信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

中国出口形势的扭转与机遇
——2024 年出口展望

2024 年 1 月 9 日

解运亮　宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　　箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮　宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥　宏观研究助理
邮　箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

中国出口形势的扭转与机遇

——2024年出口展望

2024年1月9日

- **去年出口压力大，但出现边际企稳。**去年我国出口跌幅较大主要与几点因素有关。一是美国处于库存去化阶段；二是海外多国仍在加息，政策利率偏高，制造业景气度下滑；三是全球价格回落，制成品出口价格下行压力也较大。综上，在去库存、加息和价格回落三重压力叠加之下，去年我国对外出口金额同比跌幅较多。然而，下半年来，出口触底回升与干散货运价指数回升一致，我们认为出口边际企稳与干散货等大宗商品的需求改善有关。

- **出口压制有望迎来扭转。**去年全球增长仍是服务优于商品表现，从全球经济走势来看，2024年全球GDP增速或继续放缓，但全球贸易增速有望触底回升。我们认为，美国补库与全球制造业触底回升的共振下，去年中国出口的压制在2024年都有望得到缓解。首先，美国由去库存阶段进入补库阶段。其次，全球制造业有望触底反弹。出口压制迎来扭转，而出口份额有韧性之下，我们预计，2024年中国出口将实现小幅正增长，中国全年出口增速约为4.1%。

- **关注2024年两大出口链机会。**如若2024年全球经济增速继续放缓而外贸增速有所回升，出口链的结构性行情更加重要，我们建议关注两大出口链机会。第一类出口链机会是若今年美联储启动降息，存量房贷利率较高的美国居民或将释放其换房需求，房屋销售增速有望上行，与美国地产后周期相关的板块或迎来利好。第二类出口链机会是美国库存水平越低的行业越可能率先补库。综合来看，在这轮低库存相关出口机会中，建议关注纺织产品、化学产品、家具家居品类。由于非耐用品库存水平远低于耐用品，建议在关注度上，非耐用品＞耐用品。

- **风险因素：**地缘政治风险超预期；海外经济放缓超预期。

目 录

一、去年出口压力大，但出现边际企稳 4
1.1 过去外贸形势：去库存、加息与价格回落 4
1.2 去年下半年出口出现企稳迹象 8
二、出口压制有望迎来扭转 11
2.1 全球：紧缩周期或见顶，经济复苏动能分化 11
2.2 美国补库与全球制造业触底回升共振 13
三、关注 2024 年两大出口链机会 18
3.1 今年降息或启动，关注美国地产后周期出口链 18
3.2 关注美国低库存下的出口机会 19
风险因素 23

表 目 录

表 1：BDI 指数的三大分项和权重 10
表 2：IMF 预计 2024 年全球 GDP 增速继续放缓 11
表 3：IMF 预计 2024 年全球出口贸易增速回暖 12
表 4：制造商耐用品库存同比增速普遍高于非耐用品 20
表 5：美国分行业库存结构 20
表 6：2020 年 6 月，美国制造商库存同比分位数较低的是纺织、石油和煤炭产品 21
表 7：上一轮美国进口补库增速较高的前 20 个细分项集中在库存水平较低的行业 22
表 8：批发商耐用品库存同比增速普遍高于非耐用品 23

图 目 录

图 1：中国对外出口金额累计增速为负 4
图 2：美国处于库存去化阶段 4
图 3：库存去化阶段，美国进口和销售增速也承压 5
图 4：中国主要出口目的地加权政策利率明显上行 5
图 5：多个出口目的地累计政策利率变动较大 6
图 6：全球供应链压力得到缓解 6
图 7：2023 年全球出口数量指数平稳 7
图 8：2023 年全球制成品价格指数明显下降 7
图 9：自 2023 年 5 月以来，出口价格对出口总额拖累较大 8
图 10：PPI 和出口价格指数走势相关 8
图 11：2023 年 3 月以来，中国对外出口同比增速呈“U”形 9
图 12：波罗的海集装箱和干散货指数走势分化 9
图 13：2023 年 BDI 的回升很大程度源于 BCI 10
图 14：国内集装箱和干散货指数也出现分化 10
图 15：全球出口增速和中国出口增速走势一致 11
图 16：WTO 预计 2024 年全球商品出口贸易增速回升 12
图 17：全球出口增速和中国出口增速走势一致 13
图 18：美国商品消费走势落后于服务消费 13
图 19：我们预计 2024 年出口增速前低后高 14
图 20：美国新订单和自有库存之差率先回升 14
图 21：美国新订单回升，而自有库存却处于低位 15
图 22：制造业 PMI 的 12MA 值领先于库存同比拐点 15
图 23：美国销售总额回落拖累进口 16
图 24：全球制造业 PMI 和 70 国家出口增速走势一致 17
图 25：中国出口数量指数和全球制造业 PMI 的走势相关 17
图 26：全球制造业 PMI 共振触底回升 18
图 27：美国未偿还抵押贷款在高利率的占比提升 19
图 28：美国房屋销售走势和美国家具进口走势相关 19
图 29：美国家具产品库存水平较低 21
图 30：上一轮补库中，美国进口增速较高 22

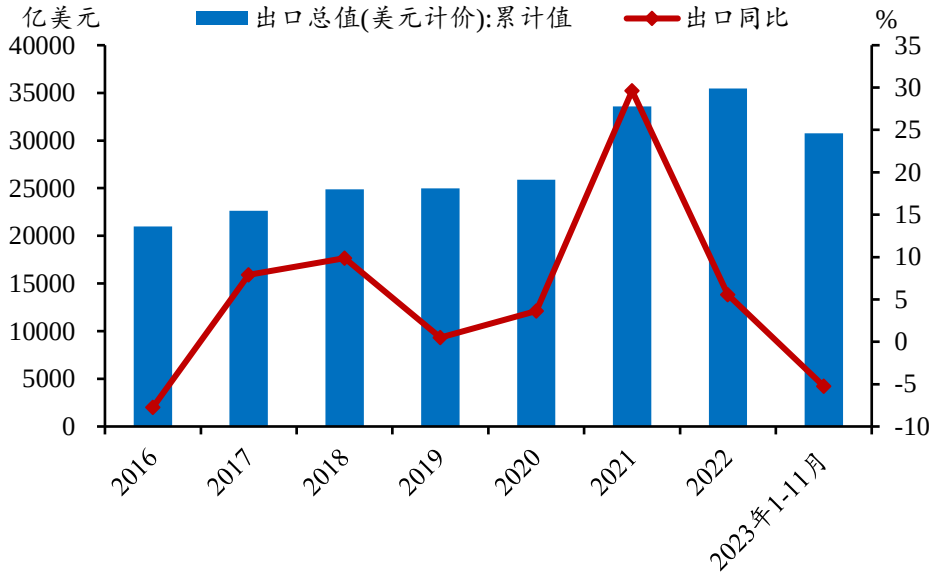
一、去年出口压力大，但出现边际企稳

1.1 过去外贸形势：去库存、加息与价格回落

2023 年 1-11 月，中国对外出口金额累计同比转负，显示我国外贸出口承受较大压力。2023 年我国面临的外贸压力主要和严峻的外部环境有关，主要有以下几点：

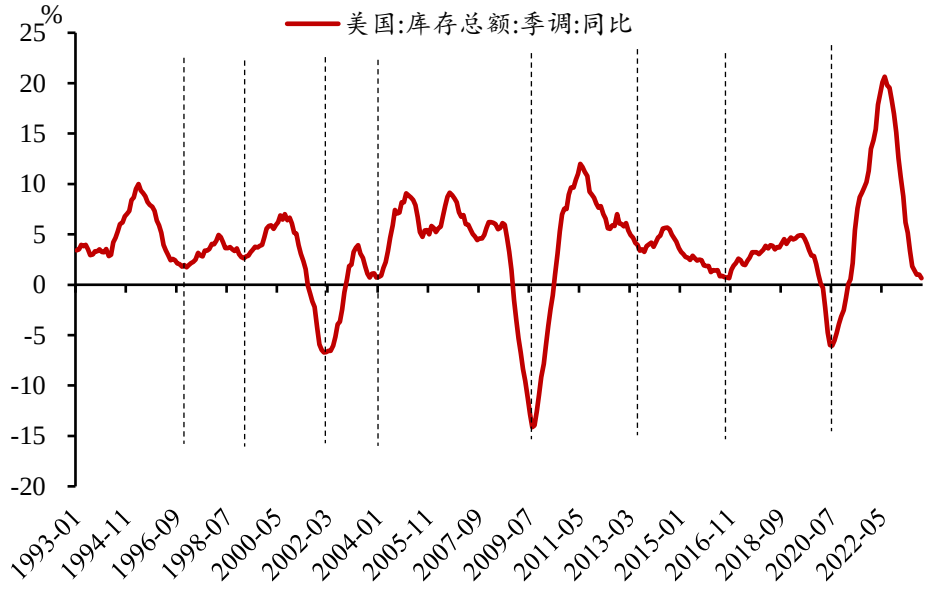
第一，美国处于库存去化阶段。历史数据显示，美国进口同比增速与其库存总额同比增速相关。而美国经历 23 个月的库存同比增速上行后，自 2022 年 6 月开始，其库存总额同比增速开始至高位下滑，显示美国逐步进入库存去化阶段。与之相对应的是，美国的进口金额同比和销售总额同比增速也在去库存阶段面临下行压力。

图 1：中国对外出口金额累计增速为负



资料来源: ifind，信达证券研发中心，右轴为出口同比

图 2：美国处于库存去化阶段



资料来源: ifind，信达证券研发中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/835122124244011040