

# 宏观

证券研究报告

2023年08月25日

## 出口仍然是今年经济的亮点

前期出口增速回落，集中了价格下跌、高基数、汇率贬值三个因素。但现在汇率、价格已经有所改变。

我们认为后续出口关键还是看份额和外需。

尽管关于“产业链被动转移导致中国出口份额下降”的担忧不断，但上半年中国的出口份额其实没有发生根本变化。中国依然受益于美国的终端消费需求，只是部分商品从中国对美消费品的出口份额变为了中国对东盟墨西哥的资本品中间品的出口份额。

今年美国经济有望复苏，后续外需对中国出口的支撑韧性有望进一步提高。

**风险提示：**海外经济复苏力度不及预期，中美脱钩速度超预期，中国汇率承压

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

**郭微微** 联系人  
guoweimei@tfzq.com

### 相关报告

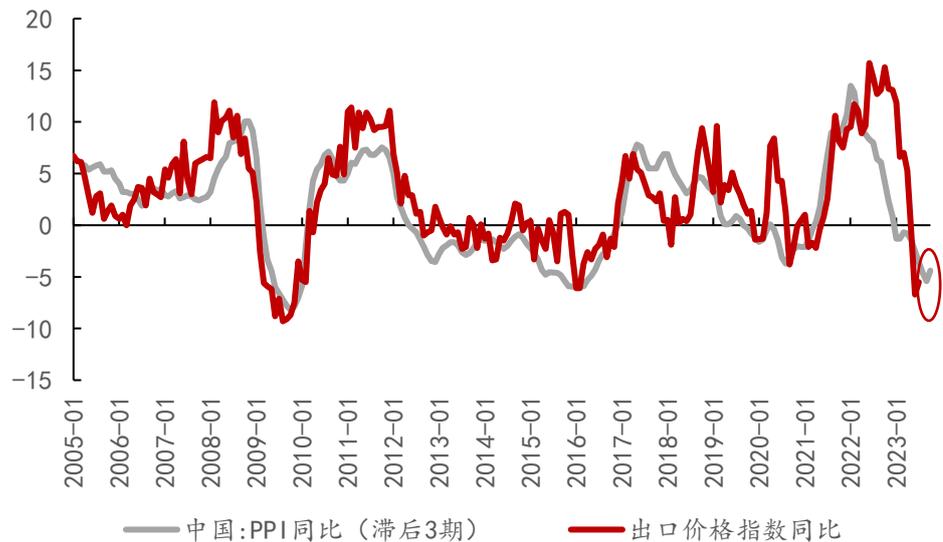
- 1 《宏观报告：宏观报告-LPR 非对称调整的用意》 2023-08-21
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年8月第4周》 2023-08-21
- 3 《宏观报告：宏观-经济不用悲观》 2023-08-20

出口增速连续回落后，有望触底反弹。

**前期出口增速回落，集中了价格下跌、高基数、汇率贬值三个因素。**

第一，出口价格与工业品价格高度相关且略微滞后。年初以来 PPI 同比持续回落带动出口价格指数从 1 月的 11.9% 快速回落至 7 月的 -5.5%，是出口同比增速回落的重要原因之一。相比于价格，7 月出口数量指数同比仅回落 4%。

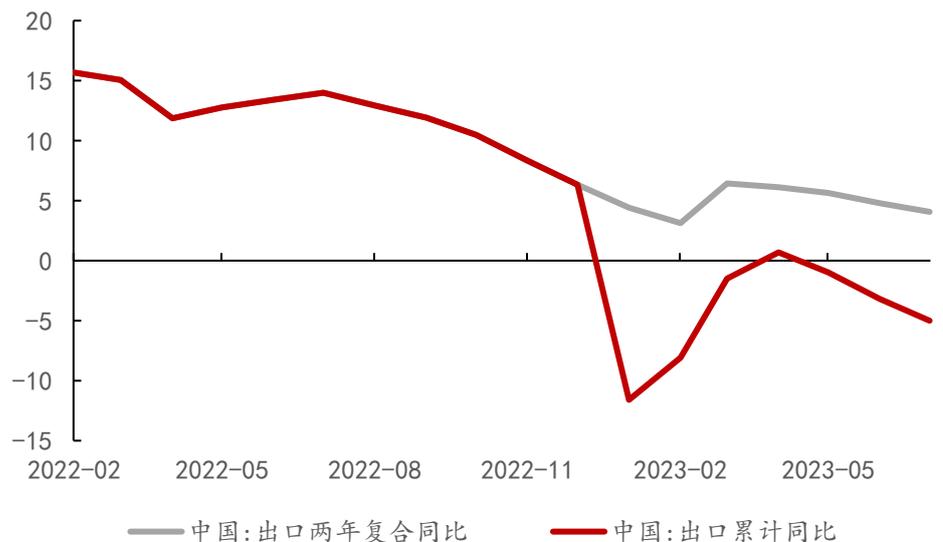
图 1：PPI 同比、出口价格指数同比见底（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

第二，去年 5-7 月处于疫后的补偿性恢复期，2022 年 7 月出口同比增速达到 17.2%，高基数导致今年 5-7 月出口增速回落，如果看两年复合同比增速，7 月出口两年复合同比增速为 0.1%，高于当月同比 14.6 个百分点，累计复合同比 4.1%，高于累计同比 9.1 个百分点。

图 2：两年复合增速表现强于当年同比增速（单位：%）

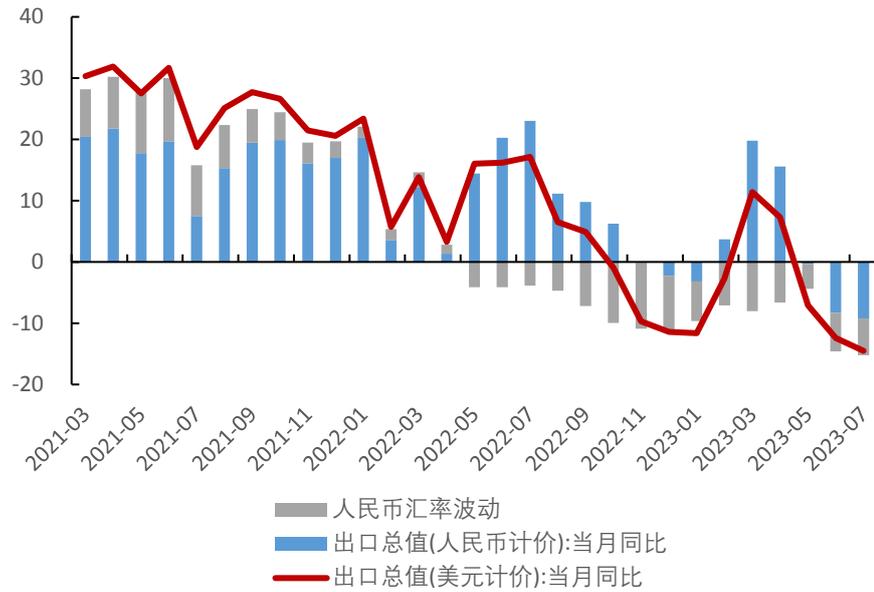


资料来源：wind，天风证券研究所

第三，虽然人民币汇率贬值有利于提升部分商品的出口竞争力，但也拉低了当期美元计价的出口增速。7 月人民币汇率（中间价）比去年同期贬值 6%，对应美元口径出口同比增速低于人民币口径 5.3 个百分点。

美元计价出口同比增速明显低于人民币口径出口。

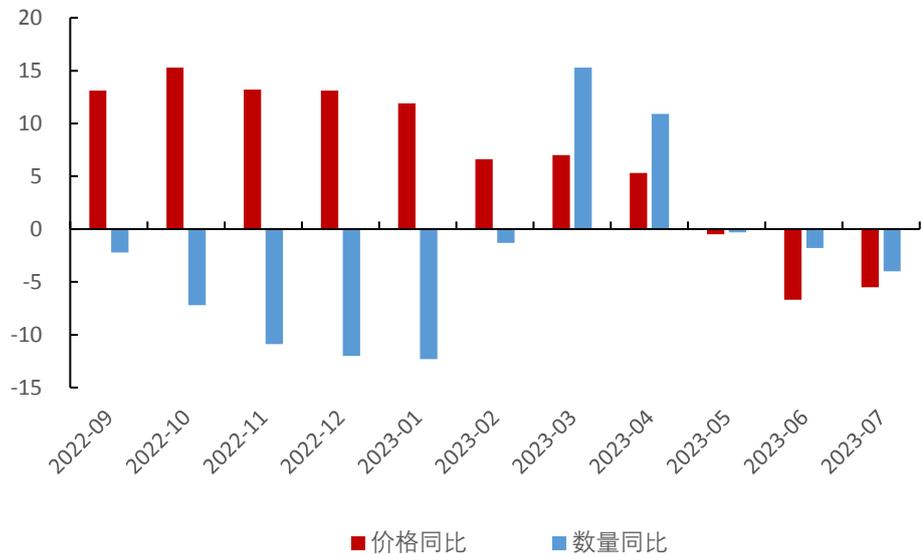
图 3: 人民币汇率贬值拖累美元口径出口同比 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

二季度在人民币贬值和价格下跌两个负面因素的作用下, 美元出口弱于人民币出口, 出口价格弱于出口数量。二季度出口数量同比+2.6%, 出口价格同比-0.8%, 美元出口-4.7%, 人民币出口+1.4%。7 月随着 PPI 见底、去年同期汇率持续贬值, 价格因素和汇率因素对出口的拖累或开始减弱。

图 4: 二季度出口数量同比表现强于出口价格同比 (单位: %)



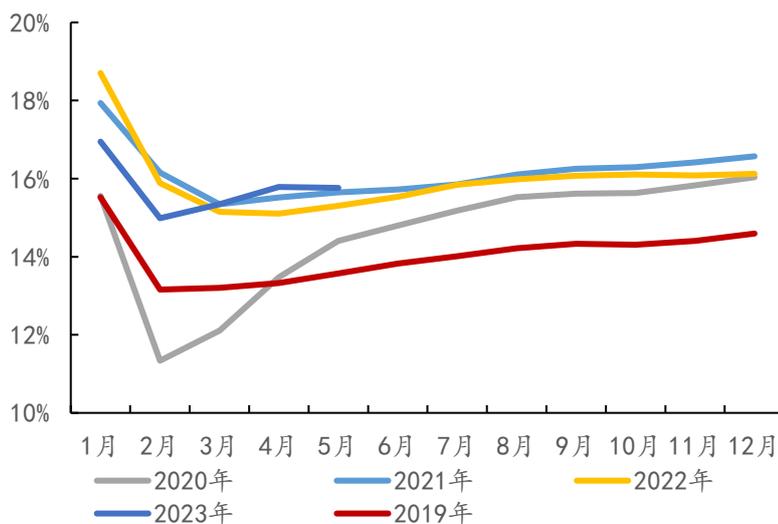
资料来源: wind, 天风证券研究所

我们认为后续出口关键是份额和外需。

尽管关于“产业链被动转移导致中国出口份额下降”的担忧不断, 但上半年中国的出口份额其实没有发生根本变化。

2023 年 1-5 月, 中国大陆的出口份额为 15.8%, 较 2022 年的 16.1% 仅有小幅回落, 高于 2019 年 1.2 个百分点, 高于 2022 年 1-5 月 0.5 个百分点。

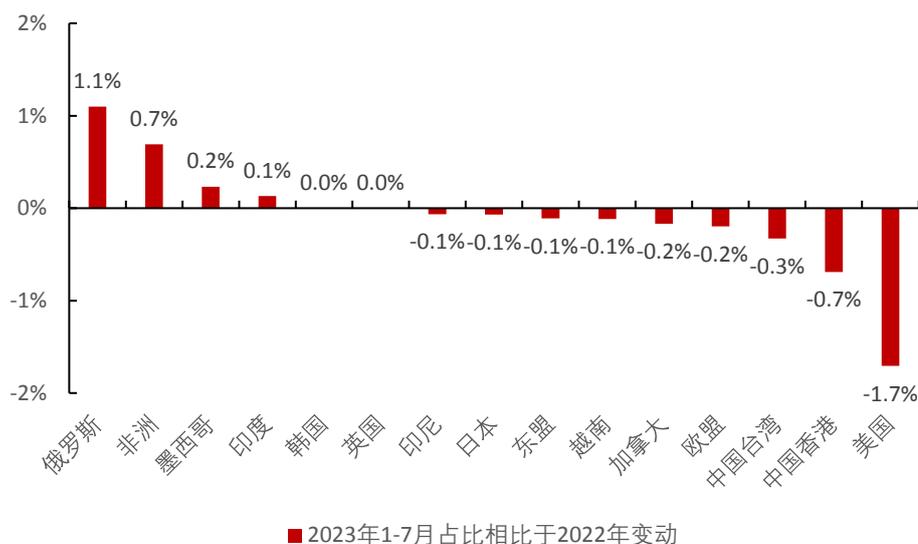
图 5：中国出口份额从去年底 16.1% 小幅降至 15.8%（单位：%）



资料来源：WTO，天风证券研究所

今年 1-7 月，中国对美出口份额回落 1.7%，对俄罗斯出口份额上升 1.1%，对东盟整体出口份额仅小幅回落 0.1 个百分点。

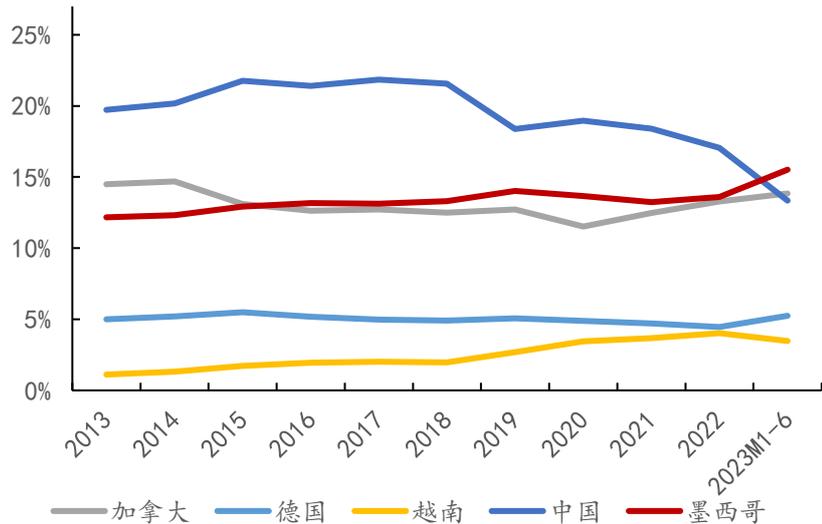
图 6：1-7 月中国出口份额变化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

中国对美出口份额转移到了东盟和墨西哥，其中最受益的是墨西哥，上半年在美进口份额较 2022 年上升了 1.9%，超过中国成为美国第一大进口国。

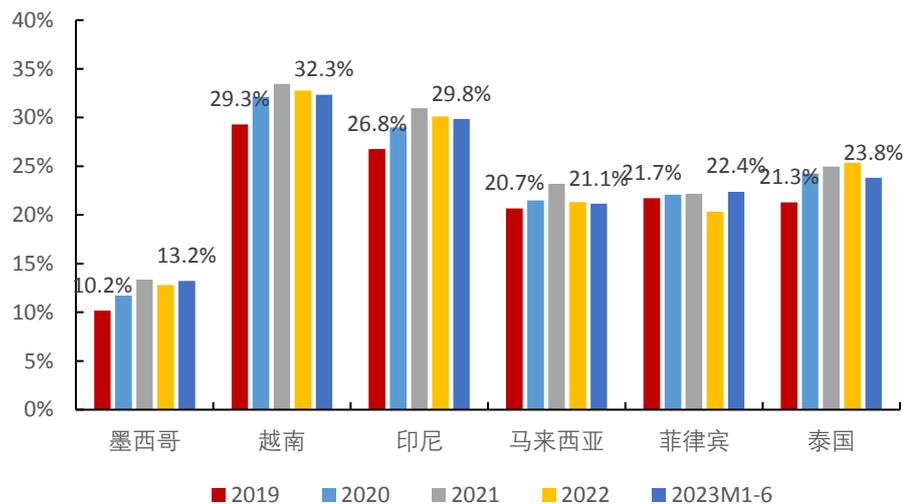
图 7：墨西哥、加拿大取代中国成为美国第一、二大进口国（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

新兴市场通过转口贸易和终端加工组装的形式, 承接了中国对美的出口份额转移。因此新兴市场对美出口的股份上升, 同时从中国进口的股份也在上升。上半年中国占墨西哥进口股份上升了 0.4%, 占菲律宾进口股份上升了 2.1%。

图 8: 中国在新兴市场的进口份额中普遍上升 (单位: %)

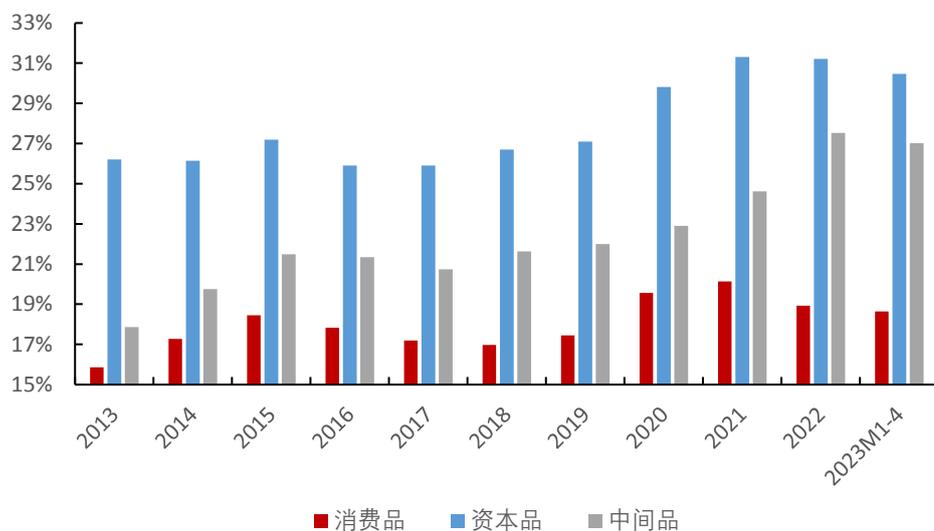


资料来源: wind, 天风证券研究所

出口份额转移的另一面, 是出口链从下游的消费品向中游的中间品和资本品升级。相比 2021 年, 中国消费品出口份额下降, 资本品和中间品的出口份额上升。出口份额下降的商品以劳动密集型为主, 如玩具、服装鞋靴、陶瓷等<sup>1</sup>。

图 9: 中国分商品类别的出口份额 (单位: %)

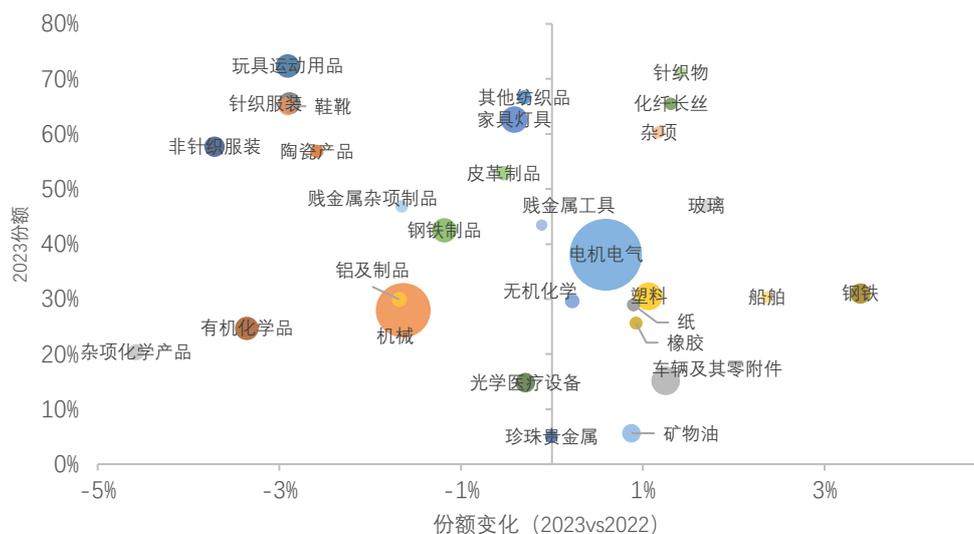
<sup>1</sup> 以中国大陆、中国香港、中国台湾、美国、欧盟 27 国、英国、日本、韩国、加拿大、瑞士、澳大利亚、墨西哥、印度、泰国和巴西等 15 个主要国家和地区为样本, 包含 97 个 HS 行业



资料来源: wind, 天风证券研究所

中间品和资本品的出口份额提升不是偶然。高耗能的资本品受益于能源价差，比如钢铁、玻璃、化纤、塑料、纸制品等。中间品和产业升级竞争优势提升有关，比如汽车零附件、新能源电池、光伏组件、电子元器件。

图 10: 重要行业的份额变化 (单位: %)



资料来源: wind, ITC, 天风证券研究所 (注: 气泡大小代表 2022 年出口金额)

除实际份额转移外，美国贸易商主动降低中国进口商品报价的行为或导致市场低估中国占美国进口的比重。

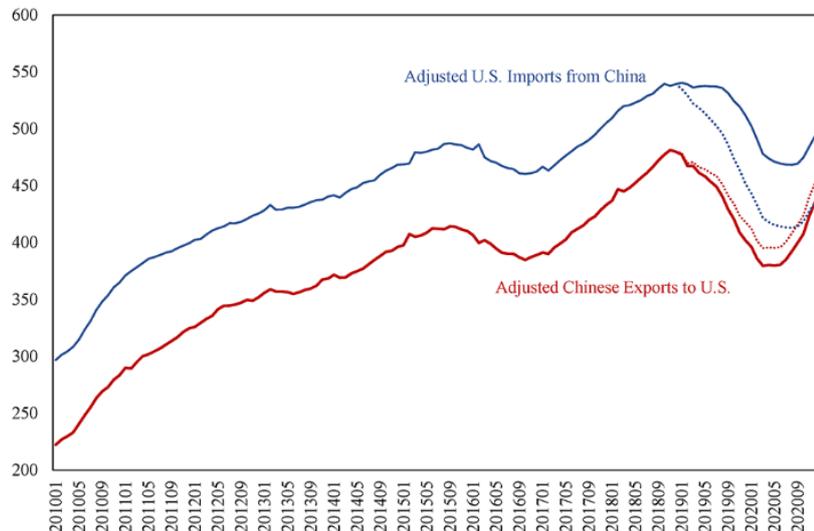
受保费、运费等因素影响，在 2018 年之前，美国进口自中国金额稳定高于中国对美出口金额 800 亿美元左右。但贸易战后，为降低关税压力，美国贸易商主动降低自中国进口商品报关价，按照美联储估算，这种价格低报的幅度一般会超过 5%。这也意味着中国对美国出口份额可能被低估。

图 11: 中美贸易统计数据的变化 (单位: 十亿美元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：美联储估算美国自中国进口金额被明显低估（单位：十亿美元）



资料来源：美联储，天风证券研究所(注：虚线代表实际公布数据，实线代表美联储调整后数据)

总的来说，中国依然受益于美国的终端消费需求，只是部分商品从中国对美消费品的出口份额变为了中国对东盟墨西哥的资本品中间品的出口份额。另外中美贸易统计可能存在持续扩大的差异。所以依据中国对美出口增速下滑难以得出中国对美出口正在全面“脱钩”的结论。

在考虑了直接和间接的出口份额之后，美国仍然是中国出口最重要的拉动者。美国既是世界第一大进口国——2022 年美国进口了全球 13% 的商品和服务，超过 20% 的电子数据处理和办公设备、汽车、电信设备等消费品；也依然是中国最主要的直接出口国——2022 年美国占中国出口份额的 16.2%，美国在中国出口的机械和机械设备（HS84）、塑料制品（HS39）、家具（HS94）、玩具（HS95）、针织服装（HS61）中的份额达到了 20%、19%、26%、36%、24%。

这意味着美国制造业新订单同比增速与中国出口同比增速之间存在着显著正相关性——美国需求好，中国出口就不会差；美国需求差，中国的出口也不会好。下半年美国经济特别是居民消费，对中国出口的影响至关重要。

图 13: 美国新订单同比增速与中国出口同比增速正相关 (3 月移动平均) (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所(注: 中国出口同比在 2021 年和 2023 年使用两年复合增速; 美国制造业新订单在 2021 年使用两年复合增速)

**今年美国经济复苏的证据已经出现。**这一轮美国经济只是正常的库存周期（详见《美国经济未必衰退》，2023.2.12），而不是所谓的衰退、着陆、危机，所以当库存周期见底时，美国经济或将进入复苏阶段。

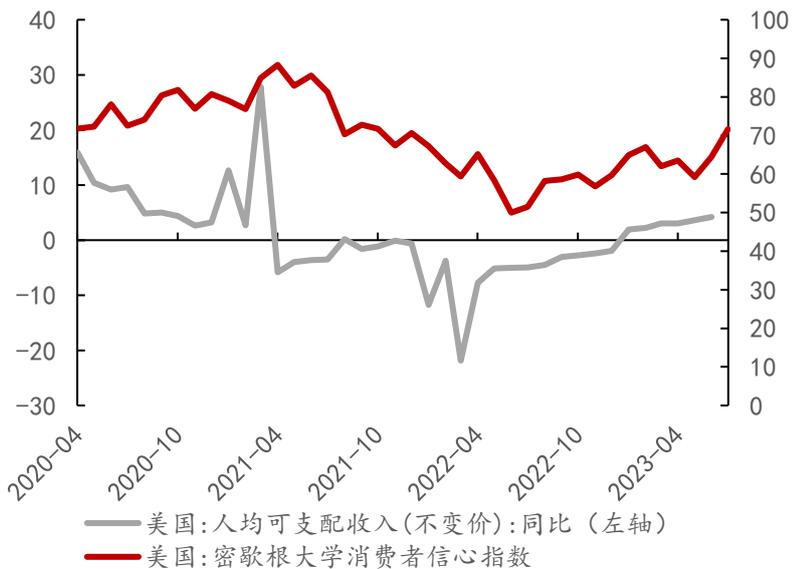
**二季度美国居民消费开始修复，居民实际收入增速回升，消费信心持续上行，带动耐用品订单复苏。**美国制造业 PMI 新订单指数从 2023 年 5 月的低点上行 4.7 个百分点至 7 月 47.3%，美国耐用品新订单同比增速从 2 月的低点上行 8.3 个百分点至 2023 年 6 月的 8.9%，其中，运输设备、电脑及电子产品、电气设备、电器及零件的新订单率先好转。

图 14: 美国耐用品新订单已经开始好转 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 美国居民收入和消费信心改善 (单位: %)

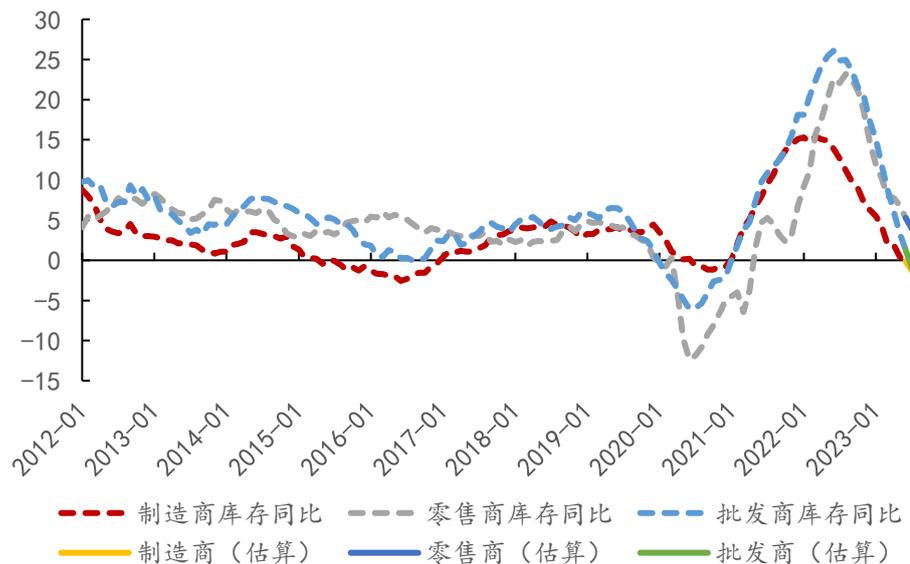


资料来源: wind, 天风证券研究所

在需求复苏时,美国库存经历了一年的去化后终于进入低位。2023年6月,美国名义库存增速和实际库存增速已经下滑至22%和43%的历史分位数水平。其中耐用品库存同比增速7.1%,非耐用品库存同比增速-7%,处于60%和1%的历史分位数水平——耐用品中的电脑及电脑外围设备和软件、木材及其他建材的库存历史分位数已经位于10%及以下区间;非耐用品中的纸及纸制品、农产品原材料、石油及石油产品的库存历史分位数已经位于5%及以下区间。

按照过去一年的去库存速度,预计库存有望在三季度末前后见底。

图 16: 美国库存同比增速持续回落 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 按照过去1年美国行业库存去化速度来估算后续行业库存同比增速)

图 17: 美国分行业库存周期历史分位数 (单位: %)

	批发商库存同比			批发商库销比		
	6月	历史分位数	相比上月变动	6月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	7.1	60%	-2.2	1.9	98%	0.01
耐用品:汽车及汽车零件和用品	19.0	96%	-2.4	1.8	96%	0.02
耐用品:家具及家居摆设	-8.1	6%	-2.9	1.8	85%	0.00
<b>耐用品:木材及其他建材</b>	-10.7	3%	-1.4	1.7	98%	0.01
耐用品:专业及商业设备和用品	-4.6	10%	-1.9	1.2	73%	-0.01
<b>耐用品:电脑及电脑外围设备和软件</b>	-19.1	4%	-0.8	0.8	25%	-0.01
耐用品:金属及矿产,石油除外	-4.2	21%	-4.4	2.3	91%	-0.07
耐用品:电气和电子产品	6.0	44%	-4.0	1.4	67%	0.01
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	3.7	29%	-1.3	2.5	100%	0.01
耐用品:机械设备和用品	24.3	98%	-1.7	2.9	95%	0.03
耐用品:杂项	-3.8	13%	-1.0	1.8	98%	0.07
<b>非耐用品</b>	-7.0	1%	-1.8	1.0	76%	-0.01
<b>非耐用品:纸及纸制品</b>	-13.8	1%	-4.6	1.0	51%	-0.04
非耐用品:药品及杂品	4.7	35%	-3.3	1.0	8%	0.00
非耐用品:服装及服装面料	-3.2	18%	-6.2	3.2	99%	-0.04
非耐用品:食品及相关产品	-4.4	5%	-2.2	0.7	89%	-0.03
<b>非耐用品:农产品原材料</b>	-38.3	0%	2.0	1.1	42%	0.04
非耐用品:化学品及有关产品	-6.3	6%	-5.5	1.2	58%	-0.03
非耐用品:石油及石油产品	-16.0	5%	0.6	0.4	37%	0.00
非耐用品:啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	10.3	82%	-5.2	1.7	99%	-0.05
非耐用品:杂项	-6.1	5%	-0.8	1.8	97%	0.01
除制造商分支销售总额	1.3	18%	-2.0	1.4	99%	0.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

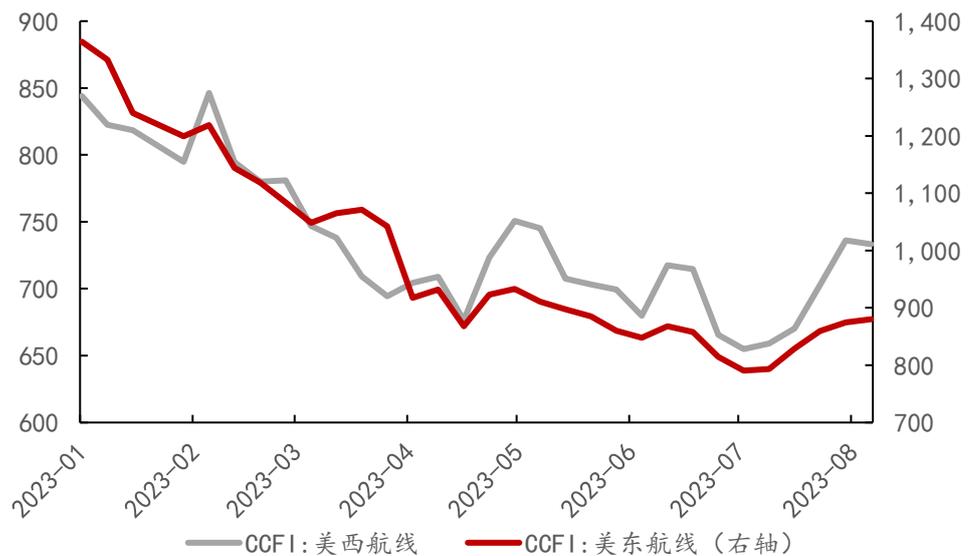
### 7月以来,部分调研数据也开始指向出口订单有所修复。

中国贸促会调查结果显示,今年7月中小微外贸出口企业止住跌势,接近30%的外贸企业获得新订单,有新订单的外贸企业数量较去年同期增长17.5%<sup>2</sup>。中国证券报的调研显示,今年义乌圣诞用品出口已恢复到疫情前水平,截至8月初圣诞订单整体比去年增加10%左右<sup>3</sup>。

7月小型企业和中型企业的出口新订单PMI指数环比分别回升3.4和1.0个百分点。同时,CCFI美西航线、美东航线价格和SCFI综合指数在6月底7月初见底回升,8月初相比于此前低点回升11.3个、11个和6.6个百分点。

在微观数据率先改善后,对后续出口,市场可以抱有更强的信心。

图 18: 美东、美西航运价格小幅企稳回升(单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/AttXBNnCtx3vfwvy62h2g>

<sup>3</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/aP7cO7M3vSJSChqB7Qpgw>

总的来说，目前市场可能低估了中国出口份额的韧性，也低估了美国经济的韧性。二季度美国终端需求开始回升，我们预计三季度美国库存或结束去化，四季度中国出口订单或明显回升，全年出口依然有望实现正增长，是今年经济的亮点。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com