

宏观经济 | 宏观专题

出口拐点可能正在出现——对9月外贸数据的思考与未来展望



| 报告要点

季节性调整后，9月以美元计价的出口金额环比下降3.7%（前值+2.4%）。从结构上看，季节性调整后，除高新技术产品与汽车外，多数产品的出口规模都较上月有所回落；我国对多数贸易对象的出口环比下行。我们认为，外需走弱、台风扰动与出口旺季前置等多方面因素共同导致了9月出口的超季节性回落。展望未来，综合考虑外需下行、基数抬升以及海外库存偏高等因素，我们认为四季度出口或有进一步降温的压力。进口方面，在近期逆周期调节开始加力提速的背景下，进口也有望随内需修复而回升。

| 分析师及联系人



方诗超

SAC: S0590523030001



王博群

SAC: S0590524010002

宏观专题

出口拐点可能正在出现——对9月外贸数据的思考与未来展望

相关报告

- 1、《期待增量政策落地——国新办财政发布会点评》2024.10.12
- 2、《通胀不改美联储将继续降息的市场预期——美国9月CPI数据点评》2024.10.12

➤ 9月出口超季节性回落

9月中国出口同比增速为2.4%（美元计价），较8月（8.7%）明显回落，也低于Wind一致预测（5.9%）。去年同期基数的升高是9月出口同比回落的部分原因，但剔除基数因素的影响后，9月出口仍然偏弱。具体而言，季节性调整后，9月出口规模的环比仍有明显下降（环比-3.7%，前值+2.4%），表明9月出口有超季节性的环比回落。

➤ 汽车及高新技术产品出口相对较强

从结构上来看，季节性调整后，除高新技术产品与汽车外（两者环比分别为+0.8%、+0.6%），多数产品的出口规模都较上月有所回落，其中原材料、农产品、机电产品和轻工产品的出口金额分别较上月环比下降3.7%、1.6%、4.4%与4.4%。我国对多数主要贸易对象的出口也都有所回落。季节性调整后，9月我国对美国、欧盟、东盟、韩国、巴西以及印度的出口分别环比下降2.5%、4.1%、3.6%、10.7%、23.7%、15.0%，只有对俄罗斯、日本、中国香港等少数贸易伙伴的出口环比有所回升。

➤ 9月进口数据偏弱，产成品进口回落

9月进口同比增速为0.3%（美元计价，前值+0.5%），与上月大体相当。季节性调整后，9月进口规模也与8月基本持平（环比-0.1%，前值-0.8%），总体仍然偏弱。主要进口商品中，农产品的进口有所回升（环比+3.0%，前值+5.0%）；产成品进口普遍回落，机电、高新技术产品进口分别环比下降2.2%、0.8%；大宗原材料进口有所分化，其中成品油、原油、铜矿砂进口回落（环比分别为-7.5%、-3.8%、-4.1%），但铁矿砂、未锻轧铜及铜材的进口出现反弹（环比分别为+0.5%、+7.2%）。

➤ 多因素致9月出口回落，出口拐点可能正在出现

受外需走弱、台风扰动与出口旺季前置等多方面因素的影响，9月出口超季节性回落（季调环比-3.7%，前值+2.4%）。展望未来，综合考虑外需下行、基数抬升以及海外库存偏高，我们认为四季度出口可能有进一步降温的压力。进口方面，在近期逆周期调节开始加力提速的背景下，我们认为，中期而言，中国经济有望在新旧动能转换、中国经济新周期开启以及政策发力的共同支持下，重回复苏轨道（GDP当季环比超过1.2%-1.3%），并有望带动进口回升。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期。



扫码查看更多

正文目录

1. 9月出口超季节性回落.....	4
1.1 9月出口环比下降.....	4
1.2 汽车及高新技术产品出口相对较强.....	5
1.3 对多数贸易伙伴出口回落.....	6
2. 9月进口仍然偏弱.....	7
2.1 9月进口与上月基本持平.....	8
2.2 农产品进口回升，产成品进口回落.....	9
3. 出口拐点可能正在出现.....	10
3.1 多重因素导致9月出口回落.....	11
3.2 四季度出口或有所承压.....	13
3.3 进口有望随内需修复回升.....	14
4. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 中国出口同比增速（美元计价）.....	4
图表 2: 中国出口金额（季调）.....	5
图表 3: 轻工产品出口金额（季调）.....	6
图表 4: 高科技和机电产品出口金额（季调）.....	6
图表 5: 部分机电产品出口金额（季调）.....	6
图表 6: 农产品和原材料的出口金额（季调）.....	6
图表 7: 对发达国家与地区的出口（季调）.....	7
图表 8: 对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）.....	7
图表 9: 中国进口同比增速（美元计价）.....	8
图表 10: 中国进口规模（季调）.....	8
图表 11: 主要产品进口金额环比（季调）.....	9
图表 12: 主要产成品进口规模（季调）.....	10
图表 13: 原油与成品油进口规模（季调）.....	10
图表 14: 铜材、铜矿砂与铁矿砂进口规模（季调）.....	10
图表 15: 农产品进口规模（季调）.....	10
图表 16: 全球制造业 PMI 与全球主要地区出口当月同比.....	11
图表 17: 主要地区出口与全球制造业 PMI 高度正相关.....	12
图表 18: 韩国、越南出口金额当月同比.....	12
图表 19: 美国零售商库存在今年 3-7 月加速上行.....	13

1. 9月出口超季节性回落

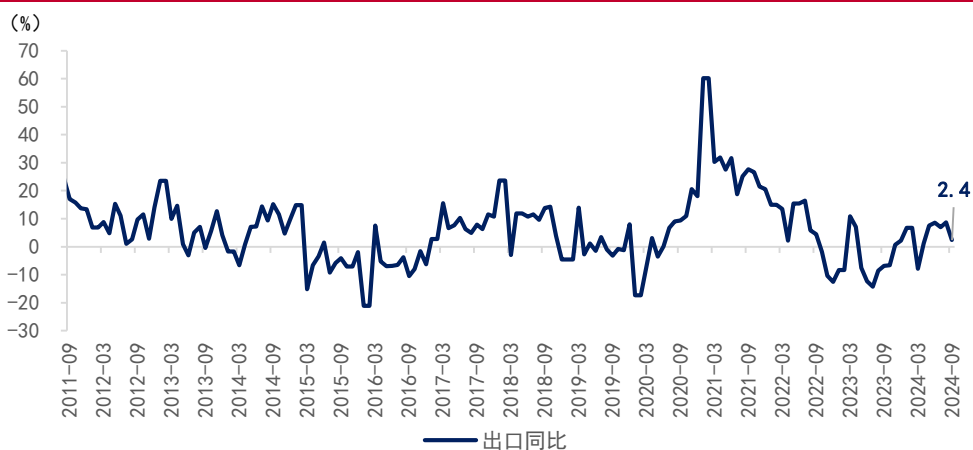
9月以美元计价的出口规模在季节性调整后环比回落。从结构上来看，季节性调整后，主要出口商品中，除高新技术产品与汽车外，多数产品的出口规模都较上月有所回落；我国对多数主要贸易对象的出口规模都有所回落，只有对俄罗斯、日本、中国香港等少数贸易伙伴的出口环比有所回升。

1.1 9月出口环比下降

9月中国出口同比增速为2.4%（美元计价），较8月（8.7%）明显回落，也低于Wind一致预测（5.9%）。

去年同期基数的升高是9月出口同比回落的部分原因，但剔除基数因素的影响后，9月出口仍然偏弱。具体而言，季节性调整后，9月出口规模的环比仍有明显下降（环比-3.7%，前值+2.4%），表明9月出口有超季节性的环比回落。

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 汽车及高新技术产品出口相对较强

季节性调整后，主要出口商品中，除高新技术产品与汽车外，多数产品的出口规模都较上月有所回落。

具体而言，经过季节性调整后，在9月：

- 原材料出口继续回落（环比-3.7%，前值-5.2%）。
- 农产品出口继上月的反弹后有所回落（环比-1.6%，前值+2.1%）。
- 机电产品出口明显回落（环比-4.4%，前值+0.5%）。

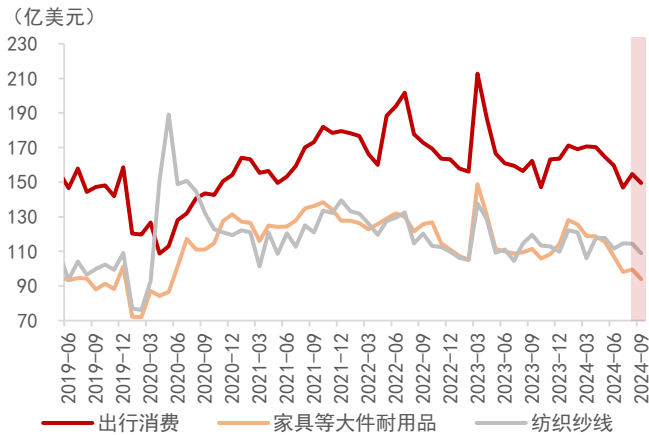
其中，医疗仪器及器械的出口有所回落（环比-1.2%，前值+1.1%）；集成电路的出口也进一步下滑（环比-4.1%，前值-3.5%）；只有汽车出口有所回升，环比增长0.6%（前值+2.6%）。

- 轻工产品的出口也有较大幅度回落（环比-4.4%，前值+2.1%）。

其中，家具照明等地产后周期产品出口明显回落（环比-5.4%，前值+1.4%）；鞋服箱包等出行相关产品的出口规模也环比下滑（环比-3.4%，前值+5.3%）；纺织纱线产品的出口也较上月回落（环比-4.8%，前值0.0%）。

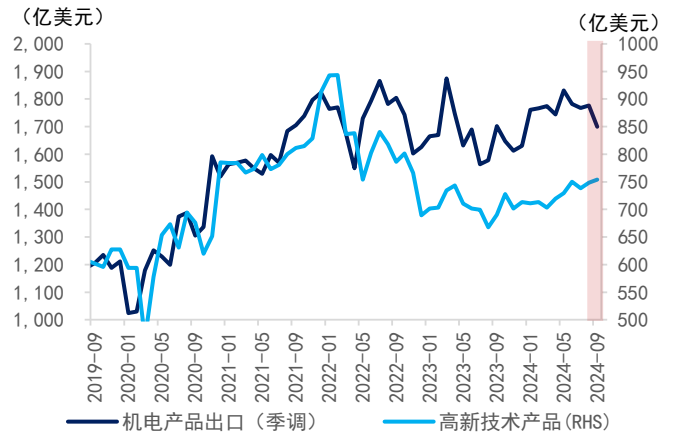
- 高新技术产品出口进一步回升（环比+0.8%，前值+1.3%）。

图表3: 轻工产品出口金额 (季调)



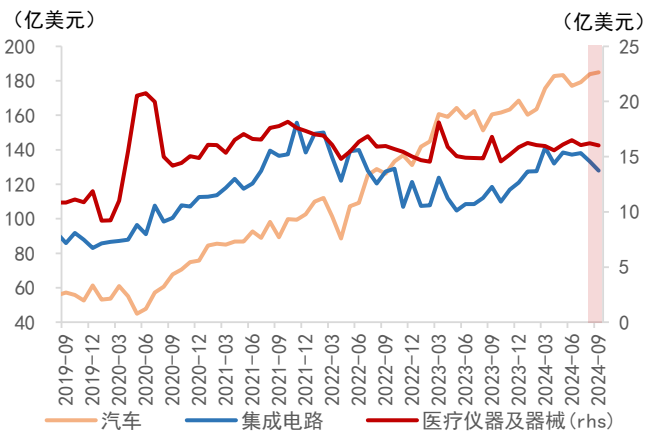
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 高科技和机电产品出口金额 (季调)



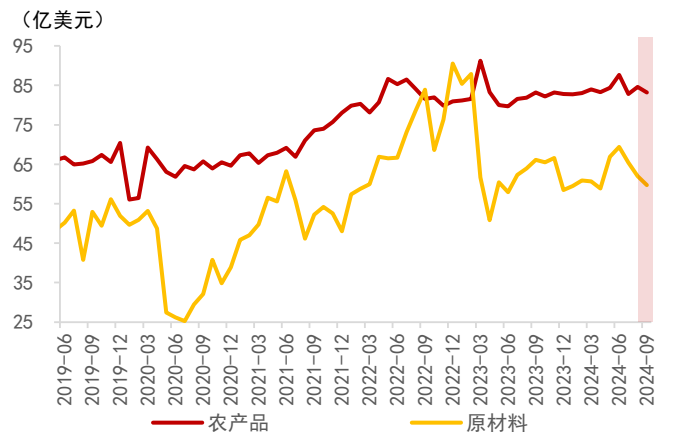
资料来源: Wind, 国联证券研究所

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

1.3 对多数贸易伙伴出口回落

季节性调整后, 9月我国对多数主要贸易对象的出口规模都有所回落, 只有对俄罗斯、日本、中国香港等少数贸易伙伴的出口环比有所回升。

具体而言, 经过季节性调整后, 9月我国对主要贸易对象的出口情况分别是:

- 对发达经济体的出口总体回落 (环比-2.7%, 前值+2.2%)。

其中, 对美国的出口回落, 环比下降 2.5% (前值+2.9%); 对欧盟的出口大幅回

落(环比-4.1%，前值+1.7%)；但对日本出口进一步回升，环比增长 1.7% (前值+1.8%)。

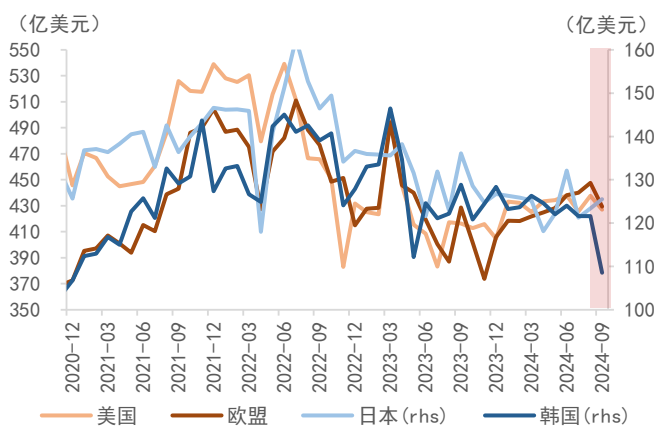
- **对转口贸易对象的出口总体大幅回落 (环比-3.3%，前值+0.5%)。**

其中，对东盟、韩国的出口都明显回落，在 9 月的环比增速分别为-3.6%、-10.7% (前值+1.7%、0.0%)；只有对中国香港的出口有所回升，在 9 月环比增长 1.0% (前值-1.5%)。

- **对其他新兴经济体的出口整体也明显下滑 (环比-9.6%，前值+4.7%)。**

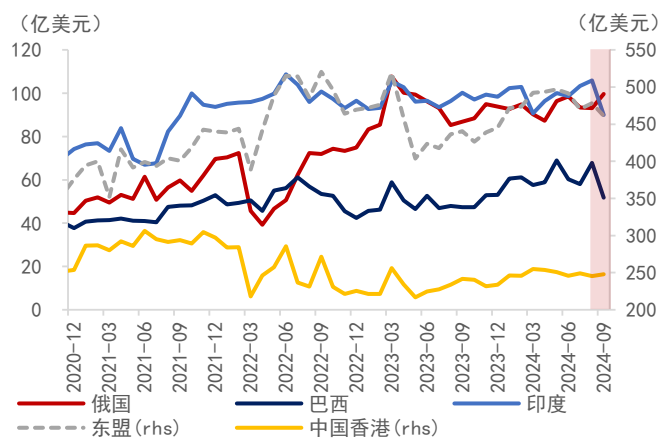
其中，对巴西的出口波动较大，在上月的显著回升后再大幅回落，其 9 月的环比增速为-23.7% (前值+16.9%)；对印度的出口也有明显回落，环比下降 15.0% (前值+2.4%)；只有对俄罗斯的出口有所反弹 (环比+6.9%，前值-0.2%)。

图表7：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8：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

2. 9月进口仍然偏弱

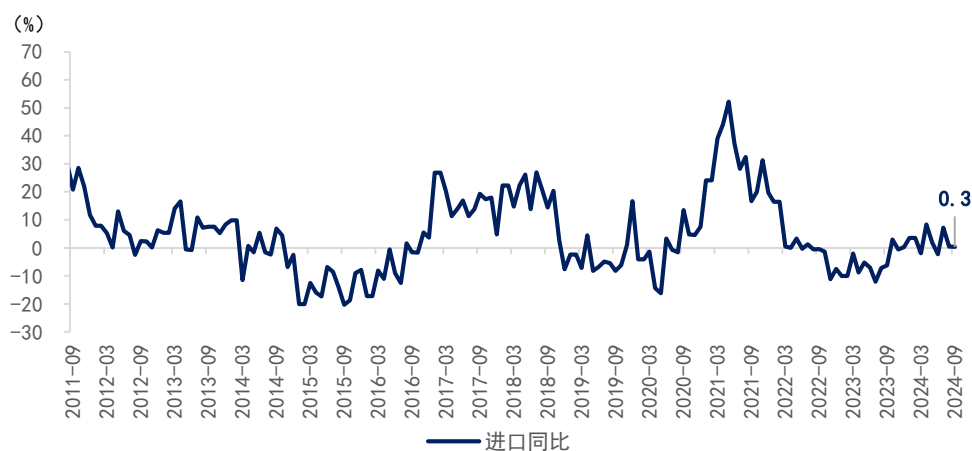
9月进口规模在季调后与上月基本持平。主要进口商品中，农产品的进口继续回升，大宗原材料的进口有所分化，机电产品与高新技术产品等产成品的进口普遍有所走弱。

2.1 9月进口与上月基本持平

9月进口同比增速为0.3%（美元计价，前值+0.5%），与上月大体相当。

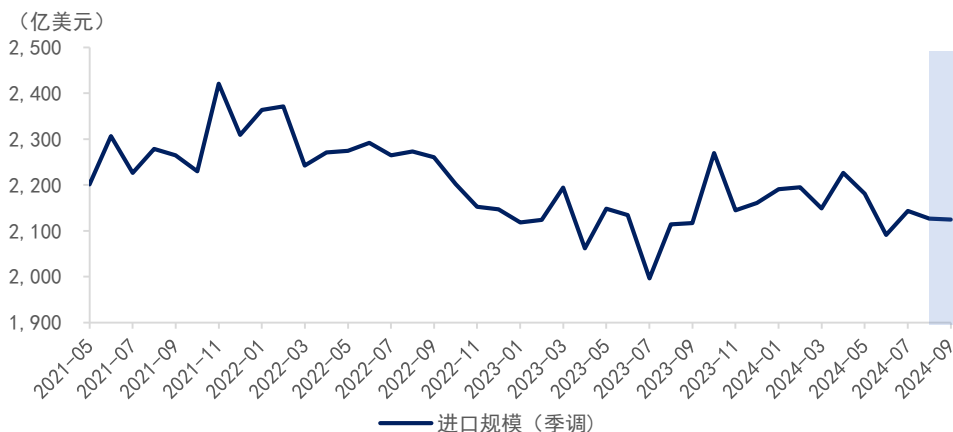
季节性调整后，9月进口规模也与8月基本持平（环比-0.1%，前值-0.8%）。从绝对规模来看，进口仍然偏弱。

图表9：中国进口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国进口规模（季调）



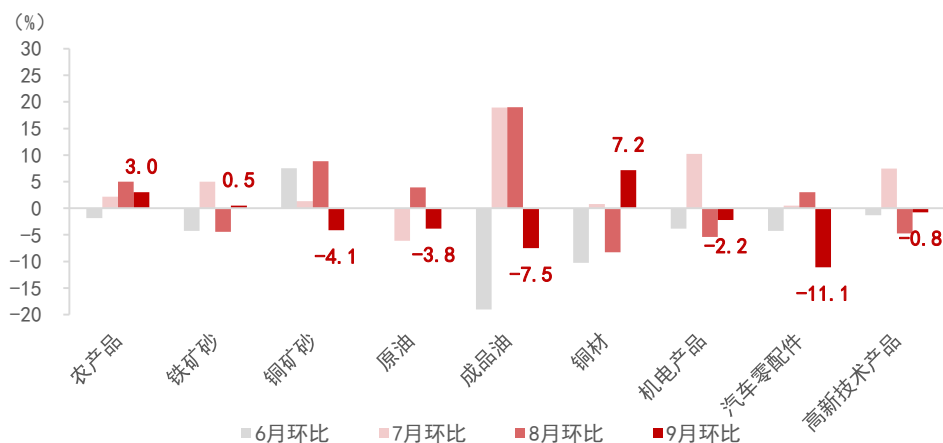
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 农产品进口回升，产成品进口回落

从主要的进口商品来看（占进口总额的95%以上），9月农产品进口有所回升，大宗原材料的进口有所分化，机电产品与高新技术产品等产成品的进口也有所走弱。

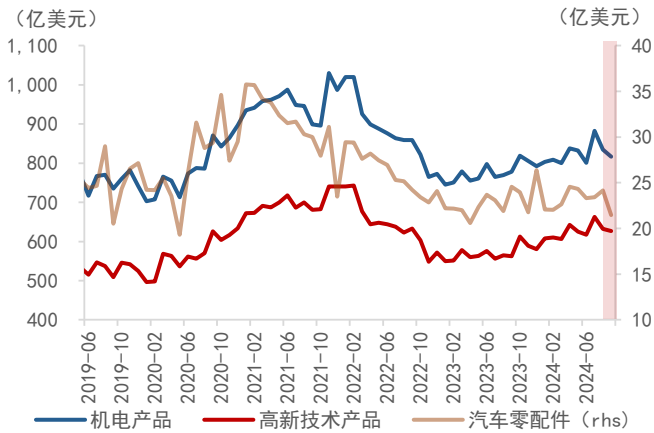
- **大宗原材料进口有所分化。**季节性调整后，9月成品油、原油进口都有明显回落，环比分别下降7.5%、3.8%（前值分别为+19.0%、+3.9%）；铜矿砂进口也大幅回落，环比下降4.1%（前值+8.9%）；但铁矿砂、未锻轧铜及铜材的进口有所回升，环比分别增长0.5%、7.2%（前值-4.4%、-8.3%）。
- **农产品的进口继续回升。**9月季节性调整后的农产品进口金额环比增长3.0%（前值+5.0%）。
- **主要产成品进口普遍回落。**季节性调整后，9月机电产品、高新技术产品进口分别环比下降2.2%、0.8%（前值-5.4%、-4.7%）。机电产品中，汽车零配件进口也明显下行，环比下降11.1%（前值+3.0%）。

图表11：主要产品进口金额环比（季调）



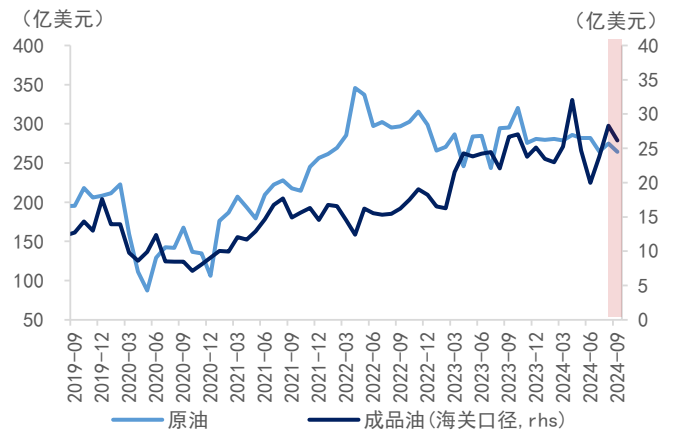
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: 主要产成品进口规模 (季调)



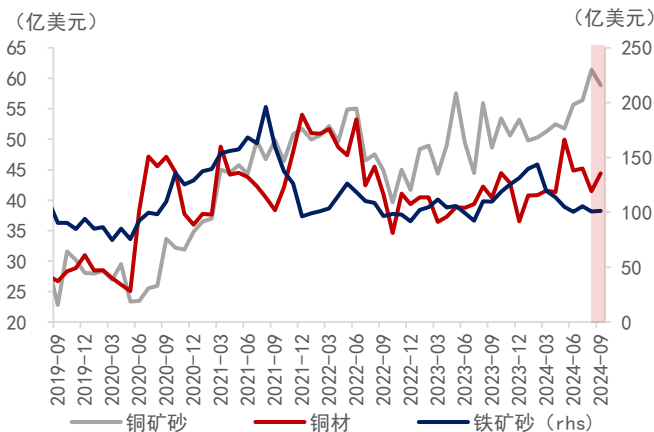
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 原油与成品油进口规模 (季调)



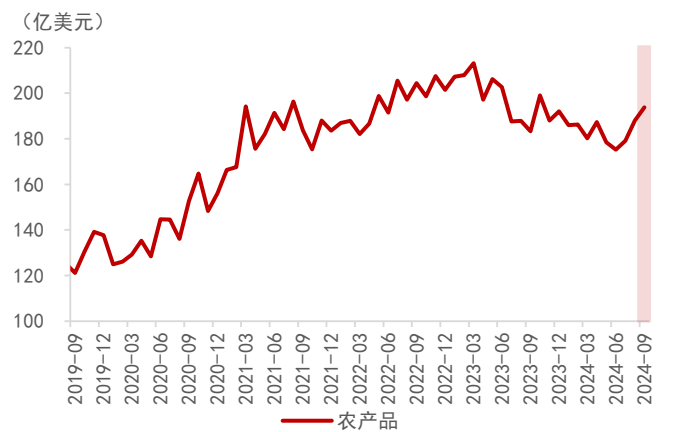
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 铜材、铜矿砂与铁矿砂进口规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 农产品进口规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 出口拐点可能正在出现

受外需走弱、台风扰动与出口旺季前置等多方面因素的影响，9月出口超季节性回落。展望未来，综合考虑外需下行、基数抬升以及海外库存偏高，我们认为四季度出口可能有进一步降温的压力。

进口方面，在近期逆周期调节开始加力提速的背景下，我们认为，中期而言，中国经济有望在新旧动能转换、中国经济新周期开启以及政策发力的共同支持下，重回

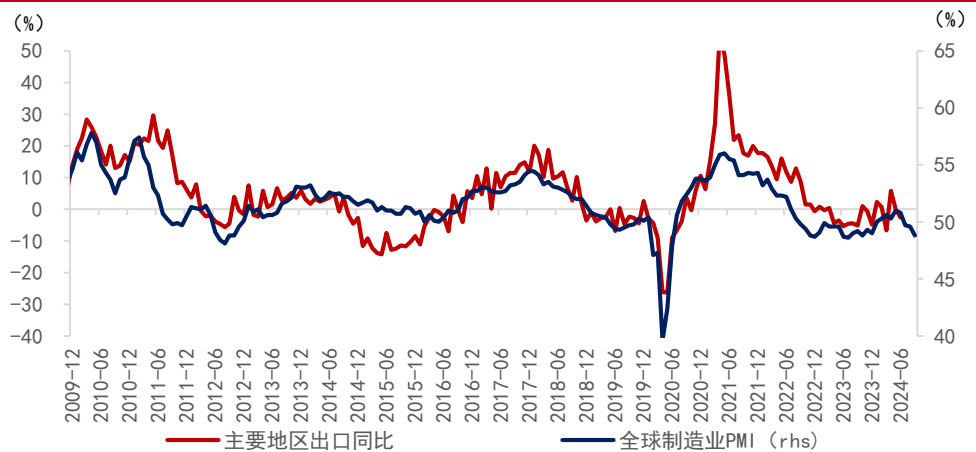
复苏轨道（GDP 当季环比超过 1.2%-1.3%），并有望带动进口回升。

3.1 多重因素导致 9 月出口回落

9 月以美元计价的出口规模在季节性调整后明显回落（环比-3.7%，前值+2.4%）。我们认为，这可能是多方面因素共同作用的结果。

首先，我们认为外需的下行可能是 9 月出口回落的重要原因。尽管全球需求放缓的节奏尚不明朗，但总体而言外需已经有所走弱。9 月摩根大通全球制造业 PMI 为 48.8%（前值 49.6%），已连续四个月下行，表明外需景气度或继续回落。

图表 16：全球制造业 PMI 与全球主要地区出口当月同比

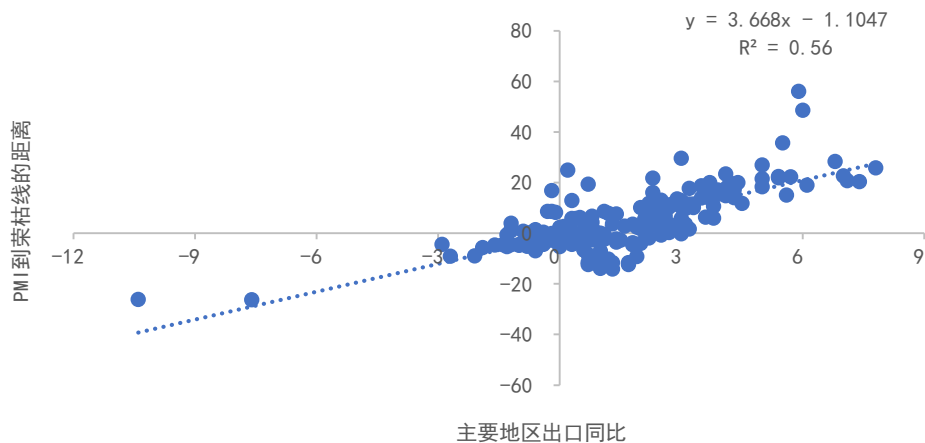


资料来源：WTO, Wind, 国联证券研究所

从历史数据来看，全球制造业 PMI 对于全球主要国家与地区¹总体的出口同比增速有较好的解释意义，两者高度正相关（拟合优度约为 0.6）。

¹ 我们计算了 WTO 公布的、数据可得性较强的 74 个国家与地区的商品出口数据，包括：阿尔巴尼亚、阿根廷、埃及、爱尔兰、爱沙尼亚、奥地利、澳大利亚、巴拉圭、巴西、保加利亚、北马其顿、比利时、冰岛、波黑、波兰、玻利维亚、丹麦、德国、俄罗斯、厄瓜多尔、法国、菲律宾、芬兰、哥伦比亚、哥斯达黎加、哈萨克斯坦、韩国、荷兰、黑山、加拿大、捷克、克罗地亚、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、马来西亚、美国、秘鲁、摩洛哥、墨西哥、南非、挪威、欧盟、葡萄牙、日本、瑞典、瑞士、萨尔瓦多、塞浦路斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、泰国、突尼斯、土耳其、危地马拉、乌克兰、乌拉圭、西班牙、希腊、新加坡、新西兰、匈牙利、以色列、意大利、印度、印度尼西亚、英国、越南、智利、中国大陆、中国香港、中国。

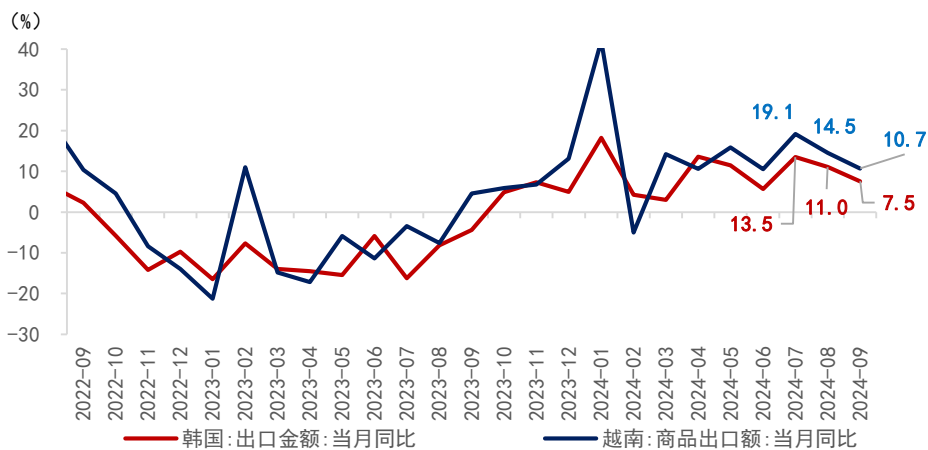
图表17：主要地区出口与全球制造业 PMI 高度正相关



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2010.01-2024.06

自7月以来，韩国、越南的出口增速也都持续回落。9月韩国出口同比为7.5%（前值11.0%），越南商品出口金额为10.7%（前值14.5%），均较上月下滑了近4个百分点。

图表18：韩国、越南出口金额当月同比



资料来源：IifinD，国联证券研究所

其次，极端天气对9月出口数据有所影响。9月有两次台风登陆长三角地区²，约影响东南沿海码头作业2-4天，造成部分货物压港，这可能也对9月出口数据构成了一定影响。

第三，出口旺季的提前或也对9月出口数据造成了扰动。此前受红海危机影响，集运船只绕行较多，船期明显延长，圣诞产品等出运的安排较往年提前一个多月³，这也在一定程度上影响了9月出口数据。

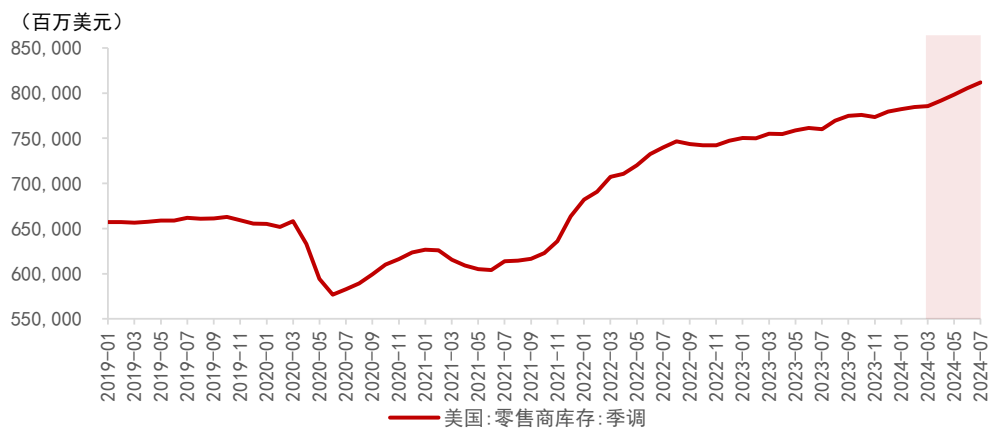
3.2 四季度出口或有所承压

展望未来，我们预计，四季度经季节性调整后的出口规模或进一步降温，出口拐点可能正在出现（《密切关注出口拐点——对7月外贸数据的思考与未来展望》）。

一方面，尽管全球需求放缓的节奏和程度尚不明朗，但总体而言外需已经有所走弱。从我们追踪的新出口订单情况看，订单的景气水平也出现了一些回落的迹象。

另一方面，此前在运力紧张、关税风险等不确定因素的影响下，一些海外进口商可能“预防式”下单以提前备货，造成存货偏高。随着航运价格回落，他们可能反而削减订单，影响未来一段时间的出口。

图表19：美国零售商库存在今年3-7月加速上行



资料来源：IifinD，国联证券研究所

² <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34950/tw/>

³ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34950/tw/>

此外，从同比数据的角度考虑，由于四季度的出口基数有所回升，出口的同比数据可能会受到相当影响。

当然，如果相对关心关税的候选人特朗普当选美国总统，是否会导致“抢出口”的行为在四季度中后期重新加强，我们认为也需要观察。

3.3 进口有望随内需修复回升

从季节性调整后的数据来看，9月进口与上月基本持平，表现总体偏弱。其中，多数大宗原材料的进口有所回落，机电产品与高新技术产品等产成品的进口也有所走弱。这可能主要与二季度以来内需环比增长重新放缓有关。

尽管短期经济存在一定波动，但就中期而言，在近期逆周期调节开始加力提速的背景下（《逆周期调节有望继续加力——2024年9月政治局会议点评》），我们认为中国经济有望在新旧动能转换、中国经济新周期开启以及政策发力的共同支持下，重回复苏轨道（GDP当季环比超过1.2%-1.3%）。这也有望带动进口环比出现回升。

4. 风险提示

海外经济与预期不一致：如果外需超预期下行，则出口可能不符合我们的预期。

政策与预期不一致：若政策落地时间与力度有所变化，则相关领域的增速可能不符合我们的预期。

地缘政治恶化超预期：如果出现地缘政治事件，则出口可能不符合我们的预期。

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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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/或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/或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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼