

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

## 抛开台风影响，外需仍在观望

2024年10月15日

今年4月份以来，出口的增速一直较高，但9月出口增速可谓大幅不及市场预期，9月出口大幅回落多系短期扰动，但抛开台风的扰动，海外需求几何？

- **首先，大幅回落的出口系短期扰动。**9月出口明显回落，并在出口区域和出口商品上形成两个明显的差异。第一个差异，是劳密产品和机电产品在出口回落程度上的参差。从贡献回落程度上看，机电商品的出口受阻情况远比劳动密集型产品更加严重。第二个差异，是对俄罗斯出口上涨，与对其余国家出口回落形成的对比。除俄罗斯外，其余重点国家对出口的贡献均有回落。这或是9月台风来临对长三角和珠三角的港口工作运行有阻碍，而俄罗斯能上涨或部分源自中俄铁路运输的补充。
- **其次，台风扰动的是出口节奏，而非海外需求。**9月的回落可能有外需和台风的短期扰动，我们认为台风扰动或大于外需。一是相比韩越出口的表现，我国出口回落更多，难与外需这一普适性因素契合。二是美国港口进口吞吐量也与外需明显回落这一逻辑不符。从海外港口情况来看，美国9月港口的进口吞吐量并没有明显的回落，也说明外需不是出口超预期回落的主导。既然出口回落系受到台风的短期扰动，就意味着外需的交付需求并未消失，而是交付时间发生了延迟。原本于9月体现的出口或大部分落在10月，基于此，后续出口或将再次回升。
- **再者，美国企业观望，意在等待两个信号。**全球制造业景气度略有放缓给我国出口带来些许担忧。今年，美国制造业景气度从4月开始回落，全球制造业景气度也从6月开始回落。我们认为，全球制造业景气度或是受欧美的影响，尤其是美国。现在美国制造业库存水平虽缓慢上升，但整体上看，美国制造业库存修复相对克制，企业仍在观望。我们认为美国制造业企业观望主要在等两件事，一是等待美联储货币政策的调整，二是等待美国大选情况落地。11月大选落地后，我们认为企业或开始明确明年的生产计划，届时观望情绪渐消，补库意愿也会更加明显。
- **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、大幅回落的出口系短期扰动.....	3
二、台风扰动的是出口节奏而非需求.....	4
三、美国企业在等两个信号.....	6
风险因素.....	8

表目录

表 1: 9 月多数重点商品出口同比增速回落.....	4
-----------------------------	---

图目录

图 1: 9 月出口七成拖累来自机电商品.....	3
图 2: 除俄罗斯外, 其他国家贡献度都在回落.....	4
图 3: 相比于越南和韩国出口, 我国的出口同比回落更多.....	5
图 4: 9 月美国港口的进口吞吐量并未明显下挫.....	6
图 5: 美国和全球制造业景气度先后放缓.....	7
图 6: 美国制造业企业补库相对克制.....	7
图 7: 拜登任期内制造业建筑支出更高.....	8
图 8: 拜登任期内制造业就业岗位增多.....	8

## 一、大幅回落的出口系短期扰动

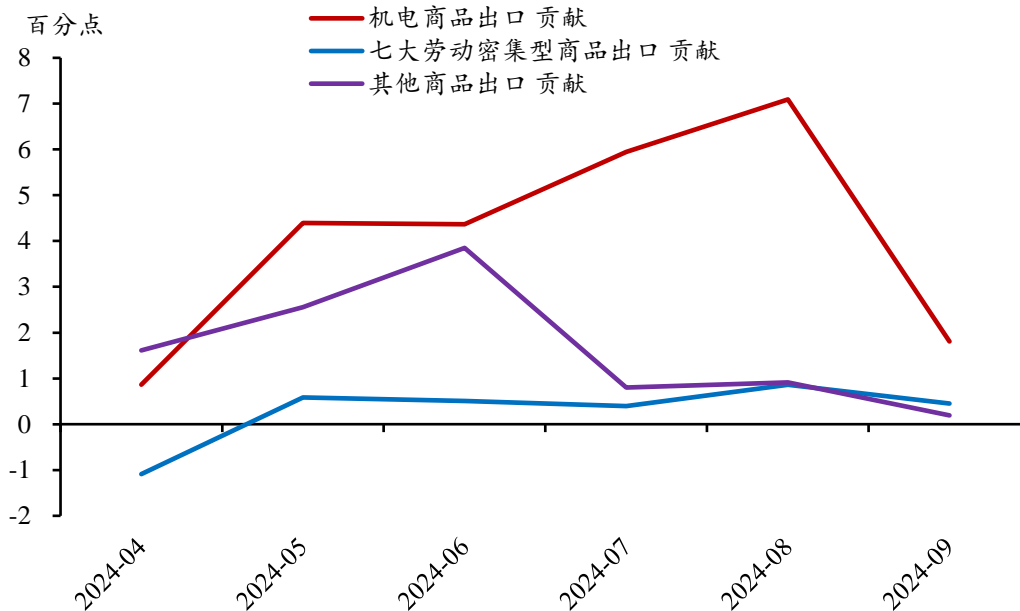
今年4月份以来，出口的增速一直较高（图3），但9月出口增速可谓大幅不及市场预期。此次9月出口缘何大幅下滑，后续趋势如何？9月出口大幅回落多系短期扰动，我们认为后续出口或将再次上升。

9月出口明显回落，并在出口区域和出口商品上形成两个明显的差异。

第一个差异是劳密产品和机电产品在出口回落程度上的参差。从出口产品来看，9月份出口增速从8.7%大幅回落至2.4%，多数出口产品贡献均有回落（表1）。而在出口回落近6.3个百分点中，仅两成来自劳动密集型产品，七成来自机电商品（图1）。从贡献回落程度上看，机电商品的出口受阻情况远比劳动密集型产品更加严重。

第二个差异是对俄罗斯出口上涨，与对其余国家出口回落形成对比。从区域来看，除俄罗斯外，其余重点国家对出口的贡献均有回落。我国大部分的进出口货运量由海运承担，9月台风来临对长三角和珠三角的港口工作运行或有阻碍，其对出口的增长有影响。今年1-8月，中俄之间的铁路运输同比增长8.7%，结合地理位置来看，9月俄罗斯能上涨或部分源自中俄铁路运输的补充。

图 1：9月出口七成拖累来自机电商品



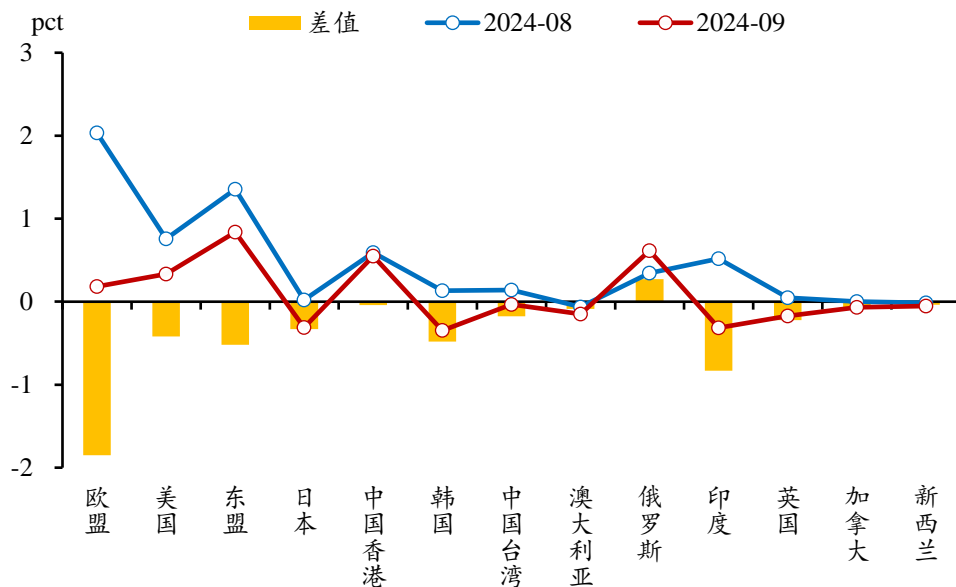
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**表 1：9 月多数重点商品出口同比增速回落**

出口重点商品	9月同比	8月同比	同比增速差值	当月金额占比
单位	%	%	pct	%
机电产品	3.0	12.4	-9.4	60.7
高新技术产品	-1.1	9.6	-10.7	26.5
服装及衣着附件	-7.0	-2.0	-5.0	4.5
纺织纱线织物及其制品	-3.4	5.0	-8.4	3.7
鞋靴	-14.1	-4.9	-9.2	1.1
家具及其零件	-12.3	-4.0	-8.3	1.5
塑料制品	-8.5	3.1	-11.6	2.6
玩具	-8.0	-8.0	0.0	1.3
箱包及类似容器	-15.8	-9.3	-6.5	0.8
钢材	11.3	7.0	4.3	2.4
农产品	-0.2	3.6	-3.8	2.7
成品油	-18.7	-20.5	1.8	1.2
未锻轧铝及铝材	20.1	24.2	-4.1	0.6
陶瓷产品	-29.5	-25.3	-4.2	0.5
肥料	-13.4	31.7	-45.1	0.3
稀土	-42.4	-36.9	-5.5	0.01
中药材及中式成药	-11.7	-6.5	-5.2	0.03

资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 8 月为海关公布增速, 9 月为当月值计算增速

**图 2：除俄罗斯外，其他国家贡献度都在回落**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、台风扰动的是出口节奏而非需求

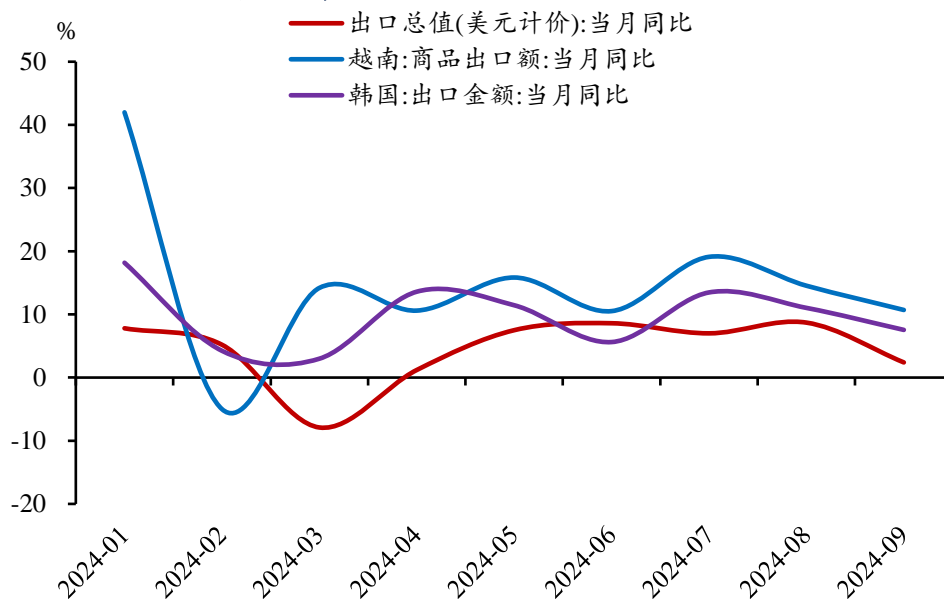
去年 9 月和 11 月都是出口基数相对较高的月份, 受此影响, 对应月份的出口增速会出现一定程度的走缓, 但基数并不至于使得 9 月出口回落如此之多。9 月的回落可能有外需和台风的短期扰动, 我们认为台风扰动或大于外需。

一是相比韩越出口的表现，我国出口回落更多，难与外需这一普适性因素契合。9月，韩国、越南出口增速均下行。其中，韩国出口同比7.6%，前值11.0%；越南出口同比10.7%，前值14.5%。相比于韩越两国相对平缓的回落，我国9月的对外出口增速回落更多，我们认为从外需的角度并不能完全解释此次出口大幅不及预期，这与出口受短期扰动的逻辑契合。

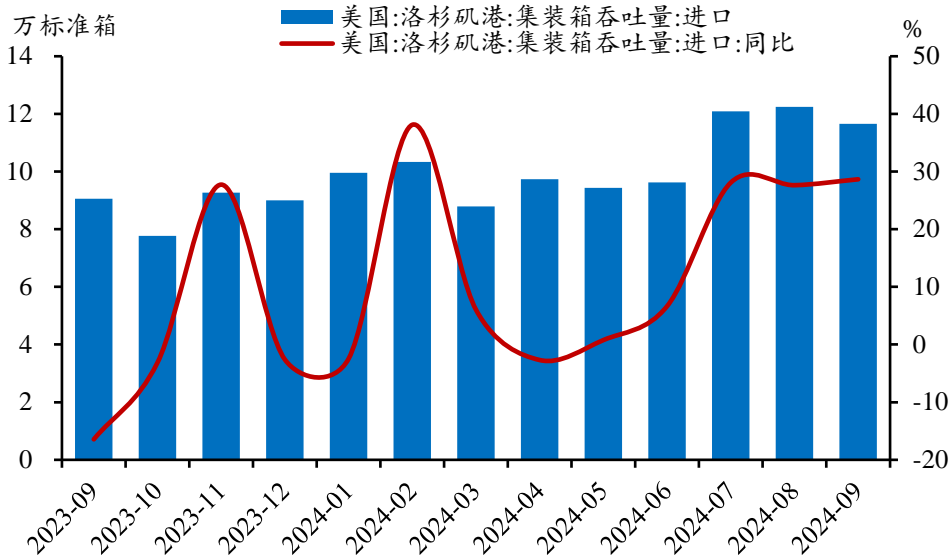
二是美国港口进口吞吐里也与外需明显回落不符。不仅如此，从海外港口情况来看，美国9月港口的进口吞吐量并没有明显的回落，也说明外需不是出口超预期回落的主导。

既然出口的回落系受到台风的短期扰动，就意味着外需的交付需求并未消失，而是交付时间发生了延迟。原本于9月体现的出口或大部分落在10月，基于此，后续出口或将再次回升。

图 3：相比于越南和韩国出口，我国的出口增速同比回落更多



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 4：9 月美国港口的进口吞吐量并未明显下挫**


资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心, 同比为右轴

### 三、美国企业在等两个信号

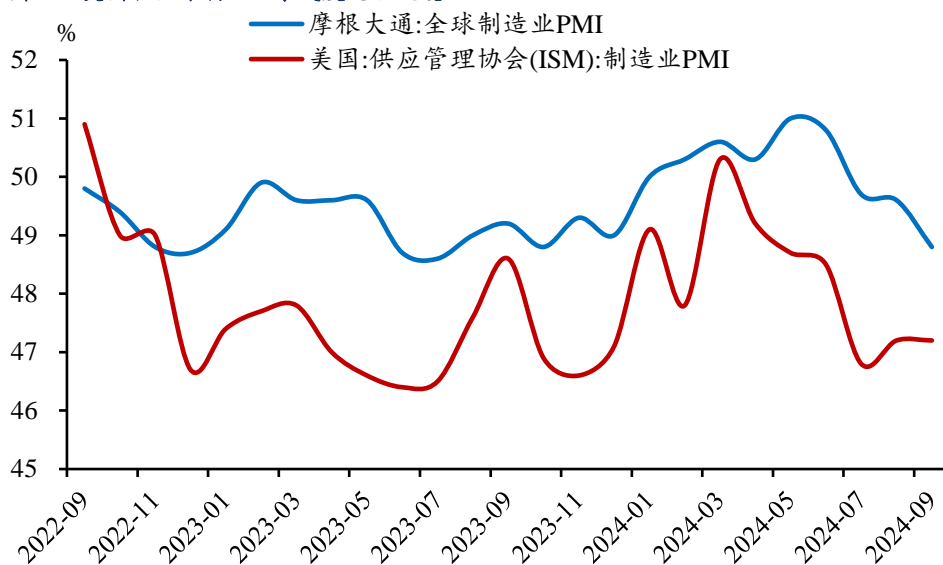
9 月摩根大通全球制造业 PMI 从前值的 49.6%降至 48.8%，为连续第四个月下行，全球制造业景气度略有放缓给我国出口带来些许担忧。

**全球制造业景气度或主要受美国制造业景气度的影响。**今年年初，美国制造业和全球制造业都在扩张，但美国制造业景气度从 4 月开始回落，全球制造业景气度也从 6 月开始回落。我们认为，全球制造业景气度或是受欧美的影响，尤其是美国。

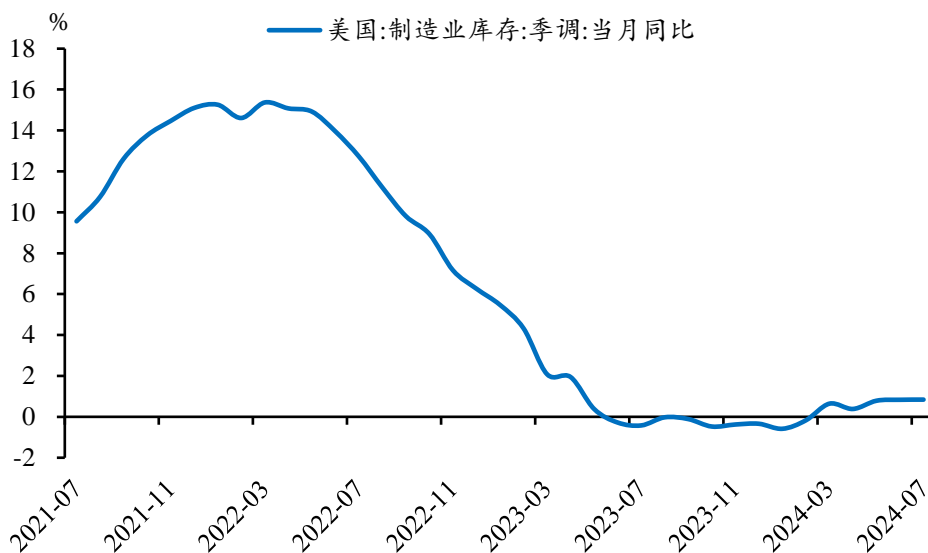
**美国制造业库存修复偏弱，企业仍在观望。**过去一段时间，美国制造业景气度放缓，美国多数制造业企业仍处于相对观望状态，其库存水平虽缓慢上升，但整体上看，企业仍谨慎地限制其库存水平的投资。制造业企业进行资本和库存投资的意愿相对偏弱，我们认为，**美国制造业企业观望主要在等两件事，一是等待美联储货币政策的调整，二是等待美国大选情况落地。**

在政策大方向上，哈里斯延续拜登政府政策，对比过去拜登和特朗普在制造业投资和就业上的表现，二者有不同。过去，特朗普任期内制造业就业岗位减少了 20 多万，煤炭相关的就业岗位也没有增加；拜登任期内增加了 70 多万个工作岗位，与特朗普忽视制造业投资不同，拜登优先投资能源转型社区。

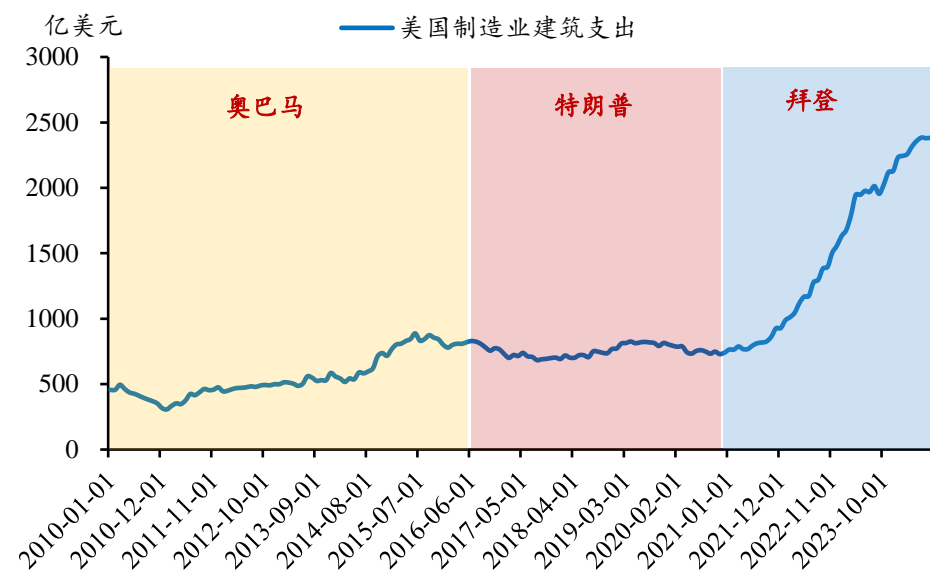
也就是说，6-8 月，美国货币政策和美国大选均没有定数，企业观望情绪或较浓。截至 9 月，美联储已经启动了降息，尽管只是降息早期，但从方向上看，这有利于企业投资信心的强化。即 9-10 月，货币政策开始调整，尚未落地的是美国大选的情况，大选不确定性仍存，政策的确定性仍旧缺乏。而 11 月大选落地后，政策确定性逐步明朗，我们认为企业或开始明确明年的生产计划，届时观望情绪渐消，补库意愿也会更加明显。

**图 5：美国 and 全球制造业景气度先后放缓**


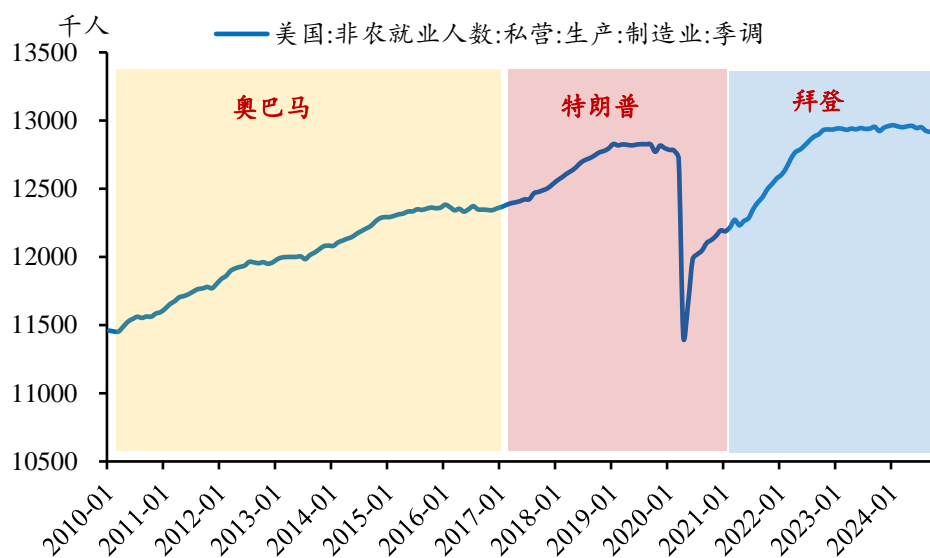
资料来源: Wind, ifind, 信达证券研发中心

**图 6：美国制造业企业补库相对克制**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 7：拜登任期内制造业建筑支出更高**


资料来源: fred, 信达证券研发中心

**图 8：拜登任期内制造业就业岗位增多**


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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。