

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

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

## 出口降幅收窄不只是低基数

2023年9月8日

- **出口降幅收窄不只是低基数。**8月出口金额同比降幅收窄,而去年8月环比下行较多,确实有很大一部分源于去年同期的低基数。但8月的表现依旧好于市场预期,说明8月出口降幅的收窄并不仅仅是低基数的结果,出口本身也有好转。环比来看,我们认为,在市场对外需普遍悲观情况下,出口环比维持正增长已顶住较大压力。分区域来看,环比改善较多的是美国,表现较差的是欧盟,我们认为对美出口环比表现优于欧盟,背后体现的或是二者制造业PMI的走势分叉。8月汽车(含底盘)出口环比有所下降,但出口数量与7月持平或显示汽车出口下滑是价格拖累。
- **原材料补库带动进口需求回暖。**8月进口同比降幅收窄,止住了进口降幅继续扩大的趋势,我们认为这主要是因为国内进入原材料补库周期带来的内需改善。首先,8月制造业PMI已经显示出原材料补库的迹象。一是制造业原材料库存PMI从7月开始触底回升,二是采购活动加快,不同类型企业采购量均有上升。在原材料库存上升和采购活动加快下,企业进口景气度也随之回暖。其次,体现在商品进口中,原材料补库带动能源产品和偏上游的铜矿砂和铁矿砂等矿产品进口增加。
- **出口增速有望自底部回升。**总结来看,8月的出口和进口同比降幅都在收窄,我们认为进口和出口都有一些积极信号,后续出口增速仍有望自底部回升。第一,后续低基数对出口还有一部分支撑。在去年下半年出口金额持续回落下,低基数效应或将继续支撑出口上行。第二,PPI触底回升将有利于缓解出口价格对整体出口的拖累。从历史上看,PPI同比往往领先出口价格一个季度。我们认为,原材料补库已经开启,PPI同比也已在6月见底并有望在后续逐步回升,这意味着出口价格也将不在不远处触底。因此,出口价格对出口的拖累预计在9-10月左右见底,若出口金额企稳,预计出口同比将在四季度继续回升。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,全球经济景气度不及预期等。

## 目录

一、出口降幅收窄不只是低基数.....	3
二、原材料补库带动进口需求回暖.....	6
三、出口增速有望自底部回升.....	9
风险因素.....	9

## 表目录

表 1: 8 月出口重点商品金额同比增速对比.....	6
表 2: 8 月进口重点商品金额同比增速对比.....	8

## 图目录

图 1: 8 月出口金额并未继续下滑, 而是略有增长.....	3
图 2: 8 月出口同比降幅出现收窄.....	3
图 3: 8 月出口结构同比降幅均有收窄, 尤其是美国和非主要国别.....	4
图 4: 环比来看, 美国、东盟和非主要国别均有改善.....	4
图 5: 美国和欧元区制造业 PMI 走势分叉.....	5
图 6: 8 月对欧盟出口同比降幅仍高.....	5
图 7: 8 月进口金额有明显抬升.....	7
图 8: 8 月进口同比增速开始回升.....	7
图 9: 进口 PMI 和进口数量走势一致.....	8
图 10: PPI 触底回升将有利于缓解出口价格对整体出口的拖累.....	9

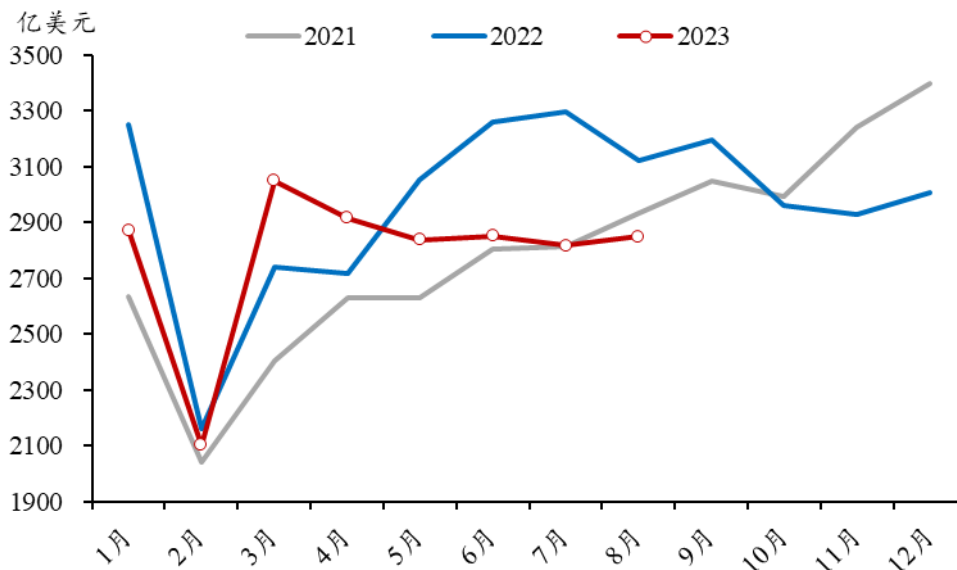
## 一、出口降幅收窄不只是低基数

出口金额同比降幅收窄，表现好于市场预期。8月出口金额同比降幅改善5.7个百分点，自7月的-14.5%回升至8月的-8.8%，且出口表现好于Wind预期的-9.5%。

出口降幅收窄确实有很大一部分源于去年同期的低基数。从去年出口金额来看，出口金额最高的月份就是7月，去年8月出口环比下降较多，对应到今年，8月出口金额的基数会很低，所以8月出口降幅收窄是大方向。而且，假设8月出口金额没有增长，在这样的情形下，8月的出口同比增速也会收窄至-9.8%。

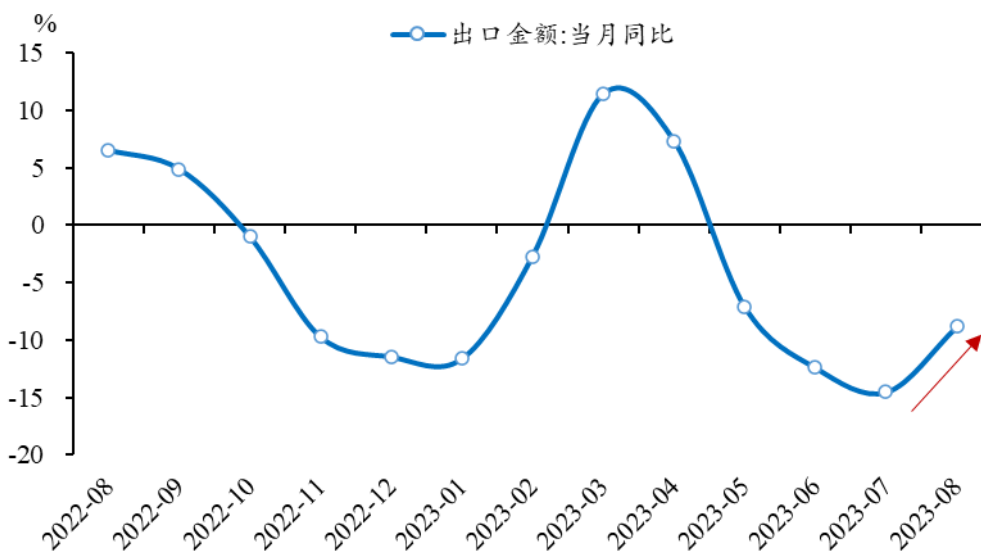
但是8月出口降幅的收窄并不仅仅是低基数的结果，出口本身也有好转。尽管出口降幅收窄有很大一部分来源于低基数的影响，但出口同比表现依旧好于市场预期。如果以8月出口与7月持平为基准情形，那么8月外需小幅改善大约提振了出口1个百分点。从8月制造业PMI景气度来看，8月PMI新出口订单指数反弹至46.7%，在荣枯线以下小幅回升，8月以来的中国出口集装箱运价指数CCFI有所走高，波罗的海干散货指数也有上行。

图 1：8月出口金额并未继续下滑，而是略有增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：8月出口同比降幅出现收窄

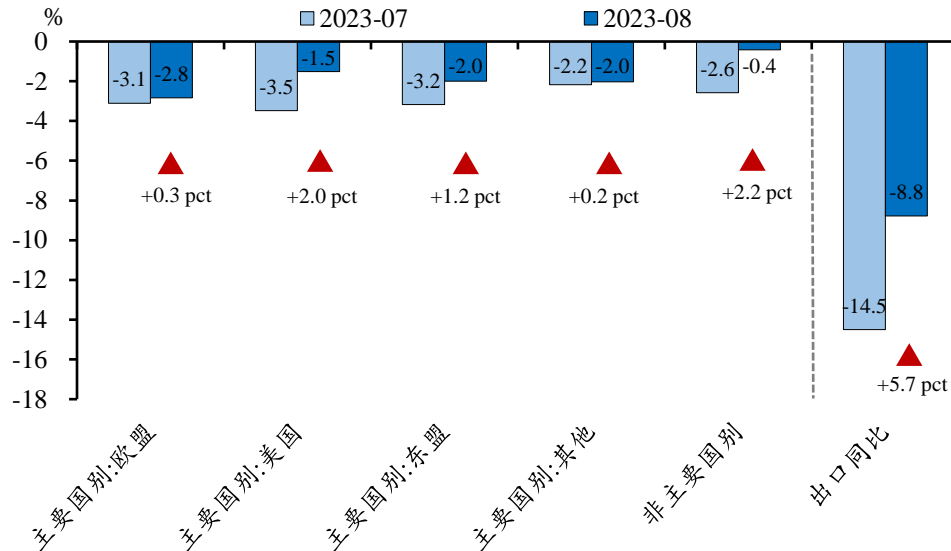


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分区域来看，在基数的提振下，对多个区域的出口同比降幅均改善，但我们认为，此时环比释放的信号比同比更值得关注。

1) 环比来看，年内增幅中仅次于3月，说明8月出口需求也有改善。环比来看，8月出口环比增速是1.2%，自今年以来，8月环比增长幅度仅次于3月，说明8月的表现并不仅仅是低基数下的影响，出口需求也有改善。

图 3：8月出口结构同比降幅均有收窄，尤其是美国和非主要国别

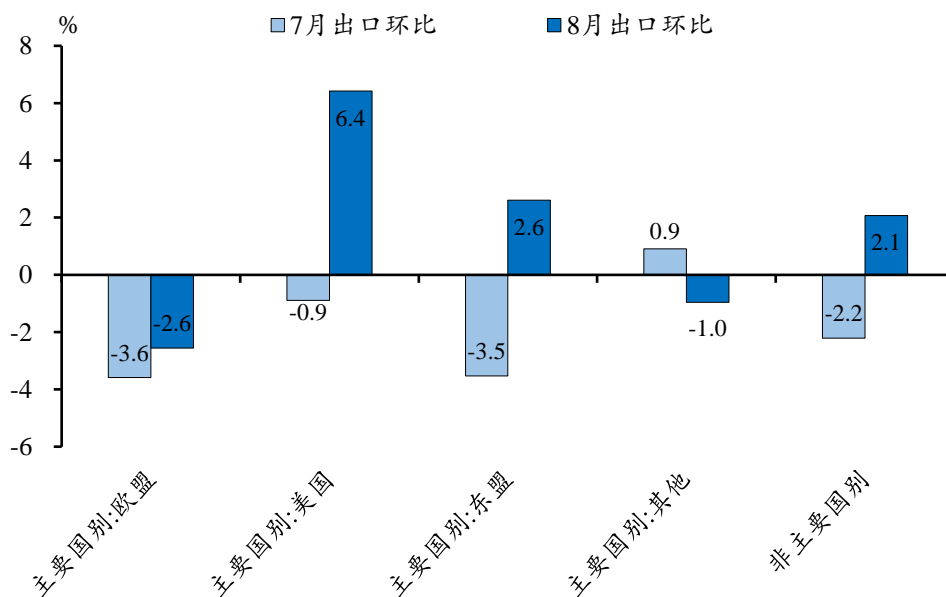


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: ① “主要国别:其他”项中含俄罗斯; ②图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

2) 环比改善较多的是美国、东盟和非主要国别。分区域来看，出口环比出现增长的是美国、东盟和非主要国别，而欧盟和主要国别的其他地区环比仍在下降。综合来看，整个出口就有小幅增长。不仅如此，韩越两国8月出口走势显示外需或有回暖。8月韩国出口额环比回暖，越南8月出口额绝对值由7月的296.8亿美元增长至323.7亿美元，环比来看亦有增长。

图 4：环比来看，美国、东盟和非主要国别均有改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: ① “主要国别:其他”项中含俄罗斯; ②图中“主要国别”指海关快讯中公布的主要国别

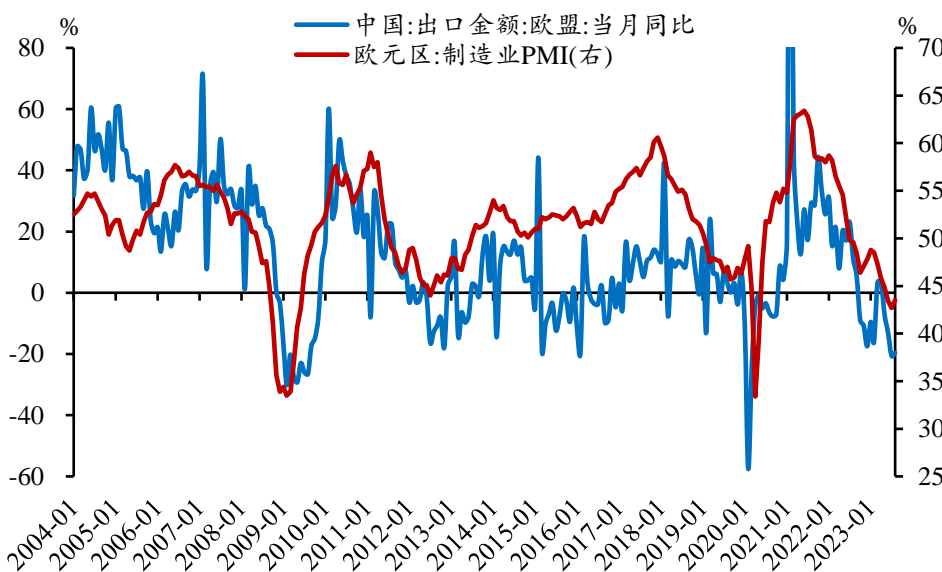
3) 对美出口环比表现优于欧盟，背后体现的或是二者制造业 PMI 的走势分叉。历史上看，欧美 PMI 的走势往往一致，但从欧、美 PMI 的近期表现来看，美国制造业 PMI 表现企稳，而欧元区制造业 PMI 表现有所下探，我们认为二者制造业 PMI 走势的分叉或是理解中国对欧、美出口增速有差异的重要因素。

图 5：美国和欧元区制造业 PMI 走势分叉



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：8 月对欧盟出口同比降幅仍高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从出口商品来看，劳动密集型商品和机电类产品同比降幅均有收窄，但环比表现有分化。

1) 劳动密集型产品出口同比降幅全面收窄，但鞋靴和箱包出口环比在收缩。七大劳动密集型产品出口同比降幅均有收窄，其中，鞋靴和箱包出口环比在收缩，而纺织品、服装和家具等其他劳动密集型产品出口均有改善。

2) 高新技术与汽车产品出口环比回落，而机电产品出口环比仍有增长。环比来看，8 月高新技术产品的出口下滑，环比降幅为-0.65%，显示高新技术产品对外出口有压力，而从汽车产品的出口增长来看，8 月汽车（含底盘）出口额也有下降，环比降幅为-6.14%，8 月出口数量与 7 月持平，显示汽车出口下滑或是价格拖累。在此情况下整个机电类出口金额仍有增长，主要是受到家电、集成电路和自动数据处理设备等产品出口额改善的提振。

**表 1：8 月出口重点商品金额同比增速对比**

	当月同比 (2023-8)	上月同比 (2023-7)	同比增速差值	当月金额占比
出口重点商品	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-7.29	-10.70	3.41	57.57
高新技术产品	-13.21	-17.60	4.39	23.44
服装及衣着附件	-12.54	-18.00	5.46	5.68
纺织纱线织物及其制品	-6.38	-17.20	10.82	4.10
鞋靴	-22.06	-23.30	1.24	1.49
家具及其零件	-6.82	-13.00	6.18	1.78
塑料制品	-7.41	-12.80	5.39	2.94
玩具	-15.46	-23.80	8.34	1.56
箱包及类似容器	-8.89	-9.10	0.21	1.02
钢材	-30.59	-39.40	8.81	2.36
农产品	-2.31	-5.00	2.69	2.86
成品油	-10.52	5.60	-16.12	1.55
未锻轧铝及铝材	-24.83	-37.40	12.57	0.55
陶瓷产品	-23.01	-23.90	0.89	0.75
肥料	-38.49	-26.20	-12.29	0.30
稀土	-32.17	-41.50	9.33	0.02
中药材及中式成药	0.67	6.13	-5.47	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

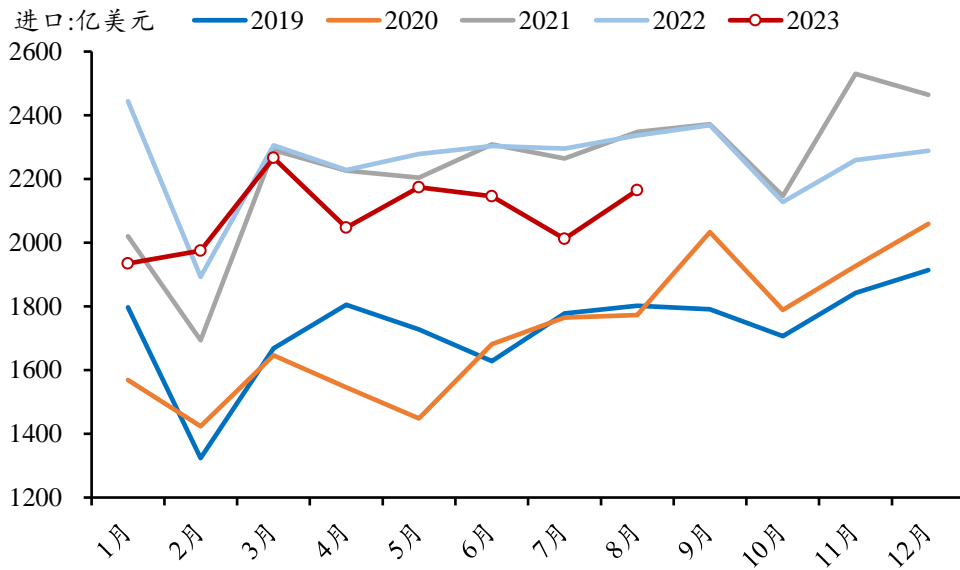
注: 蓝色为正, 红色为负

## 二、原材料补库带动进口需求回暖

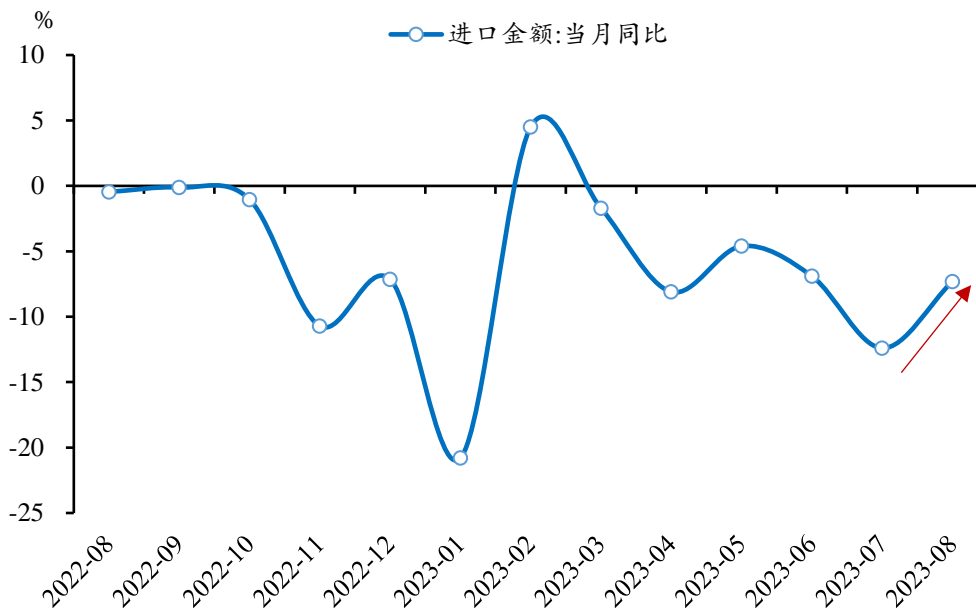
8 月进口同比降幅收窄, 从 7 月较深的降幅收窄至-7.3%, 止住了进口降幅继续扩大的趋势, 我们认为这主要是因为国内进入原材料补库周期带来的内需改善。

首先, 8 月制造业 PMI 已经显示出原材料补库的迹象。制造业原材料库存 PMI 从 7 月开始触底回升, 直至 8 月原材料库存仍在回升。不仅如此, 采购活动加快也显示出补库迹象。8 月采购量指数转为扩张, 录得 50.5%, 高于 7 月 1.0 个百分点。分不同企业规模来看, 所有类型企业的采购量指标均有所上升, 大型、中型、小型企业分别上升 1.3、1.2、0.1 个百分点。原材料库存上升和采购活动加快, 企业进口景气度也随之回暖。

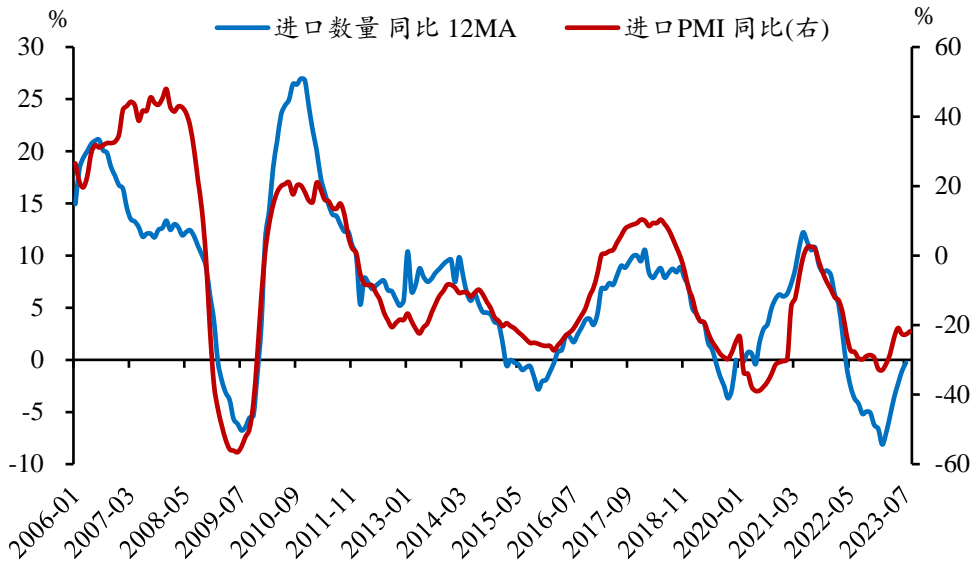
其次, 原材料补库带动能源产品和偏上游的矿产品进口增加。分商品来看, 8 月进口表现中, 能源类产品和矿产品进口表现均较好。8 月原油进口同比扭负为正, 环比来看, 原油进口也高达 28.19%。此外, 偏上游的矿产品进口也有明显的环比增长。其中, 铜矿砂和铁矿砂等产品的进口环比增速均以两位数的速度在增长。同比来看, 铁矿砂同比增速由 7 月的负增长转为正增长, 铜矿砂的进口同比增速较 7 月相比增加近 13 个百分点, 为 20.58%。

**图 7：8 月进口金额有明显抬升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：8 月进口同比增速开始回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：进口 PMI 和进口数量走势一致**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 2：8 月进口重点商品金额同比增速对比**

	当月同比 (2023-8)	上月同比 (2023-7)	同比增速差值	当月金额占比
进口重点商品	单位: %	单位: %	单位: pct	单位: %
机电产品	-9.50	-11.00	1.50	36.62
高新技术产品	-9.50	-11.50	2.00	26.62
原油	0.45	-21.00	21.45	14.15
成品油	42.28	58.70	-16.42	0.98
天然气	-12.90	2.50	-15.40	2.39
煤及褐煤	-0.74	2.50	-3.24	1.88
农产品	-7.93	-10.30	2.37	8.65
纸浆	-16.06	-12.00	-4.06	0.84
原木及锯材	-31.46	-27.04	-4.43	0.45
铁矿砂及其精矿	6.27	-9.00	15.27	5.30
铜矿砂及其精矿	20.58	8.00	12.58	2.73
未锻轧铜及铜材	-7.04	-5.40	-1.64	1.90
钢材	-28.96	-19.80	-9.16	0.49
中药材及药品	2.25	-6.40	8.65	1.91
美容化妆品及洗护用品	-26.77	-24.70	-2.07	0.64
初级形状的塑料	-16.78	-23.80	7.02	1.79
纺织纱线、织物及制品	18.96	16.10	2.86	0.51
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-13.45	-12.70	-0.75	0.43
肥料	-45.75	-6.40	-39.35	0.15

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负



### 三、出口增速有望自底部回升

总结来看，8月的出口和进口同比降幅都在收窄，我们认为进口和出口都有一些积极信号。

一是出口的同比降幅收窄不仅是低基数下的回升，背后也有需求边际改善带来的影响。

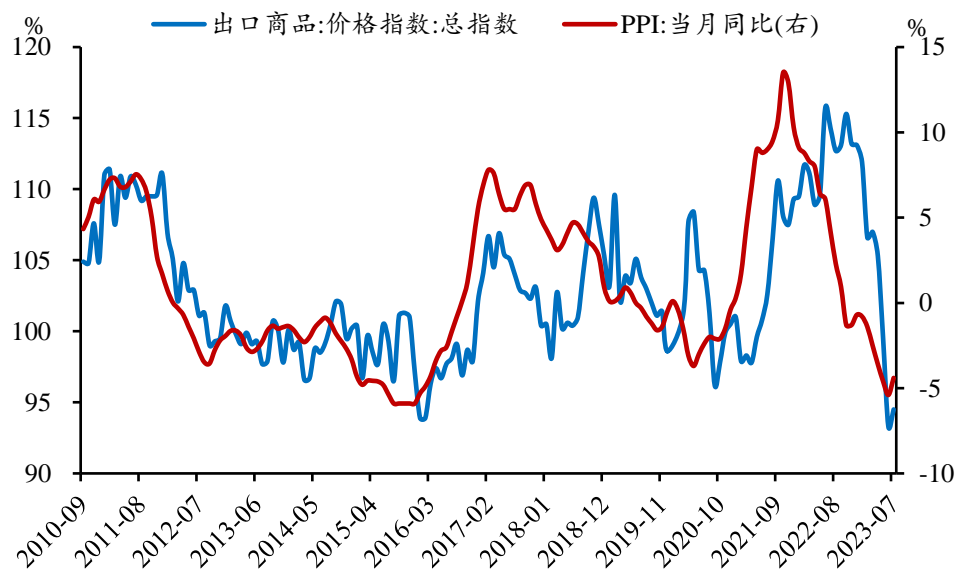
二是进口的同比降幅收窄背后是国内企业进行原材料补库带来的增量需求。

我们认为，后续出口增速仍有望自底部回升。

**第一，后续低基数对出口还有一部分支撑。**8月出口同比增速的回升确实有一部分基数的影响，在去年下半年出口金额持续回落下，低基数效应或将继续支撑出口上行。

**第二，PPI触底回升将有利于缓解出口价格对整体出口的拖累。**量价拆分来看，自5月起出口价格对整个出口起着拖累作用，且6、7月这一拖累作用有所加深。从历史上看，PPI同比往往领先出口价格一个季度。我们认为，原材料补库已经开启，PPI同比也已在6月见底并有望在后续逐步回升，这意味着出口价格也将不在远处触底。因此，出口价格对出口的拖累预计在9-10月左右见底，并有望在四季度继续回升。

图 10：PPI触底回升将有利于缓解出口价格对整体出口的拖累



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

## 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，中国人民大学汉青研究院业界导师。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。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 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理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。