

11月中国宏观数据点评—— 出口韧性仍强，但贸易顺差将 逐渐收窄

出口韧性仍强，进口增速加快。11月，出口（美元计）同比增长22.0%，高于市场预期（20.3%），出口两年年均增速从10月的18.7%升至11月的21.2%，增速进一步的上升显示中国出口的韧性仍在。11月，进口（美元计）同比增长31.7%，显著高于市场预期的21.5%，进口两年年均增速从10月的12.4%升至11月的17.4%，进口增速明显加快。

全球生产恢复的驱动下，中国出口展现韧性。从全球来看，多数G20经济体（除墨西哥外）制造业PMI在最近两个月处于扩张区间，显示出生产恢复向好，因此带动了中国11月出口的持续增长。海外补库存趋势，将带动中国出口持续增长。正如我们在[2022年宏观经济展望](#)中所讲，以美国为代表的发达市场将重建库存，我们预计至少需要两年时间才能使接近历史低点的库存销售比恢复至趋势水平。因此我们认为，海外低库存压力所导致的补库存趋势，将成为推动中国出口向好的持续性因素。

除了出口的拉动，投资带动的结构性需求缺口将推动进口增速继续上升。在出口持续增长的预期下，进口也会保持增长，尤其是与制造业生产相关联的大宗商品和工业设备。此外，我们在[2022年宏观经济展望](#)中预计，国内固定资产投资在2022年将回升，尤其是与绿色经济和高端制造相关的基建投资，这将带动有关原材料和设备的进口，因此进口仍将保持持续增长。

贸易顺差从高位小幅回落，人民币对美元升值动力将逐渐减弱。11月，受进口回升的影响，贸易差额从前期的单月历史最高值（845.4亿美元）降至717.2亿美元，低于市场预期（836.0美元）。今年1-10月，贸易顺差持续扩大，成为推动人民币升值的动力。但随着明年基建投资的回升、进口继续增长，贸易顺差将有所收窄，叠加服务贸易逆差恢复走阔的因素，人民币对美元的升值动力将继续减弱。

发达市场补库存、新兴市场“复工”，中国对主要目的地的出口增速出现整体上升。11月，就两年年均增速而言，中国对南美（33.8%）、美国（24.0%）、韩国（23.4%）、欧盟（20.4%）、东盟（16.0%）的出口保持较高增速，较前期分别回升7.9、1.4、4.9、4.6、3.5个百分点。其中，发达市场补库存趋势带动了中国对其

林琰

 宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

 宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年12月08日

主要数据 (%)	11月		10月	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
出口 (美元计)	22.0	21.2*	27.1	18.7*
进口 (美元计)	31.7	17.4*	20.6	12.4*

注：*为浦银国际计算

资料来源：海关总署，浦银国际

相关报告：

[《2022年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#)（2021-12-03）

[《10月中国宏观数据点评——出口增速边际加快，贸易顺差创单月历史新高》](#)（2021-11-08）


扫码关注浦银国际研究

出口走强；因疫情缓解，新兴市场生产明显恢复，9-11月制造业PMI维持扩张区间，成为中国对其出口上升的主要原因。

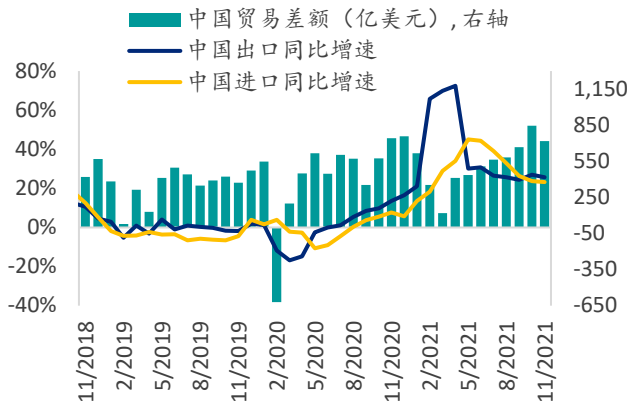
主要消费品出口增速探顶，出口额边际回落。11月，主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）出口的两年年均增速为17.1%，较前期增长0.3个百分点，增幅较前期（4.8个百分点）有明显下降。就两年年均增速而言，鞋类和玩具出口较前期分别回升1.3和9.8个百分点，服装和家具出口较前期分别下降0.9和2.7个百分点。11月，主要消费品的出口额已从10月的324.2亿美元降至317.0亿美元，与我们在[《10月中国宏观数据点评——出口增速边际加快，贸易顺差创单月历史新高》](#)预测的相一致：考虑到今年三季度消费品出口额显著高于以往同期，叠加四季度出口的周期性下降，今年年末消费品的出口增速将有所放缓，但出口增速的绝对值仍将保持较高水平。

高技术产品和电子产品的出口增速上升。11月，高技术产品出口的两年年均增速为17.6%，较前期上升4.4个百分点，增速为今年5月以来新高。11月，液晶显示板的两年年均增速为22.5%，较前期上升4.8个百分点，增速为今年年内最高值。11月，手机的出口额（165.4亿美元）有较大幅度上升，为今年年内最高值。就两年年均增速而言，手机出口结束3个月的负增长，增速反弹至11月的1.8%，较前期增长7.2个百分点。电子产品的出口增速回升，大概率受益于原材料供应得到改善。11月，集成电路进口量的两年年均增速则从前期的9.8%回升至11月的10.3%，同比增速为2.8%。集成电路的供应改善，一定程度受益于新兴市场“复工”的影响，尤其是东南亚芯片封测产业链的情况改善。

欧洲疫情抬头，叠加变种病毒Omicron的出现，防疫物资出口仍有上行空间。11月，防疫物资出口环比显著上升：用于制造口罩的纺织制品出口达132.5亿美元，环比增长6.0%；医疗仪器及器械出口为19.1亿美元，环比增长8.7%。11月，欧洲多国放松疫情管控后，新增确诊病例出现较大幅度上升。此外，新变种病毒Omicron的高传染性也增加了防疫物资的需求。因此，我们预计，防疫物资短期仍将保持高出口额。

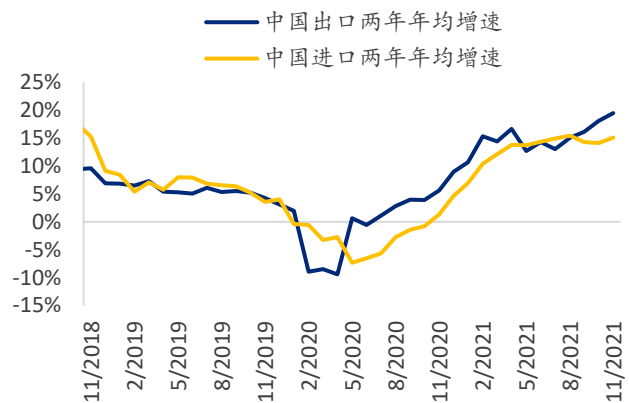
11月，从进口结构来看，大宗商品和工业设备进口回升。就两年年均增速而言，大宗商品11月的进口量增速出现整体回升，其中，铜矿石（3.8个百分点）、原油（4.5个百分点）、铁矿石（8.3个百分点）较前期有不同程度的回升，而煤炭（27.5个百分点）的上升幅度最大，11月的两年年均增速达到29.9%，同比增速达到198.1%。11月，机床进口量的两年年均增速维持37.1%的较高水平，较前期回落1.8个百分点。考虑到目前中国的煤炭存量仍较低，叠加制造业生产向好的因素，国内需求将继续拉动大宗商品和工业设备的进口。

图表 1: 中国进口和出口的同比增速与贸易差额



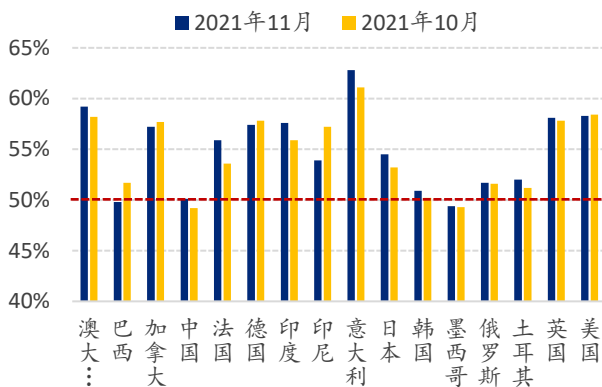
注: 同比增速为 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 2: 中国进口和出口两年年均增速



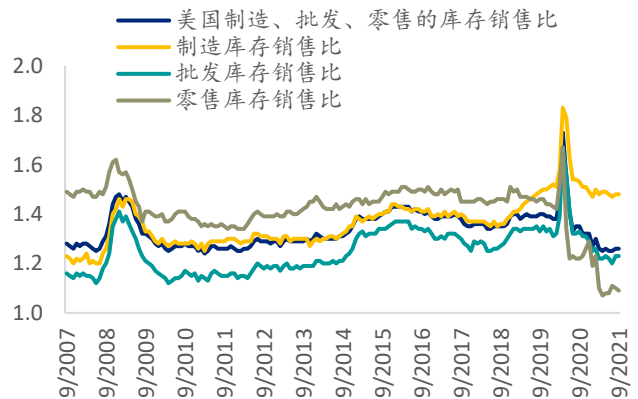
注: 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 3: 多数 G20 经济体的制造业 PMI 在最近两个月维持在扩张区间



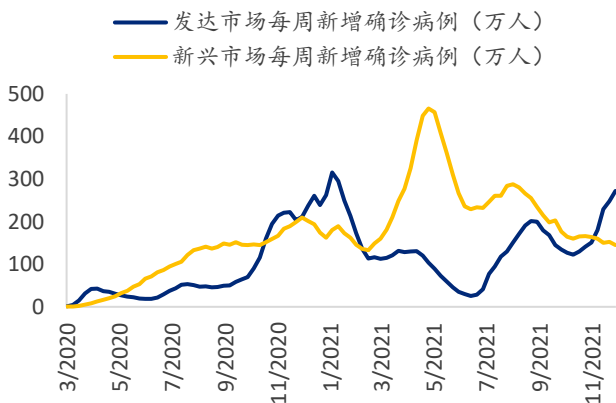
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 以美国为例, 目前的库存销售比处于历史低位



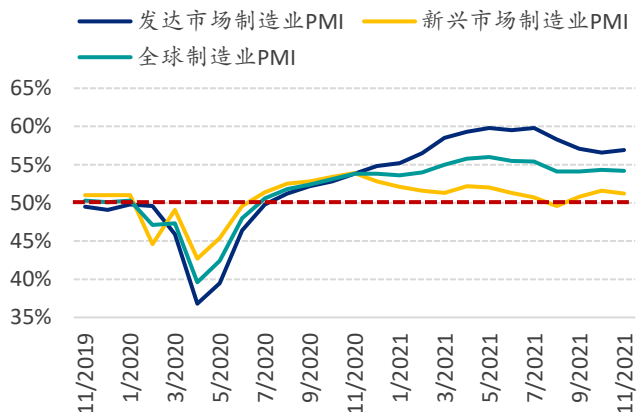
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 新兴市场的疫情出现缓解, 每周新增确诊病例数有所回落



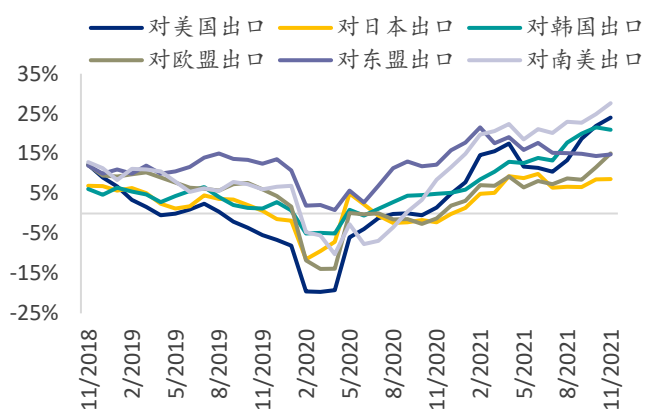
注: 截至 2021 年 12 月 5 日
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 6: 今年 9-11 月, 新兴市场制造业 PMI 维持在扩张区间



资料来源: Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

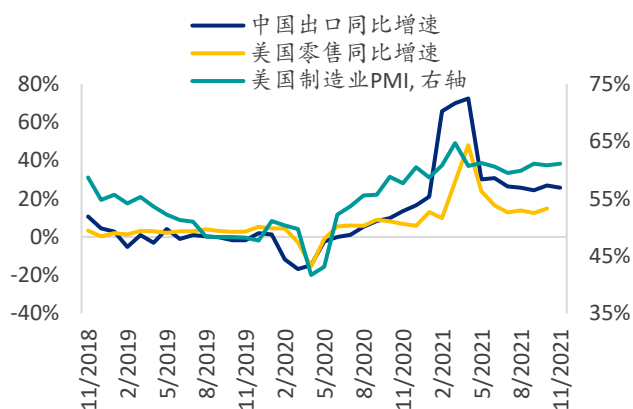
图表 7: 中国出口至主要目的地两年年均增速整体上升



注: 3个月移动平均

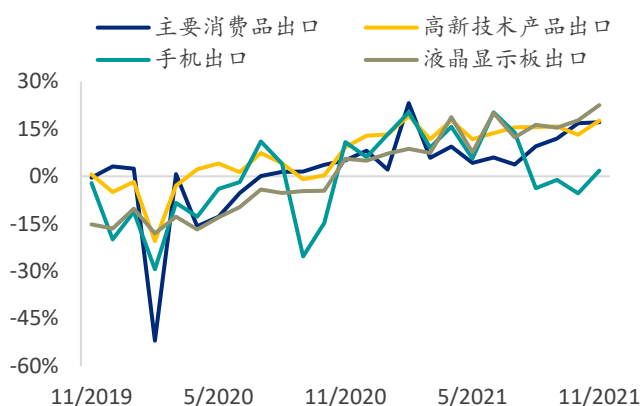
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 8: 美国经济持续复苏将带动中国出口维持高速增长



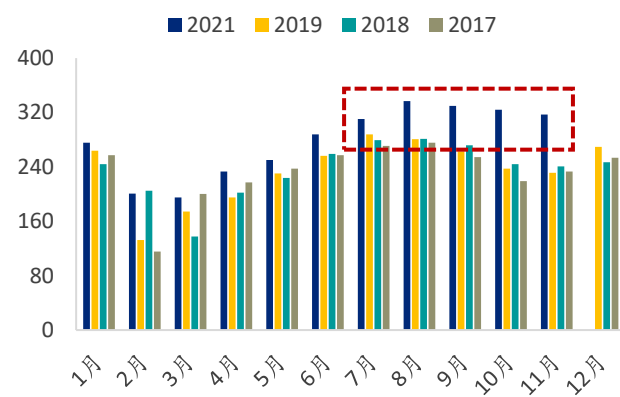
资料来源: CEIC, Macrobond, 浦银国际

图表 9: 主要消费品出口增速探顶, 高技术产品和电子产品的出口增速上升



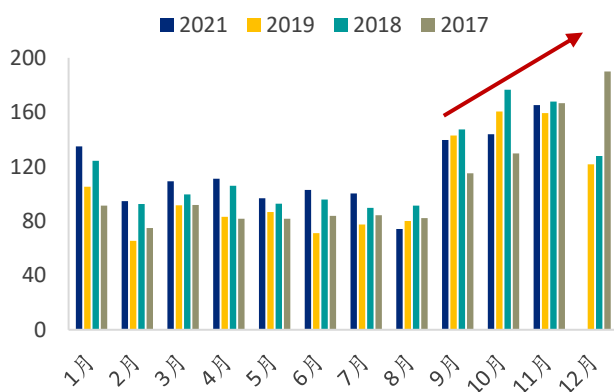
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 10: 消费品出口额(亿美元)历史趋势比较



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 手机出口额(亿美元)历史趋势比较



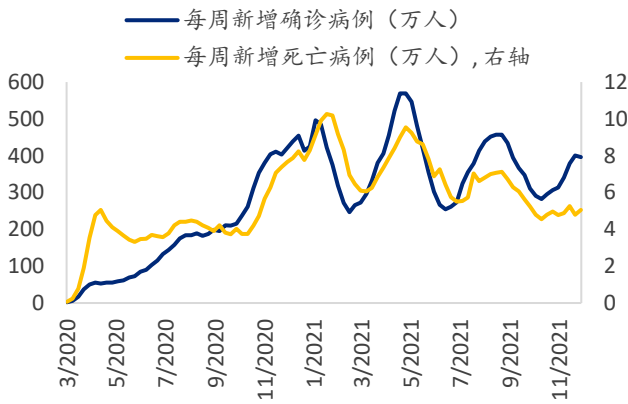
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 2021年11月主要消费品和电子产品出口的两年年均增速和同比增速

单位: %	两年年均增速	同比增速
服装	12.8%	22.8%
鞋类	14.2%	43.6%
玩具	33.5%	18.8%
家具	20.3%	1.9%
高新技术产品	17.6%	14.2%
手机	1.8%	-19.7%
液晶显示板	22.5%	25.5%

资料来源: CEIC, 浦银国际

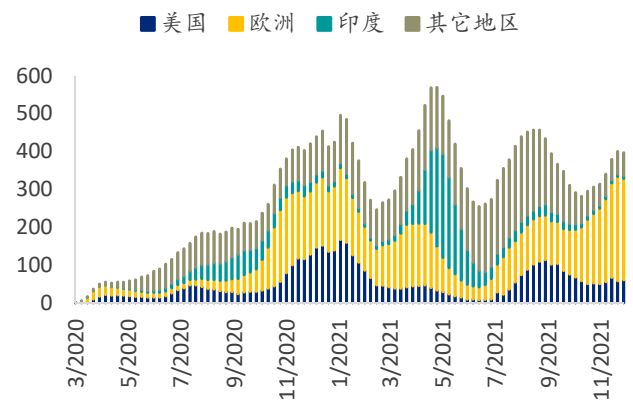
图表 13: 全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况



注: 截至 2021 年 12 月 5 日

资料来源: Macrobond, 浦银国际

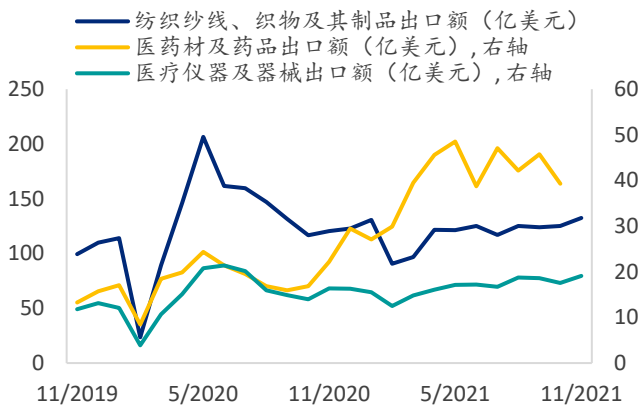
图表 14: 全球主要地区每周新增新冠确诊病例情况



注: 截至 2021 年 12 月 5 日

资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 15: 防疫物资出口将维持高位



资料来源: CEIC, 浦银国际

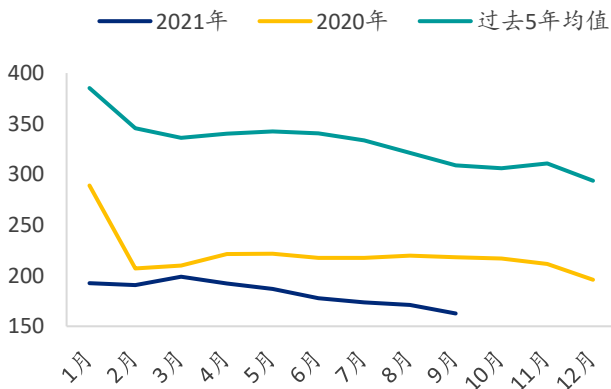
图表 16: 2021 年 11 月大宗商品和工业设备进口量的两年年均增速和同比增速

单位: %	两年年均增速	同比增速
原油	-4.4%	-7.9%
煤炭	29.9%	198.1%
铁矿石	7.6%	6.9%
铜矿石	0.7%	19.5%
机床	37.1%	-71.0%
集成电路	10.3%	2.8%
自动数据处理设备	-4.8%	-7.4%

注: 自动数据处理设备为 10 月数据

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 中国煤炭存量 (亿吨)



资料来源: World Bank, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

