

2024年11月07日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

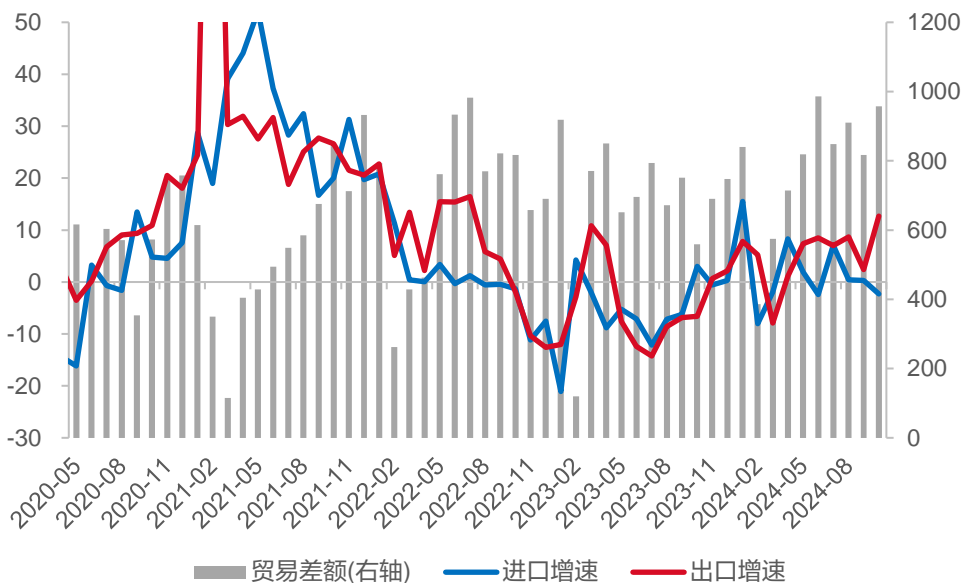
如何理解出口增速的超预期回升

——国内观察：2024年10月进出口数据

投资要点

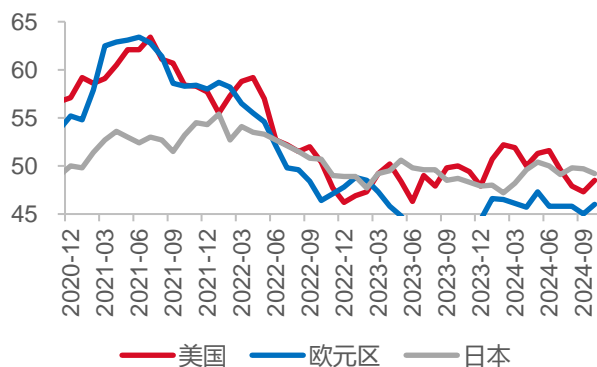
- **事件：**11月7日，海关总署发布2024年10月外贸数据。10月，以美元计价，出口当月同比12.7%，前值2.4%；进口当月同比-2.3%，前值0.3%；贸易顺差957.19亿美元，较前值扩大。
- **核心观点：**10月出口受台风影响消退，以及基数回落的影响，增速明显上升，但9-10月结合来看出口仍然维持此前的趋势，反映为略有回落，但仍有韧性。特朗普当选新任美国总统，其关税政策或对明年出口形成扰动，但年内影响可能仍相对有限。内需的回升仍需政策累积效应的显现，而贸易顺差可能维持相对高位，四季度净出口对GDP可能仍有明显贡献。
- **短期因素消退，出口超季节性。**此前影响9月出口增速回落的两大因素基数抬升以及台风天气均有所消退，这可能是导致10月出口增速超预期回升的主要原因。从基数上来看，去年10月的出口基数回落至2742亿美元，剔除1-2月的春节错位效应来看，为年内最低。台风影响下，9月的出口部分或被推迟至10月发货。故从10月单月来看，环比1.8%，相较历年同期出口环比均负增长来看，明显偏强。
- **合并9-10月来看，出口仍然维持此前的趋势。**如果9-10月合计来看，出口增速同比7.4%，略微弱于5-8月的中枢水平，反映出口略有回落，但仍有韧性。
- **外需仍在相对低位。**10月摩根大通全球制造业PMI在收缩区间内小幅上升至49.4%。欧元区制造业PMI回升1个百分点至46.0%；美国ISM制造业PMI、日本制造业PMI分别回落0.7个、0.5个百分点至46.5%和49.2%。韩国出口受基数抬升的影响，10月同比降至4.6%。
- **对美欧日出口增速均有所上升，但其他地区对出口的拉动幅度更大。**10月，我国对美国、欧盟和日本出口当月同比较前值分别上升5.9个、11.4个、13.9个百分点至8.1%、12.7%和6.8%，其中对日出口增速由负转正，对东盟出口当月同比上行至15.8%，累计同比保持双位数增长。从拉动的角度，美欧日10月当月拉动出口同比3.4pct，东盟拉动2.4pct；除此之外，其他地区拉动6.8pct，当月改善的幅度更大。
- **分产品看，机电产品、高新技术产品出口增速加快，铝、钢材、家用电器相对强势。**大类中，农产品和高新技术产品分别由负转正回升至10.94%和9.08%，机电产品增速继续高于整体出口，且升至13.7%。主要产品中，铝材和钢材等原材料制造出口表现较好，增速分别为31.2%和24.4%；设备类如通用机械回升较多、家电维持强势；技术密集型如集成电路、自动数据处理设备增速也在两位数以上；船舶和汽车回落明显，价格或是主要因素。
- **内需预期转好，但改善仍待政策生效的累积效应显现。**10月进口金额2133.4亿美元，绝对水平位于除1-2月以外的年内次低点。从进口的角度来看，内需表现依然偏弱。10月进口总值环比-3.9%，与历年同期相比并不弱。因国庆假期的影响，进口通常10月表现为环比负增长，而去年同期-1.35%的环比增速为2002年加入WTO以来的最高增速，所以基数抬升也是影响进口增速转负的原因之一。10月国内官方制造业PMI新订单指数环比上升0.2个百分点至50.1%，连续两个月上行且进入扩张区间，反映出预期有改善的迹象，不过内需企稳仍待政策生效的累积效应显现。
- **风险提示：**特朗普加征关税或使出口存在不确定性；国内政策落地不及预期

图1 进出口增速及贸易差额, %, 亿美元



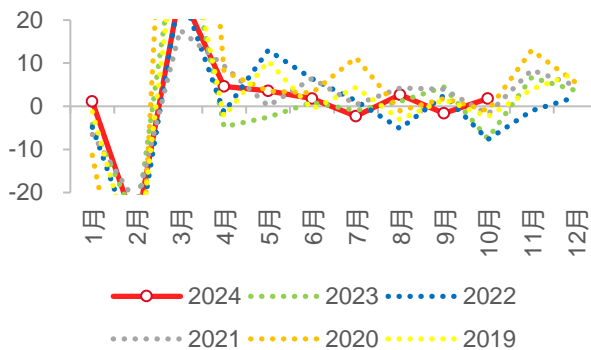
资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图2 美、欧、日制造业 PMI



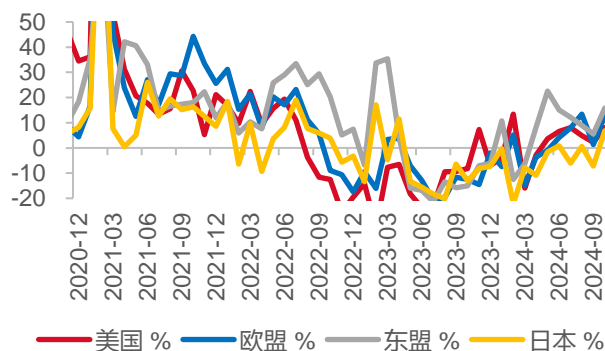
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 2019-2024 年出口环比季节性, %



资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图4 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %



资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图5 韩国出口当月同比, %



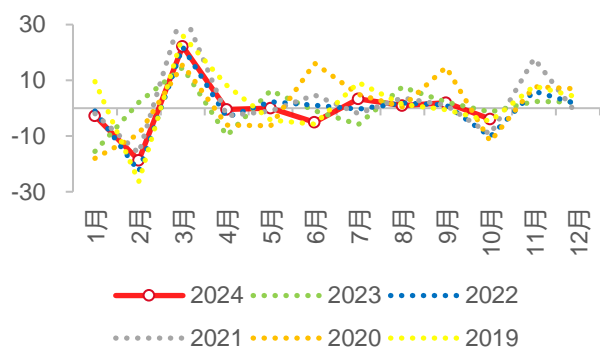
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 分产品出口金额增速及出口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2024-10	2024-09	环比变化	2024-10	2024-09	环比变化
未锻轧铝及铝材	31.2	20.1	11.0	31.1	19.2	11.9
通用机械设备	30.3	2.9	27.5			
钢材	24.4	11.3	13.1	40.8	25.9	14.9
家用电器	22.8	4.5	18.3	24.5	7.9	16.6
医疗仪器及器械	19.5	-4.6	24.1			
集成电路	17.7	6.3	11.4	14.3	13.7	0.6
自动数据处理设备及其零部件	15.7	4.2	11.5			
纺织纱线、织物及其制品	15.6	-3.4	19.0			
汽车零配件	14.7	-2.2	16.9			
船舶	13.5	113.8	-100.3	11.8	12.6	-0.8
水产品	8.8	1.3	7.5	14.4	11.7	2.7
塑料制品	8.6	-8.5	17.1			
粮食	8.0	-33.8	41.8	11.8	-36.2	47.9
稀土	7.1	-42.3	49.4	10.8	6.2	4.5
服装及衣着附件	6.8	-7.0	13.9			
音视频设备及其零件	6.1	-2.6	8.7			
液晶显示板	4.1	-8.4	12.5	16.7	7.2	9.6
汽车(包括底盘)	3.9	25.7	-21.3	11.1	22.7	-11.6
灯具、照明装置及其零件	3.7	-13.1	16.8			
玩具	3.1	-8.0	11.1			
家具及其零件	2.5	-12.3	14.8			
箱包及类似容器	0.4	-15.8	16.2	18.0	-0.6	18.6
中药材及中式成药	-0.5	-11.7	11.2	0.0	-12.8	12.8
手机	-0.7	-5.2	4.6	1.5	-2.6	4.1
鞋靴	-1.6	-14.1	12.5	8.6	-8.6	17.2
肥料	-7.4	-13.4	6.1	-4.7	-14.1	9.4
陶瓷产品	-14.3	-29.5	15.3	10.7	-11.6	22.3
成品油	-33.8	-18.7	-15.1	-23.4	-4.5	-18.9

资料来源：海关总署，东海证券研究所

图7 2019-2024 年进口环比季节性，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图8 历年 10 月进口环比增速，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图9 分产品进口金额增速及进口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2024-10	2024-09	环比变化	2024-10	2024-09	环比变化
空载重量超过2吨的飞机	109.9	47.9	62.0	85.7	40.0	45.7
自动数据处理设备及其零部件	51.5	72.5	-21.0			
天然及合成橡胶(包括胶乳)	33.7	23.6	10.1			
大豆	33.0	38.8	-5.8	56.8	59.0	-2.1
天然气	26.6	23.7	3.0	20.0	18.2	1.8
未锻轧铜及铜材	17.2	10.1	7.1	1.3	-0.4	1.6
煤及褐煤	15.6	8.9	6.7	28.5	12.9	15.6
医药材及药品	15.6	-1.6	7.2	6.1	22.9	-16.9
集成电路	10.3	11.0	-0.8	14.4	16.9	-2.5
铜矿砂及其精矿	6.7	19.7	-12.9	0.2	8.7	-8.5
纸浆	4.9	4.2	0.7	-12.5	-18.0	5.6
干鲜瓜果及坚果	3.0	17.9	-14.9	-0.5	0.6	-1.1
粮食	0.4	18.1	-17.7	2.5	24.9	-22.4
肉类(包括杂碎)	-1.6	-13.9	2.3	-1.6	-9.1	7.6
原木及锯材	-3.3	10.0	-13.3	-9.9	4.3	-14.2
液晶显示板	-4.7	-1.4	-3.2	10.6	1.6	9.0
初级形状的塑料	-5.1	-8.4	3.2	-7.2	-12.5	5.4
钢材	-6.5	-11.2	4.7	-19.7	-13.5	-6.2
成品油	-7.5	-1.2	-6.4	-4.7	7.0	-11.7
美容化妆品及洗护用品	-7.8	-9.0	1.2	-7.8	-11.3	3.5
汽车零配件	-8.7	-12.7	4.0			
二极管及类似半导体器件	-9.4	-2.0	-7.4	12.6	9.9	2.7
肥料	-10.8	2.9	-13.7	-5.9	12.7	-18.5
机床	-11.1	-10.1	-1.0	42.5	50.5	-8.0
铁矿砂及其精矿	-14.5	-8.0	-6.5	4.5	2.9	1.6
纺织纱线、织物及其制品	-16.7	-24.4	7.7			
原油	-24.9	-10.7	-14.1	-8.7	-0.6	-8.2
食用植物油	-34.7	-23.9	-10.8	-39.5	-31.5	-7.9
汽车(包括底盘)	-47.6	-18.9	-28.8	-45.2	-20.2	-24.9

资料来源：海关总署，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089