

研报精选

2023年12月9日 第149期

宏观专栏

低基数提振同比增速——11月经济数据前瞻

报告预计，受去年同期低基数的影响，11月的经济同比增速将明显走高，尤其是消费、出口、房地产投资和工业生产等方面。然而，剔除基数扰动后，产需各分项的增长表现可能较为平淡。其中，由于内生需求不足、房地产相关行业表现较弱等原因，工业生产景气度预计将有所回落。

美联储会提前降息吗？

报告认为美联储是否提前降息取决于通胀放缓的程度。过去一年，美国通胀放缓主要受益于供给的改善，包括供应链的修复、劳动参与率的提高和能源价格的下降。展望明年，供给改善的空间可能减小。

专题聚焦

扩张性再分配政策的识别技术探讨

扩张性再分配政策有助于缓解人口总量趋势变化带来的通胀水平下行的压力。报告印证了利用机器学习算法进行代理家计调查不仅可以显著提升中低收入者的纳入准确率，还能提高人群识别的精确度。

基数效应和补库需求推动进出口增速回升——11月贸易数据分析

由于基数效应和补库需求推动，中国出口增速有所回升。从商品种类看，初级产品出口同比降幅收窄，机电产品出口同比转正。从贸易方式看，一般贸易出口反弹幅度较大，而加工贸易出口反弹较弱。

宏观专栏

低基数提振同比增速——11月经济数据前瞻

我们预计，11月的经济同比增速可能会明显走高，主要是去年同期疫情影响加大形成了低基数，对今年多数经济分项的同比增速会形成一定提振，尤其是消费、出口、房地产投资、工业和服务业生产等表现较为明显。不过如果剔除基数扰动来看，我们预计供需各分项的增长表现可能较为平淡。其中社零总额、工业增加值4年复合增速回落，经济增长动能仍然偏弱运行；房地产和基建投资的4年复合增速也边际放缓，政策发力的支撑效果或待进一步体现。

内需偏弱、外需波折，工业生产景气可能边际回落。11月中采制造业PMI环比下降0.1个百分点至49.4%，连续第二个月处于收缩区间。生产分项虽尚在扩张区间，但是环比下降0.2个百分点，弱于季节性走势（2013-2019年11月平均环比为上升0.3个百分点）。工业生产景气回落的原因一是内生需求不足，政策落地见效仍需时间，二是外需改善存在波折，三是房地产相关行业仍弱，高耗能行业景气度较低。不过去年同期的低基数可能对11月工业增加值同比增速形成支撑，从高频数据来看，各项开工率受低基数影响而同比增速有所上升。我们预计11月工业增加值同比增长6.3%（10月为4.6%），对应4年复合增速为4.7%，较10月的5.0%下降。

流感扰动加大叠加线上消费放缓，社零4年复合增速或将放缓。11月以来，国内流感等冬季呼吸道疾病明显增多，对线下活动可能带来一定影响，比如全国迁徙规模和地铁客运量有所回落，酒店入住率持续低于疫情前水平等。住宿业和餐饮业PMI均从10月的55%以上降至11月的45%以下，也印证了线下服务消费的减弱。商品消费方面，根据星图数据，2023年“双十一”购物节综合电商平台、直播电商平台累积销售额同比增长2.1%¹，增速比2022年下降3.2个百分点。线上商品零售增长放缓，可能对总体的社零增速形成一定拖累。不过由于去年同期基数较低，我们预计11月社零总额同比增速可能上升至12%左右

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/VfpY-74uZcAVqBlkOlpDig>

(10月为7.6%)，对应的4年复合增速为3.6%，低于10月的4.0%。

投资增速或较前值基本持平。我们预计1-11月固定资产投资同比增长2.9% (1-10月为2.9%)。其中，出口边际改善和政策支撑下，制造业投资或仍将维持韧性，我们预计1-11月制造业投资同比增长6.3% (1-10月为6.2%)。基建投资方面，去年同期因政策行资本金工具的集中投放，基建投资在11-12月连续两个月高增，形成较高的基数；另一方面，从近期数据看，11月土木工程业PMI新订单指数由前值的50.6%回落至44.6%，增发的1万亿元国债发行偏缓，这可能意味着基建投资更多在明年初发力。我们预计11月基建投资增速或较前月继续放缓，1-11月基建投资同比增速或回落至8%以下 (1-10累计同比8.3%)。

房地产投资方面，“认房不认贷”等政策调整对二手房销售提振仍在，但对新房销售影响减弱，11月15城二手房销量较2019和2021年同期均值的增速仍维持在33%的高位 (10月31%)，30城新房销量较2019和2021年同期均值的增速从10月的-28%下降至-41%，同比增速也从-2.6%降至-15.2%。我们预计11月全国商品房销售面积同比降幅可能进一步走扩。销售回款或拖累房企资金来源，外部融资亦有待改善，11月房企债券净融资仍偏弱 (-43亿元)。房企拿地依然谨慎，300城土地成交建面同比从10月的-33%进一步下滑至-35%。受去年同期低基数影响，我们预计房地产开发投资当月同比或从-11.3%收窄至-8.9%，对应的4年复合增速下降。

出口同比增速或转为正增长。从需求来看，海外制造业整体呈现边际改善态势，11月发达经济体制造业PMI为47.7% (10月为47.5%)，不过仍然处于收缩区间。11月制造业PMI新出口订单分项环比下降0.5个百分点至46.8%，为连续第二个月下降，且环比下降幅度高于整体新订单，显示出外需的改善可能存在短期波折。从参考经济体来看，11月韩国日均出口同比增长7.8% (10月为7.4%)，从中国日均进口同比-0.5% (10月为-4.4%)；11月越南出口同比6.7% (10月为5.7%)，11月增速都有所上升。受到去年同期低基数支撑，我们预计11月出口同比增长0.4% (10月为-6.4%)、进口同比增长3.8% (10月为3.0%)，贸易顺差为585亿美元。

PPI同比或维持在-2.6%，CPI同比或由负转正至0.1%。 PPI方面，11月宏观预期与基本面共振，1万亿元国债政策落地，市场对财政加码稳增长预期升温，加之8月以来政府债发行加速带动基建实物量改善，钢材库存去化、表观消费量有韧性，铜材开工率改善，沥青表观消费量升高，水泥出货率环比好于季节性，黑色金属、有色金属和建材价格环比均上涨；但美国零售环比转负、原油超预期累库带来过剩担忧，油价环比下跌，采暖季补库结束后动力煤价格下跌；PMI出厂价蕴含的PPI环比或维持在0，PPI同比降幅或持稳于10月的-2.6%。CPI方面，前期压栏大猪陆续出栏，而南方温度偏高不利于腌腊消费，猪价继续走低，但受低基数影响，同比降幅持稳；鲜菜价格在去年基数走低下，同比或转正；租金等服务价格或继续温和恢复，我们预计CPI同比有望转正。

政府债发行带动社融增速继续上升。 11月政府债发行持续保持较快节奏，我们预计政府债净融资达到1.1万亿元，相比去年同期多增4500亿元左右，或有力带动社融增长，对冲内生的紧信用压力。相比去年，今年11月并没有政策性开发性金融工具，信贷投放可能并不会明显放量。综合来看，我们预计11月新增信贷1.15万亿元，新增社融2.55万亿元；11月存量社融增速可能小幅上升至9.4%，M2增速可能达到10.5%。

以上观点来自：2023年12月04日中金公司研究部已发布的《低基数提振同比增速——11月经济数据前瞻》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

美联储会提前降息吗？

上周美国资产价格全线大涨，一个重要催化剂是美联储理事沃勒(Waller)谈及降息的条件，引发市场对提前降息的定价。从情景分析角度看，沃勒的讲话具有合理性，即如果通胀能够大幅放缓，根据货币政策的泰勒规则，实际利率不需要那么高。但关键在于通胀能否大幅放缓？我们认为存在不确定性。过去一年美国通胀放缓更多来自供给复苏，如供应链的修复、劳动力参与率的提高、以及能源价格的下降，尚不清楚这些因素还有多大修复空间、对后续通胀的降低作用能否像过去一年那么大。如果供给修复力度边际减弱，那么给定同样的需求，通胀韧性将更强，利率在高位停留时间将更久。总体看，我们认为美联储不一定提前降息，市场定价或过于超前，但沃勒的讲话传递出美联储无意过度打压经济、希望引导软着陆的信号，这有利于提振短期风险偏好。

沃勒说了什么？首先，沃勒称其越来越相信²，当前美联储货币政策位置良好，有利经济放缓和通胀回归2% (policy is currently well positioned to slow the economy and get inflation back to 2 percent)。这一表态显示，美联储进一步加息的门槛已大幅提高，不仅不会在12月FOMC会议上加息，在此后的会议上还会继续保持耐心，如果没有超预期的数据，美联储会在较长时间内暂停加息 (pause for longer)。从另一个角度理解，美联储本轮加息周期或已结束。

其次，沃勒称如果通胀回落能够持续数月，如3个月、4个月、5个月，美联储或可以降息³。这句话被市场解读为美联储为降息开出了“条件”，尽管这种条件尚未得到满足，但对于市场来说是至少是一种可能性。沃勒是美联储最“鹰派”的官员之一，其影响不言而喻。沃勒讲话后，投资者大幅增加对美联储降息的押注，根据CME联邦基金期货隐含加息预期，明年3月降息的概率已超过50%，2024年全年的降息次数上升至5次，累计降息幅度高达125bp。

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/waller20231128a.pdf>

³ <https://www.aei.org/op-eds/fed-governor-waller-says-hes-confident-inflation-is-headed-back-to-2-percent/>

从情景分析角度看，我们认为沃勒的讲话具有合理性。这是因为根据货币政策的泰勒规则，如果通胀大幅放缓，通胀缺口收窄，那么实际利率也不需要那么高。此外，为防止过度紧缩、实现经济软着陆，货币政策需要在适当时候转向宽松，历史上美国经济成功软着陆也大都伴随降息，比如1995年和2019年都是在加息后转向降息。

但问题的关键在于，通胀能否如期大幅放缓？回答这个问题需要回到供给与需求的框架。过去一年，美国通胀的放缓更多受益于供给的改善，如供应链的修复、劳动力参与率的提高、以及能源价格的下降。旧金山联储的一项研究显示，美国总体PCE通胀从去年6月的7%下降至今年10月的3%，累计下降4个百分点。其中，供给因素贡献了2.2个百分点，需求因素贡献1.3个百分点，另有0.5个百分点不明确⁴。这些变化表明总供给正从疫情后的“混乱”向疫情前回归，而过去一年是边际变化最大的阶段，因此带来的反通胀作用最明显。展望明年，尚不清楚这些供给因素能否进一步改善，对后续通胀的降低作用能否像过去一年那么大。我们提示，如果供给修复力度边际减弱，那么给定同样的需求，通胀韧性将更强，利率在高位停留的时间将更久。

从需求看，目前也尚未看到大幅走弱的迹象。上周公布的美国GDP数据修正值显示，三季度季调后实际GDP环比折年增速为5.2%，较首次预估的4.9%上调了0.3个百分点。四季度以来，受金融条件收紧、地缘政治冲突、汽车工人罢工等冲击影响，美国10月的多项经济数据出现走弱迹象，但上述冲击似乎不具有持续性，比如金融条件已经回落至9月初的水平，全球油价没有进一步上涨，汽车工人罢工的影响也在逐渐减弱。此外，过去一个月美国股票、债券、房价、黄金、加密货币等资产价格普涨，由此带来的财富效应有望支撑消费，部分对冲掉高利率对总需求的抑制作用。

综上，美联储是否提前降息，关键还要看通胀放缓的程度。但沃勒的讲话传递出美联储无意过度打压经济、希望引导软着陆的信号，这有利于提振短期

⁴ <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

风险偏好。

正如我们在报告《[海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战](#)》中指出，明年美联储的首要任务是引导经济软着陆，这要求货币政策既不能过松，也不能过紧，为了降低衰退风险，美联储需要谨慎行事，必要时提高通胀容忍度。沃勒的讲话很好的表明了这一点，美联储不想和经济作对，只有经济成功软着陆，美联储抗通胀的事业才算成功。从某种程度上讲，沃勒让市场看到了美联储的“底牌”，而这或许是过去一周资产价格全线上涨的最根本原因。

短期来看，海外市场反弹的窗口期仍在，但过去两年市场在预测降息方面“战绩欠佳”，对明年降息的押注也不宜过度。上周除沃勒以外，还有美联储主席鲍威尔等诸多美联储官员发声，其中不乏一些偏鹰派的声音，但这些声音大都被市场所忽视。例如，鲍威尔称目前美联储“做得太过”与“做得不够”的风险已趋于平衡，但如果有需要，仍可能进一步紧缩。鲍威尔还表示，那些认为现在货币政策足够紧缩的观点是不成熟的，讨论降息也言之尚早⁵，这其实是在打压市场对于降息的激进预期。美联储理事鲍曼也表示，如果通胀顽固，她倾向于进一步加息⁶，但市场对此反映较小。回顾过去两年，市场在预测降息方面总是过于激进，根据Bloomberg统计，市场曾6次预测降息，但均没有兑现⁷。我们提醒，当前市场对于降息的定价有可能过于超前，毕竟沃勒抛出的是有条件的“橄榄枝”，并不是一份确定性的承诺。

以上观点来自：2023年12月03日中金公司研究部已发布的《美联储会提前降息吗？》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20231201a.htm>

⁶ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231128a.htm>

⁷ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2023-11-16/soft-landing-bond-markets-turn-and-turn-but-there-s-no-pivot>

专题聚焦

扩张性再分配政策的识别技术探讨

总需求不足是中国经济可持续增长面临的主要问题。短期来看，过去三年疫情冲击造成的GDP增长累积缺口对于通胀具有抑制效应。历史统计规律表明，中国实际GDP增速与20-59岁的劳动年龄人口增量高度相关。在一定程度上，可以将基于劳动年龄人口增量测算的GDP增速视作有利于充分吸纳当年新增就业需要的增长率（简称为“当年充分就业增速”）。本文据此测算表明，如果用三年的疫后复苏来弥补过去三年因未实现充分就业的增长而累积的就业需要，可能每年的经济增速至少需要高于当年充分就业增速2个百分点。如果在疫后复苏过程中通过每年高于当年充分就业增速1个百分点的速度，则可能需要约六年时间才能消化三年疫情对就业进而总需求造成的冲击。

长期来看，人口总量下降具有通胀抑制效应。人口老龄化意味着生产者占比下降、消费者占比上升，通胀含义是上升的。中国当前的人口形势不仅有结构上的老龄化问题，还有总量层面的趋势变化问题。人口总量是决定总需求的重要因素，人口总量下降意味着总需求可能面临着自发的收缩压力，资本存量等产能要素则是经济增长历史过程积累的，能够在未来相当长时间内发挥生产效率。因此，人口总量见顶回落可能会抑制通胀压力。此外，当期的消费能力并不仅取决于当期收入，也取决于历史的财富累积。在新生人口持续小于去世人口的人口总量下降阶段，房价趋势变化面临着内在的调整压力，房地产又是居民财富重要甚至是主要构成部分，这种由人口总量趋势变化造成的财富调整压力，也会对消费意愿、能力形成一定制约，进而削弱老龄化带来的通胀压力。本文使用1961-2022年全球156个经济体的年度数据进行了实证分析，表明在人口总量拐点过后，由人口基础决定的潜在通胀压力或许也会进入到回落趋势中。

扩张性再分配政策更适合应对总需求不足问题，实质是再分配实际购买力而非名义购买力：收入侧体现为以央行购买国债的方式支撑央行扩表，或者说以增发国债的方式重构央行资产负债表；在支出侧，体现为以央行扩表支撑具有福利性质的各类转移支付项目。降低目标人群识别成本是提升扩张性再分配

政策效力的重要一环，决定了能够在多大程度上真正将实际购买力再分配至高边际消费倾向的人群手中。美国等发达国家正规就业率较高，可通过经验证的家计调查方式来识别目标人群，例如直接从税收申报系统提取个人收入/财产数据，该识别法成本低、准确率高。发展中国家正规就业率较低，更多只能借助于入户调查这种传统的未经经验证的家计调查方式，不但准确率低，而且导致转移支付的识别进而项目执行总成本都比较高。在一些发展中国家的转移支付项目中，目标人群识别成本甚至占到了实施总成本的50%。因此，有观点主张实行不进行目标人群识别的全民基本收入计划，好处是可以节约一大笔识别成本，但研究表明由此也可能会降低再分配效力。

在大数据主导的数字经济时代，本文认为发展中国家可以通过基于机器学习算法的代理家计调查法来降低识别成本、提高识别质量。传统的代理家计调查大多基于线性的参数回归方法，高度依赖收入（资产）与代理变量之间的特定函数关系假设。事实上人们无从知道真实世界中代理变量与收入（资产）之间究竟是什么样的函数关系，因此高度依赖先验模型具体设定形式的代理家计调查法，可能存在难以克服的识别错误风险。传统非参估计法也存在“维数灾难”的技术问题，难以胜任变量数较多的目标人群识别工作。机器学习算法是和大数据处理相伴而生、共同进步的，数据量越大、参数越多越有助于体现机器学习算法的优势。本文基于中国家庭追踪调查的2018年数据进行了模拟分析，结果表明：①即便是基于传统回归分析的代理家计调查，识别效果也可能优于入户调查、社区评议等传统识别方法；②机器学习算法的表现优于传统回归分析方法，意味着代理变量与目标人群的收入之间很可能存在比较复杂的非线性关系；③基于机器学习的代理家计调查法，不但可以显著提升纳入准确率，更可以有效改善不符合条件的人获取福利性转移支付的识别精确度偏低问题。

中国数字经济规模与AI等数字技术方面的科研能力均位居世界前列，约80%的数据掌握在公共部门手中，理论上更有利于中国在目标人群识别中使用基于机器学习的代理家计调查法。但在相关实践中，这种数字优势有待充分利用，我国政务数字化程度似乎都有提升空间。一个可能的制约因素在于缺乏统一的公共数据库。虽然全国80%的数据资源掌握在公共部门手中，但公共部门是由

一系列具体部门构成的，因而相关数据也是分散在各个部门。如果这些部门的公共数据无法有效互联互通，即便整体的数据规模再大，可能也难以在公共政策领域体现出机器学习识别技术的规模经济优势。因此，可以借助成立国家数据局的契机，将分散在各部门的公共数据汇集起来，加速构建统一的公共部门大数据库，以完善有利于实施扩张性再分配政策的新型基础设施。

对于汇集公共数据可能带来个人隐私泄露风险的担心，本文认为：①个人隐私数据泄漏风险的一个重要成因在于一些部门或其员工非法使用隐私数据的违法代价较小，因而保护的关键在于加大违法惩戒力度；②在由某个中心化机构负责汇集公共数据的情况下，可考虑由该机构根据数据涉密程度制定各部门使用公共数据库的统一门槛，并对使用者实行部门数据库、统一数据库的双留痕制度，以降低个人隐私数据被单个部门个别员工滥用的风险；③对于中心化的跨部门数据汇集一旦遭遇黑客攻击可能会泄露更多数据的担心，需要注意的是自人类迈入网络时代以来，黑客攻击一直存在，但网络大发展并未因此而停下脚步，而是通过网络安全技术迭代，并配以打击黑客的法律手段，最终实现了网络安全风险的动态可控；④公共政策作为上层建筑的重要组成部分，其制定应服务于经济基础、遵从生产力进步优先的原则。相应地，数字政策的最终目标也应在于促进数字经济的整体发展。当然，这并非否认隐私保护在数字经济发展中的重要性，而是认为隐私至上的数字政策理念并不可取，最终还是要看对生产力的含义。

以上观点来自：2023年12月06日中金研究院已发布的《扩张性再分配政策的识别技术探讨》

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001 SFC CE Ref: BTM576

白皓 联系人 SAC 执证编号：S0080122080037

颜晓畅 联系人 SAC 执证编号：S0080122070232

李根 分析员 SAC 执证编号：S0080523030009

李彤玥 联系人 SAC 执证编号：S0080122030014 SFC CE Ref: BTJ991

专题聚焦

基数效应和补库需求推动进出口增速回升——11月贸易数据分析

据海关统计，11月我国出口（以美元计价）同比增速为0.5%，预期增速为0.7%，前值为-6.4%；进口增速为-0.6%，预期增速为3.5%，前值为3%；贸易顺差684.0亿美元，前值565.3亿美元。（预期均为Wind一致预期）

11月出口同比从10月的-6.4%升至0.5%，11月出口环比季节性小幅改善，由于去年同期基数较低，出口同比增速有所回升；分国别来看，对发达经济体和新兴经济体出口同比同步改善；分贸易方式来看，一般贸易出口反弹幅度较大，而加工贸易出口反弹较弱；分商品来看，初级产品出口同比降幅收窄，机电产品出口同比转正，汽车出口增速有所放缓。11月进口同比从10月的3%降至-0.6%，当前内需总体仍然偏弱，进口同比增速仍在低位；分国别来看，从发达经济进口小幅放缓，而从新兴经济体进口回落幅度较大，从我国台湾地区进口有所回升，主要可能与半导体进口有关；分贸易方式来看，一般贸易和加工贸易进口都有所回落，一般贸易进口降幅更大；分商品来看，11月八种大宗商品进口金额同比从10月的9.5%降至-2.9%，集成电路进口金额同比从10月的-10%升至8.5%，其他商品进口从10月的3.4%降至-1.5%，大宗商品进口增速明显回落，而集成电路进口增速明显反弹。11月贸易顺差684亿美元，高于去年同期的658亿美元，贸易顺差规模仍然处于相对高位。

11月出口同比增速转正，这可能再次引起外需改善的讨论。当前美国经济仍有一定韧性，尤其是体现在居民消费领域，不过随着高利率对经济的负面影响更多显现，美国经济方向上仍然趋于回落，近期美国就业市场边际转弱较为明显，而就业转弱可能拖累居民收入乃至消费，美国经济边际趋弱的可能性较大。11月出口环比小幅改善，总体仍属于季节性范畴，事实上今年4月-11月我国单月出口金额相对平稳，基本徘徊在2850亿美元附近，我国出口与美国居民商品消费较为契合，如果后续美国居民消费回落，我国出口可能也会面临下行风险。11月进口增速再次转负，本质上还是因为内需偏弱，10月进口转正更多是8-9月内需阶段性改善的滞后反映，随着阶段性补库结束，终端需求不足的

影响更多体现，进口或继续保持弱势。由于房地产市场恢复仍然偏慢，随着新屋开工下降而竣工加快，存量施工面积持续减少，房地产投资仍面临下行压力，这或将持续制约我国的商品进口需求。在内外需求偏弱背景下，货币政策或将保持宽松，尽管短期债券供给因素和季节性因素对流动性有扰动，但是后续流动性回归宽松的可能性较大。

具体而言：

1. 分贸易方式：

贸易方式视角下：11月一般贸易进出口同比录得0.5%，主要受一般贸易出口同比转正至1.4%的带动，一般贸易进口金额同比小幅下降至-2.9%（前月为4.5%）。加工贸易层面，11月加工贸易进口降幅收窄至-2.6%，加工贸易出口降幅同样收窄至-6%（上月为-8.4%），总体看在基数下行影响下，一般贸易与加工贸易同比均有所回暖。

2. 分国别与地区：

贸易伙伴视角下：11月我国对发达经济体出口降幅收窄，对美、欧、日、韩出口金额同比分别录得7.4%（上月-8.2%）、-14.5%（上月-12.6%）、-8.3%（上月-13%）及-3.6%（上月-17%），对美出口明显转正，或同时受到美国近期消费偏强劲的影响，而对日韩出口拖累有所修复一定程度也反映10月对日韩出口大幅回落有一定前期海外国家提前囤货的影响，现已恢复至常态。进口方面，11月我国自发达国家进口表现略有分化，自美国、欧盟进口同比增速回落，而自日韩进口同比降幅收窄，进入建筑业淡季后，我国自东盟、澳大利亚等国和地区进口增速也有所回落。从我国出口贸易份额上看，本月对美国出口占比略有回落，对欧盟出口占比回落幅度较大，主因欧洲经济回落速度较快，而对东盟占比则有所回升。

3. 分商品进口⁸：主要原材料进口下滑，机电产品和高新技术产品进口改善

⁸ 此处同比增速根据金额计算得出，可能与后续直接公布的增速略有差异。

具体来看，能源方面，2023年11月原油进口4245万吨，同比下降9.2%、增速较上月明显下滑，同时由于原油价格也有所回落，因此进口金额同比跌幅较数量略大(-12.8%)。其他原材料方面，铁矿砂进口10274万吨，同比增加3.9%，进口金额同比上涨29.1%；铜矿砂进口244万吨，同比增速由23.6%大幅回落至1.3%；铜材进口量同比增速由23.7%、大幅回落至2%，进口金额同比增速由28.1%回落至5.1%。机电和高新技术产品方面，进口金额增速均较上月明显提升、对进口形成一定支撑。但由于主要大宗商品进口均明显下滑，拖累11月进口整体不及预期。

4. 分商品出口⁹：多数商品出口有所改善，带动整体出口金额同比转正

具体来看，机电产品中汽车（包括底盘）出口金额同比上涨27.9%、较上月的45%明显下滑，但通用设备出口金额同比转正、自动数据处理设备出口金额同比跌幅收窄，同时手机、船舶、集成电路等出口同比均明显上升，因此共同带动机电产品整体出口金额同比转正。高新技术产品出口金额跌幅也由负转正，由-9.2%升至2.8%。其他耐用品中，家具出口金额同比由负转正、玩具和灯具出口金额同比跌幅收窄、家电同比增速涨幅略有扩大；服装、纺织品等传统劳动密集型产品出口金额同比跌幅也有所收窄。综合来看，多数商品出口有所改善，带动整体出口金额同比转正。

以上观点来自：2023年12月07日中金公司研究部发布的《基数效应和补库需求推动进出口增速回升——11月贸易数据分析》

丁雅洁 分析员 SAC 执证编号：S0080522070016

张昕煜 分析员 SAC 执证编号：S0080523110004

范阳阳 分析员 SAC 执证编号：S0080123080031 SFC CE Ref: BTQ434

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

⁹ 此处同比增速根据金额计算得出，可能与后续直接公布的增速略有差异。

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.12.4 中国宏观简评：低基数提振同比增速 ——11月经济数据前瞻
 2023.12.7 中国宏观热点速评：基数之外，基本面边际助力出口 ——2023年11月进出口数据点评

策略及大宗商品

- 2023.12.6 海外市场观察：中金公司全球研究-全球3季度业绩回顾及展望

固定收益

- 2023.12.4 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
 2023.12.4 简评：丽岛转债上市定价分析
 2023.12.4 中资美元债周报：点心债发行增长，高收益获利回调
 2023.12.5 深度研究：资产荒延续，把握板块机会——2024年信用债展望
 2023.12.6 招投标备忘录：贴现国债23年第78期新发，付息国债23年第25期续发，农发债23年第31期新发，第20期增发——利率债招标分析
 2023.12.6 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
 2023.12.7 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
 2023.12.7 中国利率衍生品双周报：关注国债期货的正套机会 ——利率衍生品双周报
 2023.12.7 简评：基数效应和补库需求推动进出口增速回升 ——11月贸易数据分析
 2023.12.7 招投标备忘录：贴现国债23年第79期新发，付息国债23年第23期续发 ——利率债招标分析

行业

- 2023.12.4 家电及相关：全球暖通与大家电估值对比，中国有折价
 2023.12.4 煤炭：供给扰动增加，焦煤偏强运行
 2023.12.4 博彩及奢侈品：11月总博彩收入符合预期；非博彩活动对博彩收入构成双向影响
 2023.12.4 纺织服装珠宝：纺服聚焦：期待年末消费旺季来临
 2023.12.4 软件及服务：AI动态跟踪：多模态模型和应用涌现，24年产业进展的下一“高地”
 2023.12.4 REITs：公募REITs月报（2023-11）：估值进一步消纳，积极关注左侧配置机会
 2023.12.4 传媒互联网：OTA平台3Q23回顾与展望：基本符合预期

- 2023.12.4 交通运输物流：物流出海系列一：电商平台出海亮眼，跨境电商物流开新局
- 2023.12.5 软件及服务：数智中国（五）：数据要素市场三问三答
- 2023.12.5 不动产与空间服务：周评#368：11月新房销售同比跌幅走平
- 2023.12.5 软件及服务：美股网络安全板块3季度复盘：业绩表现亮眼，积极拓宽产品矩阵
- 2023.12.5 交通运输物流：双周报#379：跨境电商与干散货运价大增、航空回暖
- 2023.12.5 银行：银行房地产敞口分析
- 2023.12.5 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：智驾持续向低价车型渗透，智舱高渗透率下开启体验竞速
- 2023.12.5 传媒互联网：线上交易平台3Q23回顾及展望：性价比趋势持续，出海成为重要增量
- 2023.12.6 石油天然气：国家管网“一区一价”落地，利好产业链整体发展
- 2023.12.6 REITs：社保基金REITs配置准入或有望打开
- 2023.12.6 有色金属：黄金绽放之二：黄金的商品属性正在提升
- 2023.12.6 传媒互联网：广告10月：大盘同环比平稳，双十一节奏前置带动部分品类投放
- 2023.12.7 银行：理财公募基金配置3Q23追踪：从配置盘到交易盘
- 2023.12.7 软件及服务：全球观察-MongoDB：客户消费稳定增长，三季度业绩超市场预期
- 2023.12.7 煤炭：建设产能储备，改善供给弹性
- 2023.12.7 旅游酒店及餐饮：餐饮需求承压，降本降价引流检验品牌韧性
- 2023.12.7 金融：中国数字支付（2）：千亿营收如何分布？
- 2023.12.7 金融：资本市场行业2024年展望：攻守兼备
- 2023.12.7 化工：电子大宗气体是半导体行业的“血液”，国产化替代进程提速
- 2023.12.7 农业：转基因品种审定名单发布，科技升维、行业扩容、格局优化

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn