



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《11月关注“扩内需”与“抢出口”
的叠加改善》 - 2024.11.01

宏观研究

“抢出口”与价格竞争优势支撑出口韧性

● 核心观点

10月出口再次超预期增长，与全球经济景气度、出口领先指标有所背离，如10月全球制造业PMI为48.8%，与9月份持平，连续4个月徘徊在49%附近，全球经济景气度延续回落，或对全球贸易带来负面影响；10月韩国出口环比亦有所放缓，指向我国出口增速或存在放缓。之所以产生这种背离现象，我们理解，一方面因台风、美国东海岸码头工人合同到期谈判等偶发因素影响消退，企业出口的节奏延迟至10月；另一方面，我们理解，目前全球经济有所分化，日本、巴西、俄罗斯等国内通胀水平较高，我国出口商品价格竞争优势仍较为明显，支撑我国出口韧性。此外，圣诞节临近，欧美国家企业或存在提前囤货预售行为等，利好我国出口。

基于此分析，从国别视角分析，我们认为短期我国出口仍将保持韧性，预计11月我国出口增速或在12%左右。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；欧元区经济修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 10月出口超预期回升，相对价格竞争优势犹在.....	4
1.1 10月出口超预期增长，好于前值和季节性.....	4
1.2 我国对主要贸易伙伴出口均产生正向拉动作用.....	4
1.3 交通工具出口增速放缓，地产后周期产品、钢材和电子产品出口保持韧性，稀土出口呈现企稳回升迹象.....	8
2 10月进口增速超预期回落，农产品、机电产品和高新技术产品进口增速边际放缓.....	9
2.1 10月进口增速超预期回落.....	9
2.2 农产品、机电产品和高新技术产品进口增速环比均较明显放缓.....	9
3 展望：11月出口增速或在12%左右.....	10
风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 我国出口增速情况.....	4
图表 2: 2024 年 10 月出口增速好于季节性水平 (%)	4
图表 3: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区)	5
图表 4: 欧元区 20 国经济景气度情况.....	6
图表 5: 欧盟经济景气情况.....	6
图表 6: 俄罗斯通胀水平 (%)	7
图表 7: 俄罗斯工业生产 (%)	7
图表 8: 日元兑人民币.....	7
图表 9: 日本通胀处于阶段性高位.....	7
图表 10: 巴西经济增长情况 (%)	8
图表 11: 巴西通胀持续走高 (%)	8
图表 12: 我国进口增速情况.....	9
图表 13: 2024 年 10 月进口增速好于历史均值 (%)	9

1 10月出口超预期回升，相对价格竞争优势犹在

1.1 10月出口超预期增长，好于前值和季节性

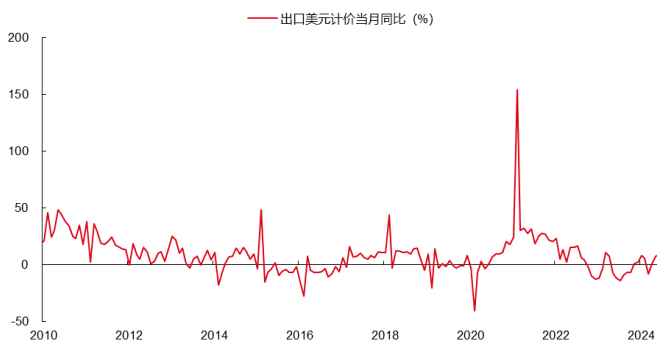
以美元计价，10月出口超预期增长，好于前值和季节性水平，环比亦明显走高。我们理解，一部分原因是9月份因极端天气、美国东海岸码头工人合同到期谈判等因素影响，企业出口的节奏或有所延迟，10月出口存在一定修复效应；另外，从国别视角来看，目前全球经济有所分化，日本、巴西、俄罗斯等国内通胀水平较高，我国出口商品价格竞争优势仍较为明显，支撑我国出口韧性。此外，圣诞节临近，欧美国家企业或存在提前囤货预售行为等，利好我国出口。

(1) 10月当月出口同比增长12.7%，较上月回升10.3pct，较wind一致预期5.14%高7.56pct，好于季节性，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值水平11.27%高1.43pct。考虑10月出口基数逐步上升，10月出口超预期边际改善，指向外需旺盛。

(2) 从环比增速来看，10月出口环比增长1.76%，较9月环比增速-1.57%上升3.33pct。

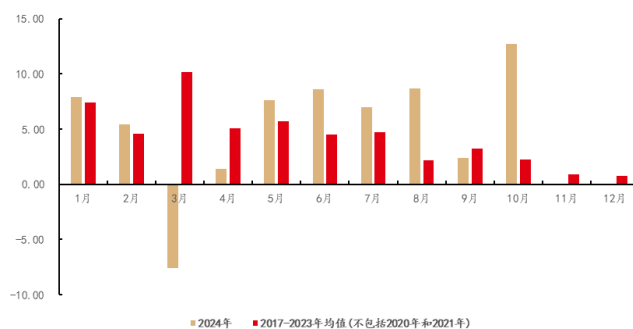
(3) 1-10月累计出口同比增长5.1%，较前值回升0.8pct。

图表1：我国出口增速情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：2024年10月出口增速好于季节性水平（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

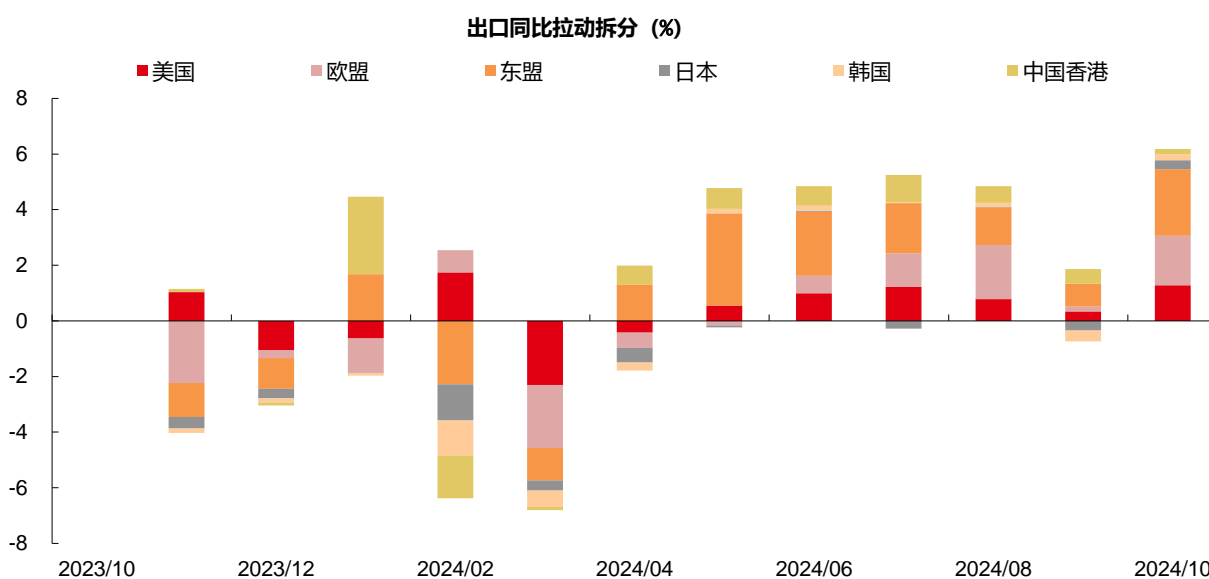
1.2 我国对主要贸易伙伴出口均产生正向拉动作用

(1) 从国别视角进行分析，10月我国对主要贸易伙伴出口均产生正向拉动作用，带动我国出口超预期增长。10月我国对东盟、欧盟、美国、俄罗斯、巴西、

日本、韩国、南非的出口对整体出口增速拉动作用依次为 2.39%、1.79%、1.28%、0.85%、0.41%、0.32%、0.21%、0.07%。

(2) 从拉动作用的边际变化来看，10 月我国对欧盟、东盟、美国、日本、韩国、俄罗斯、巴西、南非的出口对整体出口增速的拉动作用亦均呈现边际改善，拉动作用的边际变化分别为 1.61pct、1.57pct、0.94pct、0.66pct、0.61pct、0.31pct、0.26pct、0.1pct。

图表3：出口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

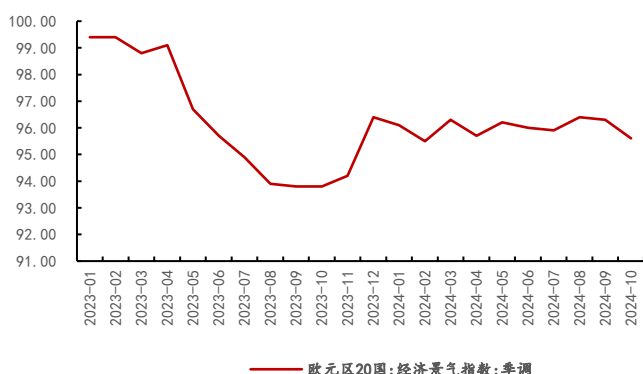
(3) 从国别视角分析，探究我国对主要贸易伙伴出口拉动作用边际变化原因：

我国对主要贸易伙伴出口拉动作用回暖的原因，除因台风等偶发因素影响外，亦存在国别视角下特别因素影响，对冲了全球经济景气度走弱对我国出口的负向影响。一是圣诞节节日效应带动，欧美等国家市场提前购置货物，应对节日效应带动下的需求回暖；二是美国大选存在较大不确定性，美国部分企业或存在“抢进口”行为，年内或将持续；三是俄罗斯国际关系紧张，叠加俄罗斯国内通胀处于较高水平，凸显我国出口商品价格优势，增强中俄贸易往来；四是巴西经济保持高景气度，通胀亦处于阶段性高位，我国对巴西出口商品的价格优势仍较为明显，年内我国对巴西出口有望保持韧性；五是韩国经济虽保持韧性，但韩国通胀回落明显，我国对韩国出口商品价格优势回落，年内我国对韩国出口或逐步放缓。

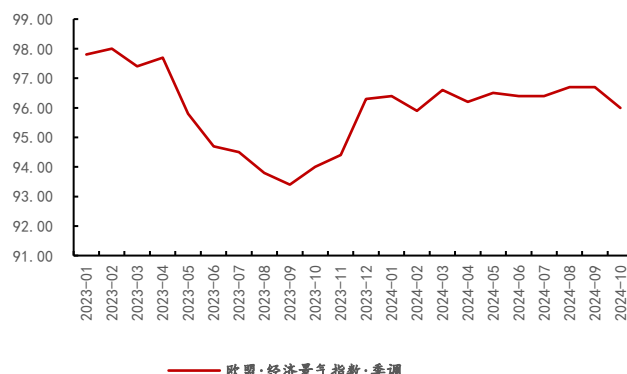
六是我国对日本出口保持韧性的原因亦是我国出口商品存在较为明显价格优势，且日本国内通胀小幅放缓，短期我国对日本出口仍将保持韧性。

第一，10月我国对欧盟出口拉动作用边际改善显著，或存在两方面原因：一是欧洲央行降息，提振市场信心，或抬升欧元区进口，但欧元区经济疲软态势尚未显著改善，这部分作用或相对较为有限。欧洲央行10月再次降息25bp。10月欧元区综合PMI终值50%，较初值上修0.3个百分点，创两个月新高；服务业PMI终值为51.6%，较初值51.2%上修0.4个百分点，亦为两个月新高，在一定程度上抵消了制造业PMI下滑产生的负面影响。但仍需注意，欧元区经济疲软态势并未显著改善，10月，欧盟经济景气指数为96，较9月下滑0.7，为年内次低点；欧元区20国经济景气指数96.6，较9月下降0.7，亦为年内次低点。因此，10月我国对欧盟出口的拉动作用虽较9月回升，但弱于8月份，或指向经济疲态在一定程度上影响进口，出口改善或主要因台风消退后的修复效应。二是不排除因圣诞节来临的拉动作用。

图表4：欧元区20国经济景气度情况



图表5：欧盟经济景气情况

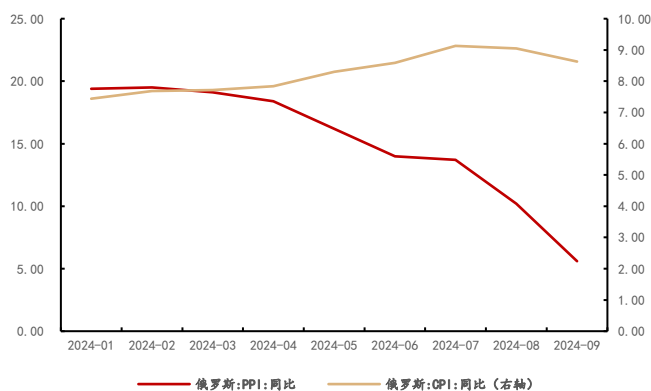


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

第二，我国对美国出口的拉动作用明显回升，创年内次高水平，或存在圣诞节来临的节日效应，美国进口季节性回暖，同时因美国大选存在较大不确定性，亦不能排除存在部分美国企业“抢进口”的行为，预计该影响在年内仍将持续。

第三，10月我国对俄罗斯出口的拉动作用回暖，一方面是因俄罗斯国际贸易存在外部扰动，中俄贸易往来有所增强；另一方面，俄罗斯国内价格水平较高，我国对俄罗斯出口的商品存在较为明显价格优势。9月俄罗斯CPI同比增速为8.63%，PPI同比为5.6%，虽然延续回落态势，但整体仍处于较高水平。10月俄罗斯制造业PMI为50.6%，处于荣枯线以上水平，显示经济仍保持较高景气度。

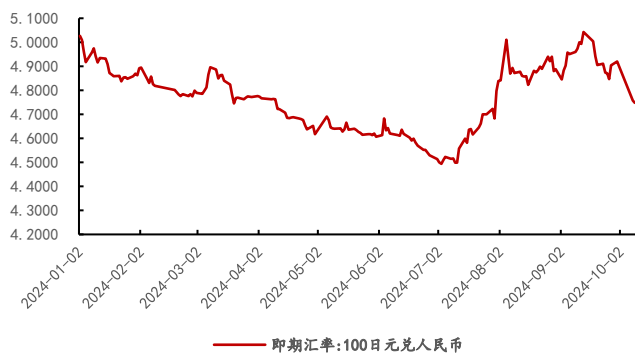
图表6: 俄罗斯通胀水平 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

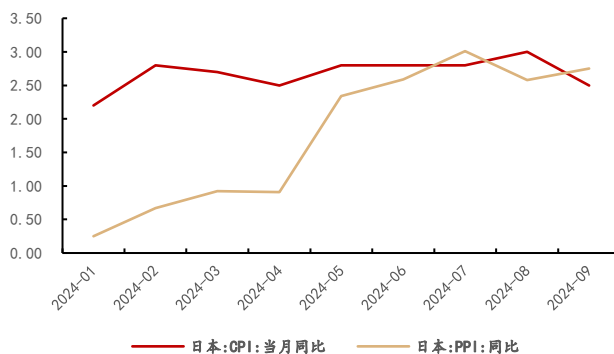
图表7: 俄罗斯工业生产 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

第四, 我国对日本出口的拉动作用为年内阶段性高点, 前期日元升值和日本国内通胀走高应是主要原因。10月我国对日本出口的拉动作用为0.32%, 为年内阶段性高点。我们理解, 日本通胀维持阶段性高位, 我国出口商品相对日本本土生产商品的价格优势有所凸显, 应是当前我国对出口走高的主要原因。10月日本东京整体消费者物价指数同比上涨1.8%, 虽低于9月2.2%水平, 但仍高于预期值1.7%, 日本国内通胀仍保持阶段性高位。

图表8: 日元兑人民币


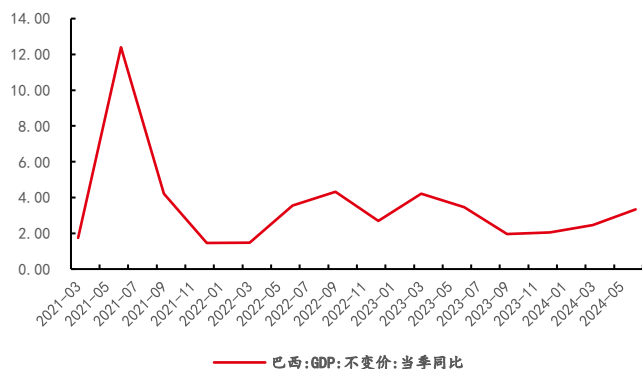
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表9: 日本通胀处于阶段性高位


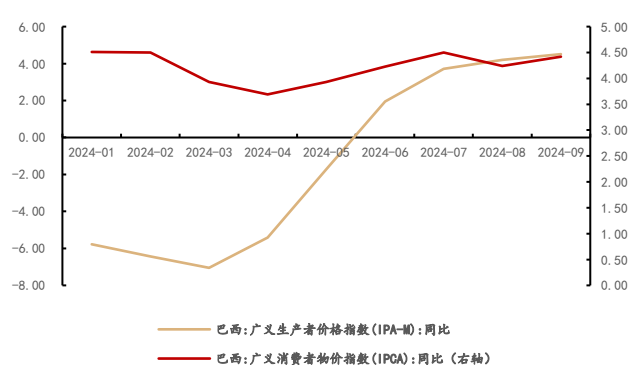
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

第五, 10月我国对巴西的出口拉动作用为0.41%, 较前值回升0.26%, 但低于8月的0.84%, 说明10月我国对巴西的出口拉动作用边际改善或主要源自于台风等偶发因素消退的影响, 而我国对巴西出口保持较高景气度的原因应仍是巴西经济保持较高韧性, 同时巴西国内通胀处于阶段性高位, 我国出口产品相对巴西本土生产的产品具有相对价格优势。年内, 我国对巴西出口有望延续高景气度。

(1) 9月巴西广义消费者物价指数同比增速4.42%，较8月上涨0.18pct；巴西广义生产者价格指数同比增速为4.51%，较8月上升0.31pct。我国PPI同比增速仍处于负增长区间，我国出口商品价格与巴西本土生产商品价格存在较为明显价格优势。(2) 10月，国际货币基金组织（IMF）将今年巴西经济增长预期从2.1%上调至3%，显示巴西经济保持高景气度，利好我国对巴西出口。

图表10：巴西经济增长情况（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：巴西通胀持续走高（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 交通工具出口增速放缓，地产后周期产品、钢材和电子产品出口保持韧性，稀土出口呈现企稳回升迹象

(1) 高新技术产品、机电产品和服装及衣着附件出口均维持正增长，环比明显回升。

10月，高新技术产品、机电产品、服装及衣着附件当月出口同比增速分别为9.08%、13.74%和6.84%，较前值变动分别为10.22pct、10.77pct和13.89pct。

(2) 从重点产品来看，交通运输工具出口增速放缓；集成电路、液晶平板显示模组出口增速保持了一定韧性，亦呈现边际回暖迹象；地产后周期产品出口增速明显回升；劳动密集型产品出口增速边际回暖；钢材出口增速保持高增，稀土出口亦呈现企稳回升态势。

一是地产后周期产品出口增速均呈现明显回升。10月家具、家电、灯具同比增速分别为2.51%、22.82%和3.67%，较上月同比增速变动分别为14.84pct、18.34pct和16.76pct。

二是集成电路、液晶平板显示模组出口增速保持了一定韧性，均呈现边际回暖。10月手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口同比增

速-0.68%、6.07%、17.7%、4.11%，较上月分别变动4.55pct、8.69pct、11.39pct、12.5pct。

三是交通运输工具出口增速有所放缓。10月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为3.93%、14.74%和13.49%，较上月分别变动-21.77pct、16.95pct和-100.34pct。

四是劳动密集型产品出口增速边际回暖。10月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速-8.48%、-15.8%、-3.37%、-7.05%，较上月变动分别为-9.64pct、-4.01pct、-6.86pct、-2.63pct，均呈现环比放缓迹象。

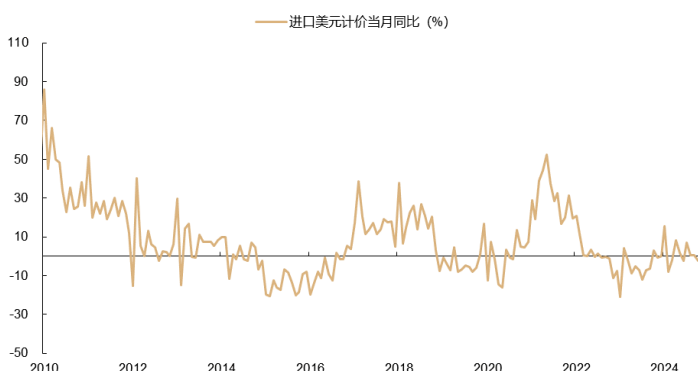
五是钢材、未锻轧铝及铝材出口保持高速增长，10月出口增速分别为24.39%和31.17%；稀土出口金额出现止跌企稳信号，10月稀土出口金额同比增长7.09%，增速由负转正，环比增长31.3%。

2 10月进口增速超预期回落，农产品、机电产品和高新技术产品进口增速边际放缓

2.1 10月进口增速超预期回落

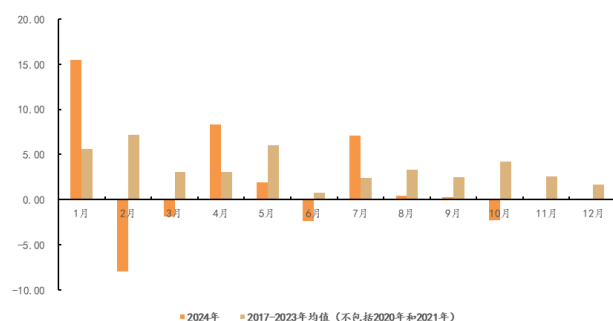
以美元计价，10月当月进口同比增速-2.3%，较前值回落2.6pct，弱于预期，较wind一致预期0.02%低2.32pct，亦弱于季节性，较近五年同期均值水平4.19%低6.49pct。1-10月累计进口同比增速2.8%，较上月回升0.7pct。

图表12：我国进口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表13：2024年10月进口增速好于历史均值（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 农产品、机电产品和高新技术产品进口增速环比均较明显放缓

(1) 10月农产品进口同比增速-4.91%，较9月进口增速回落8.24pct，其中，肉类（包括杂碎）、粮食、大豆进口增速均边际放缓，进口同比增速分别为-1.59%、0.43%和33%，较9月变动分别为12.27pct、-17.7pct和-5.83pct。

(2) 10月机电产品进口同比2.38%，较9月进口增速回落2.53pct，其中，自动数据处理设备及其他零部件、集成电路、汽车（包括底盘）进口同比增速分别为51.54%、10.26%、-47.64%，较9月进口同比增速分别变动-20.97pct、-0.76pct、-28.78pct。

(3) 10月高新技术产品进口增长8.76%，较9月进口增速回落1.07pct。

3 展望：11月出口增速或在12%左右

10月出口再次超预期增长，与全球经济景气度、出口领先指标有所背离，如10月全球制造业PMI为48.8%，与9月份持平，连续4个月徘徊在49%附近，全球经济景气度延续回落，或对全球贸易带来负面影响；10月韩国出口环比亦有所放缓，指向我国出口增速或存在放缓。之所以产生这种现象，我们理解，一方面因台风、美国东海岸码头工人合同到期谈判等偶发因素影响消退，企业出口的节奏延迟至10月；另一方面，我们理解，目前全球经济有所分化，日本、巴西、俄罗斯等国内通胀水平较高，我国出口商品价格竞争优势仍较为明显，支撑我国出口韧性。此外，圣诞节临近，欧美国家企业或存在提前囤货预售行为等。基于此分析，从国别视角展望，我们认为短期我国出口仍将保持韧性，预计11月我国出口增速或在12%左右。

第一，我国对美国出口的拉动作用或保持韧性。11月美国大选落下帷幕，特朗普当选新一届美国总统，根据特朗普竞选的对华贸易主张以及其上一任期的对华贸易政策，中美贸易摩擦风险有所抬升。在其正式宣誓就职前，我国企业或存在“抢出口”的行为，进而导致出口短期或有回升。

第二，我国对欧盟出口的拉动作用或边际放缓。考虑欧盟经济疲弱态势尚未改善，10月我国对欧盟出口拉动作用环比回升，或主要源自于台风等偶发因素消退后的修复。短期欧元区经济不确定性仍高，我国对欧盟出口的拉动作用或边际放缓。

第三，我国对俄罗斯出口的拉动作用或有所走弱。短期俄罗斯国际贸易的外部扰动并未消退，俄罗斯国内通胀处于较高水平，预计我国对俄罗斯出口保持一定韧性。但考虑 2023 年 11 月和 12 月我国对俄罗斯出口水平有所抬升，或因基数走高原因，11 月我国对俄罗斯出口的拉动作用或有所放缓。

第四，我国对巴西出口的拉动作用或保持韧性。鉴于短期巴西经济韧性和通胀并未发生显著的趋势性反转，或对我国出口仍产生积极拉动作用。考虑基数小幅走高，拉动作用或小幅回落。

第五，我国对日本出口的拉动作用或延续韧性。短期日本经济稳健修复，日本国内通胀维持阶段性高位，我国对日本出口或维持韧性。

第六，我国对韩国的出口的拉动作用或小幅放缓。韩国通胀已经较为明显回落，我国出口商品相对韩国本土商品的价格优势有所弱化，虽然韩国经济保持韧性，但我国对韩国出口的拉动作用或小幅放缓。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；欧元区经济修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048