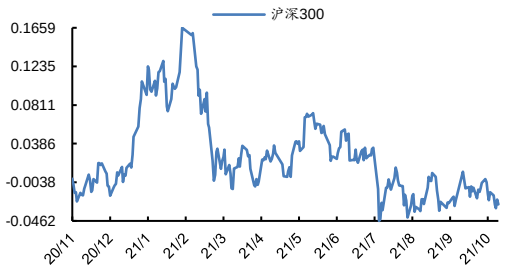
研究所
证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人 : 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

四季度出口或持续景气

——10 月贸易数据点评

最近一年走势



相关报告

《——11 月美联储议息会议点评：Taper 靴子落地 *樊磊》——2021-11-04

《——10 月 PMI 数据点评：工业部门或已经走过“滞胀”的至暗时刻 *樊磊》——2021-10-31

《—— 9 月工业企业利润数据点评：利润增速延续下行趋势，上下游分化减弱 *樊磊》——2021-10-29

《——9 月财政数据点评：财政支出的积极性回升有限 *樊磊》——2021-10-24

《—— 2021 年三季度经济数据及近期政策点评：供给约束限制政策宽松 *樊磊》——2021-10-20

事件：

11 月 7 日，海关总署公布 10 月份中国以美元计价的货物贸易出口、进口增速分别为 27.1%（前值 28.1%）和 20.6%（前值 17.6%），出口继续超出市场一致预期。航运状况的边际改善可能仍是出口金额创新高的主要支撑，从目前订单和库存的情况来看，四季度出口景气程度可能仍然较高。

投资要点：

■ **出口金额季调之后创出新高**

从经过季节调整的数据来看，中国的出口从今年 1-2 月份以来就在单月 2600-2800 亿美元的平台上下震荡，9 月出口数据经季调甚至超出了这个上限，达到了将近 2900 亿美元的水平，10 月份进一步超出了 2900 亿美元的水平。

出口的持续改善或仍与航运的边际改善有关。无论是从美欧的 PMI 来看，还是从我们了解的一些企业订单的情况来看，全球货物产品的需求从今年二季度中后期就逐步见顶回落，这意味着出口偏强或不能完全从需求端来解释。德尔塔疫情从夏季以来的肆虐导致东南亚一些国家订单重新转移到中国，但是 9-10 月份以后东南亚国家的新增确诊病例已经明显下滑，胡志明等城市 10 月以来已经开始着手复工复产，海外供给恶化对 10 月中国出口继续增长的解释力度也在下降。从近期集装箱货运价格的情况来看，自九月以来没有再出现明显的大幅上涨，似乎显示航运供给的改善是支撑出口偏强的主要解释——也符合我们此前的评论中国出口近期最大的瓶颈是航运（《8 月贸易数据点评》）。从微观的一些反馈来看，外贸公司和货代反映航运最差的时候似乎已经过去，10 月物流的状况虽然仍然紧张但是较 9 月初有一定好转。

因为物流问题海外进口商普遍提前下单，市场上存在圣诞节订单提前可能导致四季度出口转弱的观点。微观层面确实有圣诞节订单提前的现象，但是从目前港口繁忙的程度和出口的数据来看，这一现象的影响可能比较有限——难以显著影响出口数据。

从出口的品类来看，考虑了基数效应之后无论是劳动密集型产品还

是高科技机电产品都保持不错的增长。从国别的情况来看，对美、欧以及部分新兴市场国家出口的高增长是出口偏强的主要原因。

■ **进口增速持续下滑**

经季节调整以后的 10 月进口环比略有一些下滑，但是整体而言，并没有脱离今年 3 月以来 2200 亿-2300 亿/月的平台，进口环比增速的趋势出现一定负增长，与国内需求放缓保持一致。

从进口量来看，铁矿石、原油、粗铜等大宗商品的进口已经跌到了 2019 年同期的水平以下，与国内投资疲软保持一致；10 月高科技产品进口剔除基数效应也较 9 月略有下降。

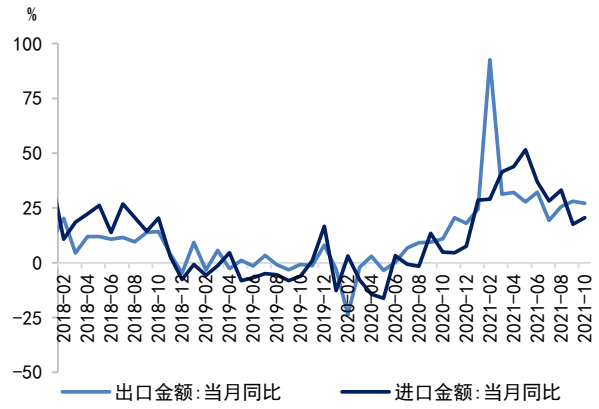
■ **出口的拐点仍有望在明年上半年出现**

考虑到此前积压的货物和订单仍在消耗之中，我们有理由相信当前出口的规模超出了需求和生产基本面所支撑的水平。当然，由于近期限电限产的影响，生产受限可能也导致了存货的下降，这就使得我们的判断变得更加困难一些——特别是 11 月份以来限电限产的影响有所缓解，可能导致生产在此后有一定回升，存在存货重新上升的可能。当然也存在存货持续下降，直到供给进一步好转，存货才重新上升的可能。

但是从限电限产前出现的航运改善和存货下行的情况来推断，真实的需求和产出应该是弱于当前出口金额所支撑的水平的。在疫苗注射不断推广和新冠药物研发持续取得新突破的背景下，考虑到疫情逐步好转下全球商品需求逐步向服务需求转化的大趋势，以及包括东南亚国家在内的其它国家复工复产的逐步推进，我们仍然倾向于认为中国出口金额经季调会在明年一季度或上半年某个时点开始下滑——第一波冲击是库存出口结束，第二波冲击是订单下行的压力逐步显现。当然，从目前企业的反馈，特别是当前出口主力大企业的反馈来看，订单虽然较需求景气程度最高时期有所下滑，但是企业普遍并不担心——新签订单和在手订单仍然比较充裕。这意味着明年出口需求的下行可能是个比较缓慢的过程。

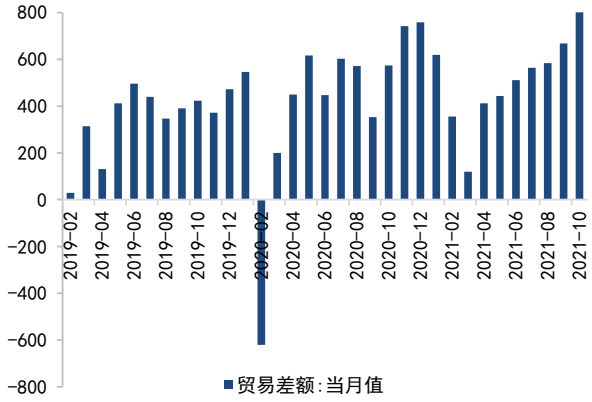
■ **风险提示**：海外经济低于预期，政策低于预期，国内外疫情恶化

图 1：进出口同比增速



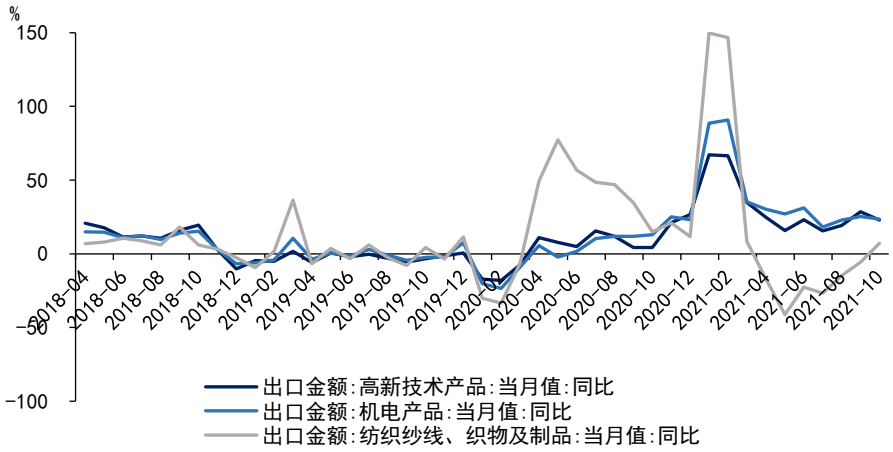
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：当月贸易差额（亿美元）



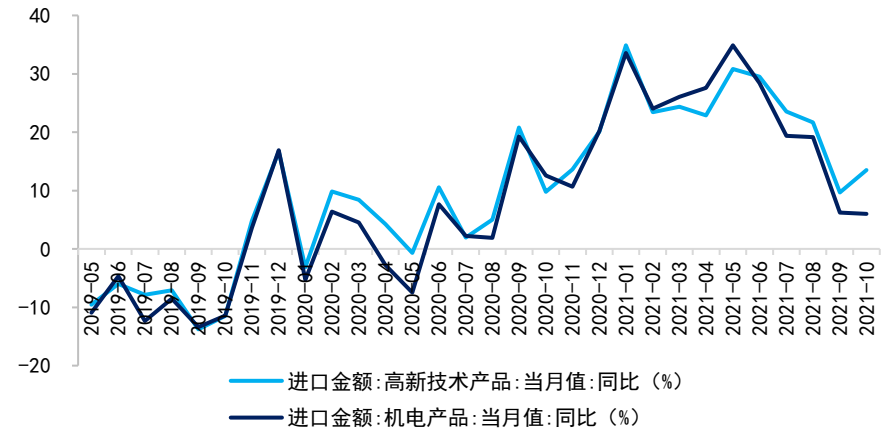
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：主要出口商品同比增速



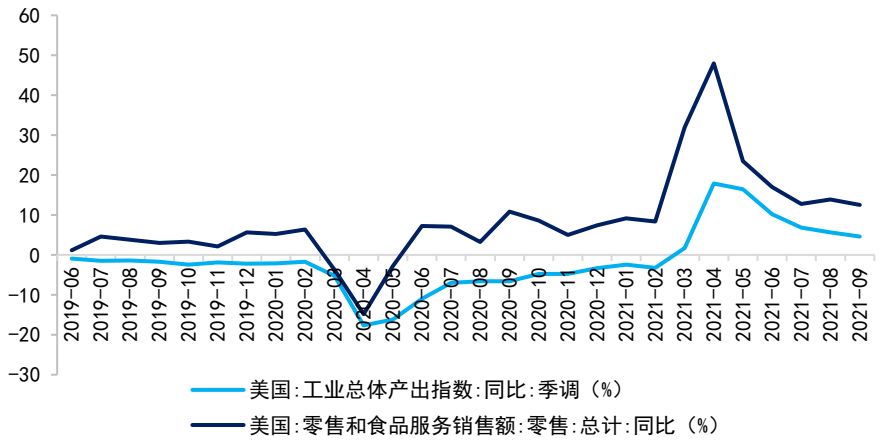
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：主要进口商品同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：美国工业与零售增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

【宏观经济小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。
方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29099