

2024年11月07日

短期出口下行幅度或偏大

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国10月出口同比+12.7%，前值+2.4%；10月进口同比-2.3%，前值+0.3%；10月贸易顺差957.2亿美元，前值为817.1亿美元。

● 出口同比读数偏高，短期外需回落幅度或偏大

1. 真实外需或呈放缓趋势。从高频跟踪数据来看，港口集装箱吞吐量在9月末台风冲击过后迅速上冲，并在10月前2周保持历史较高水平，并未遵循2022年、2023年同期回落的季节性规律，指向出口在运输条件改善后迅速回补；而从10月第3周至今，回补效应减退，集装箱吞吐量连续3周下行，指向真实外需呈回落趋势。将7-8月出口额合并，9-10月出口额合并，或可更准确描绘过去一段时间外需真实走势：2024年6月出口同比+8.5%，7-8月同比+7.9%，9-10月同比+7.4%。同时，排除出口回补效应，10月第3周至今的港口集装箱平均吞吐量同比+3.0%，相较于包含前2周的同比数据下降5.7个百分点，表明当前外需呈边际回落趋势，且回落幅度偏大。

2. 排除波动与回补效应，对发达地区出口回落，发展中地区暂有韧性。从边际变化来看，将7-8月、9-10月出口额合并后的视角下，对于欧美出口边际回落，对于东盟出口边际持平，对于俄罗斯、非洲出口边际回升，即呈现较为明显的发达地区边际回落、发展中地区暂时有韧性的特点。

3. 排除波动与回补效应，消费品需求回落，生产资料尚有韧性。从边际变化来看，将7-8月、9-10月出口额合并后的视角下，消费电子、汽车需求则有较为明显的回落，原材料、通用机械生产设备需求仍具一定韧性，或与出口地区边际变化相对应：发达地区消费品需求下滑，而发展中地区生产资料需求尚有韧性。

4. 量价拆分来看，10月多数产品出口数量贡献边际上升。边际贡献方面，在纳入统计的16类产品中，出口回补效应下，13类产品出口数量贡献边际上升，9类产品出口价格贡献边际下降，表面出口仍呈以价换量趋势。

● 进口：同比有所回落

10月进口同比有所回落，较前值下降2.6个百分点至-2.3%，主因国际大宗商品价格下滑影响。后续来看，随着海外大宗商品价格企稳回升及国内增量政策发力，预计进口同比或将有所回升。

● 11月出口或有明显回落，2025年出口节奏或受关税因素扰动

1. 短期看，11月出口或有明显回落。一则10月出口同比读数偏高，或包含9月回补订单；二则2023年11月基数已有明显提高，即便按10月偏高的两年复合同比+2.6%计算11月出口额，同比仍在5%以下；三则11月已公布的AIS与港口集装箱吞吐量数据均指向出口同比明显回落。

2. 当前外需为周期性回落，预计2025年下半年出口节奏或受关税因素扰动。出口结构中发达地区回落、发展中地区有韧性以及消费品回落、生产资料有韧性的特点，指向当前外需呈现明显的周期性回落特点。中长期看，美国大选尘埃落定，2025年对美出口或面临一定关税压力，从历史经验看，其一，外部关税政策执行或需一定时间，且或将视施行效果渐进式推进；其二，关税政策施行前存在“抢出口”效应，将短期内抬高出口增速。初步预计2025年前期出口或主要受周期性因素影响，后期或有关税政策扰动出口节奏，但年内出口金额下行压力仍然可控，中性条件下，2025年出口同比仍有望实现正增长。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《对特朗普优先兑现政策及影响的几点理解——美国总统大选结果点评》-2024.11.6

《关注增量政策，更重在执行——宏观周报》-2024.11.3

《一线城市新建房成交同比涨幅扩大——宏观周报》-2024.11.3

目 录

1、出口同比读数偏高，短期外需回落幅度或偏大.....	3
1.1、真实外需或呈放缓趋势.....	3
1.2、排除波动与回补效应，对发达地区出口回落，发展中地区暂有韧性.....	4
1.3、排除波动与回补效应，消费品需求回落，生产资料尚有韧性.....	4
2、进口：同比有所回落.....	6
3、11月出口或有明显回落，2025年出口节奏或受关税因素扰动.....	7
4、风险提示.....	7

图表目录

图 1：2024 年 10 月出口同比明显回升.....	3
图 2：外部领先指标指向外需呈韧性放缓趋势.....	3
图 3：10 月第 3 周至今，集装箱吞吐量连续下行.....	4
图 4：集装箱吞吐量指向 11 月出口同比或将有明显回落.....	4
图 5：从绝对贡献来看，美国、欧盟、东盟、非洲、拉美对我国出口同比均有较大贡献.....	4
图 6：合并月份视角下，我国对于俄罗斯、非洲出口边际回升.....	4
图 7：从绝对贡献来看，我国 2024 年 10 月同比为正由多类产品支撑.....	5
图 8：合并月份视角下，消费电子与汽车需求回落，生产资料需求尚有韧性.....	5
图 9：2024 年 10 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负.....	5
图 10：边际贡献方面，16 类产品中，13 类产品出口数量贡献边际上升.....	6
图 11：边际贡献方面，16 类产品中，9 类产品出口价格贡献边际下降.....	6
图 12：近期国际大宗商品价格企稳回升.....	6
图 13：上海港口 AIS 数据指向 11 月出口或将有所回落.....	7
图 14：2024 年 10 月美国 ISM 制造业 PMI 有所回落.....	7

事件：以美元计，中国 10 月出口同比+12.7%，前值+2.4%；10 月进口同比-2.3%，前值+0.3%；10 月贸易顺差 957.2 亿美元，前值为 817.1 亿美元。

1、出口同比读数偏高，短期外需回落幅度或偏大

1.1、真实外需或呈放缓趋势

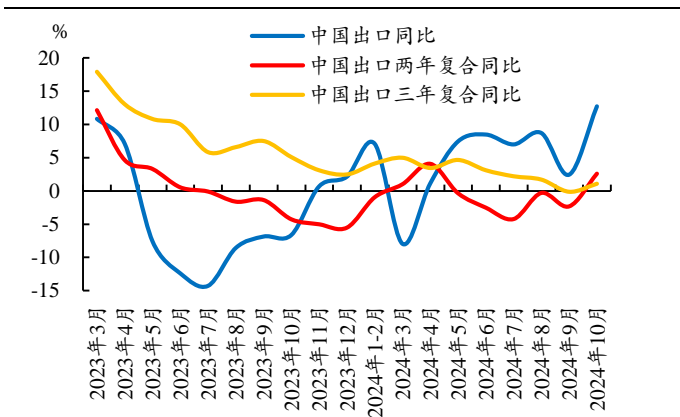
2024 年 10 月我国出口同比+12.7%，较前值(+2.4%)显著回升，属于 9 月台风扰动后的正常回补，真实外需呈放缓趋势。

外部领先指标指向外需韧性放缓。10 月韩国出口同比+4.6%，较前值(+7.5%)回落约 3.0 个百分点，越南出口同比+10.1%，较前值(+8.4%)回升约 1.7 个百分点，外部领先指标指向外需韧性放缓。

排除回补效应后，当前外需回落幅度或偏大。从高频跟踪数据来看，港口集装箱吞吐量在 9 月末台风冲击过后迅速上冲，并在 10 月前 2 周保持历史较高水平，并未遵循 2022 年、2023 年同期回落的季节性规律，指向出口在运输条件改善后迅速回补；而从 10 月第 3 周至今，回补效应减退，集装箱吞吐量连续 3 周下行，指向真实外需呈回落趋势。

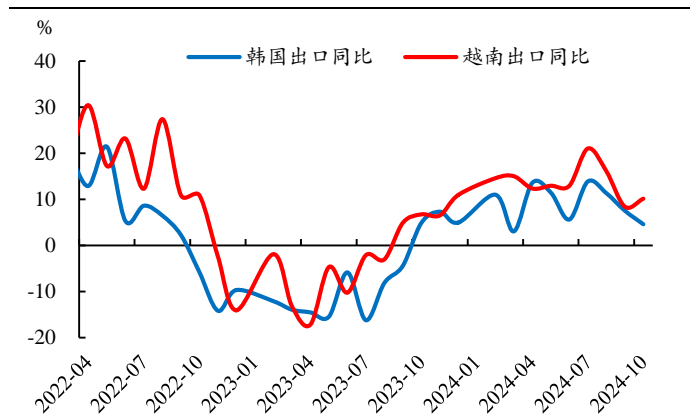
将 7-8 月出口额合并，9-10 月出口额合并，或可更准确描绘过去一段时间外需真实走势：2024 年 6 月出口同比+8.5%，7-8 月同比+7.9%，9-10 月同比+7.4%。同时，排除出口回补效应，10 月第 3 周至今的港口集装箱平均吞吐量同比+3.0%，相较于包含前 2 周的同比数据下降 5.7 个百分点，表明当前外需呈边际回落趋势，且回落幅度或偏大。

图1：2024 年 10 月出口同比明显回升



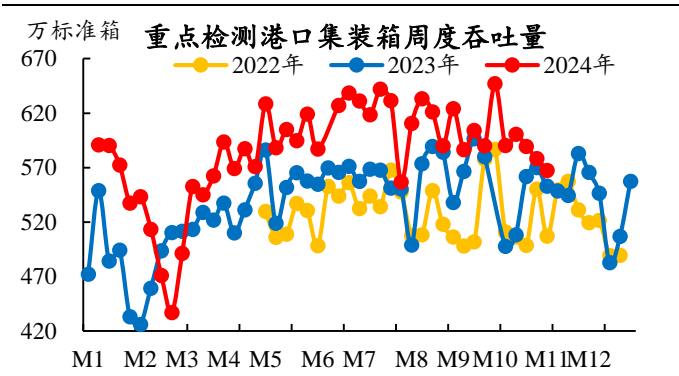
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

图2：外部领先指标指向外需呈韧性放缓趋势



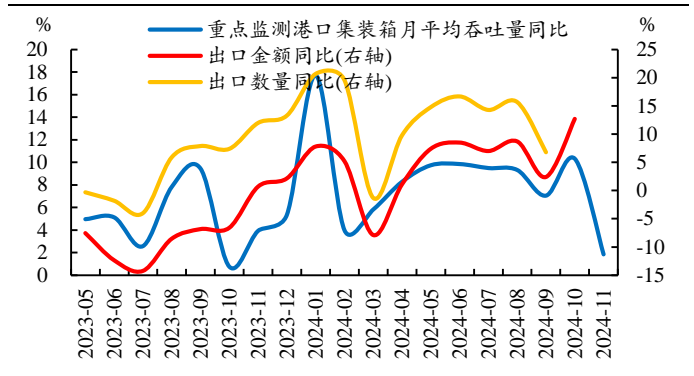
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

图3：10月第3周至今，集装箱吞吐量连续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

图4：集装箱吞吐量指向11月出口同比或有明显回落

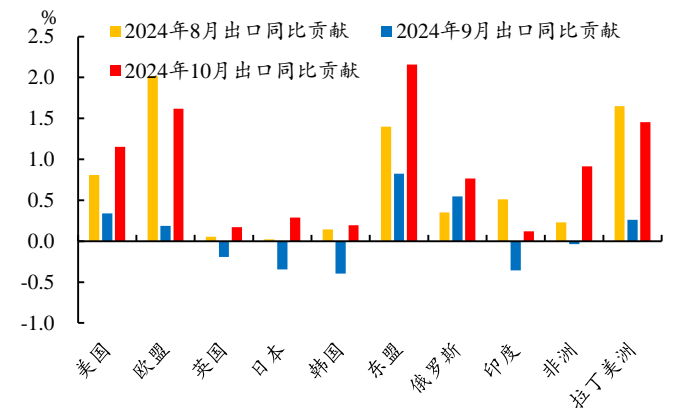


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

1.2、排除波动与回补效应，对发达地区出口回落，发展中地区暂有韧性

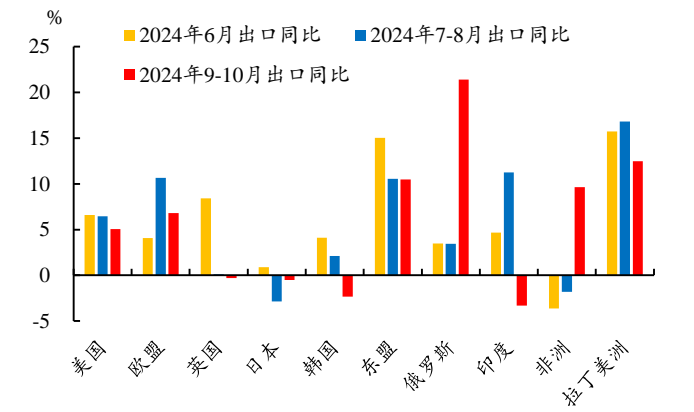
从绝对贡献来看，2024年10月，美国、欧盟、东盟、非洲、拉美对我国出口同比均有较大贡献，分别拉动我国出口同比1.2、1.6、2.2、0.9、1.5个百分点；从边际变化来看，为排除波动与回补效应，将7-8月、9-10月出口额合并后的视角下，对于欧美出口边际回落，对于东盟出口边际持平，对于俄罗斯、非洲出口边际回升，即呈现较为明显的发达地区边际回落、发展中地区暂时有韧性的特点。

图5：从绝对贡献来看，美国、欧盟、东盟、非洲、拉美对我国出口同比均有较大贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：合并月份视角下，我国对于俄罗斯、非洲出口边际回升

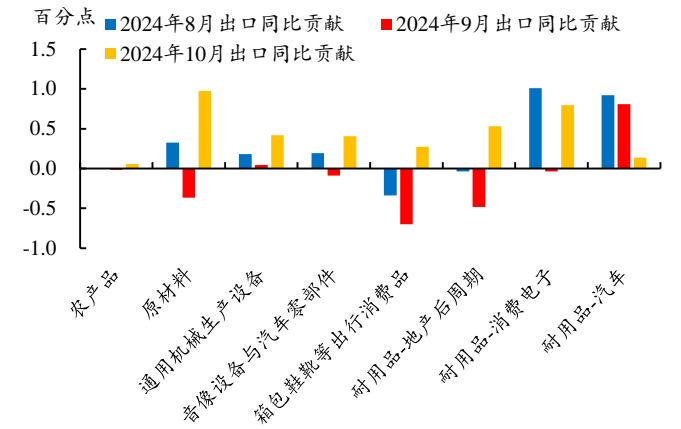


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、排除波动与回补效应，消费品需求回落，生产资料尚有韧性

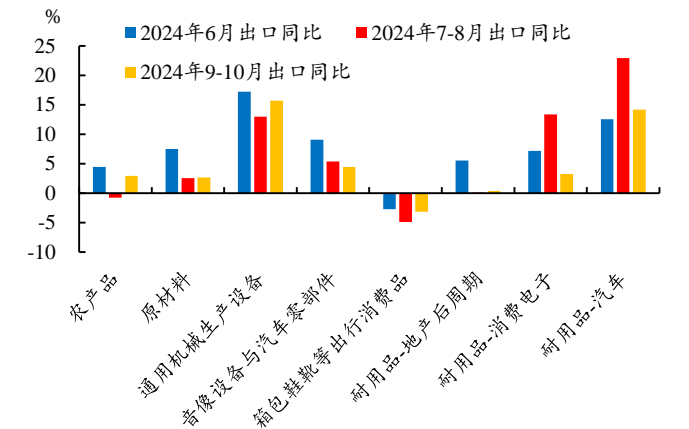
从绝对贡献来看，2024年10月同比增速由原材料、生产设备、音像设备与汽车零部件、箱包鞋靴、地产后周期产品与消费电子产品支撑。从边际变化来看，排除波动与回补效应，将7-8月、9-10月出口额合并后的视角下，消费电子、汽车需求则有较为明显的回落，原材料、通用机械生产设备需求仍具一定韧性，或与出口地区边际变化相对应：发达地区消费品需求下滑，而发展中地区生产资料需求尚有韧性。

图7：从绝对贡献来看，我国 2024 年 10 月同比为正由多类产品支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

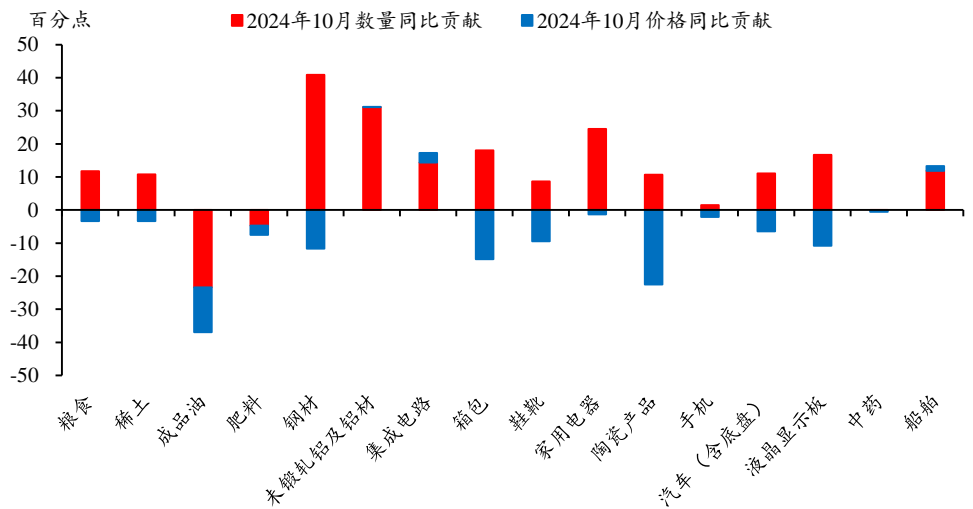
图8：合并月份视角下，消费电子与汽车需求回落，生产资料需求尚有韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

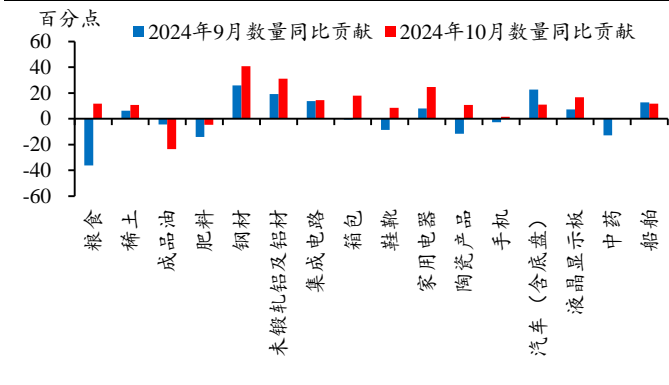
量价拆分来看，10月多数产品出口数量贡献边际上升。将10月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。绝对贡献方面，10月出口为正主要为数量贡献支撑，边际贡献方面，在纳入统计的16类产品中，出口回补效应下，13类产品出口数量贡献边际上升，9类产品出口价格贡献边际下降，表面出口仍呈以价换量趋势。

图9：2024年10月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负



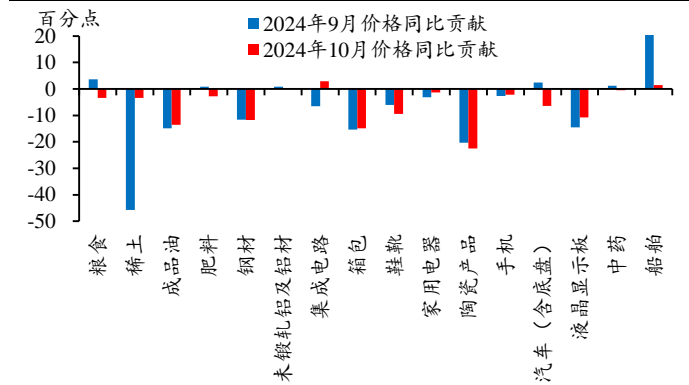
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 边际贡献方面, 16 类产品中, 13 类产品出口数量贡献边际上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 边际贡献方面, 16 类产品中, 9 类产品出口价格贡献边际下降



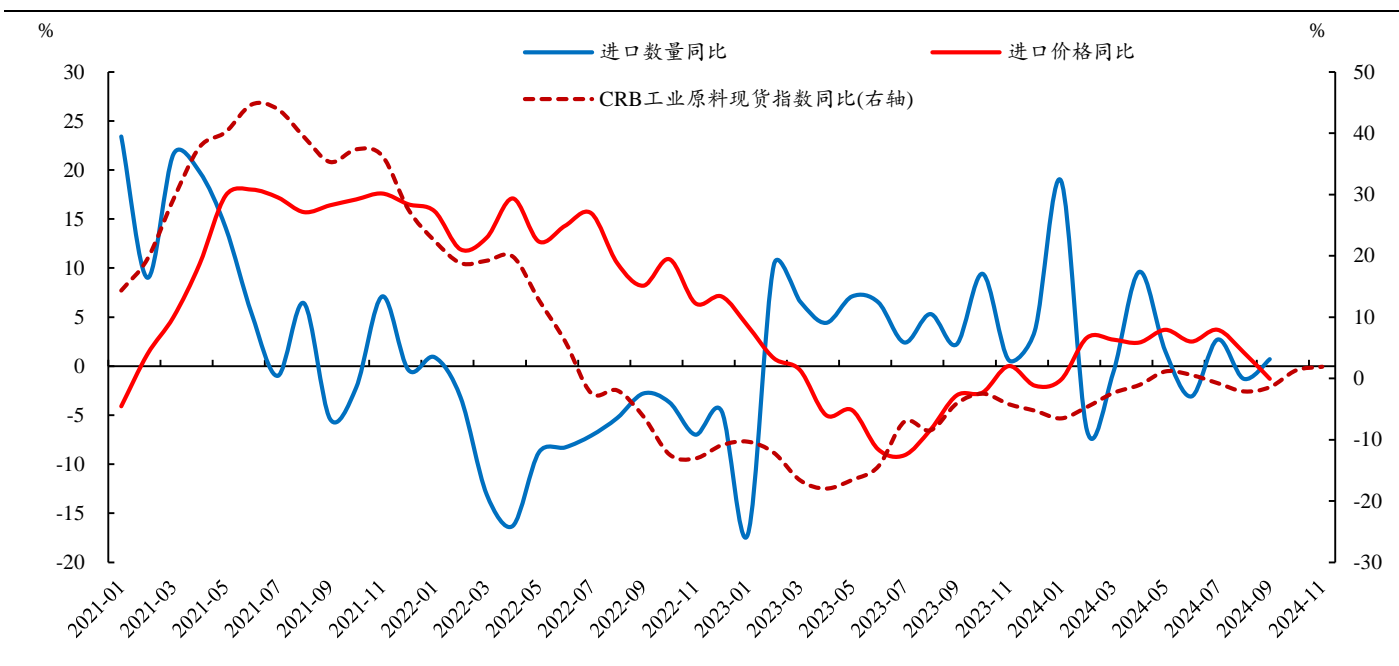
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、进口: 同比有所回落

10月进口同比有所回落, 较前值下降 2.6 个百分点至-2.3%, 主因国际大宗商品价格下滑影响。

后续来看, 随着海外大宗商品价格企稳回升及国内增量政策发力, 预计进口同比或将有所回升。

图12: 近期国际大宗商品价格企稳回升



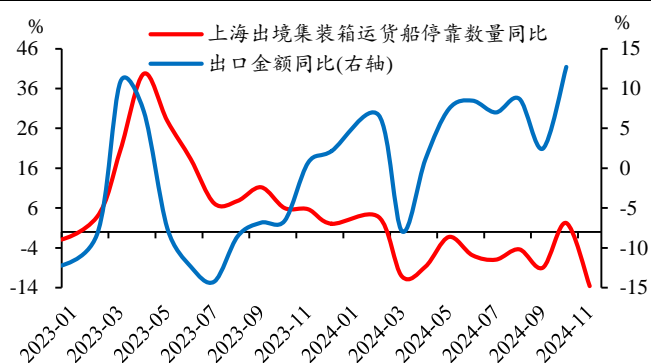
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、11月出口或有明显回落，2025年出口节奏或受关税因素扰动

(1)短期看，11月出口或有明显回落。一则10月出口同比读数偏高，或包含9月回补订单；二则2023年11月基数已有明显提高，即便按10月偏高的两年复合同比+2.6%计算11月出口额，同比仍在5%以下；三则11月已公布的AIS与港口集装箱吞吐量数据均指向出口同比明显回落。

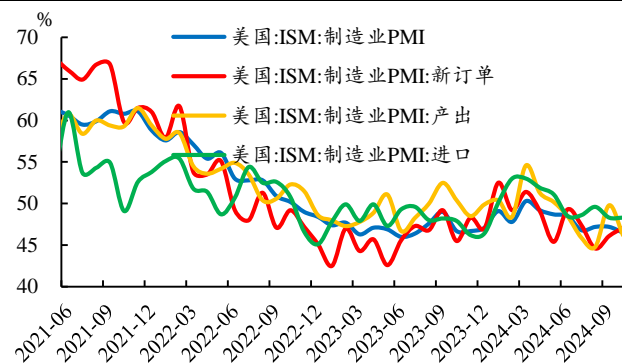
(2)当前外需周期性回落，预计2025年下半年出口节奏或受关税因素扰动。2024年10月美国ISM制造业PMI录得46.5%，较前值有所回落，出口结构中发达地区回落、发展中国家有韧性以及消费品回落、生产资料有韧性的特点，指向当前外需呈现明显的周期性回落特点。中长期看，美国大选尘埃落定，2025年对美出口或面临一定关税压力，从历史经验看，其一，外部关税政策执行或需一定时间，且或将视施行效果渐进式推进；其二，关税政策施行前存在“抢出口”效应，将短期内抬高出口增速。初步预计2025年前期出口或主要受周期性因素影响，后期或有关税政策扰动出口节奏，但年内出口金额下行压力仍然可控，中性条件下，2025年出口同比仍有望实现正增长。

图13：上海港口 AIS 数据指向 11 月出口或将有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年10月美国ISM制造业PMI有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn