

# 宏观

证券研究报告

2023年09月12日

## 从8月中国出口看全球经济

8月出口数据是全球经济现状的映射，当前全球经济呈现美国强、欧洲日本弱的格局。美国作为全球主要消费国之一，美国经济强，则中国、东盟、墨西哥等相关上游生产国经济也不会太差。但在美国之外，欧洲、日本等国内经济依旧偏弱，国内偏高的库存、疲弱的需求或意味着在这一轮全球经济复苏中，欧盟、日本或会滞后于美国。

**风险提示：**美国经济复苏低于预期，日本经济增速偏低，欧洲经济复苏低于预期

### 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

### 相关报告

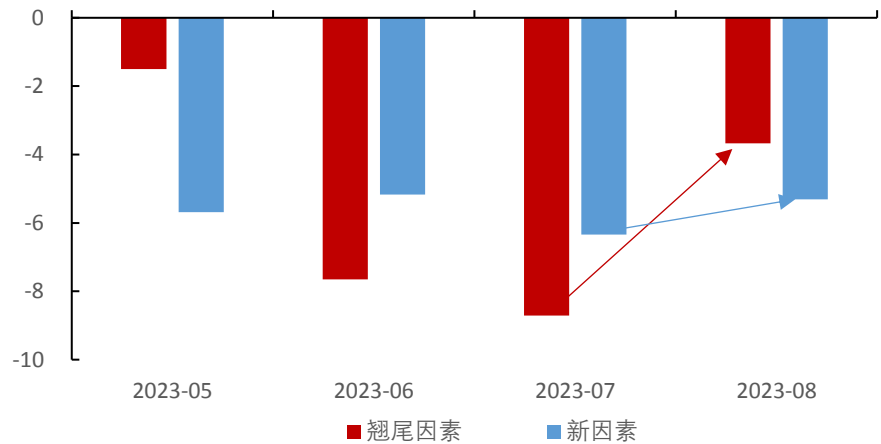
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第2周》  
2023-09-10
- 《宏观报告：美国经济是否已经开始复苏？-制造业新周期可能已经启动》  
2023-09-07
- 《宏观报告：宏观-经济复苏进入第三阶段的证据进一步明朗》  
2023-09-05

8月中国出口增速如期反弹。

出口同比相比7月回升了5.7个百分点,其中基数因素贡献了4.9个百分点(从7月的-8.4%回升至-3.6%),汇率贬值幅度(中间价)从7月的6%收窄为8月的5.3%,出口商品价格指数有望随PPI继续边际改善。

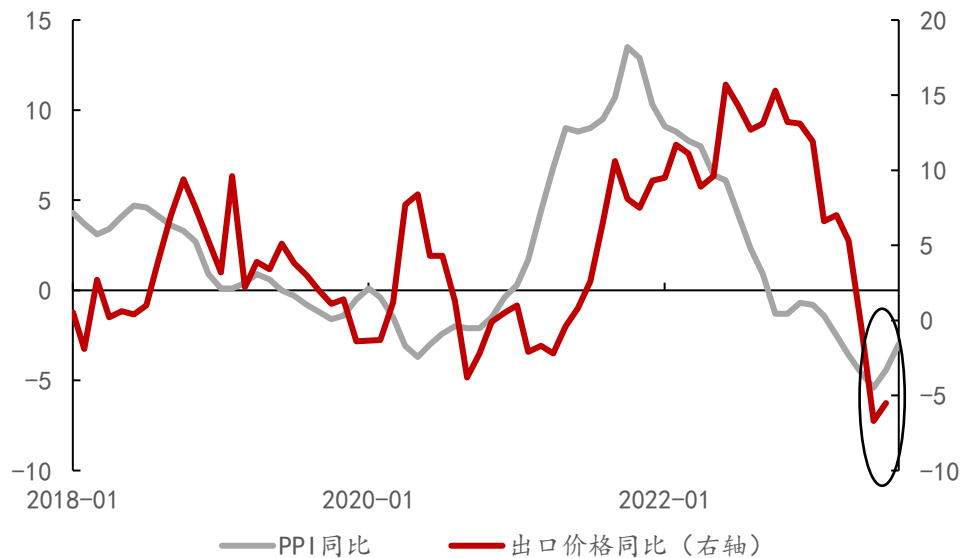
除上述短期因素外,8月中国出口其实反映了全球经济复苏的差异。

图 1: 出口的基数因素和边际拉动因素均在好转 (单位: %)



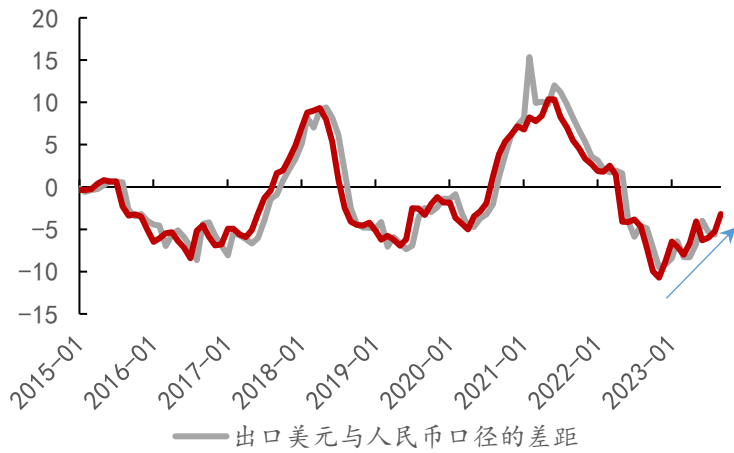
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 出口价格的拖累或在放缓 (单位: %)



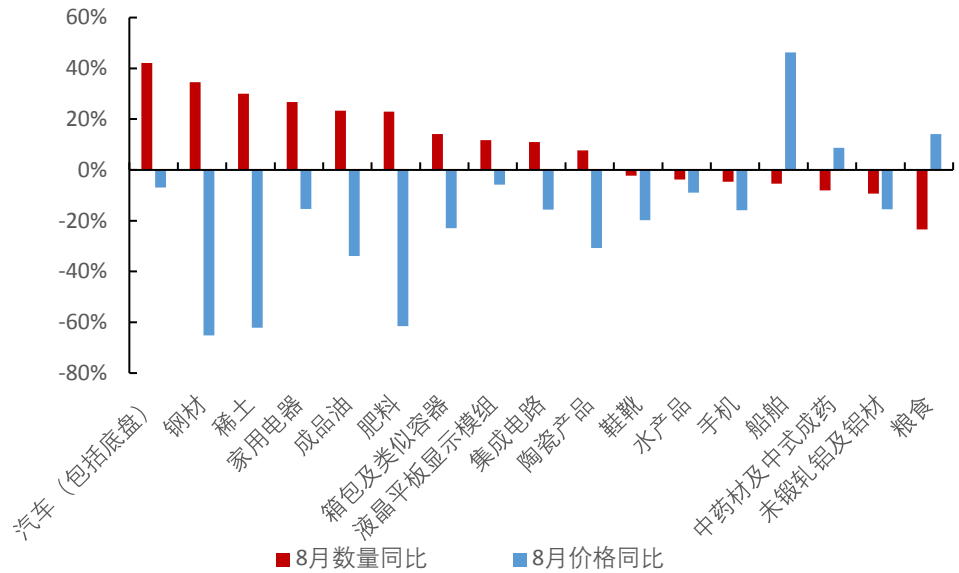
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 人民币汇率的变化 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

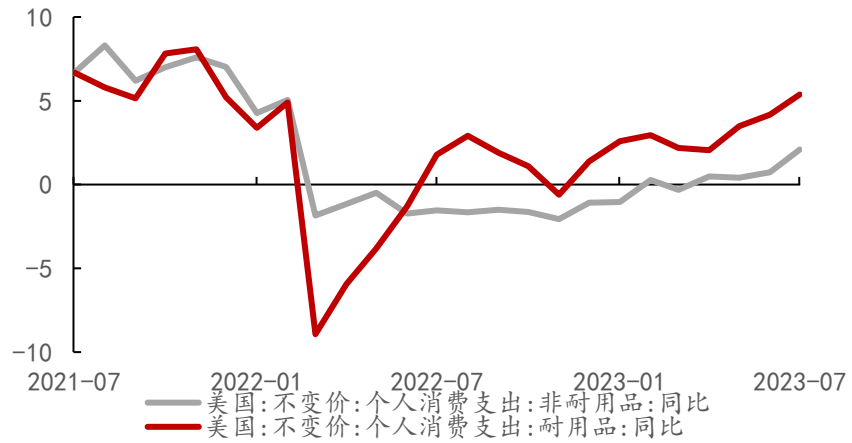
图 4: 主要商品出口量、价的变化 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

8 月中国对美出口改善或表明美国正处于经济复苏和景气度改善阶段。我们在《美国经济是否已经开始复苏? - 制造业新周期可能已经启动》(2023.09.07) 中指出, 美国经济最主要的链条——“居民实际收入-零售消费-企业订单-商品价格-制造业库存-工业利润-产能投资”, 正在进入新一轮的景气循环, 美国经济可能开始进入复苏阶段。

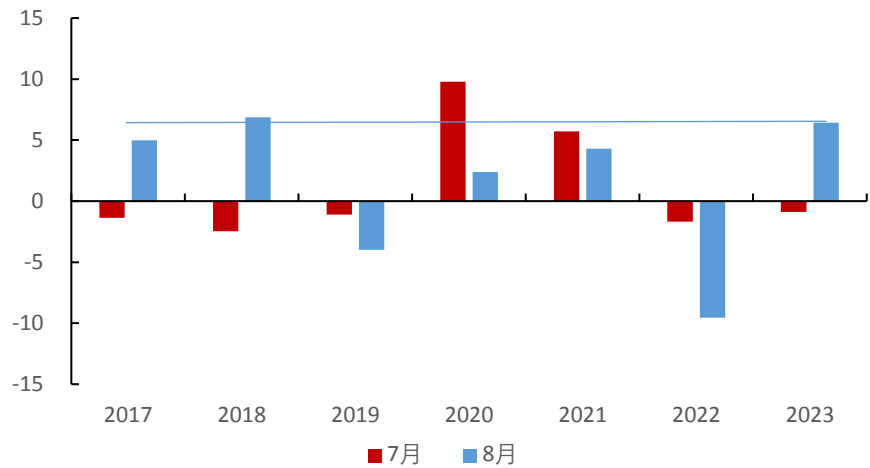
图 5: 美国居民消费持续回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

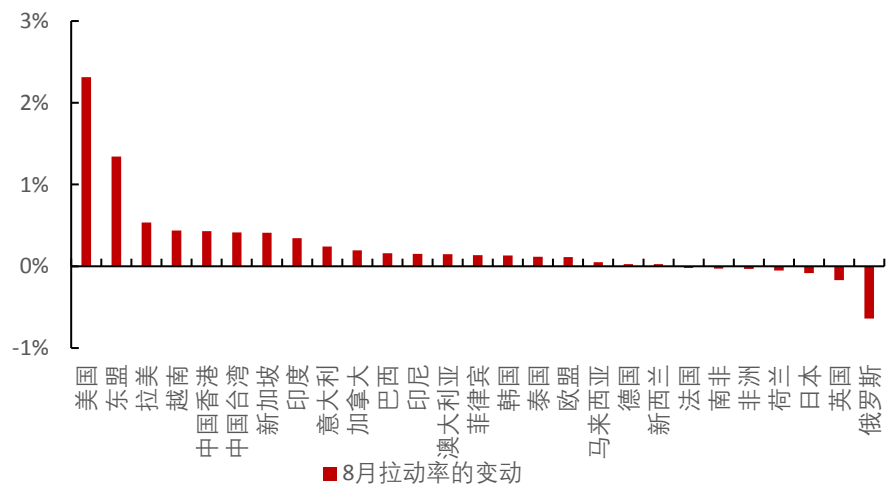
随着库存持续去化和居民实际消费需求持续回升, 美国进口需求修复。8 月中国对美出口同比增速回升 13.6 个百分点至 -9.5%, 美国对中国出口的拉动率相比 7 月回升 2.3 个百分点。

图 6: 对美国出口环比高于过去几年水平 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 8 月主要地区拉动率相比于 7 月的变化 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

目前, 美国库存水平偏低的行业包括了家具及家居摆设、电脑及电脑外围设备和软件、服

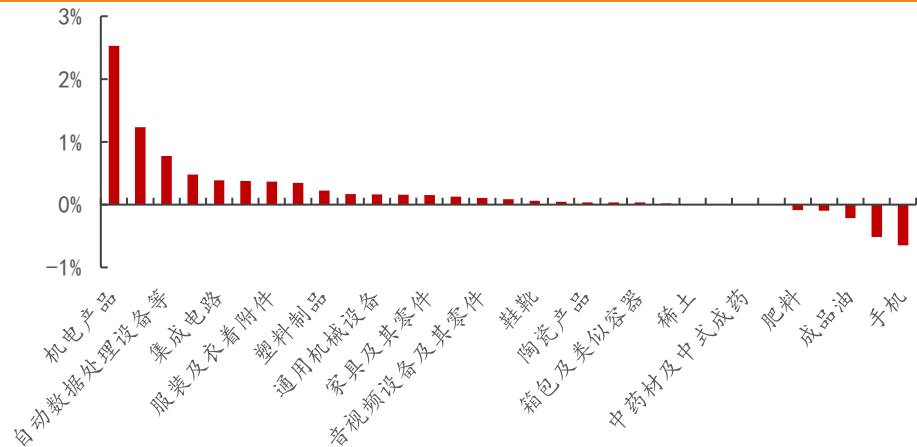
装及服装面料等。这些商品的补库需求也对应了 8 月中国出口拉动率出现好转的自动数据处理设备、纺织纱线、集成电路、家用电器等商品（图 9）。

图 8：美国分商品库存水平（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	48%	-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	85%	-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

图 9：8 月主要商品拉动率相比于 7 月的变化（单位：%）



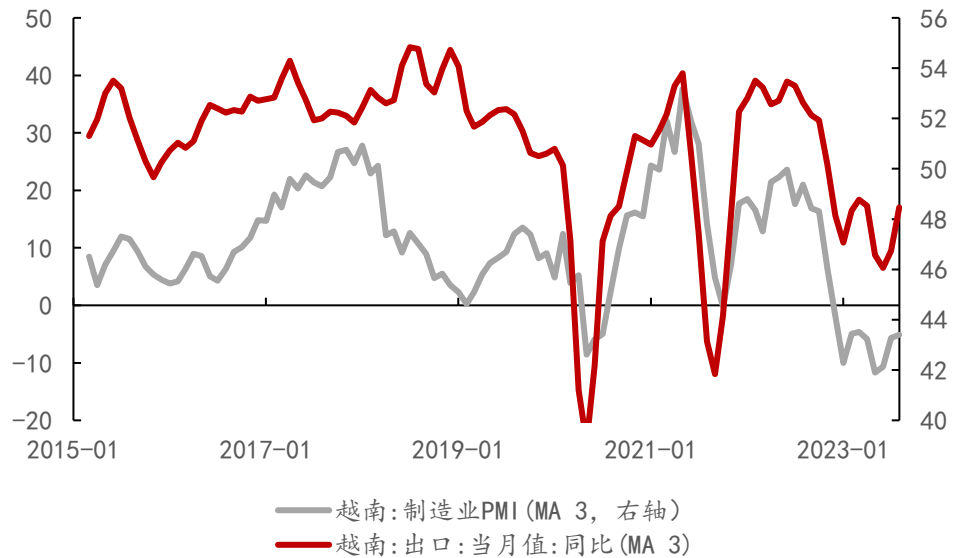
23年8月分品类拉动率变化

资料来源：wind，天风证券研究所

另外，美国作为全球主要商品消费国，美国经济复苏也带动了越南、拉丁美洲（主要是墨西哥）等地区外需和经济的好转（2022 年美国占越南出口的 29%左右，占墨西哥出口的 79%左右），进而间接拉动了中国对东盟和拉美（主要是墨西哥）的出口。

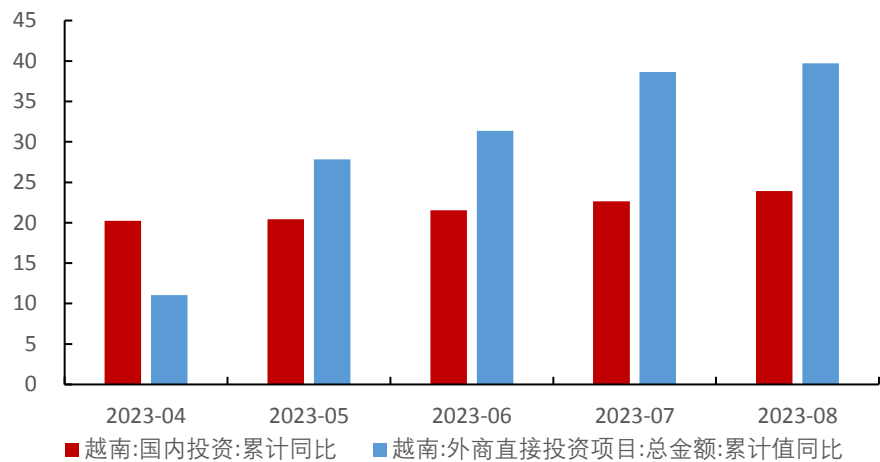
8 月越南出口低位企稳，PMI 连续 3 个月好转并重回荣枯线水平以上；墨西哥 7、8 月 PMI 已经高于 1-6 月水平。受益于此，8 月中国对东盟、拉丁美洲等地区的出口分别回升了 8.2 个和 7.1 个百分点。

图 10：越南经济企稳（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 越南国内投资以及外商投资持续维持高位 (单位: %)



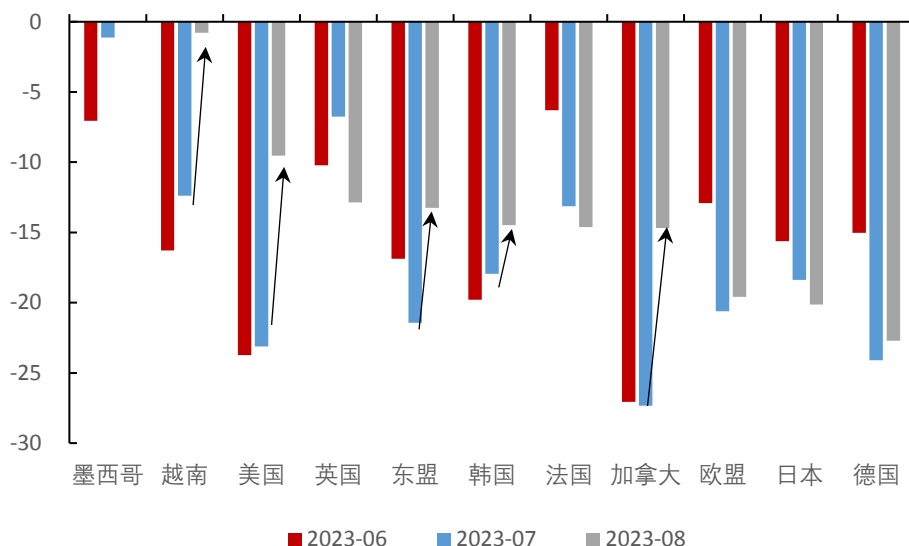
资料来源: wind, 天风证券研究所

但是美国经济复苏并不意味着欧洲经济和日本经济也必然好转。从 8 月中国出口来看，欧日经济依然低迷，8 月中国对欧盟、英国、德国、日本等出口同比为-19.6%、-12.9%、-22.7%、-20.1%。

相比于美国，欧洲终端需求持续回落、库存去化速度偏慢、经济景气度位于较低水平。欧元区零售销售指数同比自 1 月的 7.7% 震荡回落至 7 月的 3.6%，制造业 PMI 从年初的 48.8% 震荡回落至 8 月的 43.5%，且年内或均处于去库阶段（欧元区制造业 PMI 领先于库存周期 3 个季度左右）。

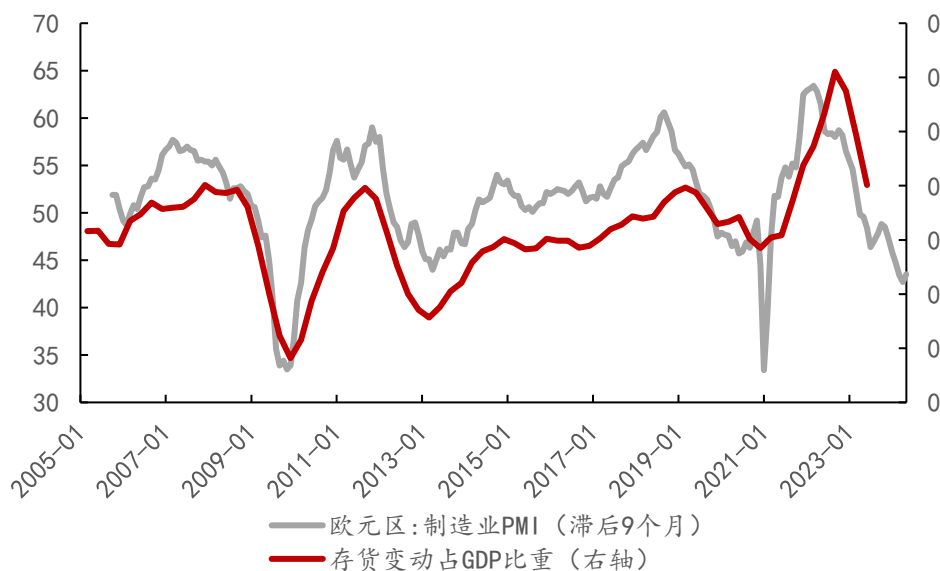
日本经济也迟迟未见起色，3 月以来日本制造业 PMI 处于 49.5% 左右波动，未见明显好转；两人以上家庭月均消费支出实际同比持续回落至 7 月的 -5%，创 2022 年以来新低；出口也已经转负。

图 12: 中国出口分地区增速 (单位: %)



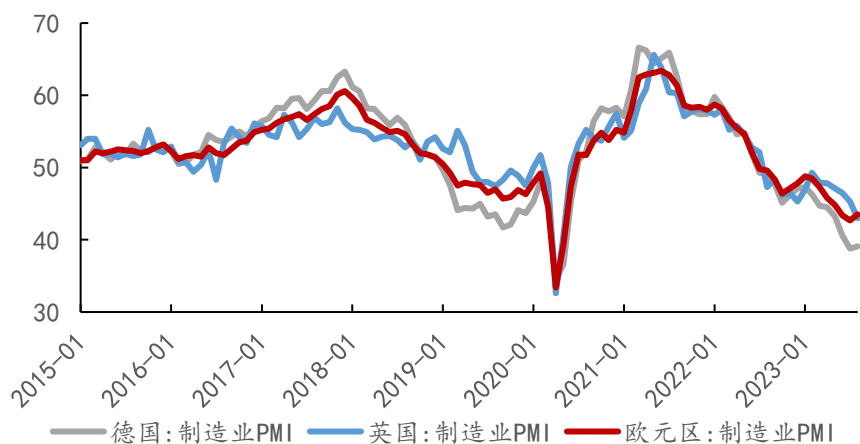
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 欧元区依旧处于主动去库阶段 (单位: %)



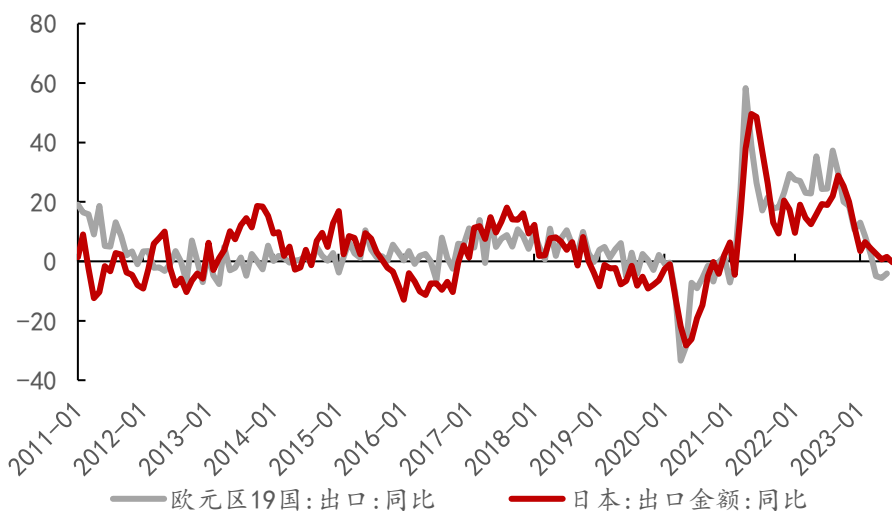
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 欧洲相关国家制造业 PMI 明显偏弱 (单位: %)



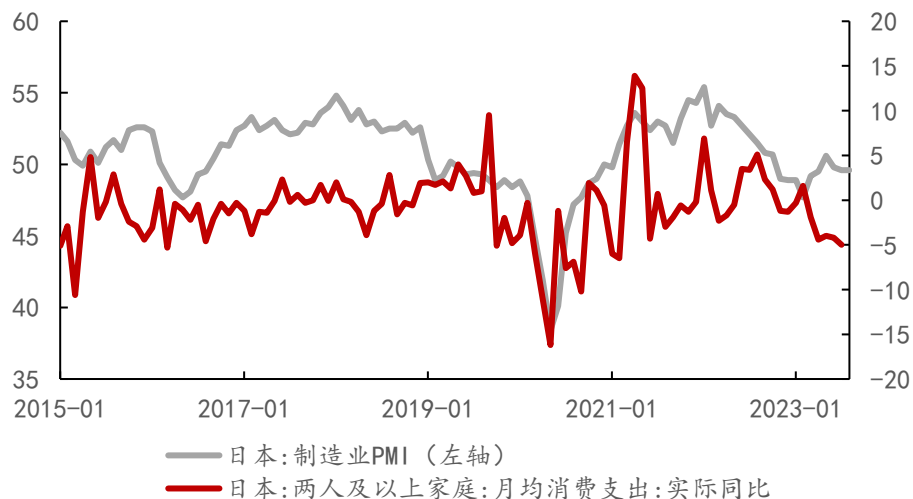
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 欧元区、日本出口持续走弱 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 日本 PMI 走弱、消费疲软 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所



8 月出口数据是全球经济现状的映射，当前全球经济呈现美国强、欧洲日本弱的格局。美国作为全球主要消费国之一，美国经济强，则中国、东盟、墨西哥等相关上游生产国经济也不会太差。但在美国之外，欧洲、日本等国内经济依旧偏弱，国内偏高的库存、疲弱的需求或意味着在这一轮全球经济复苏中，欧盟、日本或会滞后于美国。

## 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com