



Research and  
Development Center

# 出口的短期机会与长期挑战

## ——暨出口份额分析框架

2023年8月7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  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号：S1500523030001  
邮箱：xiaozhangyu@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

## 出口的短期机会与长期挑战

### ——暨出口份额分析框架

2023年8月7日

#### 摘要：

- **出口份额分析框架：三大力量拆解。**中国出口份额自2000年以来趋势性上升，2008年超越德国、美国，成为全球份额最大的经济体，此后不断与其他国家拉开差距。根据我们构建的出口份额分析框架，中国出口份额的提升有三个来源：产油国出口变化带来的被动上升、制造业国家共性上升、中国额外上升。定量拆分结果显示，每一年我国出口份额的来源均存在区别。我们可以把2000年-2022年根据三大因素的贡献大致可以分为四个阶段：（1）2000-2008年，中国出口一枝独秀；（2）2009-2015，新兴经济体集体发力；（3）2016-2019，贸易保护主义抬头；（4）2020-2022，国内外防疫政策差异主导。
- **重点产品份额：高端产品与中低端产品双双承压。**（1）欧美国家推动制造业回流作为国家发展的长期战略目标，我国以机械设备（HS84）为首的高端制造业出口份额下降，美德日等国家份额上升。另外，近两年美国联合欧洲、日韩等国对我国高技术领域进行封锁，我国高端制造业出口份额未来将持续承压，更长期可能会对我国产业升级产生抑制效应。（2）中低端制造业的出口份额也不容乐观。墨西哥、越南等新兴国家对我国家具（HS94）、纺织服装（HS61&HS62）等轻工产品形成出口替代。美国主动寻求脱钩，加之新兴国家产品竞争力增强均对这类产品的订单转移创造了条件。总结以上内容，长期来看，我国出口份额或面临高端制造回流和中低端制造转移的双重压力。
- **短期机会：美国的结构性价补库。**我们对于美国库存周期的判断可以分为三个层级：1）整体而言，美国将于2024年一季度结束去库，并于二季度初开启新一轮库存周期。但需要注意的是，本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。2）将美国库存分为耐用品和非耐用品，由于美国2022年以来的“史诗级”加息，耐用品库存仍然较高；而非耐用品受到的影响较小，目前库存已降至较低水平。美国非耐用品或将在下半年开始补库，并带动我国服装及服装面料、纸制品、化学品等商品的出口订单。3）进一步将耐用品分为与中国相关性强的商品和与中国相关性弱的商品，与我国相关性强的耐用品库存位置相对偏高。美国对该类库存补库的时间点预计会晚于整体库存周期的时间，大概率在明年二季度末。美国补库对中国出口产生明显的提振效应可能要等到明年一季度。
- **风险因素：**政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

## 目录

一、出口份额分析框架：三大力量拆解.....	4
1.1 中国出口份额自 2000 年以来趋势性上升.....	4
1.2 中国出口份额的上升可以分成三大来源.....	5
1.3 中国出口份额的定量拆解.....	7
1.4 2023 年一季度份额变化拆解.....	11
二、重点产品份额：高端产品与中低端产品双双承压.....	12
三、短期机会：美国的结构性价补库.....	17
四、投资启示.....	23
风险因素.....	24

## 表目录

表 1：2000 年-2022 年各国出口份额变化.....	5
表 2：美国批发商库存分类.....	21
表 3：2012 年至今各行业库存分位数.....	23

## 图目录

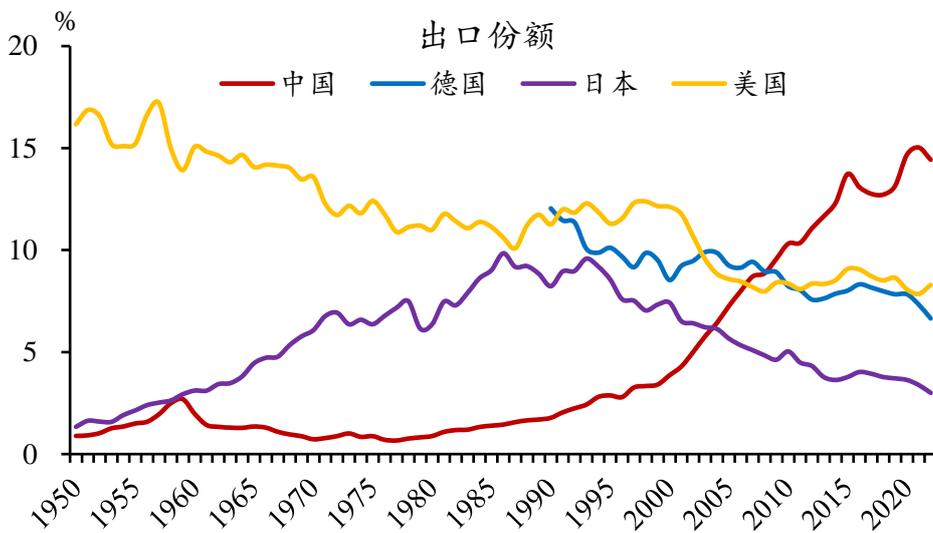
图 1：我国出口份额变化.....	4
图 2：中国和沙特出口结构差别较大.....	5
图 3：我国出口份额与国际油价在大多数年份呈现出了相反的走势.....	6
图 4：制造品生产国的出口表现具有一定的一致性.....	6
图 5：出口份额主动和被动上升的分解思路.....	7
图 6：出口份额三大力量的分解结果.....	8
图 7：中国出口各商品在国际上的比重变化.....	8
图 8：2009 年-2015 年，多个新兴经济体制造业出口增速较快.....	9
图 9：2016-2019 年美国自中国进口占比降低.....	10
图 10：2016-2019 年高新技术产品出口增速较快.....	10
图 11：出口份额的季度变化.....	11
图 12：2023 年一季度出口份额变动的分解结果.....	12
图 13：2023 年二季度开始我国出口份额边际下滑.....	12
图 14：2023 年 Q1 机电产品的海外需求与份额均出现下降.....	13
图 15：G7 进口机电产品的来源国占比.....	13
图 16：2023 年 Q1 机械设备的份额与去年相比下滑幅度较大.....	14
图 17：G7 进口机械设备的来源国占比.....	14
图 18：汽车的份额在 2020 年以来处于稳步上升的通道.....	15
图 19：G7 进口汽车的来源国占比.....	15
图 20：G7 进口家具的来源国占比.....	16
图 21：G7 进口纺织服装的来源国占比.....	16
图 22：我国在 G7 主要商品的进口占比变化.....	17
图 23：美国补库存往往领先我国出口一个季度左右.....	18
图 24：美国正处于“去库存”阶段.....	18
图 25：美国销售额增速目前也均处于下行通道.....	19
图 26：美国去库至明年一季度.....	19
图 27：美国库销比在 2023 年 Q2 磨顶.....	20
图 28：5 月美国耐用品库存同比增处于历史较高水平，而非耐用品库存的同比已较低.....	20
图 29：与我国相关性强的耐用品库存增速.....	22
图 30：与我国相关性弱的耐用品库存增速.....	22
图 31：半导体周期或已进入周期的尾部.....	24

## 一、出口份额分析框架：三大力量拆解

### 1.1 中国出口份额自 2000 年以来趋势性上升

中国出口份额自 2000 年以来趋势性上升。2000 年我国出口份额为 3.86%，2021 年超过了 15%，2022 年小幅回落至 14.43%。回顾 20 余年中国出口份额的变化历程。中国出口份额于 2004 年超越了日本，2008 年超越德国、美国，成为全球份额最大的经济体，此后不断与其他国家拉开差距。2022 年，中国出口份额要远高于巅峰时的日本。二战后至上世纪 80 年代，日本出口份额不断提高，到 1986 年达到巅峰 9.84%，此后在美国打压，叠加新兴经济体的竞争下不断下降，2020 年仅为 3.65%。而当前中国出口份额低于巅峰时的美国。二战后的几十年，是美国出口在全球独领风骚的时代。40 年代末美国出口份额曾达到 20% 以上，2022 年仍保持在 8.29%，为全球第二大出口经济体。

图 1：我国出口份额变化



资料来源: UNCTAD, 信达证券研发中心

2000 年以来出口份额上升最快的国家集中在亚洲，发达国家出口份额下滑。2000 之后全球化进程持续推进，中国从融入全球经贸体系当中获益匪浅，2000-2022 年份额的增长要远高于其他国家。除了中国之外，一些亚洲新兴经济体，如越南、印度，受益于以中国为中心的生产体系，扩大了市场份额。欧美发达经济体，如美国、英国、法国等，产业结构出现后工业化特征，驱动力逐步转变为高技术制造业、金融服务业以及知识产权服务业等，在国际贸易出口的比重呈下降趋势。

**表 1：2000 年-2022 年各国出口份额变化**

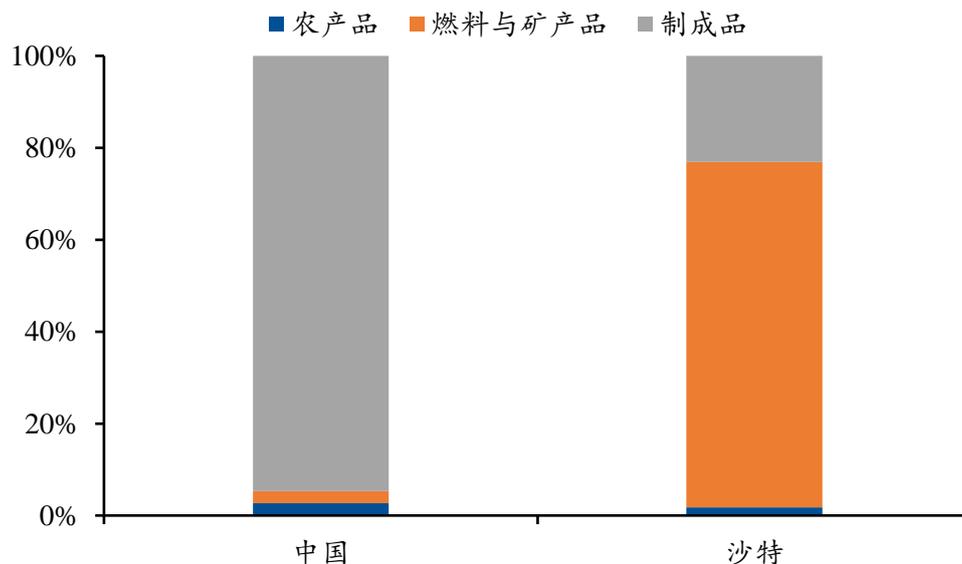
	出口份额增长排名	份额变化 (%)	出口份额下降排名	份额变化 (%)
1	中国	10.57	日本	-4.43
2	阿拉伯联合酋长国	1.63	美国	-3.83
3	越南	1.27	法国	-2.58
4	印度	1.16	英国	-2.29
5	波兰	0.96	加拿大	-1.89

资料来源: UNCTAD, 信达证券研发中心

## 1.2 中国出口份额的上升可以分成三大来源

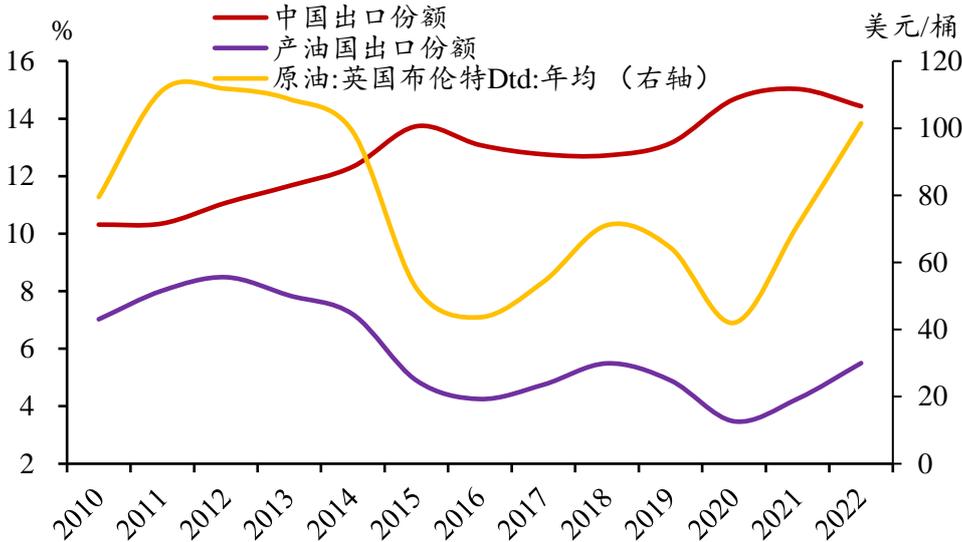
中国出口份额的提升有三个来源：产油国出口变化带来的被动上升、制造业国家共性上升、中国额外上升。

1) 所谓被动上升，主要体现在分母端，即以沙特为代表的产油国出口强弱，造成作为分母的全球出口增长或萎缩。从出口结构来看，2021 年中国燃料和矿产品出口占比仅为 2.6%，农产品出口占比为 2.6%，制成品出口占比为 93.7%。反观沙特，燃料和矿产品出口占比达到了 74.7%，农产品出口占比为 1.8%，制成品出口占比为 23.0%。出口结构上的差异决定了油价变动对于出口份额的影响。产油国（主要石油出口国），包括沙特、俄罗斯、伊朗、委内瑞拉、尼日利亚等 20 个经济体。历史数据显示，产油国出口份额与国际油价的走势基本一致，2012 年原油均价较高时（111.8 美元/桶）份额超过了 8%，而 2016 年原油均价偏低（43.7 美元/桶），产油国出口份额降至 4.2%。中国出口份额与国际油价在大多数年份呈现出了相反的走势。

**图 2：中国和沙特出口结构差别较大**


资料来源: WTO, 信达证券研发中心

图 3：我国出口份额与国际油价在大多数年份呈现出了相反的走势

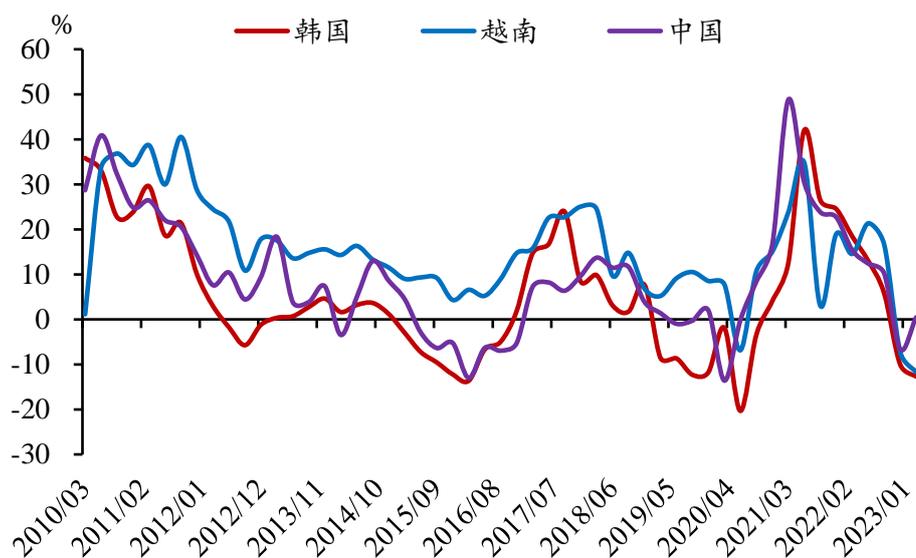


资料来源: UNCTAD, 万得, 信达证券研发中心

2) 制造业国家共性上升。海外进口需求的结构也是影响我国出口份额的关键因素。只有当我国出口的产品结构与外需相匹配时,我国出口才能产生有效需求。例如,我国的出口优势在于机电产品和纺织品,在外需总量不变的情况下,外需由原油转移至机电产品或是纺织品,能够对我国出口形成重要拉动。

从产品结构角度来看,国际上多个经济体与中国存在共性,我们将这些经济体归类于制成品生产国。制成品生产国主要包含了中国、中国香港、中国台湾、韩国、印度、越南等 15 个经济体。历史数据显示,制成品生产国的出口表现具有一定的一致性。如果外需结构发生变化,制造业国家的出口会呈现共性的上升或下降。2022 年制造业国家出口份额在 30.9%。

图 4：制成品生产国的出口表现具有一定的一致性



资料来源: WTO, 信达证券研发中心

3) 中国额外上升。制造业国家共性上升的基础上,中国出口数据还可能较其他制造业国家表现更好,一方面可能源自于中国出口拓宽了国际市场,创造了更多的需求;另一方面也可能由于中国产品竞争力的相对变化,亦

或是贸易摩擦扰动，对其他制造业国家形成了替代（或是被替代）。

综上所述，我们认为中国出口份额的提升有三个来源：产油国出口变化带来的被动上升、制造业国家共性上升、中国额外上升。

### 1.3 中国出口份额的定量拆解

上一部分分析了中国出口份额提升的三个来源。计算这三个因素分别对出口份额提升的贡献，有利于我们理解份额变动的本质，并帮助判断未来出口的走向。

下图概述了我们对出口份额三大因素的分解思路。

图 5：出口份额主动和被动上升的分解思路

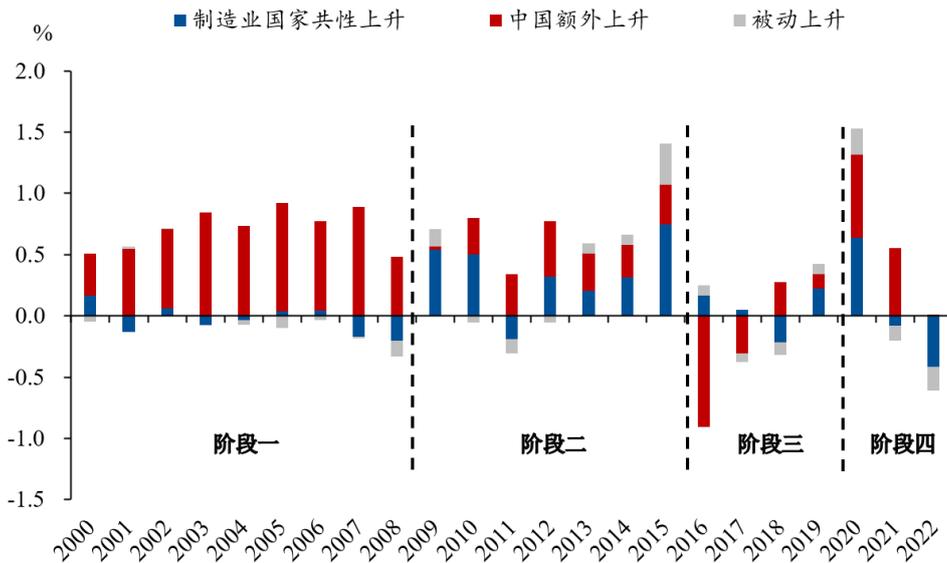
$$\begin{aligned} \Delta \text{中国出口份额}_n &= \frac{\text{中国出口}_n}{\text{全球出口}_n} - \frac{\text{中国出口}_{n-1}}{\text{全球出口}_{n-1}} \\ &= \left( \frac{\text{中国出口}_n}{\text{全球出口}_n} - \frac{\text{中国出口}_n}{\text{全球出口}_{\text{假设}1}} \right) + \left( \frac{\text{中国出口}_n}{\text{全球出口}_{\text{假设}1}} - \frac{\text{中国出口}_{\text{假设}2}}{\text{全球出口}_{\text{假设}2}} \right) + \left( \frac{\text{中国出口}_{\text{假设}2}}{\text{全球出口}_{\text{假设}2}} - \frac{\text{中国出口}_{n-1}}{\text{全球出口}_{n-1}} \right) \end{aligned}$$

假设 1：主要石油出口国出口未受明显影响，与其他国家出口走势保持一致

假设 2：中国出口未受明显提振，与其他制造业国家出口走势保持一致

资料来源：信达证券研发中心

拆分结果显示，每一年我国出口份额的来源均存在区别。我们可以把 2000 年-2022 年根据三大因素的贡献大致可以分为四个阶段：2000-2008、2009-2015、2016-2019、2020-2022。

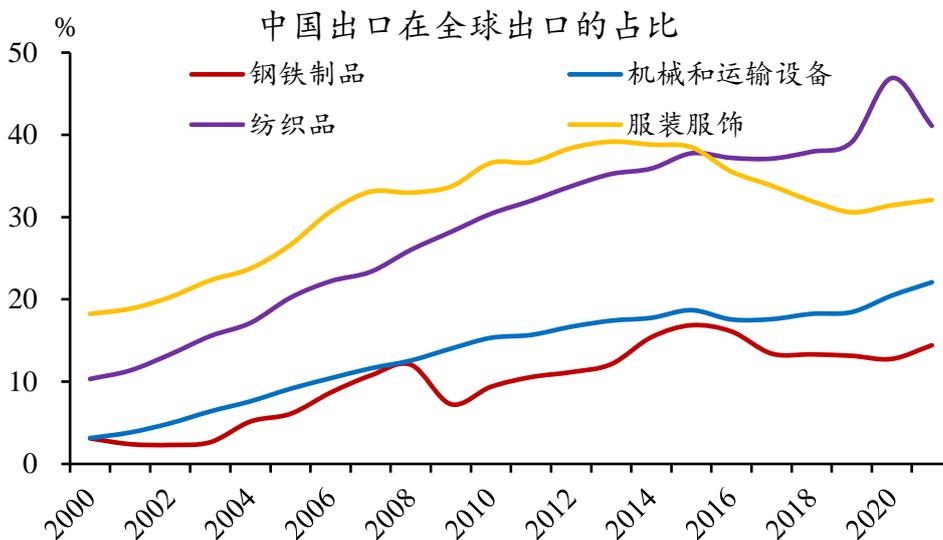
**图 6：出口份额三大力量的分解结果**


资料来源: UNCTAD, 信达证券研发中心

### 1) 阶段一：2000-2008 年中国出口一枝独秀

2001 年中国加入 WTO，中国经济深度地融入全球产业链分工，依靠人口红利与劳动力的低成本优势成为“世界工厂”。2001-2008 年我国份额提升主要来源于额外上升，出口增速在全球一枝独秀。民营企业在面临国际市场竞争的同时也得到多方面的收益，包括资本积累、技术革新和企业组织能力提升等，作为出口的主力军逐步发展壮大。2001-2008 年民营工业企业利润平均增速为 42.8%，大于国有工业企业的 32.2%。

此阶段劳动密集型产品的国际市场份额突飞猛进。将出口根据商品类型分为农产品、燃料和矿产品、钢铁制品、化学品、机械和运输设备、纺织品、服装服饰七大类，探寻中国出口各商品在国际上的比重变化。2000-2008 年纺织品、服装服饰、机械和运输设备、钢铁制品的市场份额提升较大。纺织品、服装服饰的市场份额分别从 2000 年的 10.3%、18.2% 上升至 2008 年的 26.0%、33.0%，幅度达到了 15.7、14.7 个百分点。机械和运输设备、钢铁制品的市场份额分别上升 9.4、9.0 个百分点。

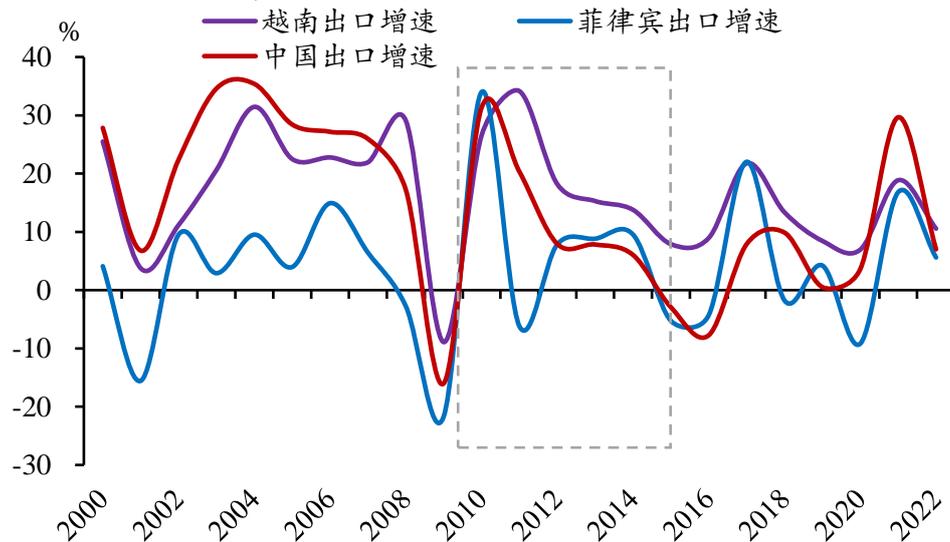
**图 7：中国出口各商品在国际上的比重变化**


资料来源: WTO, 信达证券研发中心

## 2) 阶段二：2009-2015 年新兴经济体集体发力

2008 年之后以越南为首的东南亚国家凭借开放的政策与低廉的劳动力成本吸引了大量外资涌入，帮助这些国家加速了工业化进程。2009 年-2015 年，越南、菲律宾、泰国等多个新兴经济体制造业迅猛发展，出口份额明显提升。可以看到这个阶段，越南、菲律宾的出口增速基本持平于中国，出口份额中，制造业国家的共性上升成为主导因素。另外，2014-2015 年美国页岩油产量放量，加之 OPEC+ 选择上调了原油产出上限与美国竞争，使得油价跌入历史较低位置，产油国出口下降带来的被动上升也对我国出口份额形成提振。

图 8：2009 年-2015 年，多个新兴经济体制造业出口增速较快

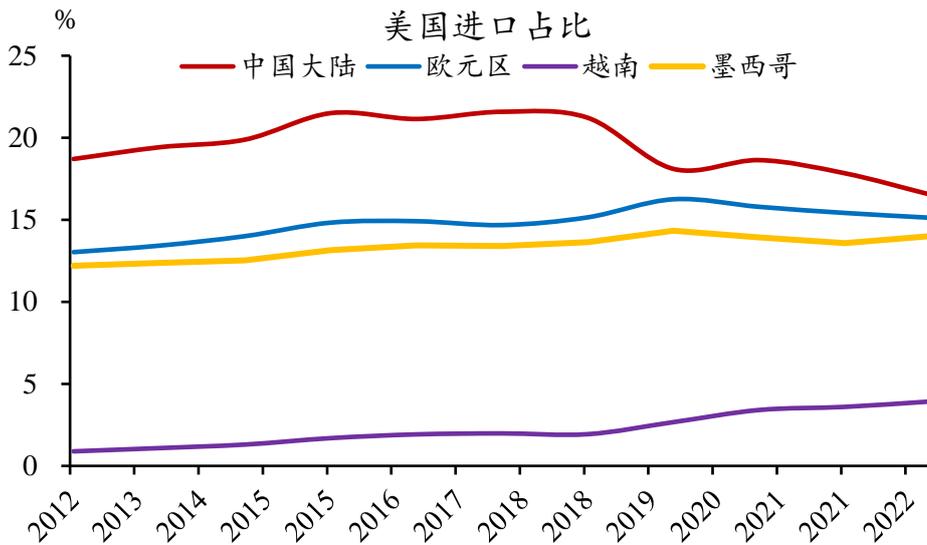


资料来源: UNCTAD, 信达证券研发中心

此阶段资本密集型产品接棒劳动密集型产品，助力出口份额增长。2009-2015 年，纺织品出口的全球占比仍然保持较快的增长，上升了 11.7 个百分点，但服装服饰的增长幅度降至 5.5 个百分点，较上一阶段的 14.7 个百分点明显下降。这显示低端产业链的转移初现端倪。另一方面，资本密集型产品对出口份额的贡献有所扩大。钢铁制品、机械和运输设备出口在全球的占比分别从 12.1%、12.6% 上升至 16.9%、18.7%。我国资本密集型产业凭借规模效应形成的低成本优势与高质量的产品扩大国际影响力。

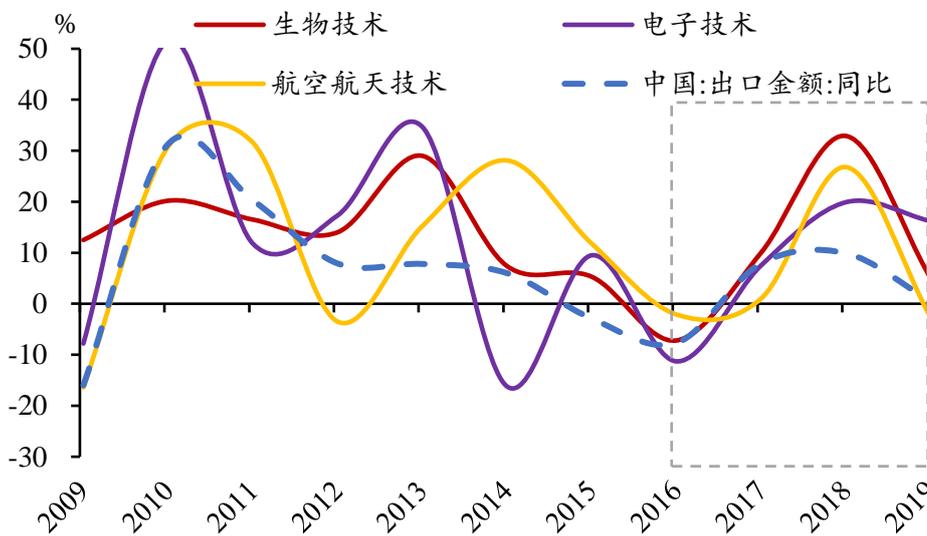
## 3) 阶段三：2016-2019 年贸易保护主义抬头

2016 年-2019 年，贸易保护主义抬头、逆全球化思潮涌动，再叠加我国的生产综合成本持续上升，我国出口压力加大，四年间我国出口份额下滑了 0.6 个百分点。根据中国社科院世界经济与政治研究所发布的报告《全球贸易保护及其政策应对》，2009 年至 2016 年，全球每年推出贸易保护措施 1364 项，2017 年起全球贸易保护措施数量开始攀升，2017 年、2018 年增长率分别为 20.51%、19.72%。受贸易保护措施限制影响最大的前五位国家分别为：中国、德国、意大利、美国、法国，其中中国受到的贸易限制措施共 6239 项，比受贸易保护措施限制数量第二多的德国 5006 项高出 24.63%。在中美贸易摩擦的大背景下，中国大陆在美国进口的占比从 2015 年的 21.5% 下降至 2019 年的 18.1%，而美国加大了与欧元区、越南、墨西哥等国家地区的贸易合作。可以看到，此阶段出口份额的三大来源中中国额外上升从拉动项变为了拖累项。

**图 9：2016-2019 年美国自中国进口占比降低**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从细分产品的市场份额变化中, 可以更加清楚地观察到产业转移与出口替代的影响。2016 年-2019 年期间, 服装服饰出口在全球的比重下降了 7.9 个百分点, 机械和运输设备出口小幅下降了 0.2 个百分点。需要补充的是, 东南亚国家对我国形成替代的主要是低端制造业产品。2016-2019 年, 我国高技术制造业产品出口展现出较好的势头, 生物技术、电子技术、航空航天技术等高新技术产品出口增速超过出口整体增速, 成为拉动我国外贸出口增长的新引擎。

**图 10：2016-2019 年高新技术产品出口增速较快**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

#### 4) 阶段四：国内外防疫政策差异主导

(1) 2020 年二季度-四季度, 疫情爆发之后, 全球生产与需求均受到严重冲击, 原油价格大幅下行, 全球主要产油国出口萎缩, 造成中国出口份额被动上升。而同时期疫情影响下抗疫物资需求上升, “宅经济”带动下的

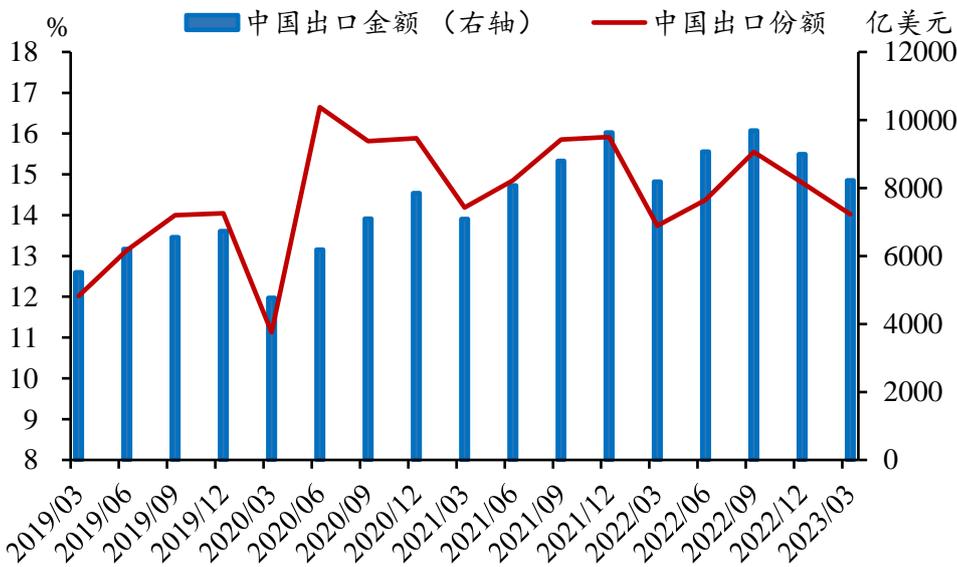
机电设备需求迸发，与制造业国家出口结构相契合，再加上中国执行有效的防疫政策，生产率先恢复，因此制造业国家共性上升与中国额外上升均对我国出口形成显著的正贡献。(2) 2021 年，各国逐渐适应与疫情共生，推进复工复产，发达国家的“宅经济”需求转化为出行需求，原油价格回升，导致被动上升的力量减弱。此外，2021 年二季度东南亚出现疫情反扑，使得中国额外上升的拉动得以延续。(3) 2022 年，俄乌冲突发酵，原油价格大幅上涨并维持高位震荡，叠加欧美发达经济体快速采取紧缩货币政策，使得被动上升和制造业共性上升均为负贡献。加之，我国在 2022 年二季度、三季度分别进行了大规模的疫情防控，中国的额外上升也没有形成支撑。

#### 1.4 2023 年一季度份额变化拆解

使用类似的方法我们可以构建季度出口份额的拆解模型。数据上，UNCTAD 不公布各国家的季度出口金额，因此我们选用 WTO 的数据予以替换。存在缺憾的一点是 WTO 的季度数据也并不全面，产油国在年度模型中有 20 个国家，WTO 仅公布其中的 9 个。考虑到这 9 个国家的出口占到了产油国的约 7 成，且出口体量较大的经济体，如沙特、伊朗、尼日利亚等国家均包含在数据当中，我们认为此处数据的确实对拆解结果的影响可控。

**2023 年一季度中国出口份额整体保持韧性。**2023 年一季度中国出口占全球出口的比重为 14.0%，较 2022 年四季度下滑 0.8 个百分点。但需要注意的是，出口份额具有季节性，主要原因在于一季度我国存在春节效应，影响企业供货节奏。与 2022 年我国一季度相比，今年一季度出口份额小幅上升 0.3 个百分点，要略逊于 2021 年的 14.2%（历史一季度的峰值）。

图 11：出口份额的季度变化



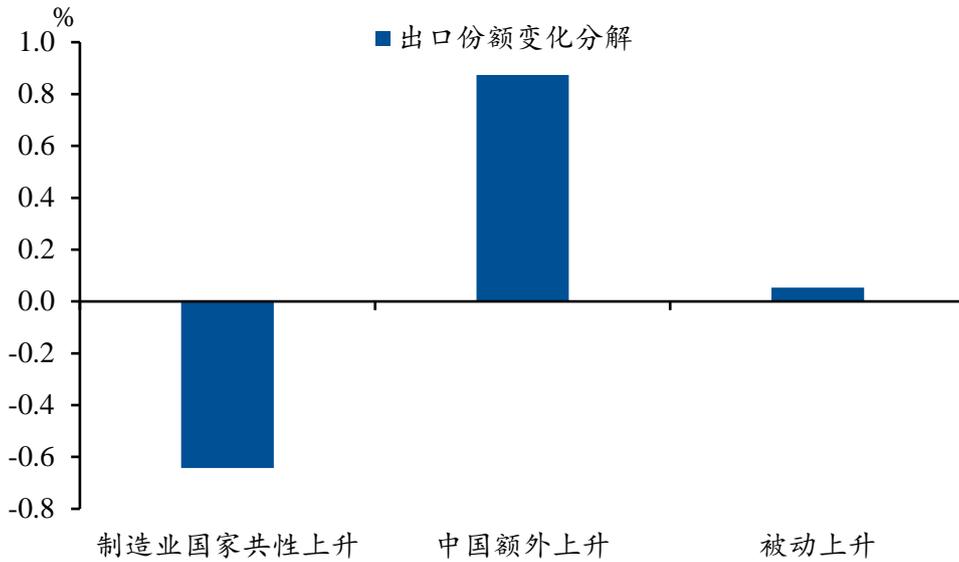
资料来源：万得，信达证券研发中心

经过我们的拆解，中国的额外上升是出口份额较去年同期上升的核心驱动力，具体分析如下：

- 1) 被动上升。2023 年一季度，对欧美经济前景的担忧情绪升温，导致原油呈现震荡下行走势，全球主要产油国出口小幅下滑，造成中国出口份额被动上升 0.05 个百分点；
- 2) 制造业国家共性上升。2023 年一季度欧美制造业均处于去库阶段，欧元区与美国制造业 PMI 持续处于荣枯线之下，叠加商品消费降温，制造业国家出口整体走弱。出口份额共性上升拖累 0.64 个百分点；
- 3) 中国额外上升。一方面前期出口“抢订单”阶段性对出口形成支撑，另一方面我国积极拓展“一带一路”沿

线国家的新需求，使得一季度中国出口较其他制造业国家表现更好，出口份额额外上升 0.87 个百分点。

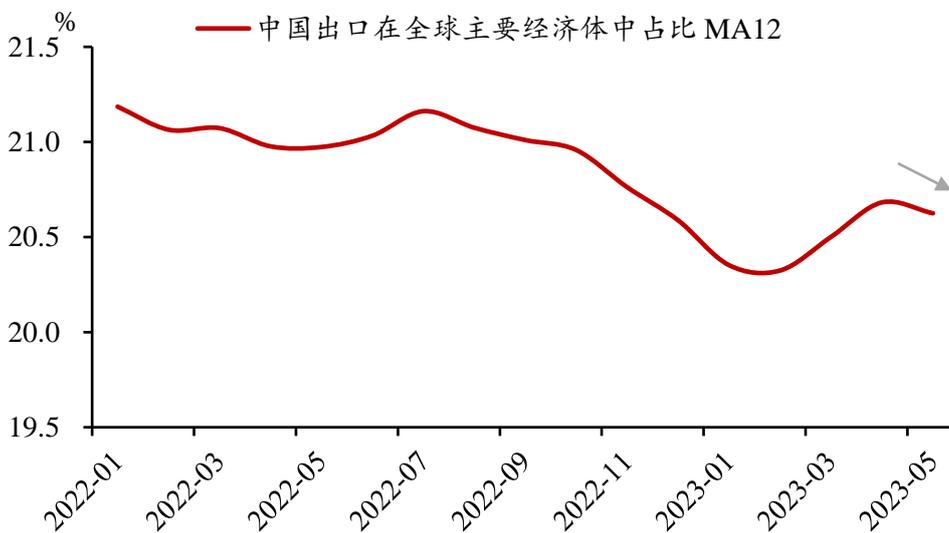
图 12：2023 年一季度出口份额变动的分解结果



资料来源：万得，信达证券研发中心

2023 年 1-4 月出口同比经历短暂的反弹后再次下行，5、6 月出口同比增速分别-7.1%、-12.4%，出口的压力重新显现。由于出口的再次走弱，我们计算的月度中国出口份额也出现了边际下降。通过下一部分对重点产品份额的详细分解，我们认为，长期来看我国出口份额面临下行的压力。

图 13：2023 年二季度开始我国出口份额边际下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

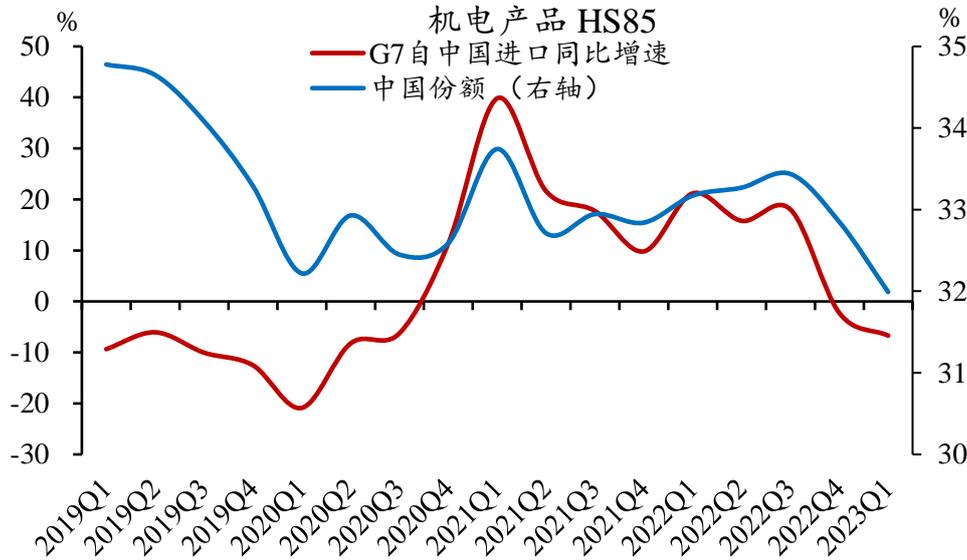
## 二、重点产品份额：高端产品与中低端产品双双承压

微观上，出口份额的变化取决于每一类出口产品占全球出口比重的变化。考虑到数据的可得性和全面性，我们主要观察 G7 从中国进口各项商品的比重，2022 年 G7 进口在全球进口中占到了 35% 左右，具有较强的代表性。

## 1) 机电产品 HS85

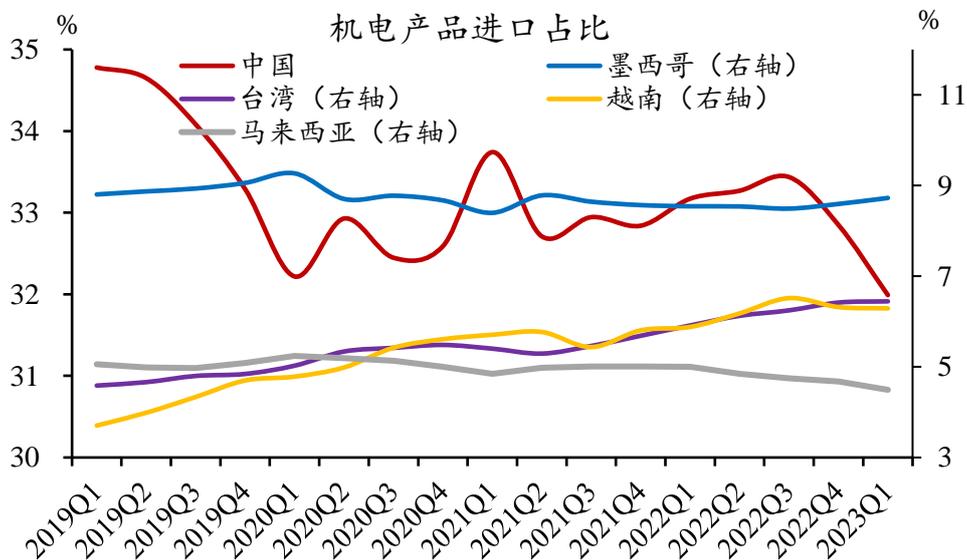
机电产品的海外需求与份额均出现下降。HS85 的代表商品有通信设备、集成电路、半导体设备、显示设备等。2021 年 Q2 以来，G7 自中国的机电产品进口持续保持在较高水平，但 2023 年一季度机电产品的进口增速已降至负区间。出口份额（四个季度移动平均）下滑到了 2019 年以来的最低水平，说明机电产品出口受到了需求减弱与份额减少的双重压制。对中国机电产品形成替代的主要是中国台湾、越南。

图 14: 2023 年 Q1 机电产品的海外需求与份额均出现下降



资料来源: ITC, 信达证券研发中心

图 15: G7 进口机电产品的来源国占比



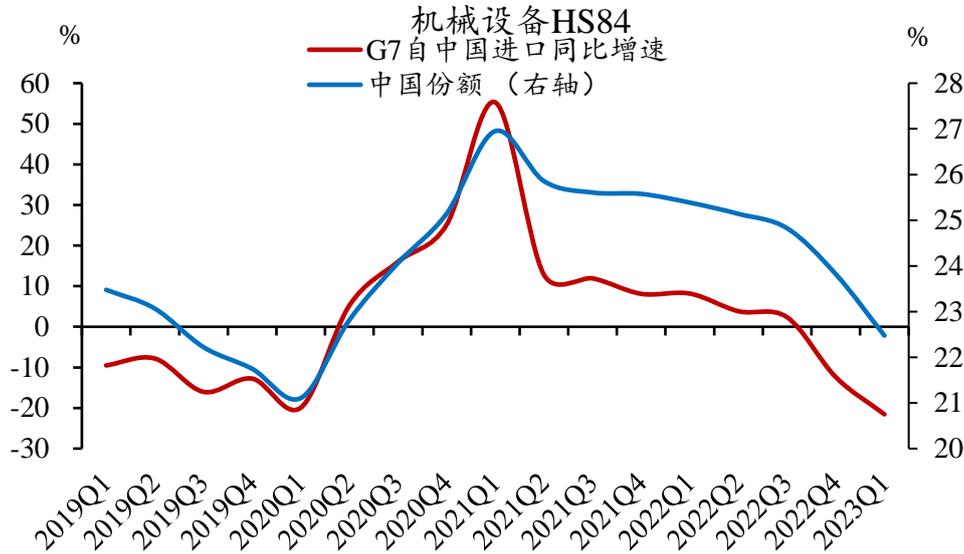
资料来源: ITC, 信达证券研发中心

## 2) 机械设备 HS84

2023 年 Q1 机械设备的份额与去年相比下滑幅度较大，但仍保持在疫情前的水平。HS84 的代表产品有自动数据处理设备及其零部件、电器、以及各种机械设备。2022 年 Q4 以来 G7 自中国进口萎缩。机械设备的份额与去年相比下滑幅度较大，但仍保持在疫情前的水平。除了墨西哥作为发展中国家份额实现了提升之外，机电设备的

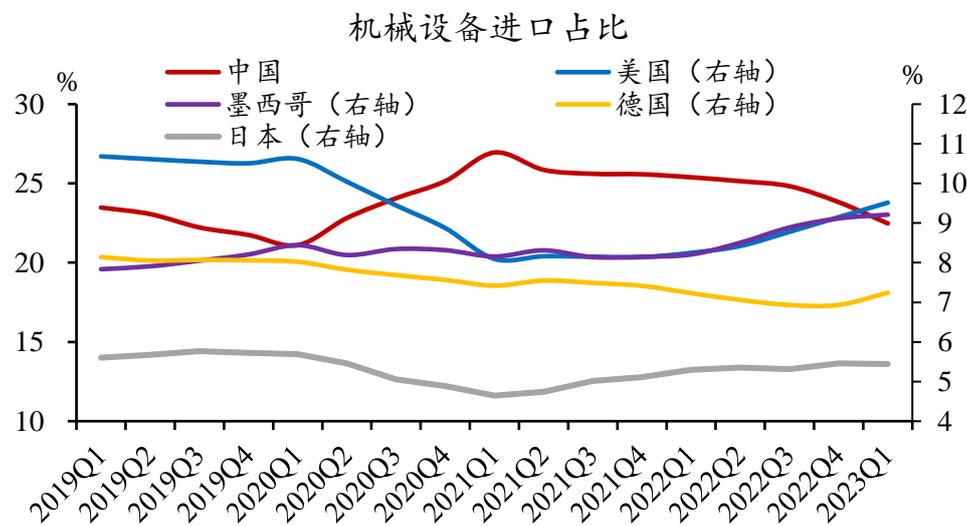
生产重新回到了发达国家，美国、德国、日本机电产品的份额在 2022 年以来逐步回升。该现象与发达国家，尤其是美国实施制造业回流战略有关，科尔尼发布的美国制造业回流报告显示，2022 年美国制造业回流指数在 2022 年出现显著上升。

图 16: 2023 年 Q1 机械设备的份额与去年相比下滑幅度较大



资料来源: ITC, 信达证券研发中心

图 17: G7 进口机械设备的来源国占比



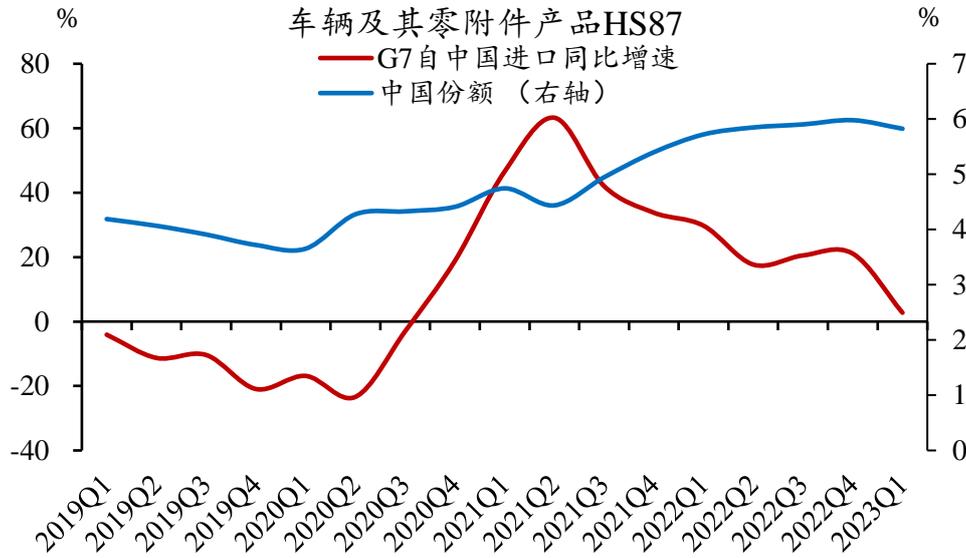
资料来源: ITC, 信达证券研发中心

### 3) 汽车及零部件 HS87

汽车的份额在 2020 年以来处于稳步上升的通道。凭借着完善的产业链、优秀的创新能力，我国汽车产业链不断提高国际产品竞争力，2020 年以来出口表现十分亮眼。从外需来看，G7 从中国的汽车进口在 2020-2022 年保持着 20% 以上的平均增速，2023 年 Q1 维持在正增长。份额来看，G7 自我国进口的占比在 2020 年以来处于稳步上升的通道，从 2020 年的 4% 左右提高至 2023 年 Q1 的 6% 左右。在扩张的过程中，我国汽车出口主要抢夺了日本、德国的份额。但需要注意的是，就份额的绝对水平而言，我国与墨西哥 (17.1%)、德国 (11.3%) 仍有较大的差

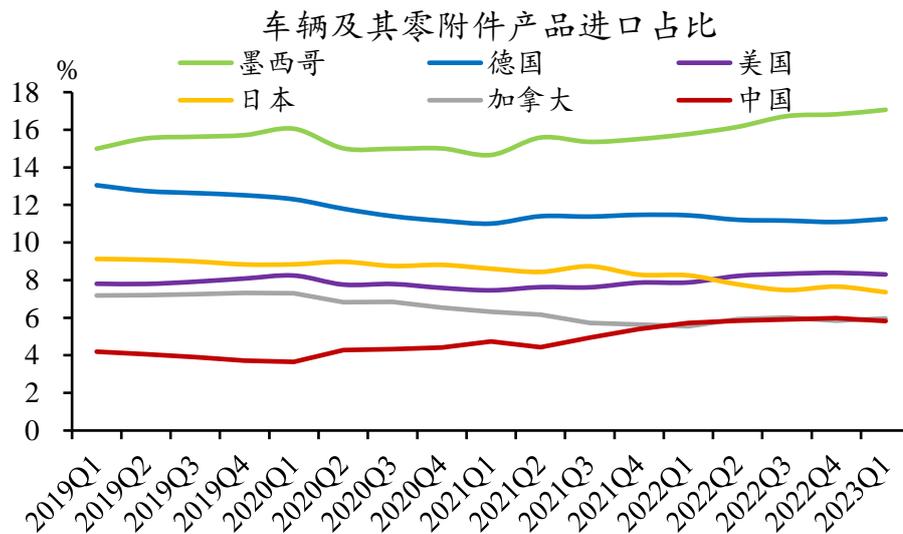
距。

图 18：汽车的份额在 2020 年以来处于稳步上升的通道



资料来源: ITC, 信达证券研发中心

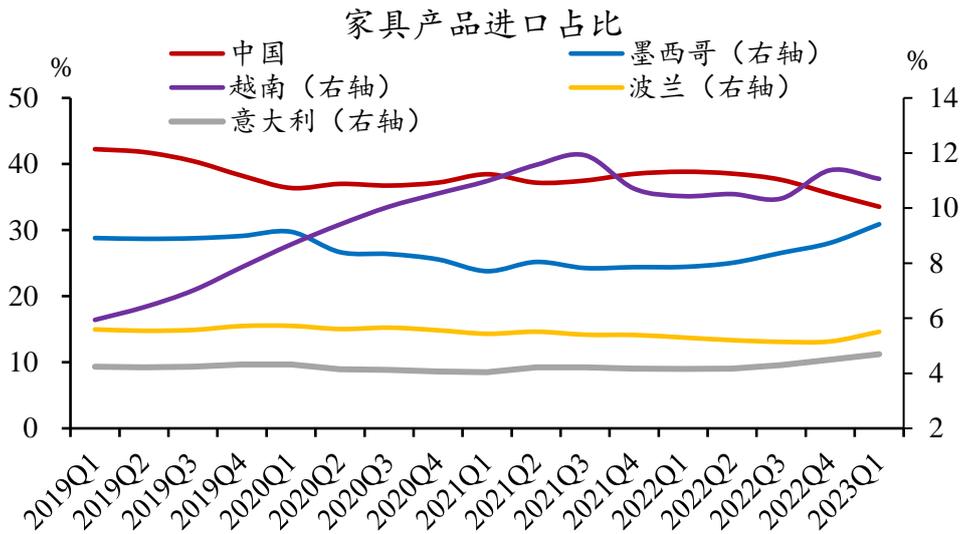
图 19：G7 进口汽车的来源国占比



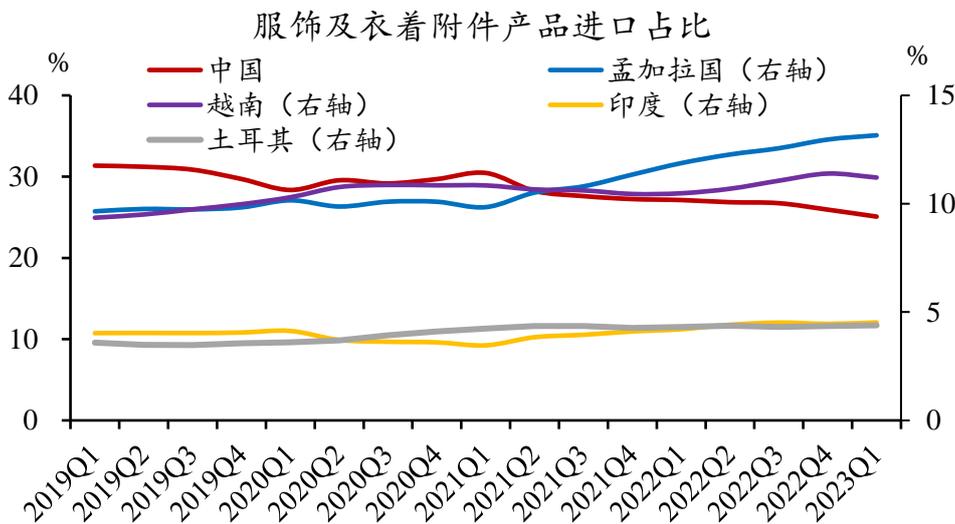
资料来源: ITC, 信达证券研发中心

#### 4) 家具 HS94 与纺织服装 HS61&HS62

新兴国家对我国家具、纺织服装等轻工产品形成出口替代。由于我国劳动力成本逐年上升，叠加大国博弈持续演绎，G7 自我国进口轻工产品的比重从 2021 年开始下降，截至 2023 年 Q1 已较疫情前水平有明显的萎缩。家具的份额从 2019 年的 40% 左右下降至 2023 年 Q1 的 33.5%，墨西哥、波兰对中国家具出口形成替代，其中波兰主要供应欧洲市场。纺织服装的份额从 2019 年的 30% 左右下降至 2023 年 Q1 的 25.1%，订单转移至孟加拉国、印度、土耳其等国家。

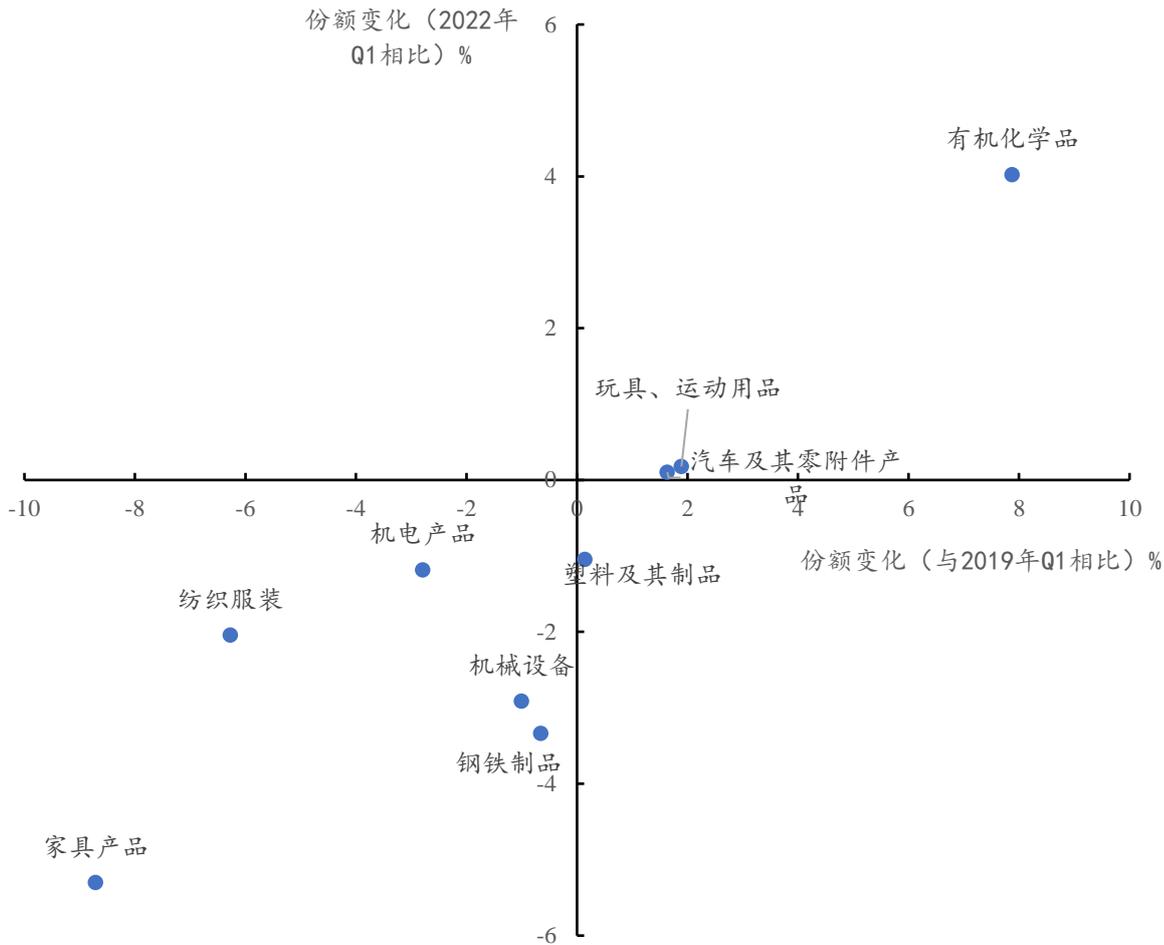
**图 20：G7 进口家具的来源国占比**


资料来源: ITC, 信达证券研发中心

**图 21：G7 进口纺织服装的来源国占比**


资料来源: ITC, 信达证券研发中心

总结以上内容，长期来看，我国出口份额或面临高端制造回流和中低端制造转移的双重压力。(1) 欧美国家推动制造业回流作为国家发展的长期战略目标，我国以机械设备(HS84)为首的高端制造业出口份额下降，美德日等国家份额上升。另外，近两年美国联合欧洲、日韩等国对我国高技术领域进行封锁，我国高端制造业出口份额未来将持续承压，更长期可能会对我国产业升级产生抑制效应。(2) 中低端制造业的出口份额也不容乐观。墨西哥、越南等新兴国家对我国家具(HS94)、纺织服装(HS61&HS62)等轻工产品形成出口替代。美国主动寻求脱钩，加之新兴国家产品竞争力增强均对这类产品的订单转移创造了条件。

**图 22：我国在 G7 主要商品的进口占比变化**


资料来源: ITC, 信达证券研发中心

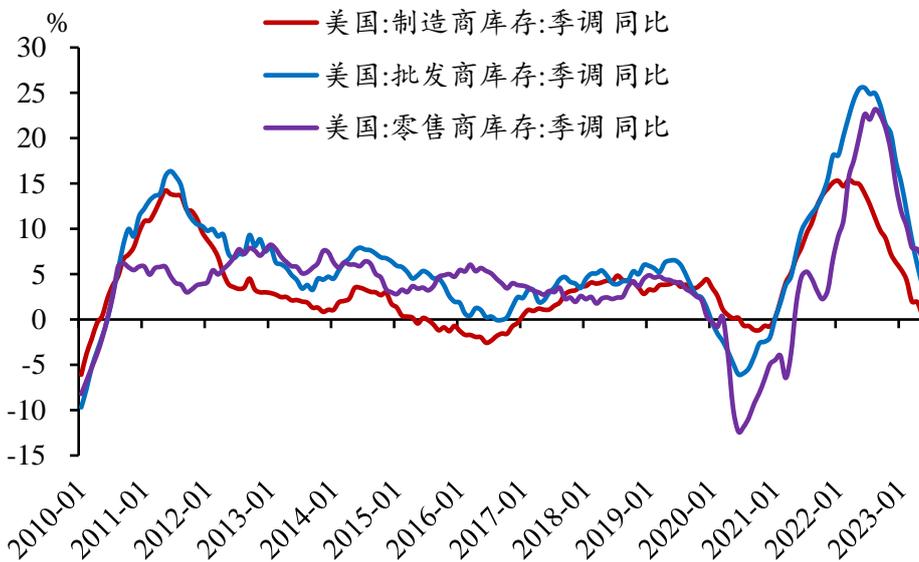
### 三、短期机会：美国的结构性补库

短期而言，美国库存周期对我国出口有显著影响，对判断出口走势有一定的指示意义。美国的补库需求能够对我国出口形成拉动，历史数据显示，美国库存同比增速与我国出口同比的走势具有较强的一致性，由于跨国订单存在清关、运输等因素引发的时滞，美国补库存往往领先我国出口一个季度左右。一个近期的变化是美国对中国的进口依赖度出现了下降，那么美国库存周期对出口的影响是否会降低？一方面，2022 年我国对美国的出口占到 16.2%，在所有主要贸易伙伴中排名第一；另一方面一部分商品可能通过“间接出口”的方式，通过墨西哥、加拿大等国家供应至美国。因此我们认为，美国补库存仍对我国出口有较强的拉动能力。

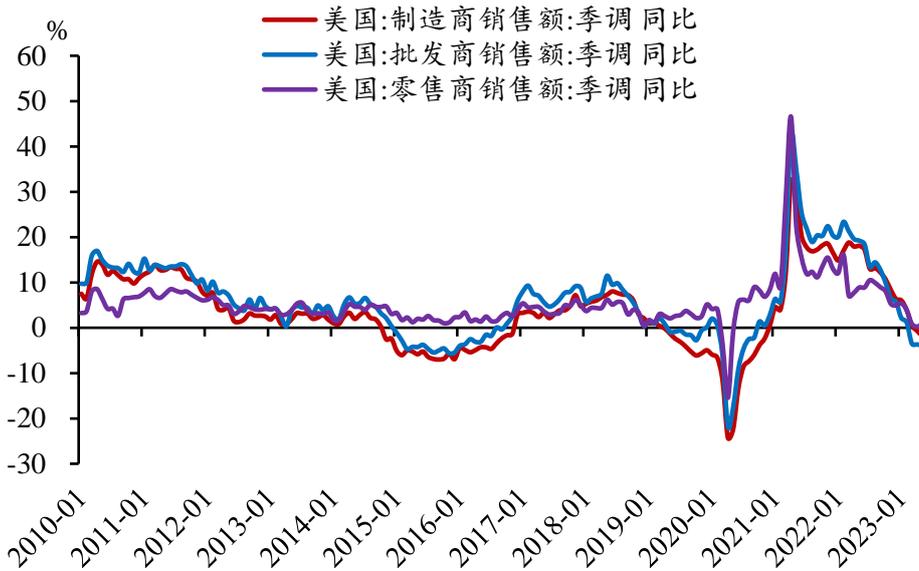
**图 23：美国补库存往往领先我国出口一个季度左右**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

美国制造业正处于“主动去库存”阶段。美国库存包含制造商库存、批发商库存、零售商库存三大环节。其中制造商库存、批发商库存与中国出口的关联性较强，而零售商库存与中国出口的走势时常发生背离。美国制造商库存、批发商库存同比增速分别在 2022 年 5 月、6 月触顶后持续下滑，截至 2023 年 5 月库存同比分别为 0.5%、3.7%。销售额增速目前也均处于下行通道，反映出美国库存周期处于“主动去库存”阶段。

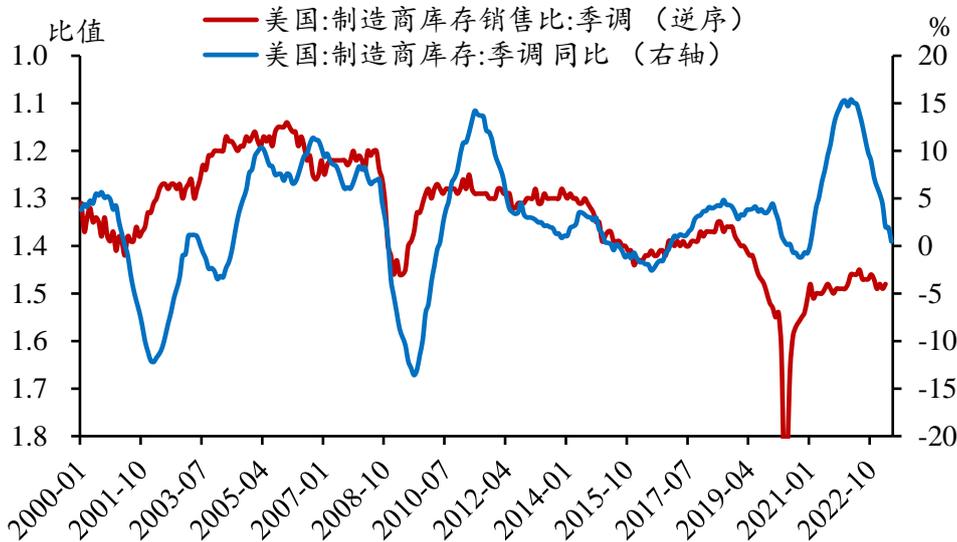
**图 24：美国正处于“去库存”阶段**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

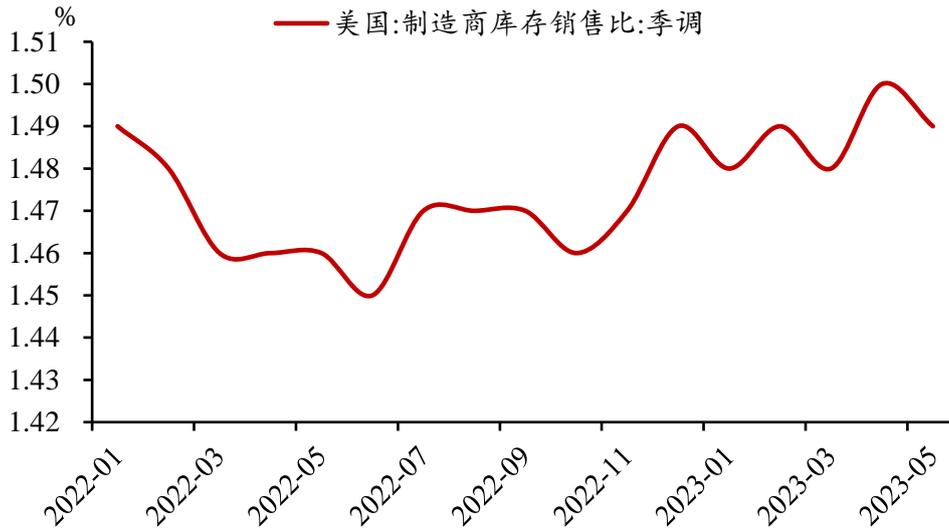
**图 25: 美国销售额增速目前也均处于下行通道**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

根据美国的库销比, 我们预计美国制造业将于 2024 年一季度结束去库。库销比为当期库存与销售量的比值, 反映了库存和销售的相对力量变化。在一轮完整的库存周期中, 库销比也会经历一个轮回, 库销比的走势方向与库存增速相反, 且库销比触顶(触底)要早于库存增速触底(触顶)。历史经验表明, 美国库销比的拐点领先库存同比拐点大约 12 个月。2023 年 4-5 月美国库销比展现出磨顶的迹象, 由此推断 2024 年二季度初美国开启新一轮库存周期。同时, 该时间节点也与市场普遍预期美联储在 2024 年初降息的时间节点相契合。

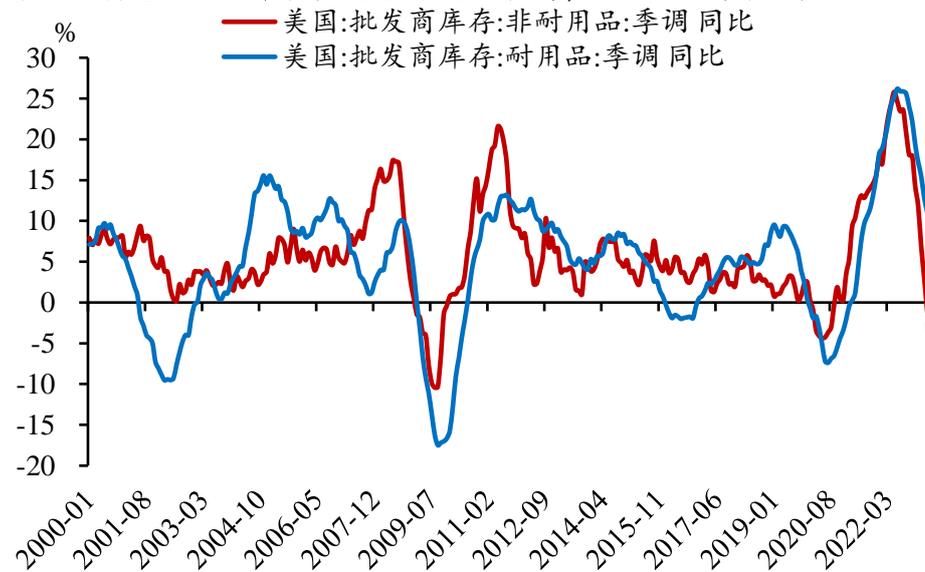
**图 26: 美国去库至明年一季度**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 27：美国库销比在 2023 年 Q2 磨顶**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

但需要注意的是, 本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。5 月美国耐用品库存同比增速为 9.7%, 处于 2000 年至今的历史较高水平, 而非耐用品库存的同比已降至-4.7%。回顾历史数据可以发现美国耐用品和非耐用品库存的增速存在较强的同步性, 那么为什么本轮会出现如此大的差别? 我们认为其核心原因在于美国 2022 年以来的“史诗级”加息。由于耐用品消费与利率相关性较强, 美国本轮快速且大幅度的加息抑制了美国居民耐用品的消费, 致使耐用品去库不畅; 而非耐用品受到的影响较小, 目前库存已降至较低水平。这意味着美国非耐用品或将在下半年开始补库。美国非耐用品中与中国出口相关的主要是服装及服装面料、纸制品、化学品, 对于这三类商品, 我国在美国所有进口国中均排名前三。我们预计, 国内相关行业的出口订单可能会在三季度有所好转。

**图 28：5 月美国耐用品库存同比增处于历史较高水平, 而非耐用品库存的同比已较低**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**表 2：美国批发商库存分类**

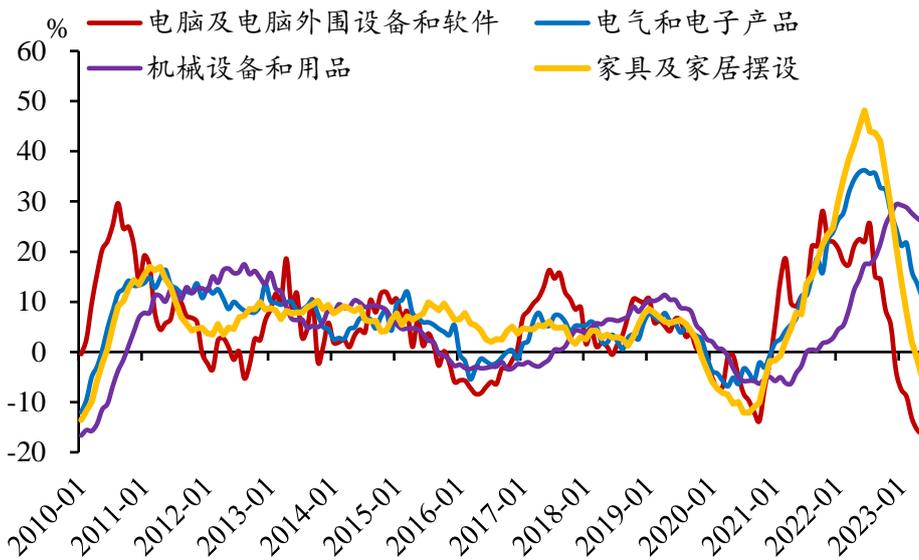
非耐用品	纸及纸制品
	药品及杂品
	服装及服装面料
	食品及相关产品
	农产品原材料
	化学品及有关产品
	石油及石油产品
	啤酒, 葡萄酒及蒸馏酒
	杂项
	耐用品
家具及家居摆设	
木材及其他建材	
专业及商业设备和用品	
电脑及电脑外围设备和软件	
金属及矿产, 石油除外	
电气和电子产品	
五金、水暖及加热设备和用品	
机械设备和用品	
杂项	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

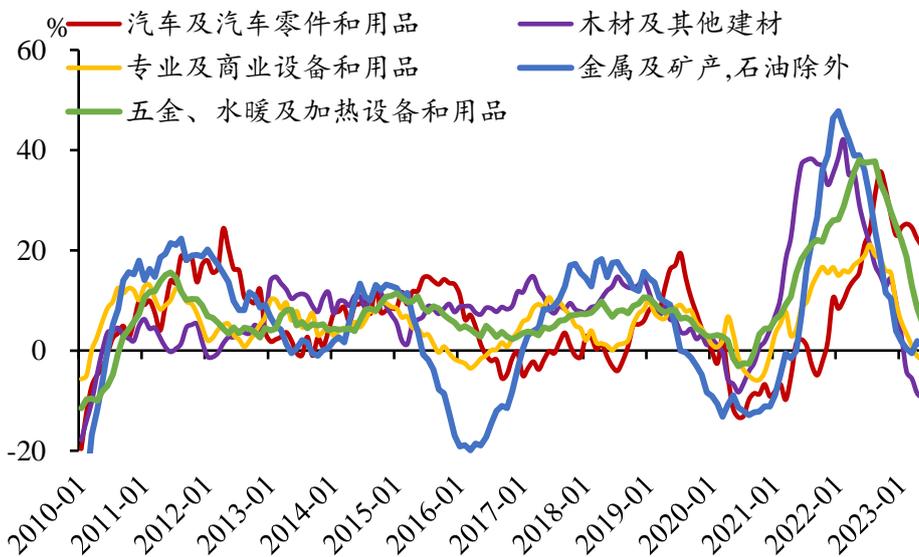
根据前文的逻辑, 我们推测美国将在下半年开始对非耐用品进行补库, 并会边际上对我国出口形成支撑。然而, 我国出口真正出现趋势性好转还需要等到美国耐用品补库存, 一是因为美国库存中耐用品占比超过六成, 耐用品体量天然比非耐用品大, 而且我国机电产品是我国出口的第一大支柱, 其属于耐用品。

为了剖析本轮库存周期对我国出口的影响, 我们进一步将耐用品分为与中国相关性强的商品和与中国相关性弱的商品。根据美国进口对我国的依赖度, 我们将耐用品的 9 项分为与中国相关性强的商品和与中国相关性弱的商品。

与我国相关性强的商品预计在明年二季度末才会开始补库。与我国相关性强的耐用品中, 电脑及电脑外围设备和软件、家具及家具摆设库存已经降至了 2000 年以来的历史较低分位, 而机械设备和用品、电气和电子产品库存仍较高。与我国相关性较低的耐用品中, 木材及其他建材、专业及商业设备和用品、金属矿产库存已处于较低分位, 五金加热设备和用品处于中等分位, 汽车及汽车零件库存仍较高。整体来看, 与我国相关性强的耐用品库存位置相对偏高。由此看来, 美国对该类库存补库的时间点预计会晚于整体库存周期的时间, 大概率在明年二季度末。这意味着美国补库预计会在明年一季度对中国出口产生明显的提振效应 (提前一个季度)。

**图 29：与我国相关性强的耐用品库存增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 30：与我国相关性弱的耐用品库存增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

综上所述，我们对于美国库存周期的判断可以分为三个层级：

- 1) 整体而言，美国将于 2024 年一季度结束去库，并于二季度初开启新一轮库存周期。但需要注意的是，本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。
- 2) 将美国库存分为耐用品和非耐用品，由于美国 2022 年以来的“史诗级”加息，耐用品库存仍然较高；而非耐用品受到的影响较小，目前库存已降至较低水平。美国非耐用品或将在下半年开始补库，并带动我国服装及服装面料、纸制品、化学品等商品的出口订单。
- 3) 进一步将耐用品分为与中国相关性强的商品和与中国相关性弱的商品，与我国相关性强的耐用品库存位置相对偏高。美国对该类库存补库的时间点预计会晚于整体库存周期的时间，大概率在明年二季度末。美国补库对中国出口产生明显的提振效应可能要等到明年一季度。

## 四、投资启示

关注纺织服装、化学品、造纸及纸制品等可能发生中美补库共振的行业。在上一部分中我们通过拆解美国的库存，发现美国的非耐用品下半年大概率会有补库存的需求。再看我国各行业的库存水平，在 33 个工业行业中，6 月有 21 个行业库存增速处于 2012 年以来的 30% 分位以下。这些库存分位数偏低行业也存在补库存的动能。其中，有部分行业同时会受到美国库存非耐用品的影响，包括纺织服装、化学品、造纸及纸制品。

表 3：2012 年至今各行业库存分位数

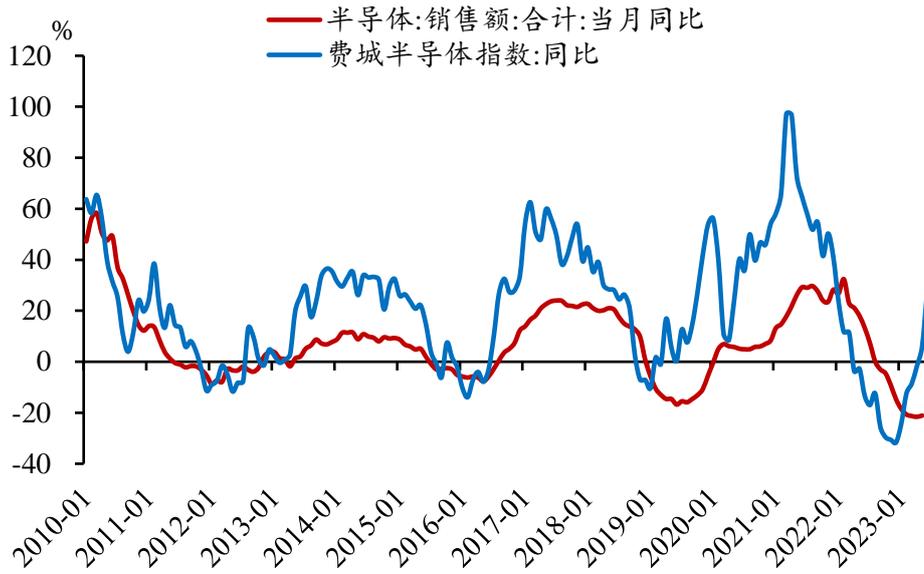
行业	4月库存分位数 (%)	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.76	0.79	0.72
石油和天然气开采业	0.15	0.13	0.07
黑色金属矿采选业	0.43	0.41	0.12
有色金属矿采选业	0.33	0.28	0.30
非金属矿采选业	0.19	0.20	0.22
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.17	0.14	0.04
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.44	0.37	0.34
造纸及纸制品业	0.34	0.19	0.13
化学原料及化学制品制造业	0.47	0.33	0.12
化学纤维制造业	0.06	0.04	0.00
橡胶和塑料制品业	0.13	0.11	0.10
非金属矿物制品业	0.59	0.49	0.16
黑色金属冶炼及压延加工业	0.11	0.06	0.06
有色金属冶炼及压延加工业	0.65	0.31	0.29
金属制品业	0.00	0.00	0.00
医药制造业	0.15	0.24	0.36
通用设备制造业	0.14	0.06	0.07
专用设备制造业	0.68	0.71	0.60
汽车制造	0.64	0.53	0.37
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.26	0.36	0.65
电气机械及器材制造业	0.54	0.23	0.32
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.24	0.08	0.12
仪器仪表制造业	0.66	0.58	0.55
农副食品加工业	0.57	0.49	0.48
食品制造业	0.84	0.79	0.53
酒、饮料和精制茶制造业	0.09	0.39	0.36
烟草制品业	0.75	0.69	0.71
纺织业	0.12	0.09	0.19
纺织服装、服饰业	0.00	0.00	0.00
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.19	0.24	0.16
家具制造业	0.00	0.02	0.01
印刷业和记录媒介的复制	0.00	0.01	0.02
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.41	0.15	0.28

资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：标黄代表该行业库存同比处于 2012 年以来的 30% 分位以下。

另外，半导体行业有望在下半年开始复苏。在美国的耐用品中，电脑及电脑外围设备和软件的库存同比在 5 月已降至 -16.5%，处于 2000 年以来的历史低位。使用半导体销售额同比划分的全球半导体周期或已经进入周期的尾部，费城半导体指数年初以来已上涨近 50%，均标志着行业景气度有望迎来上行阶段。伴随以 ChatGPT 为代表的人工智能产业链高速发展，AI 上游的硬件端（算力、存储等），中游的大模型，以及下游的应用端均有望迎来需求的持续增长。

图 31：半导体周期或已进入周期的尾部



资料来源: 万得, 证券研发中心

## 风险因素

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。