

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

分析师：游勇

执业证书编号：S0740524070004

Email: youyong@zts.com.cn

相关报告

- 1、《四轮债务置换：回眸与展望》
2024-10-13
- 2、《增量财政超预期吗？》
2024-10-12
- 3、《“降息交易”告一段落——9月美国通胀数据点评》2024-10-11

报告摘要

- 2024年10月14日，海关总署公布9月外贸数据，9月中国出口3037.1亿美元，进口2220亿美元，贸易顺差收窄至817.1亿美元。出口同比2.4%，进口同比0.3%，分别较上月下降6.3和0.2个百分点。
- 我们先前提示8月出口有两点“隐忧”，9月出口同比回落不算特别意外。今年以来出口保持较快增长，截止9月总出口累计同比增长4.3%，8月出口同比甚至高达8.7%。不过8月出口高增有部分偶然因素扰动，我们在8月出口点评《强出口有何“隐忧”？》中提示，8月出口有两点隐忧：一是或有“抢出口”因素，二是海外制造业PMI也有走弱迹象，强外需持续性堪忧。结果上看，9月出口同比的回落印证了我们先前的判断。
- 不过9月出口增速的降幅令人担忧，结构上还呈现“全面下行”的特征。9月出口同比较上月的降幅是今年3月以来最大的。9月出口同比较8月大幅回落6.3个百分点至2.4%。假如按照当前降幅线性外推，出口同比年内就会转负，从经济动能变为拖累。结构方面表现既令人担忧，又比较反常：无论是国别层面还是产品层面，出口几乎“全面走弱”。
国别层面，中国对三大贸易伙伴出口同比均回落。9月欧盟、美国和东盟出口同比分别为1.3%、2.2%和5.5%，分别较8月下降12.1、2.8和3.5个百分点。三大贸易伙伴共拉动总出口同比1.3个百分点，较上月下降2.8个百分点。
“新势力”国家和地区中，也仅有对俄罗斯出口同比没有下滑。9月中国对俄罗斯出口同比16.6%，较上月改善6.2个百分点；对非洲和拉美出口同比分别为3.4%和-0.7%，较8月均有回落。上述新势力国家和地区拉动总出口同比0.8个百分点，较上月下降1.4个百分点。
产品层面，农产品、原材料、生产设备、零部件、消费品等类商品，以及电子、纺织、汽车三大产业链的出口同比也都下滑。
- 出口增速大幅下行或是短期扰动，降幅不能线性外推。值得担忧的并非出口回落本身，而是出口增速的降幅，这一下降是临时性因素扰动，还是外需动能的大幅下行？如果是后者，意味着出口可能快速下行，经济“弱现实”加剧。
首先，“抢出口”因素确实在节奏上“透支”了部分出口。由于欧盟对华新能源车出口制裁可能落地，8月中国的汽车出口和对欧盟出口表现突出，9月这两项出口增速的降幅也较为明显。汽车产业链对总出口的拉动较上月下降了0.4个百分点，对欧盟出口增速下滑是三大贸易伙伴中最显著的，对总出口的拉动较上月下降1.8个百分点。其次，极端天气对出口的影响可能确实存在，对俄出口反而增长可能和陆运因素有关。9月多个台风登陆华南、华东，广州、深圳、宁波、上海等重要港口受影响。由于我国对外出口整体依赖海运，对大多数国家出口下行可能确实反映了天气的冲击。海关总署也表示，9月异常天气对出口有一定冲击。主要国别中，唯一的例外是俄罗斯。这可能与中俄贸易中相当比例的运输是铁路、公路等陆运有关。
- 后续出口同比或有反弹，但增速中枢大概率也进入下行周期。在扰动因素退出之后，10月出口有望反弹。不过我们再次提示，扰动因素之外，外需动能也是在减弱的。
一方面，9月全球制造业PMI继续回落，外需环境本身并非坦途。从另一个角度观察，9月韩国、越南出口同比也明显走弱，尤其韩国出口一般不受台风影响。从更长期的角度看，中美和中欧经贸政策后续可能面临一定的不确定性。
- 进口边际走弱，电子产品类产品回落较多，金属矿石进口同比改善。9月进口同比0.3%，较上月下降0.2个百分点。重点产品中，大豆进口同比38.8%，较上月明显改善。铁矿石、铜矿石进口额同比均较上月改善，原油进口金额降幅扩大。电子类产品拉动总进口同比1.3个百分点，较上月下降0.3个百分点。
- 短期市场仍将交易预期，对经济数据钝化，出口走弱或对股市有结构性影响。短期市场仍围绕“强预期”交易，风险偏好与政策预期是主要变量。出口大幅回落反

而可能会强化政策预期，加剧市场波动。结构方面，股市的“出口链”或因数据走弱而调整。

不过我们提示，从近期增量政策来看，可能化债、地产等“防风险”政策优先级更高，“稳增长”政策未必会如期加力。

外汇市场方面，出口压力增大，无论从政策角度还是市场角度，人民币汇率走强的可能性进一步减弱。

- **风险提示：**海外经济超预期，地缘冲突超预期，海外政策变化超预期。

图表目录

图表 1: 近一年半以来出口增速同比 (%)	4
图表 2: 主要国别和地区出口增速变化 (%)	4
图表 3: 9月越南与韩国出口同比进一步走弱 (%)	5
图表 4: 9月全球制造业 PMI 进一步走弱	5

图表 1: 近一年半以来出口增速同比 (%)

产品	2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年1-2月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	
农产品	水产品	1.3	3.5	2.5	8.3	-4.0	-8.0	-18.7	-1.8	-8.6	-12.7	-18.6	-21.9	-20.5	-10.4	8.3
	粮食	-33.8	-21.8	-46.7	-30.5	15.0	9.3	1.2	-3.1	13.9	-9.4	-6.9	-19.4	6.9	-32.3	1.3
	中药材及中成药	-11.7	-6.5	-0.9	-3.0	5.6	12.8	-3.2	2.8	5.3	0.7	6.1	-0.8	-21.8	10.6	-9.1
原材料	稀土	-42.3	-37.0	-19.4	-17.1	-55.6	-59.9	-31.3	-44.0	-36.8	-32.2	-41.5	-31.9	-32.3	-24.7	-23.3
	成品油	-18.7	-18.3	-1.4	23.6	12.8	22.4	11.6	-35.1	-19.9	-10.5	4.7	2.7	18.4	-19.8	27.7
	肥料	-13.4	31.4	15.4	-6.3	-10.9	-0.9	-47.3	-55.0	-23.7	-38.5	-26.6	-7.3	3.7	-18.2	1.6
	钢材	11.3	6.8	-2.4	0.8	-4.9	-17.6	-24.1	-15.9	-5.9	-30.6	-40.9	-42.7	-28.0	22.2	51.8
	未锻轧铝及铝材	20.1	24.1	20.5	25.0	14.6	4.9	-4.3	0.2	-19.0	-24.8	-37.5	-35.4	-42.1	-35.4	-26.6
	纺织纱线、织物及制品	-3.4	4.5	3.5	5.9	7.2	-4.3	-19.5	13.3	-3.6	-6.4	-17.9	-14.3	-14.3	3.9	9.1
	塑料制品	-8.5	1.8	1.2	7.2	8.6	-2.3	-15.9	15.8	-5.9	-7.4	-14.8	-12.0	-11.1	7.6	26.6
生产设备	通用机械	2.9	11.3	14.7	17.3	7.4	-1.1	-13.2	29.9	-1.0	-1.7	-12.0	-2.4	7.5	20.5	13.1
	集成电路	6.3	18.2	27.7	23.4	28.5	17.8	11.5	21.4	-5.0	-4.6	-14.7	-19.4	-25.8	-7.3	-3.0
零部件	汽车零部件	-2.2	6.4	5.7	8.6	1.1	-2.5	-6.8	14.0	11.3	2.6	-4.5	5.1	13.4	30.0	25.3
	箱包及类似容器	-15.8	-10.6	-11.8	-3.2	0.0	-13.5	-27.7	15.5	-9.8	-8.9	-11.9	-5.1	1.2	36.8	90.1
	服装及衣着附件	-7.0	-2.7	-4.4	-1.8	-0.4	-9.1	-22.6	7.9	-8.9	-12.5	-18.7	-14.5	-12.5	14.0	31.9
耐用消费品-地产后周期	鞋靴	-14.1	-5.5	-5.3	-5.4	-11.8	-18.3	-31.0	7.8	-17.6	-22.1	-24.6	-21.3	-9.8	13.3	32.3
	家用电器	4.5	12.0	17.2	17.9	18.3	10.9	-4.6	17.6	12.4	11.4	-3.6	3.9	0.7	2.2	11.9
	家具及其零件	-12.3	-4.5	-5.5	5.6	16.0	3.5	-12.3	28.7	-4.7	-6.8	-15.2	-15.1	-14.8	0.0	13.7
	灯具、照明装置及其零件	-13.1	-7.6	-6.6	-2.2	-0.1	-11.7	-31.7	19.2	-10.6	-7.6	-11.4	-10.3	-3.4	7.2	38.0
耐用消费品-消费电子	陶瓷产品	-29.5	-25.9	-27.0	-23.5	-18.1	-33.5	-36.8	11.8	-26.2	-23.0	-26.9	-28.2	-22.1	14.5	43.0
	手机	-5.2	17.0	5.0	1.9	8.1	7.3	1.7	-18.3	-7.1	-20.5	2.2	-23.3	-25.0	-12.7	-31.9
	自动数据处理设备及其零部件	4.2	10.8	19.3	9.8	6.4	8.2	4.9	3.0	-11.6	-18.2	-28.9	-24.7	-10.9	-17.0	-26.0
耐用消费品-汽车	汽车(包括底盘)	25.7	32.7	13.8	12.6	16.6	28.8	28.4	12.3	45.1	35.2	83.3	109.9	123.5	195.7	123.8
	医疗器械及器械	-4.6	8.6	7.9	10.5	6.8	-1.7	-11.4	10.3	5.3	-7.1	-11.7	-8.5	-3.2	7.4	12.8
防疫物资	普视设备及其零件	-2.6	2.3	5.4	10.4	11.3	-1.8	-13.2	10.1	-1.0	-5.5	-15.8	-15.2	-10.9	-1.5	22.0
	液晶显示屏	-8.4	9.2	18.5	13.3	15.1	11.9	2.9	13.4	7.4	5.9	6.6	9.0	2.1	-9.1	-9.8
其他	船舶	113.8	60.6	54.8	53.8	57.1	91.3	34.0	173.1	12.0	40.8	82.4	-24.0	23.5	79.2	82.3
	玩具	-8.0	-8.3	-3.9	-2.2	-4.7	-11.1	-24.7	4.3	-15.0	-15.5	-26.7	-27.3	-23.0	-0.5	30.9

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 主要国别和地区出口增速变化 (%)

时间	美国	欧盟	英国	日本	韩国	东盟	俄罗斯	印度	非洲	巴西	墨西哥	总出口
2024-09	2.2	1.3	-7.6	-7.1	-9.2	5.5	16.6	-9.3	-0.7	8.6		2.4
2024-08	4.9	13.4	2.1	0.5	3.4	9.0	10.4	14.0	4.5	42.8	12.3	8.7
2024-07	8.1	8.0	-1.9	-6.0	0.8	12.2	-2.8	8.6	-7.9	24.5	12.9	7.0
2024-06	6.6	4.1	8.4	0.9	4.1	15.0	3.5	4.7	-3.6	16.8	22.4	8.6
2024-05	3.6	-1.0	-7.1	-1.6	3.6	22.5	-2.0	4.2	-7.9	48.9	11.3	7.5
2024-04	-2.8	-3.6	5.3	-10.9	-6.1	8.1	-13.6	-6.2	-16.0	16.6	8.5	1.2
2024-03	-15.9	-14.9	-14.1	-7.8	-12.1	-6.3	-15.7	-19.2	-24.8	-1.9	-4.5	-7.9
2024-02	13.4	5.1	18.9	-22.2	-22.3	-12.5	9.1	12.7	29.6	74.0	31.5	5.2
2024-01	-4.0	-7.4	-7.6	-0.3	-2.0	10.7	14.1	9.8	7.6	6.0	11.8	7.8
2023-12	-6.9	-1.9	7.8	-7.3	-3.1	-6.1	21.6	6.2	4.0	23.3	6.4	2.1
2023-11	7.3	-14.5	-4.1	-8.3	-3.6	-7.1	33.6	5.8	3.0	16.6	7.4	0.7
2023-10	-8.2	-12.6	-7.5	-13.0	-17.0	-15.1	17.2	-1.5	-4.9	-12.1	9.9	-6.6
2023-09	-9.3	-11.6	5.3	-6.4	-7.0	-15.8	20.6	2.1	-3.1	-11.7	2.7	-6.8
2023-08	-9.5	-19.6	-12.9	-20.1	-14.5	-13.4	16.3	0.7	-5.4	-14.5	2.3	-8.6
2023-07	-23.1	-20.6	-6.8	-18.4	-17.9	-21.4	51.8	-9.5	-4.9	-22.7	-1.1	-14.3
2023-06	-23.7	-12.9	-10.2	-15.6	-19.8	-16.9	90.9	-13.6	-6.9	-3.9	-7.0	-12.4
2023-05	-18.2	-7.0	3.7	-13.3	-20.3	-15.9	114.3	-4.1	12.9	-15.3	16.7	-7.6
2023-04	-6.5	3.9	10.8	11.5	0.9	4.5	153.1	6.1	49.9	10.6	19.5	7.1
2023-03	-7.7	3.4	7.3	-4.8	11.3	35.4	136.4	15.3	46.5	16.0	22.0	10.8
2023-02	-31.8	-16.1	-17.3	17.1	26.4	33.7	32.7	-2.9	7.7	-5.2	-2.6	-2.9
2023-01	-14.2	-9.5	-12.7	-13.4	-14.6	-6.7	9.5	-2.0	4.1	-6.9	-2.5	-12.0
2022-12	-19.5	-17.5	-20.2	-3.3	-9.7	7.5	8.3	2.3	6.7	-21.4	-0.9	-12.6
2022-11	-25.4	-10.6	-16.5	-5.6	-11.9	5.2	17.9	-0.8	5.4	-12.7	-3.8	-10.4
2022-10	-12.6	-9.0	-14.5	3.8	7.0	20.3	34.6	-2.4	5.7	7.1	3.1	-1.8
2022-09	-11.6	5.6	-11.8	5.9	6.8	29.5	21.2	13.4	8.7	10.9	11.4	4.4

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 9 月越南与韩国出口同比进一步走弱 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 9 月全球制造业 PMI 进一步走弱



来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。