

宏观

证券研究报告
2024年11月08日

出口的持续性如何

10月出口强，短期或是因为受台风天气影响，部分商品滞后到10月才开始出口。

中长期来看，今年以来出口增速维持高位除美国等地区处于补库存阶段外，更重要的是新商品、新贸易目的地带来的份额提高。

往后来看，份额端优势延续叠加“抢出口”窗口期到来，出口或将进入一段高增长时期。

风险提示：出口变动超预期，地缘政治摩擦，海外经济超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

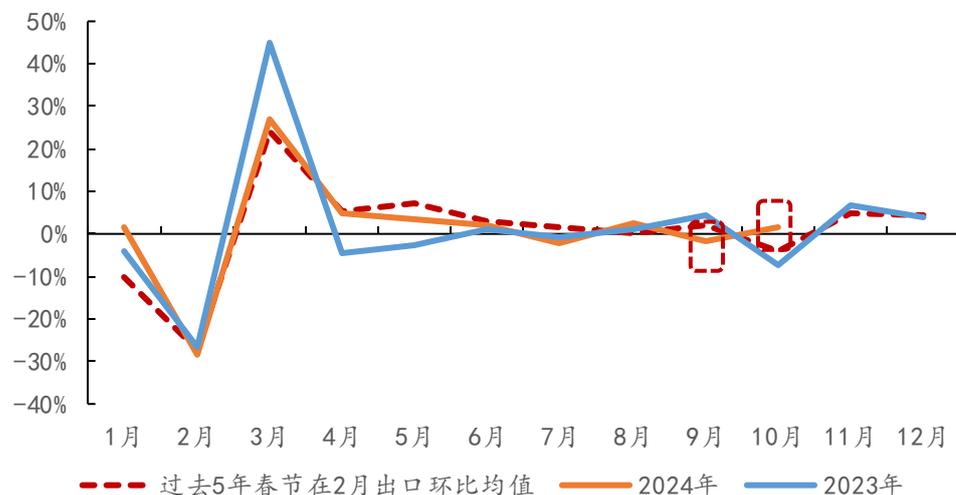
相关报告

- 《宏观报告：宏观-特朗普当选对 ESG 投资意味着什么？》 2024-11-07
- 《宏观报告：宏观报告-2024 美国大选点评》 2024-11-06
- 《宏观报告：宏观报告-美国反对美国》 2024-11-04

10月出口同比增长12.7%，前值2.4%，wind一致预期为5.1%；进口同比-2.3%，前值0.3%，wind一致预期为0%。

10月出口强，短期或是因为受台风天气影响，部分商品滞后到10月才开始出口。这造成了9月出口明显“回踩”以及10月出口的“跳高”。合计来看，9-10月出口同比增长7.4%，整体符合5-8月7.9%左右的出口增速水平。出口整体维持在较高增速区间。

图 1：出口环比超季节性（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

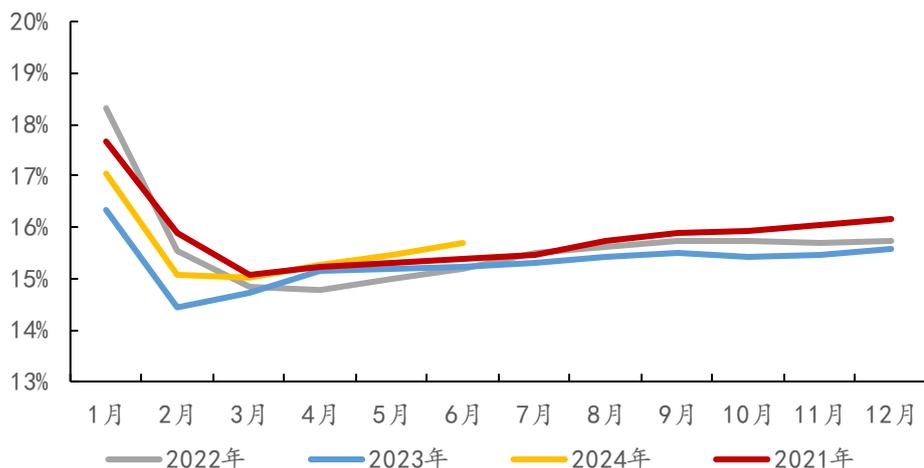
中长期来看，今年以来出口增速维持高位除美国等地区处于补库存阶段外，更重要的是新商品、新贸易目的地带来的份额提高。WTO口径下，今年上半年中国出口占73个样本国家和地区的份额上行至16.8%，超过过去三年同期水平。

从出口国别上看，一带一路等新兴市场是今年出口能够维持韧性的关键。1-10月中国对一带一路国家出口同比增长8%，对东盟出口同比增长12.5%，其占中国出口的比重相比于去年同期分别上行0.5、0.8个百分点。10月中国对东盟出口同比增速上行10.3个百分点至15.8%，拉动中国出口同比上涨2.4个百分点，也是10月出口回升的最主要因素。相对而言，今年1-10月，中国对美国、欧盟出口占总出口比重较去年同期分别回落0.5、0.3个百分点。

需要注意的是，10月出口增速走高或与“抢出口”并无关联。10月中国对美国出口同比增速上行5.9个百分点至8.1%，对美出口增速与中国整体出口增速并未表现出明显异常。9-10月对美出口环比整体也符合季节性特征。

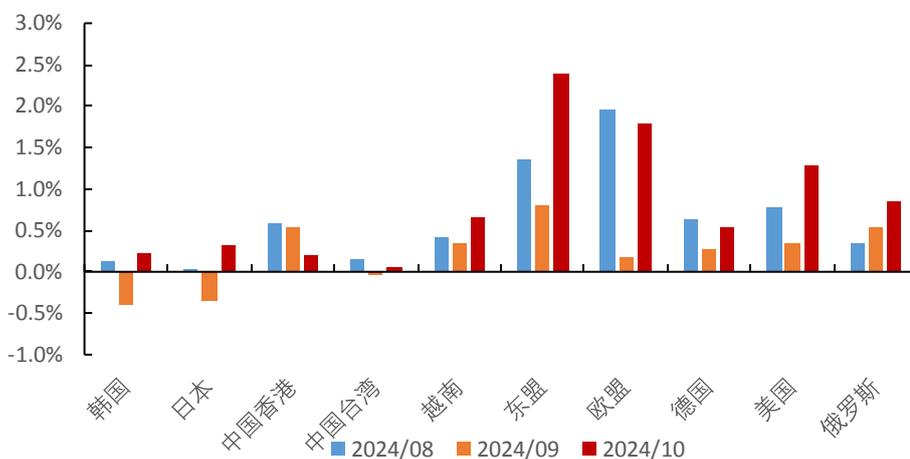
分商品类别来看，受益于产业升级，高新技术产品、机电产品对今年出口的支撑明显提高。1-10月出口累计同比增长5.1%，其中机电产品拉动出口同比增长4.05%，高新技术产品拉动出口同比增长1.17%，是今年出口维持韧性的主要支撑。其中，船舶、集成电路、汽车分别同比增长72.5%、19.6%、18.6%，拉动出口同比上行0.6、0.8、0.6个百分点。

图 2：中国出口商品份额（单位：%）



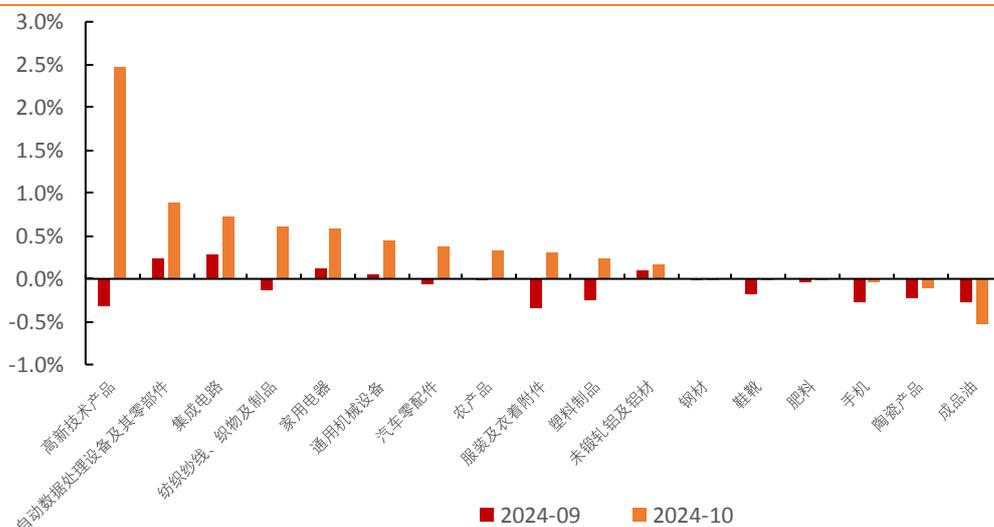
资料来源: WTO, 天风证券研究所

图 3: 中国出口的分国别拉动 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

图 4: 中国出口分商品拉动 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

往后来看，份额端优势延续叠加“抢出口”窗口期到来，出口或将进入一段高增长时期。

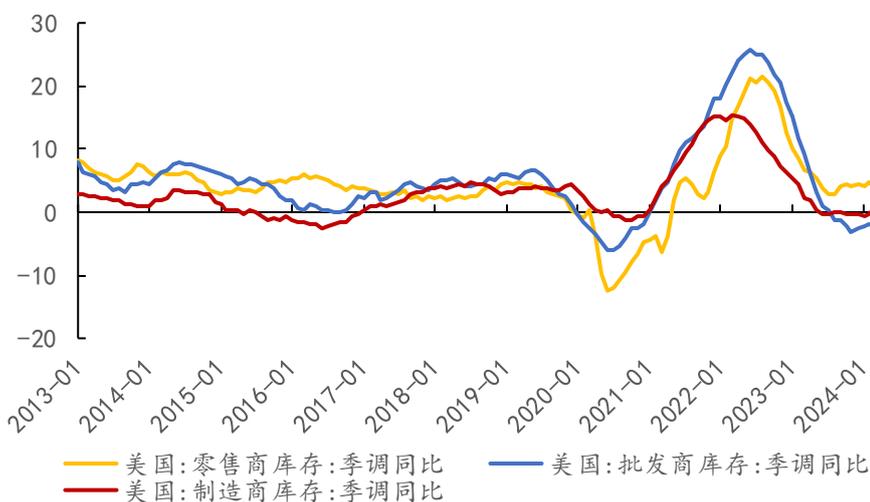
此前我们提及决定中国抢出口的关键一是确定性事件（如特朗普上任），二是美国真实的需求（详见《加关税与抢出口》，2024.08.09）。

11月6日，随着特朗普当选，市场对中美贸易摩擦的关注度明显升温。考虑到特朗普此前在竞选时期的表态¹，美国贸易商或在年末开始提前下单以避免未来可能提高的关税。

同时，美国经济表现并不弱。稳定4%左右的失业率和工资增速带动居民消费支出不变价环比折年率从一季度的1.9%持续上行至3.7%，其中商品支出环比折年率从年初的-1.2%上行至第三季度的6%。库存数据也显示，目前美国依旧处于稳定的补库存阶段。其中，服装、电器和电子设备等行业的库存相对较低，销售增速相对的较高，行业在抢出口阶段的表现或更强。

从这个角度看，后续中国的出口同比增速短期或维持高位。参考上一轮加征关税的经验，**出口承压的节点或在关税正式落地之后**。上一轮美国从启动调查（2017.08）到加征关税（2018.07）经历了11个月²，假设本轮特朗普从启动调查到加税的周期或缩短至6个月左右，这也意味着中国出口在明年上半年有望维持高韧性。

图 5：美国依旧处于补库存周期（单位：%）

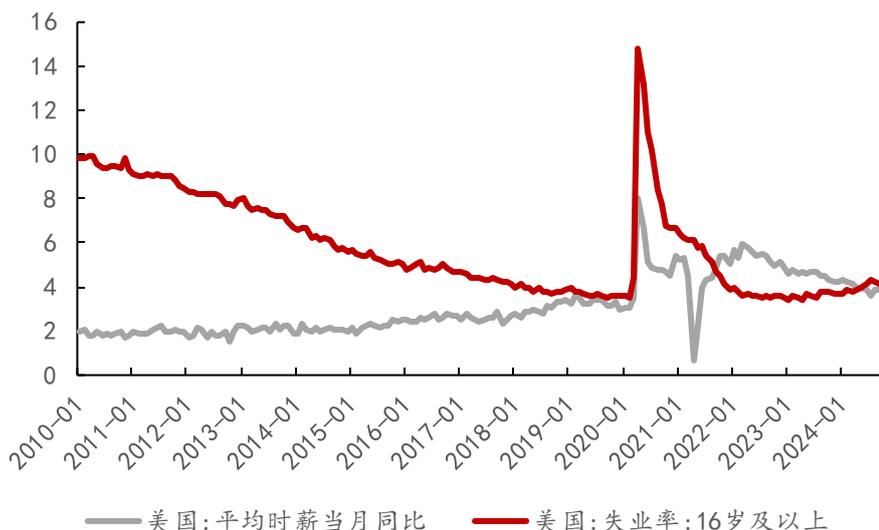


资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：美国失业率维持低位（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/M18yfy7sirmYa1IFGGkddA>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/55HMjYqGOxOtK-pejqKPDQ>



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

图 7: 美国分行业库存周期 (单位: %)

	批发商库存同比			批发商销售同比		
	8月	历史分位数	相比上月变动	8月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	2.8	36%	0.2	4.3	49%	0.8
耐用品:汽车及汽车零件和用品	9.6	63%	-2.6	5.0	49%	-0.6
耐用品:家具及家居摆设	-4.0	18%	1.6	-3.3	15%	-2.3
耐用品:木材及其他建材	2.0	32%	0.0	-1.6	26%	0.9
耐用品:专业及商业设备和用品	2.8	38%	1.1	4.4	58%	-2.0
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	8.4	72%	3.3	5.2	66%	-4.1
耐用品:金属及矿产,石油除外	-11.5	12%	1.0	-13.5	13%	-3.0
耐用品:电气和电子产品	-3.1	19%	1.3	15.6	91%	4.8
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	-2.5	14%	0.5	7.0	56%	-0.1
耐用品:机械设备和用品	11.3	75%	-0.5	0.5	33%	2.0
耐用品:杂项	-4.7	16%	1.5	0.2	38%	0.9
非耐用品	-3.0	10%	0.2	-1.7	19%	-4.1
非耐用品:纸及纸制品	-6.0	17%	1.1	0.2	44%	2.2
非耐用品:药品及杂品	9.4	72%	0.2	6.6	44%	-3.0
非耐用品:服装及服装面料	-12.8	10%	2.9	5.4	66%	0.3
非耐用品:食品及相关产品	-2.3	14%	-0.1	1.9	38%	-0.8
非耐用品:农产品原材料	-17.1	14%	4.5	-11.5	17%	-0.1
非耐用品:化学品及有关产品	-6.4	13%	2.5	-6.4	16%	-3.6
非耐用品:石油及石油产品	-12.8	11%	-3.3	-10.0	22%	-10.6
非耐用品:啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	-0.1	16%	1.0	0.5	16%	-1.1
非耐用品:杂项	-4.1	12%	-2.9	-5.6	8%	-4.9
除制造商分支销售总额	0.6	24%	0.2	1.1	29%	-1.8

资料来源: wind, 天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风证券可能会持有本报告中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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com