



出口增速回落

——9月进出口数据解读

2024年10月14日

- 10月14日海关总署公布9月份进出口数据：**9月份我国出口商品3037亿美元，增速为2.4%（前值8.7%），低于wind一致预期5.9%增速。进口2220亿美元，增速0.3%（前值0.5%）。贸易顺差817.1亿美元（前值910.2亿美元）。
- 9月份出口增速有所回落，源于外需放缓、价格拖累以及前期抢出口效应的透支：**一是外需放缓对出口支撑减弱。9月全球PMI指数降至48.8%（前值49.6%），连续三个月低于荣枯线，其中美欧英日韩、印俄墨等经济体PMI均延续回落。9月韩国出口增速7.5%（前值11.4%），越南出口同比增速8.4%（前值16.1%），韩越两国出口增速亦纷纷下行，均指向外需趋弱对出口支撑减弱。二是价格因素对出口继续形成拖累。9月我国制造业PMI出厂价格指数44%（前值42%），边际修复但仍处低位。此外根据海关总署贸易统计快讯计算单价的17个品类中，2023年单价下降的品类有14类，今年前八个月，除中成药、集成电路和船舶外，其余商品出口单价同比延续下降。三是前期企业抢出口行为对出口的透支效应显现。二季度以来受多国关税贸易摩擦、红海冲突对供应链持续影响以及美东海岸与墨西哥湾沿岸港口工人潜在的罢工风险等因素影响，企业提前出货带来抢出口效应，近期随着美欧加征关税和美东大罢工事件接连落地，国外进口商提前备货意愿趋弱，前期抢出口对出口的透支效应逐步显现。此外，9月有多个台风影响我国沿海地区，亦对出口带来一定扰动。
- 对东盟出口连续四月放缓，对俄出口保持韧性：**对欧出口增速回落较快，同比1.3%（前值13.4%），主要受欧盟经济景气度持续走弱影响，欧元区PMI持续下行至9月的45%，此外，9月份欧央行亦调低了今年经济增长预期0.1个百分点。对美国出口增速小幅回落，出口同比增速为2.2%（前值4.9%），一方面，美国制造业景气度有所走弱，9月的PMI终值为47.3%，9月份美联储亦调低了今年经济增长预期0.1个百分点；另一方面，或主要受前期抢出口效应透支影响。对东盟出口增速连续四个月回落至5.5%（前值9%）。对日本出口同比回落至-7.1%（前值0.5%），对韩国出口同比回落至-9.2%（前值3.4%），对应日韩两国9月PMI均不同幅度下行。对俄罗斯出口增速上行至16.6%（前值10.4%）。对中国台湾的出口增速为-1.6%（前值6.8%），为连续6个月正增长（平均增速为15.4%）后开始转负。
- 汽车、半导体出口维持高增，劳密产品降幅走阔：**（1）机电产品出口增速3%（前值11.9%），高新技术产品出口增速-1.2%（前值9.1%），劳动密集型产品出口增速-8.1%（前值-1.7%）；（2）汽车包括底盘出口增速25.7%（前值32.7%）、集成电路6.3%（前值18.2%）、家用电器4.5%（前值12%）和通用机械设备2.9%（前值11.3%），增速均有不同程度放缓；汽车零配件出口增速-2.2%（前值6.4%）和手机出口增速-5.2%（前值17%），增速均由正转负；（3）劳动密集型产品中，所有主要类别商品出口增速均为负。
- 出口或将承压，四季度增速预计在5.2%。**展望四季度，受到海外经济景气度回落以及美国主动补库偏弱带来外需走低、价格因素继续形成拖累等因素

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhagdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

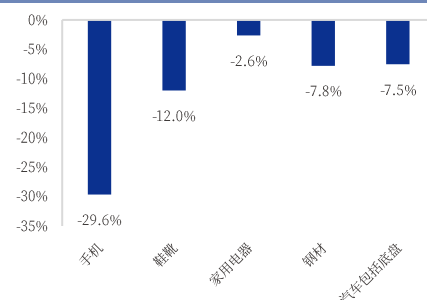
吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

前8个月商品出口单价累计降幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

- 《出口仍有韧性》20240910
- 《出口隐忧显现，稳增长政策需发力》20240807

影响，我国出口或将承压。预计四季度出口增速在 5.2% 左右，较三季度 6.5% 有所下行，仍对经济增长提供支撑动能，全年出口增速约为 4.7%。

一是海外经济景气度回落以及美国主动补库偏弱，未来外需或延续趋弱。全球制造业 PMI 自 7 月以来连续三个月下行，且 9 月下行速度加快，全球经济景气度延续下行或将对出口带来持续拖累。此外，7 月美国库存总额同比增速 2.5%，已连续 8 个月上升，美国本轮补库虽然已经渡过底部，但回升仍受高利率压制。9 月美国失业率回落至 4.1%，CPI 同比增速降至 2.4%，劳动力和通胀数据进一步加强了“软着陆+预防性降息”的预期，高利率压制美国主动补库动能上行，其对进口需求的支撑或将有限。

二是价格因素对出口继续形成拖累。PPI 同比增速领先出口价格增速 1 个季度左右，从领先指标来看，预计年内 PPI 上行动力依旧不足。首先，从货币供给来看，9 月 M2、M1 同比增速分别为 6.8% 和 -7.4%，M2 有所回升，M1 依然下行，当下货币供给增加对实体经济的传导效应相对有限，尤其是在总需求复苏乏力的背景下，货币政策的宽松效果未能显著推升工业品价格。其次，房地产销售及投资持续低迷，拖累了相关产业链条的需求，对工业产品价格的支撑作用减弱。9 月末以来宏观利好政策频出，政策加码有望带动工业品价格回升，但供需矛盾将制约回升幅度。当前来看国内供需矛盾形势依旧严峻，地产和基建高频数据体现出国内需求仍相对疲软，9 月房地产销售市场表现仍偏弱，30 大中城市商品房成交面积同比下降 13.2%。

风险提示：外需走弱的风险；国内经济下行的风险；贸易摩擦加剧的风险。

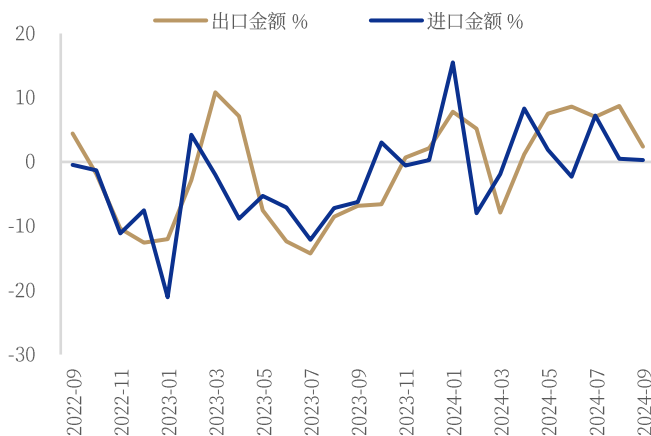
一、出口增速回落，进口增速平稳

9月份我国出口商品3037亿美元，增速为2.4%（前值8.7%），低于wind一致预期5.9%增速，出口同比增速过去五年季节均值为3.5%，过去十年均值为2.6%。进口2220亿美元，增速0.3%（前值0.5%），过去五年季节均值为2.6%。贸易顺差817.1亿美元（前值910.2亿美元）。

9月份出口增速有所回落，源于外需放缓、价格拖累以及前期抢出口效应的透支：一是外需放缓对出口支撑减弱。9月全球PMI指数降至48.8%（前值49.6%），连续三个月低于荣枯线，其中美欧英日韩、印俄墨等经济体PMI均延续回落。9月韩国出口增速7.5%（前值11.4%），越南出口同比增速8.4%（前值16.1%），韩越两国出口增速亦纷纷下行，均指向外需趋弱对出口支撑减弱。**二是价格因素对出口继续形成拖累。**9月我国制造业PMI出厂价格指数44%（前值42%），边际修复但仍处低位。此外根据海关总署贸易统计快讯计算单价的17个品类中，2023年单价下降的品类有14类，今年前八个月，除中成药、集成电路和船舶外，其余商品出口单价同比延续下降。**三是前期企业抢出口行为对出口的透支效应显现。**二季度以来受多国关税贸易摩擦、红海冲突对供应链持续影响以及美东海岸与墨西哥湾沿岸港口工人潜在的罢工风险等因素影响，企业提前出货带来抢出口效应，近期随着美欧加征关税和美东大罢工事件接连落地，国外进口商提前备货意愿趋弱，前期抢出口对出口的透支效应逐步显现。**此外，9月有多个台风影响我国沿海地区，亦对出口带来一定扰动。**

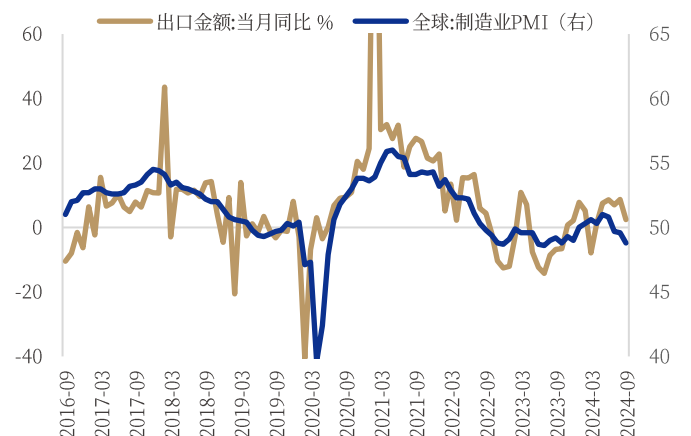
9月份进口同比增速为0.3%（前值0.5%），过去五年均值为2.6%，过去十年均值为2.5%，环比增速为2%，低于五年同期均值3.8%，进口增速低于历史同期表现主要源于内需疲软。9月国内局部地区受台风、暴雨、高温等恶劣天气影响，工地施工受阻，国内工业品需求整体偏弱。9月份进口增速回落，部分商品进口数量有所拖累，汽车（进口数量同比增速-21.4%）、橡胶（-13.44%）以及原油（-0.55%）。此外，粮食（进口数量同比增速24.9%）、医药材（22.9%）、集成电路（16.7%）、煤及褐煤（12.9%）为进口带来支撑。

图1：进出口增速同比



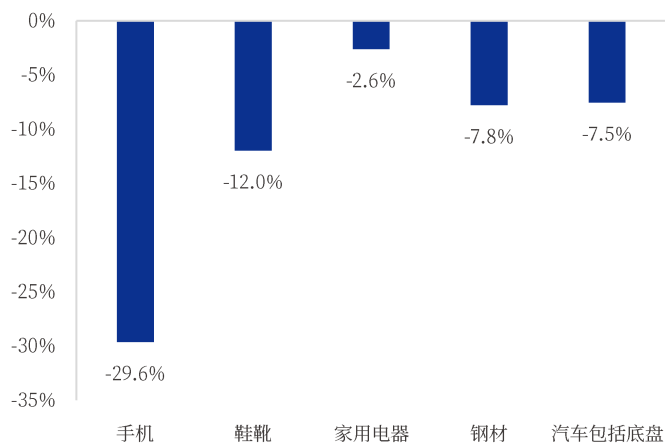
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：全球 PMI 指数连续三个月低于荣枯线



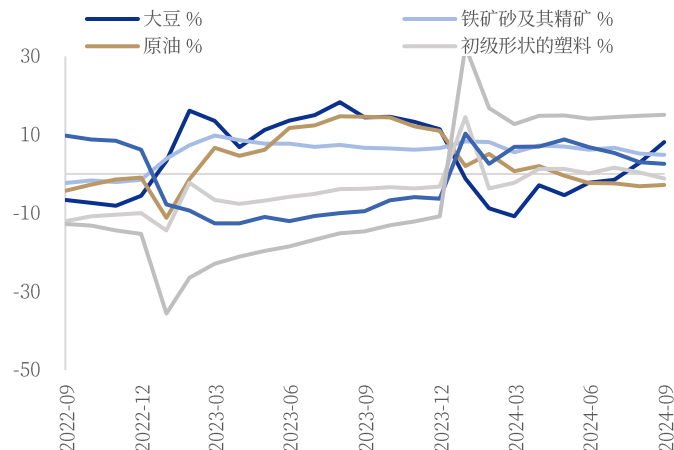
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3: 前8个月商品出口单价累计降幅(2023年12月价格定基100)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 主要进口产品数量累计同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

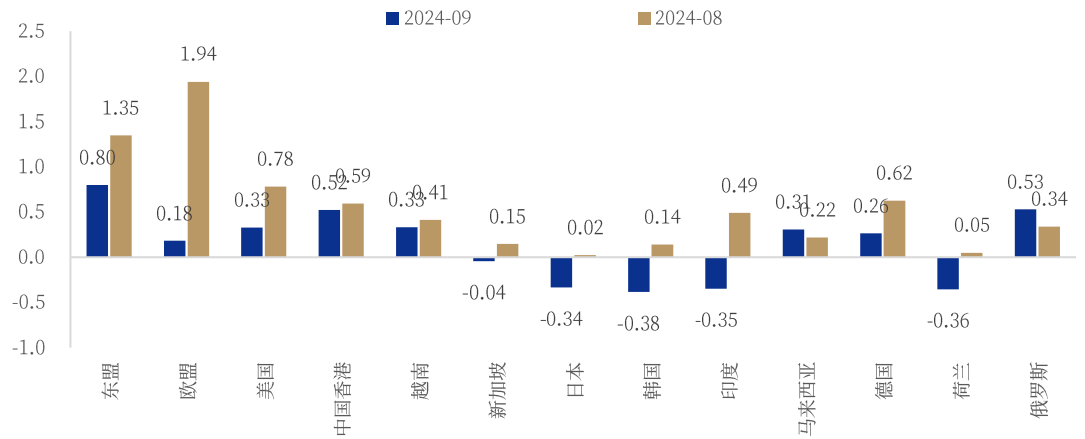
二、对东盟出口连续四月放缓，对俄出口保持韧性

9月对欧出口增速回落较快，同比1.3%（前值13.4%），拉动出口增速0.18个百分点，较前月下降1.76个百分点，是本月出口拉动环比变动下降最大的项，主要受欧盟经济景气度持续走弱影响，欧元区PMI持续下行至9月的45%，此外，9月份欧央行亦调低了今年经济增长预期0.1个百分点。对美国出口增速小幅回落，出口同比增速为2.2%（前值4.9%），贡献出口增速0.33个百分点，较上月降低了0.45个百分点，一方面，美国制造业景气度有所走弱，9月的PMI终值为47.3%，9月份美联储亦调低了今年经济增长预期0.1个百分点；另一方面，或主要受前期抢出口效应透支影响。

对东盟出口增速连续四个月回落至5.5%（前值9%），贡献出口增速0.8%，较8月回落0.55个百分点。其中对马来西亚、印尼、泰国和越南出口增速分别达为12.6%、12.5%、8.7%和8.1%，对新加坡和菲律宾出口增速降至-2.2%和-8.6%，除马来西亚外，对东盟主要经济体出口增速相较前值均有不同程度的放缓。

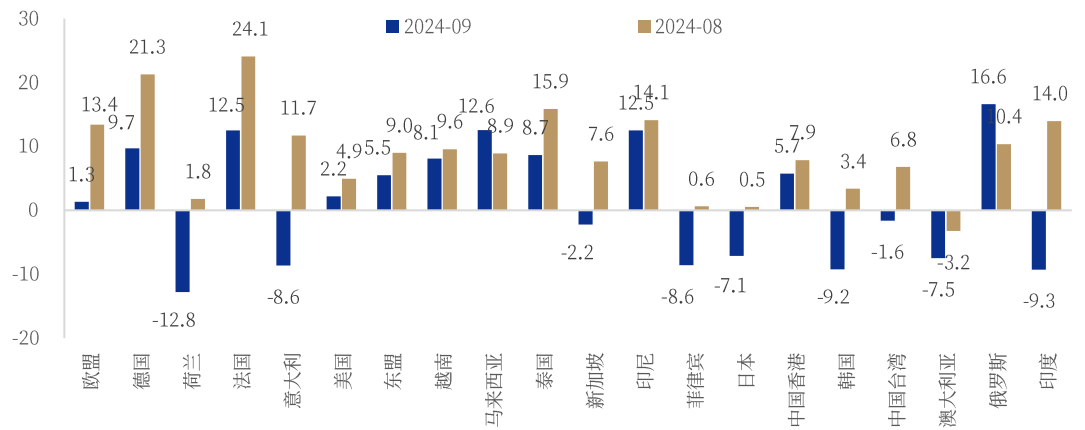
9月，对日本出口同比回落至-7.1%（前值0.5%），对韩国出口同比回落至-9.2%（前值3.4%），对应日韩两国9月PMI均不同幅度下行。对印度出口同比下行至-9.3%（前值14%），拖累出口增速0.35%（前值0.49%）。对俄罗斯出口增速上行至16.6%（前值10.4%），拉升出口0.53%（前值0.34%）。对中国香港的出口增速为5.7%（前值7.9%），对港出口三季度增速较二季度略有放缓。对中国台湾的出口增速为-1.6%（前值6.8%），为连续6个月正增长（平均增速为15.4%）后开始转负。

图5: 对主要经济体出口同比拉动率变化(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 对主要经济体出口同比增速变化(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

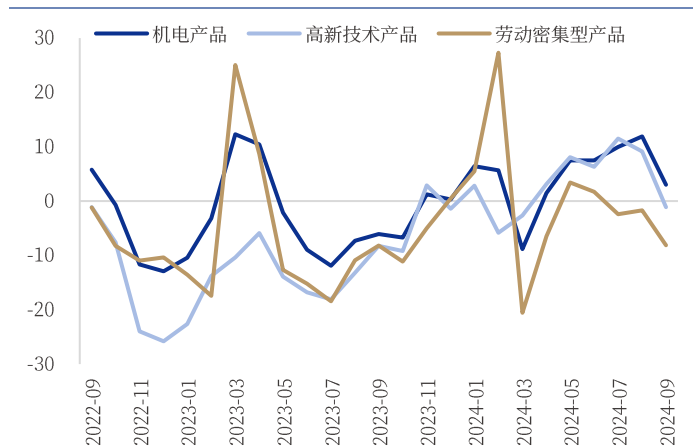
三、汽车、半导体出口维持高增，劳密产品降幅走阔

9月机电产品出口增速放缓，高技术产品出口转负，劳动密集型产品出口降幅扩大。机电产品出口增速3%（前值11.9%），高新技术产品出口增速-1.2%（前值9.1%），劳动密集型产品出口增速-8.1%（前值-1.7%）。

机电产品出口同比增长3%，其中汽车包括底盘出口增速25.7%（前值32.7%）、集成电路6.3%（前值18.2%）、家用电器4.5%（前值12%）和通用机械设备2.9%（前值11.3%），增速均有不同程度放缓；汽车零配件出口增速-2.2%（前值6.4%）和手机出口增速-5.2%（前值17%），增速均由正转负。当前全球半导体电子消费处于四年周期的上行期，8月全球半导体销售增速20.6%（前值18.7%），后续我国集成电路、手机等产品出口亦有望维持一定韧性。

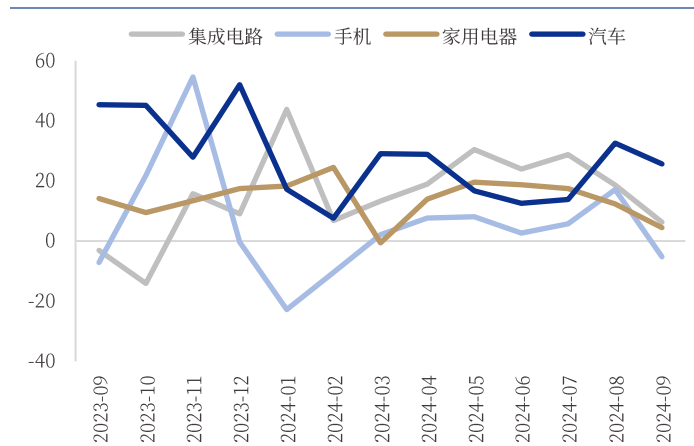
劳动密集型产品中，所有主要类别商品出口增速均为负。纺织-3.4%（前值4.5%）、塑料-8.5%（前值1.8%）、服装-7.1%（前值-2.7%）、家具-12.3%（前值-4.5%）、鞋靴-14.1%（前值-5.5%）、玩具-8%（前值-8.3%）和箱包-15.8%（前值-10.6%）。

图7: 三大类型产品出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 半导体、汽车和家电出口维持高增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、出口或将承压，四季度增速预计在 5.2%

展望四季度，受到海外经济景气度回落以及美国主动补库偏弱带来外需走低、价格因素继续形成拖累等因素影响，我国出口或将承压。预计四季度出口增速在 5.2%左右，较三季度 6.5%有所下行，仍对经济增长提供支撑动能，全年出口增速约为 4.7%。

一是海外经济景气度回落以及美国主动补库偏弱，未来外需或延续趋弱。全球制造业 PMI 自 7 月以来连续三个月下行，且 9 月下行速度加快，全球经济景气度延续下行或将对出口带来持续拖累。此外，7 月美国库存总额同比增速 2.5%，已连续 8 个月上升，美国本轮补库虽然已经渡过底部，但回升仍受高利率压制。9 月美国失业率回落至 4.1%，CPI 同比增速降至 2.4%，劳动力和通胀数据进一步加强了“软着陆+预防性降息”的预期，高利率压制美国主动补库动能上行，其对进口需求的支撑或将有限。

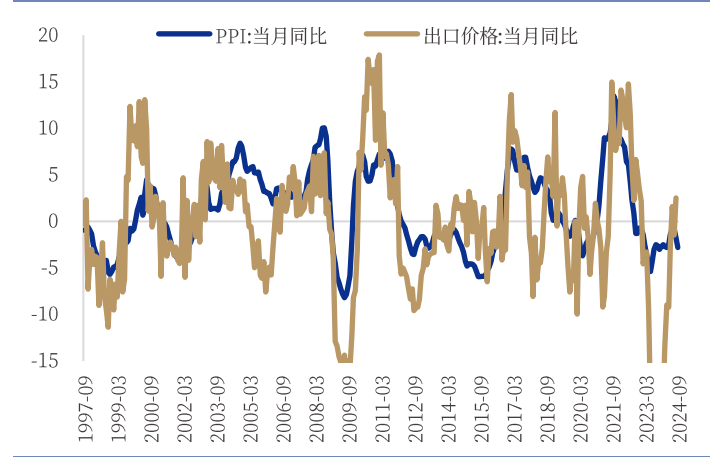
二是价格因素对出口继续形成拖累。PPI 同比增速领先出口价格增速 1 个季度左右，从领先指标来看，预计年内 PPI 上行动力依旧不足。首先，从货币供给来看，9 月 M2、M1 同比增速分别为 6.8%和-7.4%，M2 有所回升，M1 依然下行，当下货币供给增加对实体经济的传导效应相对有限，尤其是在总需求复苏乏力的背景下，货币政策的宽松效果未能显著推升工业品价格。其次，房地产销售及投资持续低迷，拖累了相关产业链条的需求，对工业产品价格的支撑作用减弱。9 月末以来宏观利好政策频出，政策加码有望带动工业品价格回升，但供需矛盾将制约回升幅度。当前来看国内供需矛盾形势依旧严峻，地产和基建高频数据体现出国内需求仍相对疲软，9 月房地产销售市场表现仍偏弱，30 大中城市商品房成交面积同比下降 13.2%。

图9: 美国库存与进口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 出口价格与PPI同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

外需走弱的风险；国内经济增速超预期下行的风险；贸易摩擦加剧的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观分析师。吕雷：宏观分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn