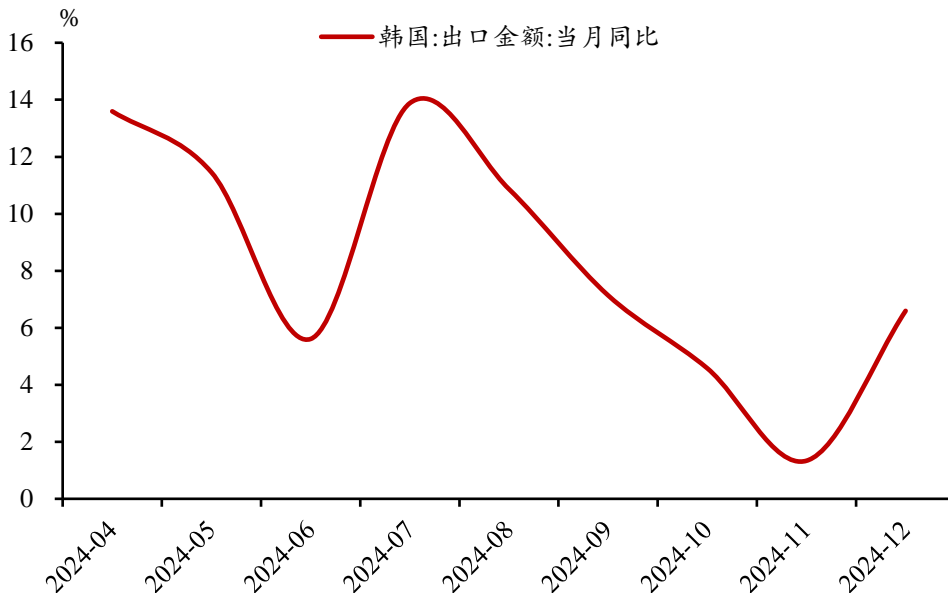
第一，韩国出口增速在年底反弹，结束了 2024 年下半年的一路下滑。12 月韩国出口同比增长 6.6%，较 11 月增速 1.4% 回升。“金丝雀”出口好转显示海外进口或出现改善，给市场对 12 月的出口感知预先提供了方向。

第二，12 月中国制造业出口新订单指数进一步提升。中国 12 月制造业 PMI 出口新订单指数小幅回升 0.2 个百分点至 48.3%。去年 10-11 月，制造业新订单回升时，出口新订单也跟着回升，指向订单更多源自出口，而 12 月延续这一趋势。

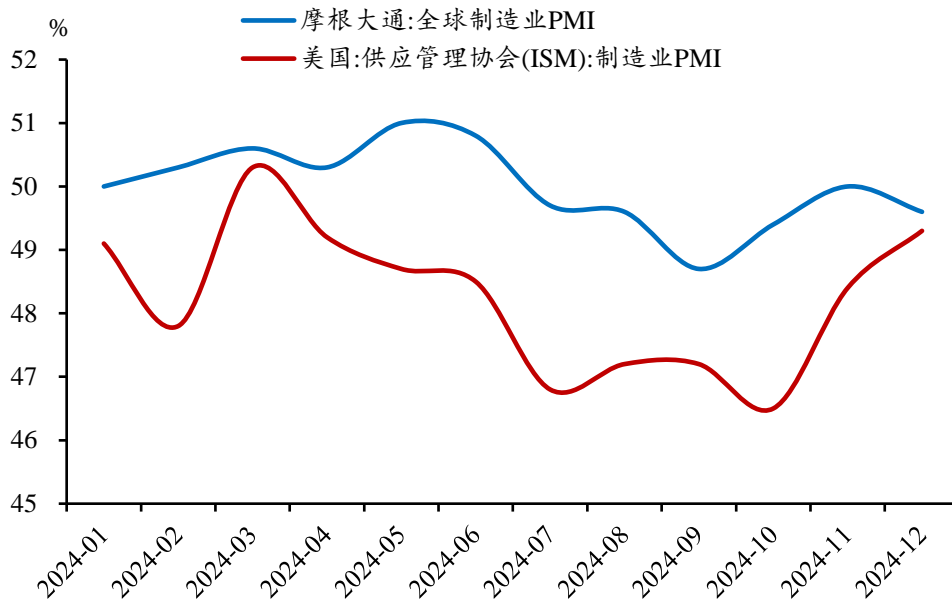
第三，主要经济体制造业 PMI 改善。12 月美国 ISM 制造业 PMI 继续上升，随着美国库存限制减弱，进口 PMI 分项上升。12 月日本制造业 PMI 50.9%，较前值 49% 也有提升。12 月 ASEAN 的制造业 PMI 景气也在荣枯线以上 (50.7%)。

从主要经济体制造业 PMI、我国制造业 PMI 新出口订单、韩国出口等多维度感知 12 月出口或偏强，但 12 月出口表现依旧大超市场预期。

图 1：韩国出口增速在年底反弹



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：美国制造业 PMI 自 10 月起继续回升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、不单单是“抢出口”

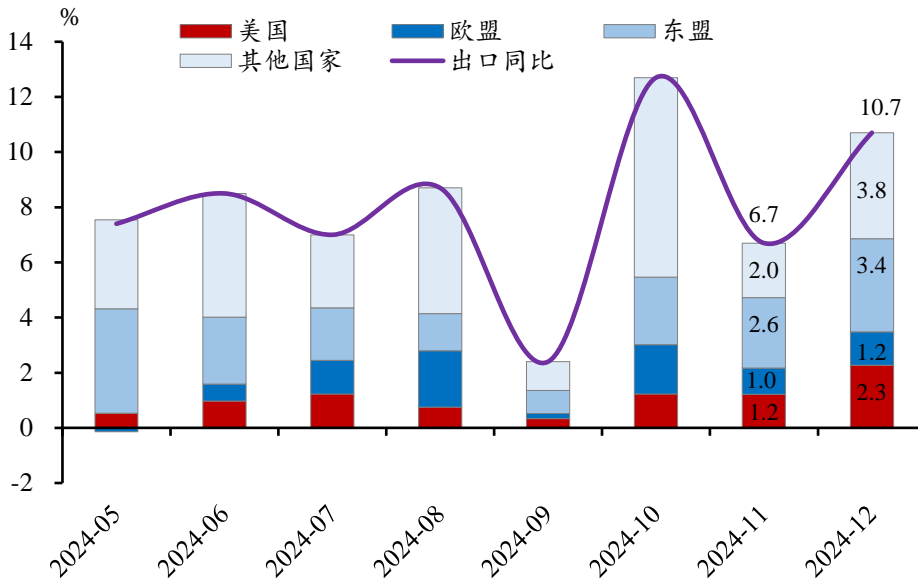
12 月中国以美元计价出口同比增长 10.7%，预估为增长 7.3%，12 月的出口表现大超预期。12 月出口环比增长 7.6%，是 2020-2024 年间同期的最高水平，也是 2024 年除 3 月以外的最高水平。

12 月对外出口超季节性环比上涨，再加上特朗普上任在即，市场很容易将 12 月超预期的出口表现归因于“抢出口”。但我们认为，12 月的出口不单单是“抢出口”。

第一，对外多个区域的出口贡献普涨，难用与特朗普关税预期的“抢出口”为主来单一解释。市场部分人士认为特朗普关税行动前的潜在“抢出口”效应主要贡献了 12 月的强出口。其触发信号在于，美国拜登政府在去年 12 月 23 日宣布对中国制造的“传统”半导体进行贸易调查，以及特朗普政府上任在即。但 12 月多个区域的出口贡献度增长，这削弱了“抢出口”是主要推力的解释。从各区域来看，“抢出口”影响无法解释对东盟、对其他国家的出口增长，而且对美出口贡献度的增长并非最强（图 3）。

第二，美国 vs 其他国家：后者同比增速也明显增长，贡献度增长比前者明显。这一出口特征用“抢出口”去解释显得不够合乎情理。如果出口增长以“抢出口”为主要推力，相比于其他国家，对美国的出口贡献增长会上升更快。即使不考虑受权重影响的贡献度，以“抢出口”为主要推力也会让对美出口增速上升更快，但对其他区域的影响并不明显。事实上，12 月对美出口增速从 8% 提升到 15.6%，而其他国家增速也从 3.6% 提升到 7.2%。

第三，海关总署未列出的其余国家增长贡献也很重要。除欧盟、美国、东盟之外，其他国家海关总署也公布了一部分重点国家（如：日、韩、俄等）的出口数据，另一部分国家的出口数据并未单一列明，但这部分国家的出口增长对于 12 月的出口超预期来说也很重要。12 月未列明国家出口环比 10%，不及 2017-2019 年同期表现，却是 2020 年以来同期最高水平。根据我们计算的数据，显示 12 月其他国家中未列明国家的出口贡献度较 11 月提升了 2.2 个百分点，而 12 月欧美东盟三个地区的出口贡献度较 11 月提升也仅 2.1 个百分点（图 3）。

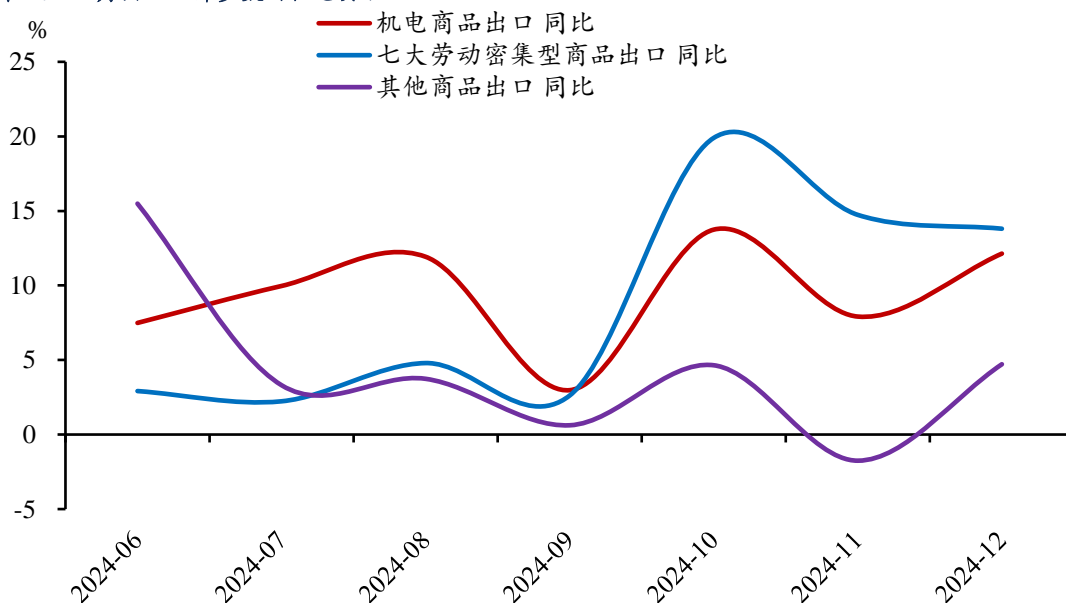
图 3：可能不单单是“抢出口”的影响


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

分商品看：12月机电产品带动回升，但劳密产品表现不强。在12月出口中，机电产品增速从11月的8.1%上升至12.1%，为出口增长做出了不小的贡献。相比之下，劳密产品的表现并非那么强。结合其他国家的出口增长来看，我们认为，这部分增长或是以价换量的逻辑。2024年1-11月期间价降量升的特征比较明显，12月或延续此特征。再加上相较于机电，劳密产品的价格调整空间相对较小，或才导致机电产品和劳密产品的表现差异。

不仅如此，2024年12月以美元计价进口同比增长1%，较前值也有明显改善，12月进口表现也比市场预期的要强。全年来看，2024年出口增速5.9%，进口增速1.1%，均双双扭转了2023年的负增长。

2025年，我国出口增长存在一定的不确定性。一方面，在世界经济温和复苏、补库存需求增长等背景推动下，世界银行预测，2025年全球贸易增速有望从2024年的2.4%进一步升至3.4%。另一方面，2025年贸易摩擦风险显著上升，将对全球贸易带来冲击和威胁。对我国而言，影响较大的外部冲击变量来自于，美国对华加征关税的力度。在出口存在不确定性下，我们预计2025年主要向消费和基建要增长动力。

图 4：12月出口回升多数由机电贡献


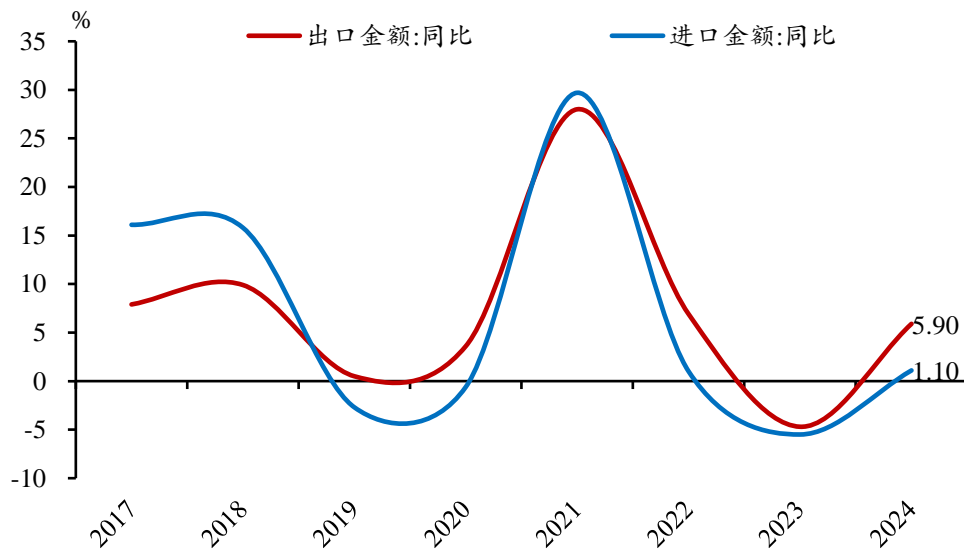
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 1：12 月机电增速明显回升

出口重点商品	12月同比	11月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	12.1	8.1	4.0	59.3
高新技术产品	4.3	6.5	-2.2	23.9
服装及衣着附件	6.2	4.3	1.9	4.4
纺织纱线织物及其制品	17.2	9.6	7.6	3.9
鞋靴	-0.7	-1.9	1.2	1.4
家具及其零件	3.1	-2.6	5.7	2.1
塑料制品	4.2	3.8	0.4	3.1
玩具	-2.9	4.9	-7.8	1.0
箱包及类似容器	-7.1	-3.0	-4.1	0.9
钢材	11.8	2.7	9.1	2.1
农产品	12.1	7.4	4.7	3.1
成品油	-31.2	-13.5	-17.7	0.8
未锻轧铝及铝材	7.2	40.2	-33.0	0.5
陶瓷产品	-11.3	-20.5	9.2	0.7
肥料	-1.1	-6.6	5.5	0.2
稀土	-11.9	-34.9	22.9	0.0
中药材及中式成药	8.6	-9.4	18.0	0.0

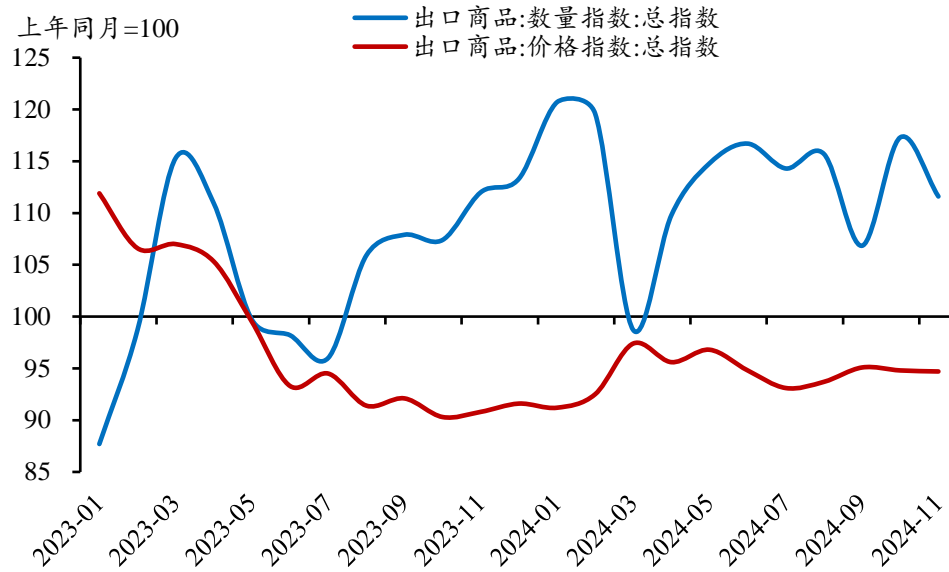
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 11 月为海关公布增速, 12 月为当月值计算增速

图 5：2024 全年出口同比 5.9%，进口同比 1.1%


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：2024 年 1-11 月，价降量升的特征比较明显



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

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，中国人民大学财政金融学院业界导师。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。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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。