

## 宏观点评 20230907

# 8月出口:政策的“油门”要不要松?

2023年09月07日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 经过了8月下旬最强“政策加速期”后，政策落地的速度似乎慢了下来，进入了微妙的“数据观察期”，政策层可能希望据此调整节奏，市场也会更加纠结于政策的效果。那么观察什么数据？内看地产（销售、居民信贷、房价等），外看出口。8月出口同比跌幅收窄至8.8%（上个月是14.5%），怎么看？环比上止住了此前回落的趋势但弱于季节性，同比上主要受益于低基数（如果使用7月调整前的数据，8月出口同比增速为-9.5%），我们认为8月出口有改善，但不足以让政策“松开油门”。

■ 虽然总量上一般，不过从结构上还是有亮点，一个是美国经济不衰退的效果开始显现，另一个则是出口数量明显上升，意味着后续价格对出口的拖累也将逐渐改善。具体数据来看：

■ 国别上，对美出口降幅收窄，欧日延续低迷。8月出口最让人惊喜的是对美出口降幅大幅收窄，开年以来美国在消费和投资的拉动下经济持续向好，需求旺盛，8月降幅收窄或指向美国不衰退的效果已经开始显现，后续对中国出口将形成有力拉动；此外，欧日对中国出口拉动仍较弱，前者主要受经济低迷、需求疲软影响；日本则是在贸易上与中国持续“脱钩”（图3）。“一带一路”国家中，对东盟出口增速大幅回升、对俄罗斯有所回落，今年以来我国出口结构中“一带一路升+欧美降”的趋势加速进行，新旧动能转化仍在延续（图4）。

■ 产品上，消费电子、劳动密集型产品降幅收窄。汽车、船舶增速回落，但仍是8月出口的主要支撑。家用电器增速上升，主要受美国地产回暖和暑期高温影响。此外，8月出口的重大利好在于劳动密集型产品和消费电子出口降幅普遍收窄，家具、塑料、纺服、玩具等劳动密集型产品增速普遍回升，消费电子中除手机增速下降外集成电路、音视频设备、自动数据处理设备等增速均有明显改善（图5）。

数量因素驱动主要产品出口回升，PPI见底下价格拖累将逐渐改善。量价拆分8月产品出口，其中主要产品如汽车、家电、箱包、集成电路等主要受出口数量提升影响，价格端则是拖累（图6），近期人民币汇率贬值和PPI连续负增长影响较大。随着PPI跌幅的收窄，后续价格端的拖累也会逐渐改善，对出口形成有力支撑（图7-8）。

■ 除了整体出口增速降幅的收窄，令人惊喜的是，衡量出口的微观数据和海外需求指标普遍出现改善，这意味着8月出口的回暖并不完全是基数的影响，出口增速存在上行空间：

■ 多项微观指标共同验证出口回暖。除了基数效应影响外，8月港口货物和集装箱吞吐量明显上升（图9），运价指数如SCFI、CCFI综合指数也出现相应改善，均指向外需有所好转（图10）。此外，8月PMI新出口订单指数上升0.4pct至46.7%，虽然绝对水平仍不高，但是却是六个月以来首次表现环比正增长，边际利好值得关注，其中小型、大型企业分别上升2.4pct、2.2pct至45.2%、48.6%（图11）。出口端微观数据的全面回暖，说明8月出口的改善不完全是基数的影响，也不会是“昙花一现”。

■ 海外需求持续向好助力外需修复。作为全球需求的风向标，韩国8月出口同比为-8.4%，较7月-16.4%降幅大幅收窄，8月全球制造业PMI也回升至49，指向海外需求修复（图12）。当前为了进一步观察加息对经济的影响，美国基本确定9月暂停加息，而欧央行由于经济衰退风险加大也开始放缓加息进程，9月加息概率大幅下降，这给年内经济带来一丝“喘息”的机会，也将为中国出口的改善助力。

■ 年内后续时间，重点关注两个周期对出口的边际拉动：

一是全球半导体周期的回升。全球半导体销售额自2021年年底达到峰值后，开始进入下行周期，当前半导体市场“筑底”已经基本完成，并开始新一轮复苏，截至2023年6月同比开始出现明显改善（图13）。后

### 相关研究

《还有哪些地产放松政策有望落地？》

2023-09-04

《未完待续的最强“政策加速期”》

2023-09-03

续若能延续回暖，对缓解消费电子出口的低迷将有明显改善。

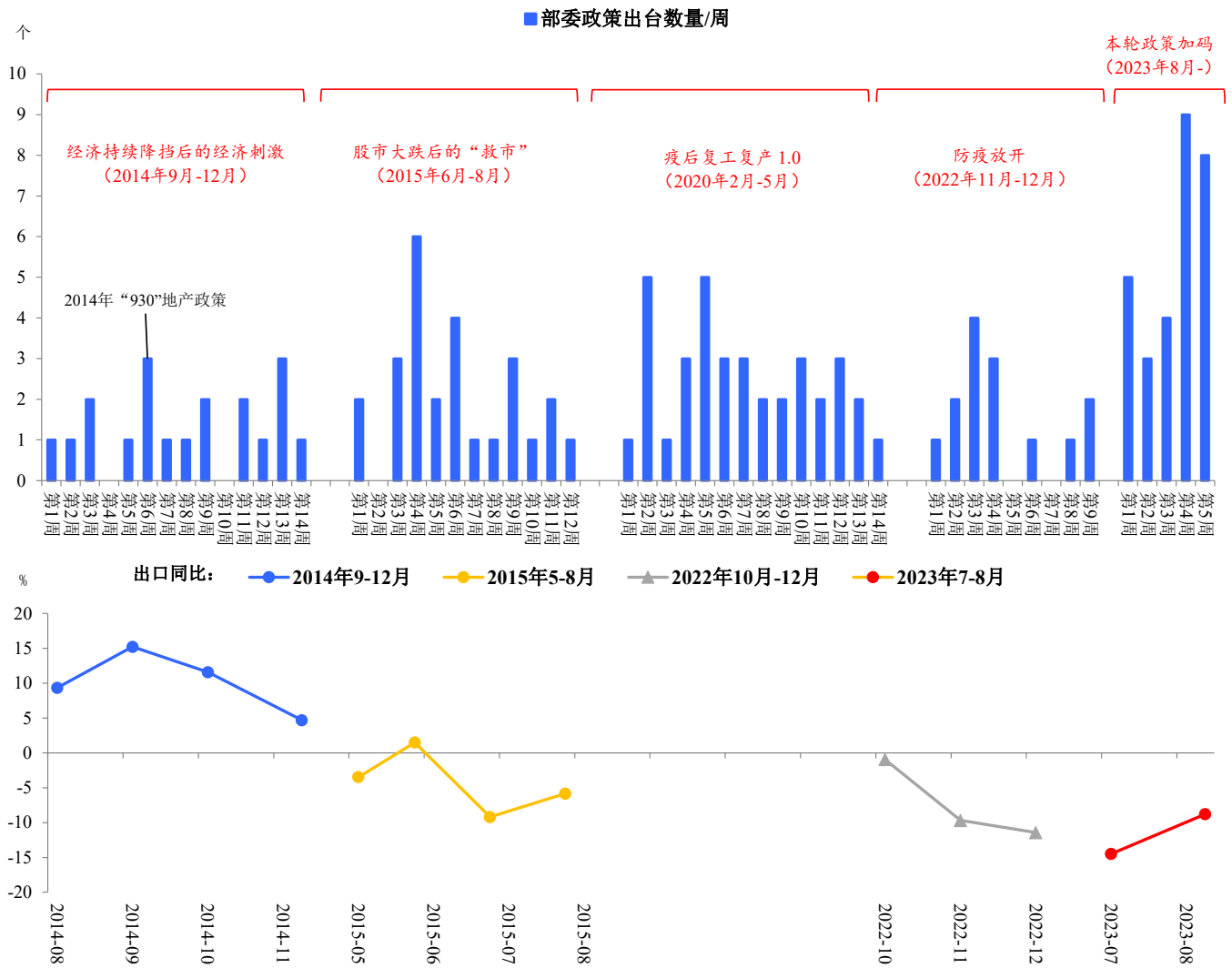
**二是美国库存周期的触底。**在对“一带一路”出口份额加快上升，欧盟对中国“去风险”放缓已成定局的背景下，美国成为后续我国出口的最大变量。今年以来美国经济给了我们太多惊喜，对全球需求和贸易增速产生有效提振，8月我国对美出口更是出现明显好转。在此背景下，美国当前库存周期的位置对判断我国后续出口变化显得尤为重要。自2022年以来美国库存持续去化，截至2023年6月，美国制造业库存同比为-0.13%，已处于历史低位（图14），我们预计库存周期最晚将于三季度见底，届时将开始补库，对我国出口产生明显拉动。

**美国库存去化下，中国对美出口哪些产品有可能率先“突围”？**截至2023年6月，美国耐用品库存中，家具家居、木材、电脑及电脑外围设备和软件等历史分位处于10%以下（图15），去库阶段基本完成，而这类产品多为地产链条产品。我们在之前的报告中提到，美国对中国地产链条产品进口依赖度较高（图16），在美国地产回暖叠加库存见底的背景下会对中国进口产生较大需求，后续我国此类产品出口或将有较好表现。

此外，非耐用品库存中，化学品、农产品和食品、纸制品等库存分位值也处于历史较低水平，随着后续补库的开始，我国相关产品出口增速也将出现不同程度的回升。

- **风险提示：**美国劳动力市场紧张导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

图1: 政策出台和出口增速: 8月出口不足以让政策“松开油门”

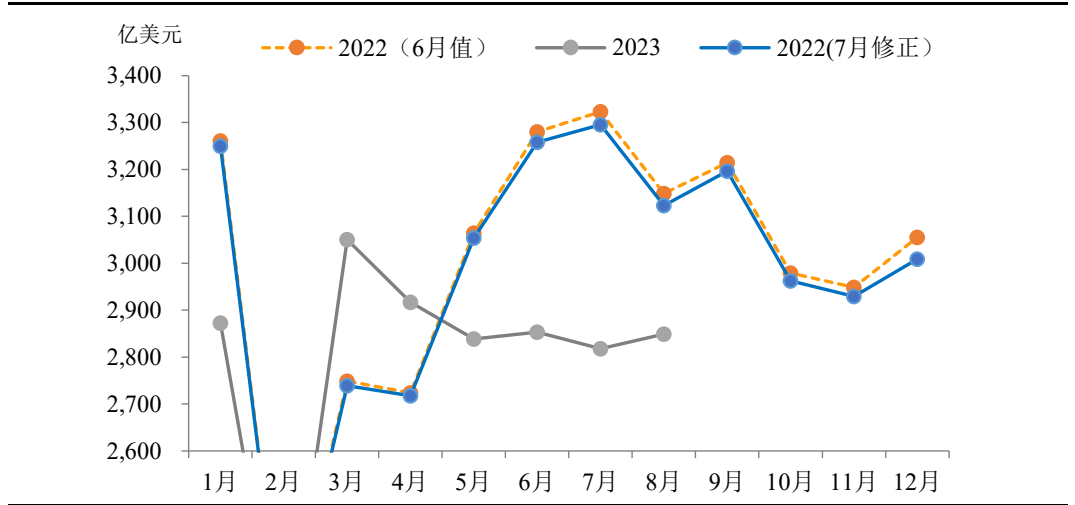


注:

- 我们梳理了历史上与今年8月类似的“政策密集期”（分别是2022年11-12月疫情防控调整、2020年2-4月疫情首次冲击、2015年6-8月股市大幅调整、2014年9-11月地产政策转向），并统计了这些时期每周各部委出台影响宏观经济的主要政策数量（选取国务院、发改委、央行、财政部、住建部、证监会、卫健委、金融监管总局），部委之间相同政策予以剔除。
- 2020年疫情期间出口波动过大，予以剔除。

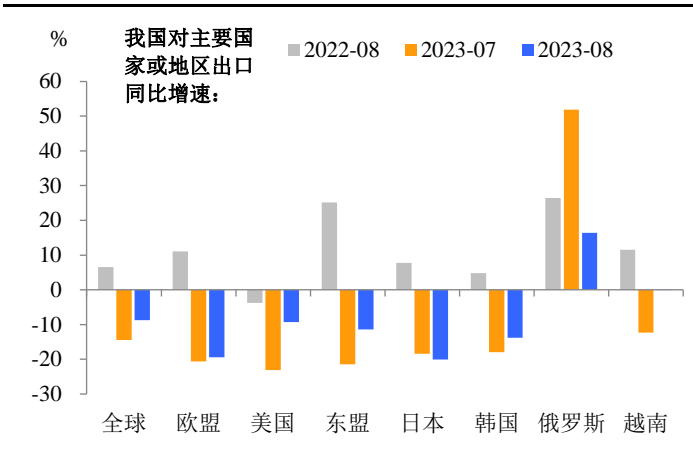
数据来源: Wind, 中国政府网, 各部委官方网站, 东吴证券研究所

图2: 8月出口降幅收窄



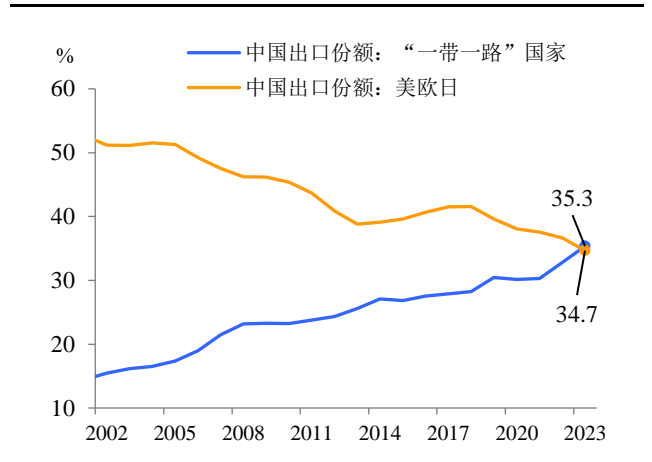
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 对美国、东盟出口大幅改善



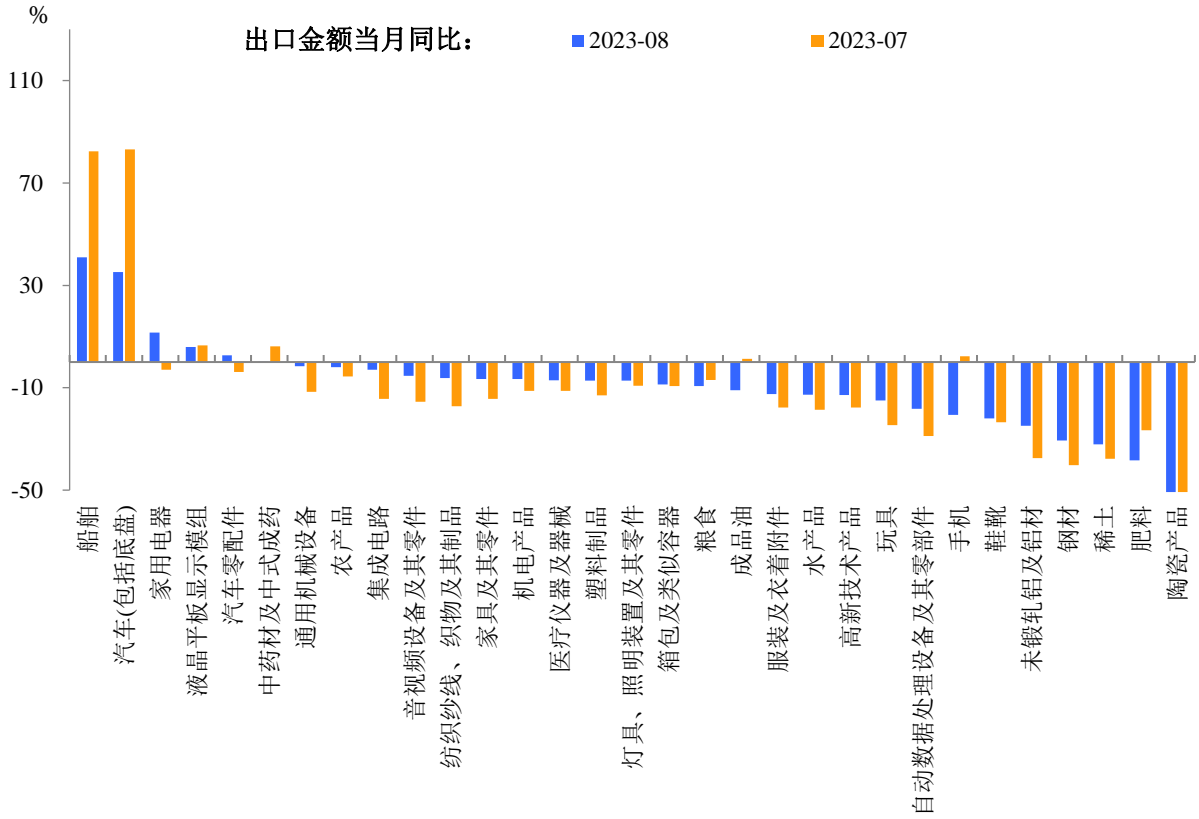
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 欧美日占我国出口份额持续下降



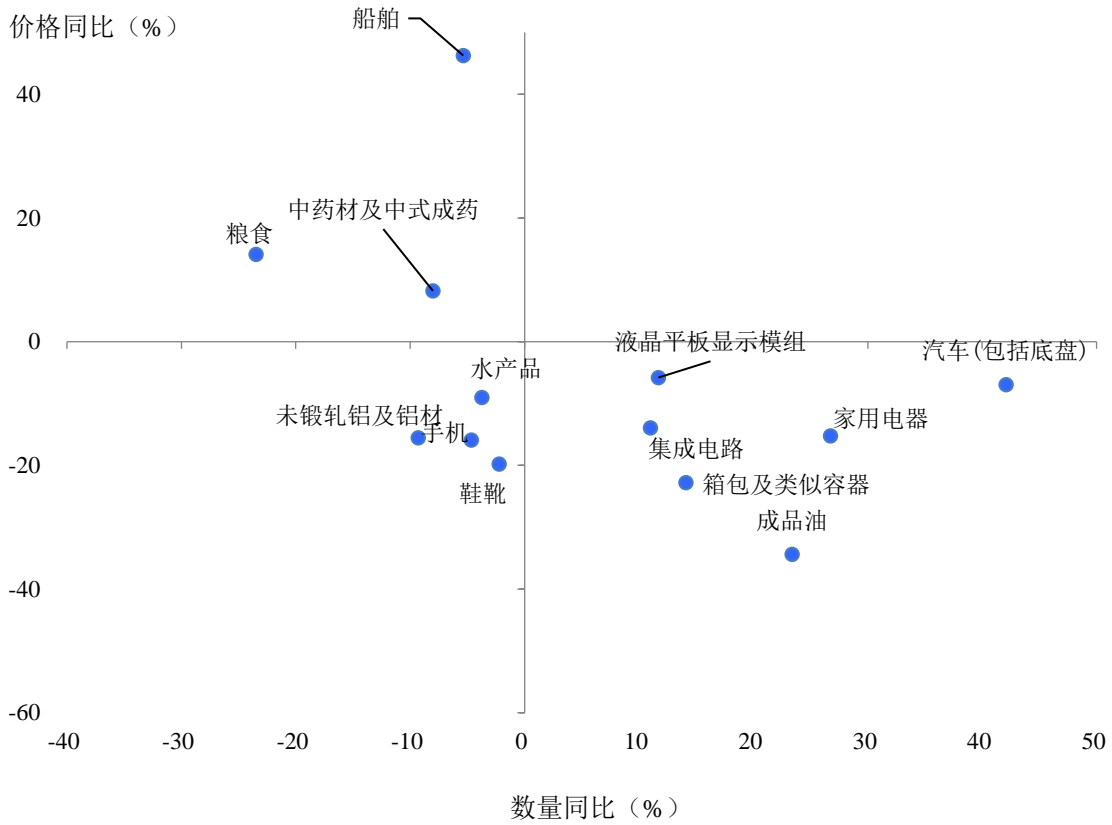
注: 欧美日份额截止至2023年8月; “一带一路”份额因8月官方口径变化故截止至2023年7月。  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：消费电子和劳动密集型产品出口降幅普遍收窄



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图6: 主要产品出口上升受数量驱动



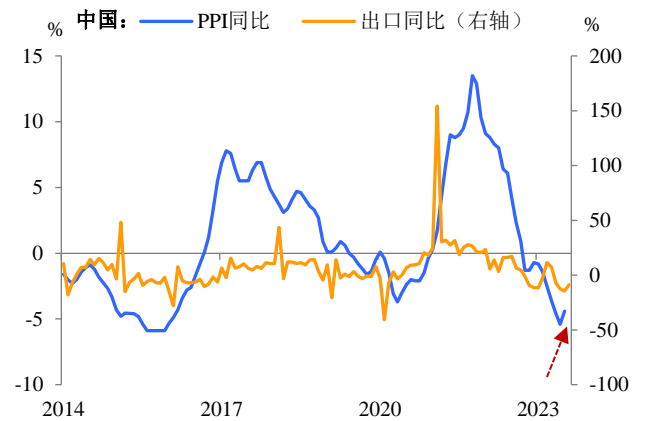
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图7: 人民币持续贬值



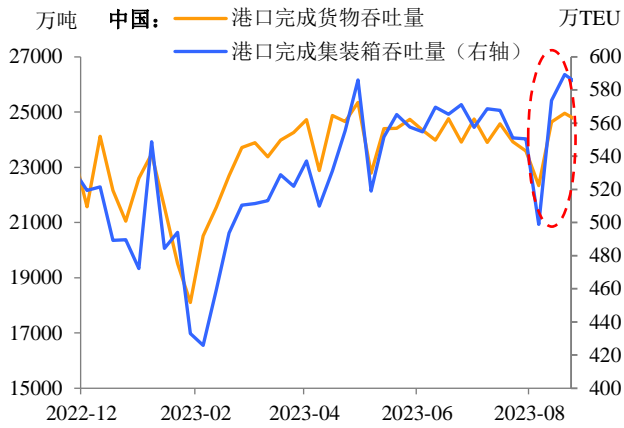
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: PPI 到达拐点, 出口价格拖累将改善



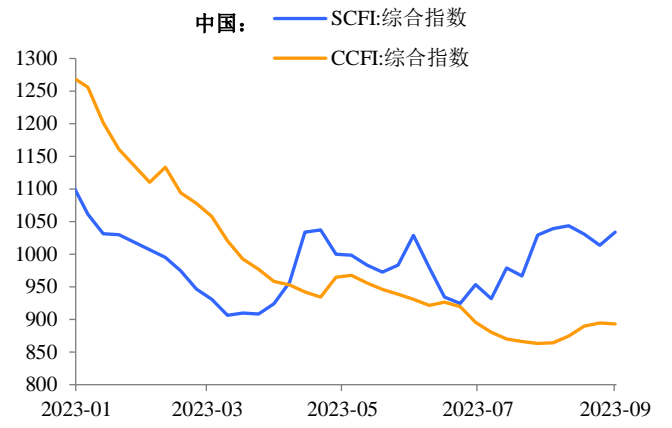
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：8月港口吞吐量上升



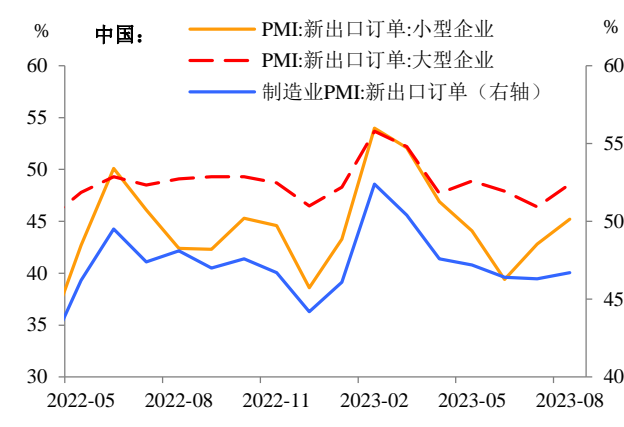
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：8月运价指数企稳回升



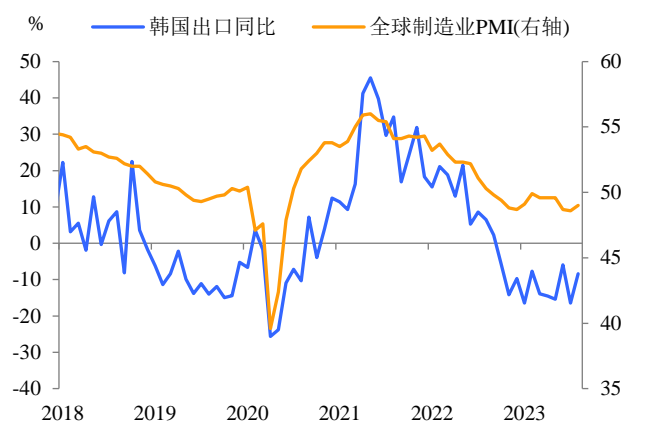
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：8月制造业新出口订单指数环比正增



数据来源：Wind，东吴证券研究所

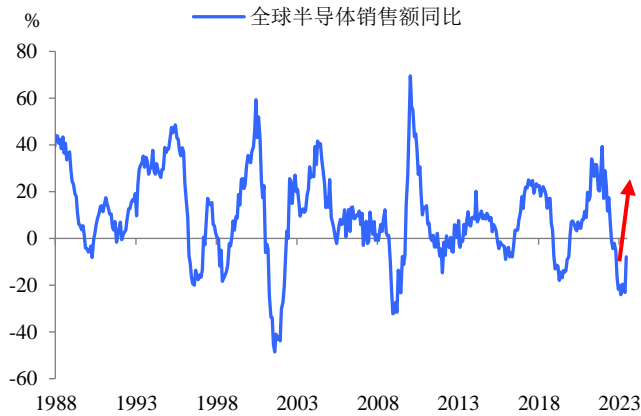
图12：海外需求开始回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

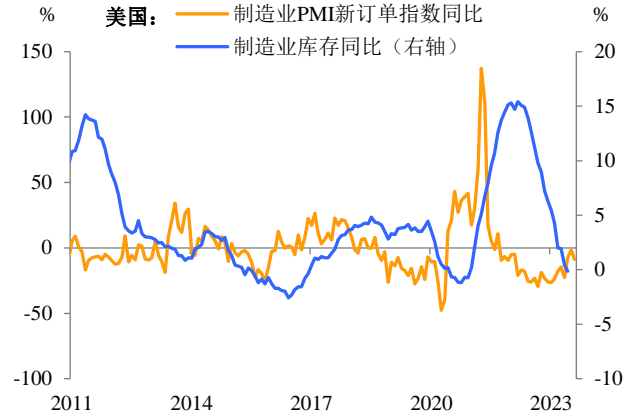


图13: 全球半导体开启上行周期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 美国库存持续去化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 美国部分产品库存见底

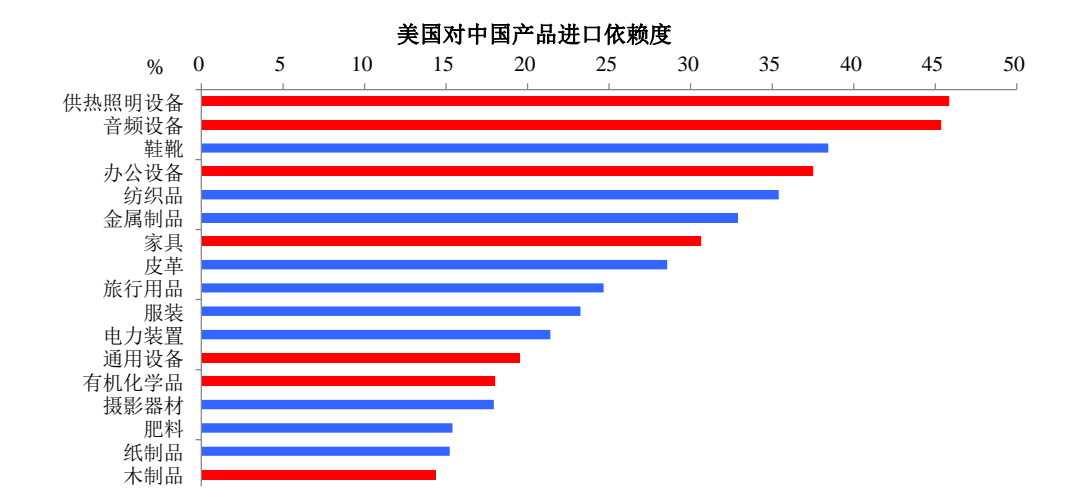
		美国批发商库存同比 (%)						
		6月历史分位	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1
<b>耐用用品</b>								
	汽车及汽车零件和用品	94.33	18.98	21.37	22.35	24.57	25.26	24.57
	家具及家居摆设	8.51	-8.10	-5.18	-1.40	2.05	7.80	14.01
	木材及其他建材	4.61	-10.72	-9.36	-8.50	-5.59	-4.23	3.09
	专业及商业设备和用品	10.99	-4.59	-2.64	-1.11	0.98	3.34	5.72
	电脑及电脑外围设备和软件	3.55	-19.12	-18.34	-15.50	-13.22	-8.90	-7.51
	金属及矿产 (石油除外)	24.11	-4.22	0.13	1.88	-0.51	0.35	1.75
	电气和电子产品	49.29	6.02	10.01	13.67	16.05	21.73	21.18
	五金、水暖及加热设备和用品	29.08	3.68	5.01	8.42	13.04	18.64	21.94
	机械设备和用品	97.16	24.25	25.92	26.69	27.64	28.79	29.25
	杂项	16.67	-3.75	-2.80	-1.29	0.66	4.24	7.95
<b>非耐用用品</b>								
	纸及纸制品	1.06	-13.80	-9.16	-4.48	1.79	4.80	6.03
	药品及杂品	40.07	4.67	7.94	8.67	10.47	10.84	13.72
	服装及服装面料	18.44	-3.18	2.99	8.16	16.94	23.53	36.33
	食品及相关产品	5.67	-4.45	-2.27	2.21	3.91	7.60	9.33
	农产品原材料	0.71	-38.29	-40.32	-35.28	-26.82	-19.68	-10.10
	化学品及有关产品	8.16	-6.31	-0.83	-2.06	1.17	4.60	9.29
	石油及石油产品	6.38	-16.00	-16.61	-5.39	-4.43	2.72	13.00
	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	81.21	10.31	15.50	17.26	20.56	22.21	21.80

注: 计算历史分位所选用时间区间为 2000 年 1 月至 2023 年 6 月;

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图16: 美国对中国地产链产品进口依赖度高



注：进口依赖度计算方法为美国进口中国该产品除以进口全球相应产品，按照所有行业从大到小排序；行业分类采取 SITC 二级分类；红色为地产产业链相关产品。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>