

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

分析师

SAC 执证编号：S0110522080001

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报：经济企稳好转，短期谨慎乐观
- 8月经济数据点评：底部修复，短期向好
- 宏观经济周报：震荡调整，等待机会

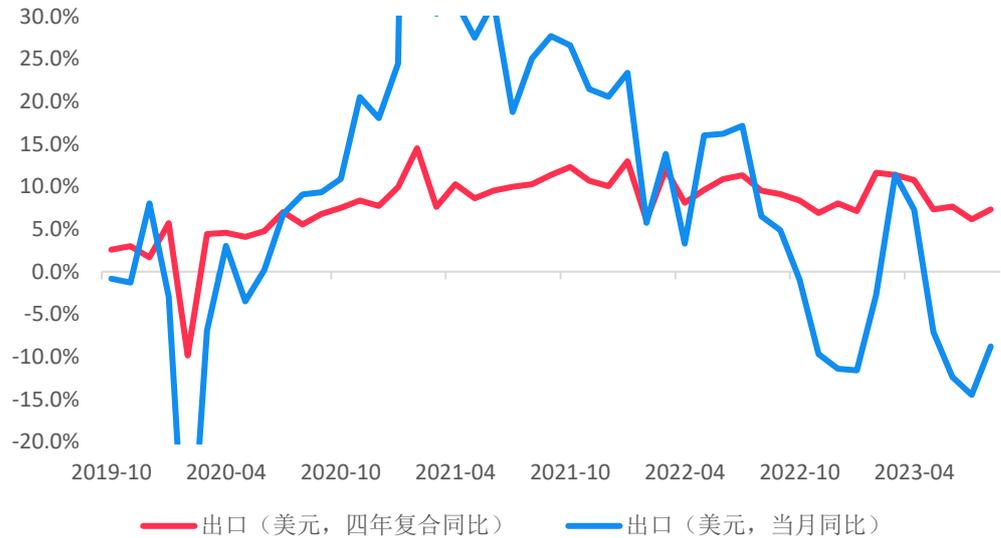
- 事件：9月7日，海关总署公布外贸数据，中国8月出口（以美元计价）同比-8.8%，预期-9%，前值-14.5%；进口（以美元计价）同比-7.3%，预期-9%，前值-12.4%；贸易顺差为683.6亿美元，前值806亿美元。
- 中国8月出口（以美元计价）同比增速有所反弹，环比也小幅改善。剔除基数效应的出口四年复合同比为7.3%，同样较上月反弹。8月出口额反弹受到量、价双重因素的影响，量的影响或大于价。根据HS2出口价格指数剔除价格因素影响后（8月是预测值），从四年复合同比来看，8月出口量增速较上月明显反弹，价格增速小幅上升，基本持平。参考历史经验，CRB同比约领先PPI同比3个月，而PPI同样领先出口价格指数，目前CRB增速已于5月初触底反弹，PPI也于7月迎来小幅反弹，后续价格因素对出口的影响可能将有所减弱。
- 外需整体低位弱修复。8月全球制造业PMI显示全球经济低位企稳，小幅反弹。除英国外，多数经济体表现出同样的特征，德国、欧元区出现低位反弹，日本低位企稳，美国低位震荡。作为主要出口经济体，东亚地区的出口与全球经济的修复息息相关。8月，中国、韩国、越南出口增速均有所反弹，与全球经济低位弱修复表现一致。
- 对俄罗斯增速减缓，对美、东盟跌幅收窄。在主要的经济体中，8月仍然仅对俄罗斯出口的贡献为正，同比拉动0.4%，但动能继续衰减，较上月延续回落。对欧盟、东盟、美国、日本出口是主要拖累，分别同比拉动-3.2%、-2.1%、-1.5%和-1.0%，但对美国跌幅较上月继续缩窄，且本月大幅收窄，体现出美国经济的韧性。对东盟跌幅也继续收窄，一带一路的贡献再次凸显。而对欧盟、日本跌幅明显扩大。
- 中国8月进口同比降幅明显收窄，同比（以美元计价）-7.3%，预期-9%，前值-12.4%。即使剔除基数效应，8月进口金额四年复合同比为4.7%，较上月同样大幅上行1.6个百分点，8月内需也有所改善。进口额反弹主要受到量的影响。从四年复合同比来看，8月进口量增速较上月明显反弹，但价格增速小幅下行。参考上文的分析，后续价格因素对进口的影响可能也将有所减弱。
- 8月出口增速的反弹略超预期，本次外贸数据公布后，股债几乎无波动。往后看，伴随国内政策边际转暖和经济上修，进口可能有一定支撑。考虑到去年高基数的影响，短期内出口同比增速可能仍会受到一定压制，但海外经济的修复情况将是出口能否企稳修复的重要观察变量。

风险提示：稳增长政策不及预期；海外经济修复不及预期

1 出口总量好转

中国 8 月出口（以美元计价）同比-8.8%（预期-9%，前值-14.5%），中国 8 月出口增速有所反弹，环比也小幅改善。剔除基数效应的出口四年复合同比为 7.3%，同样较上月反弹。

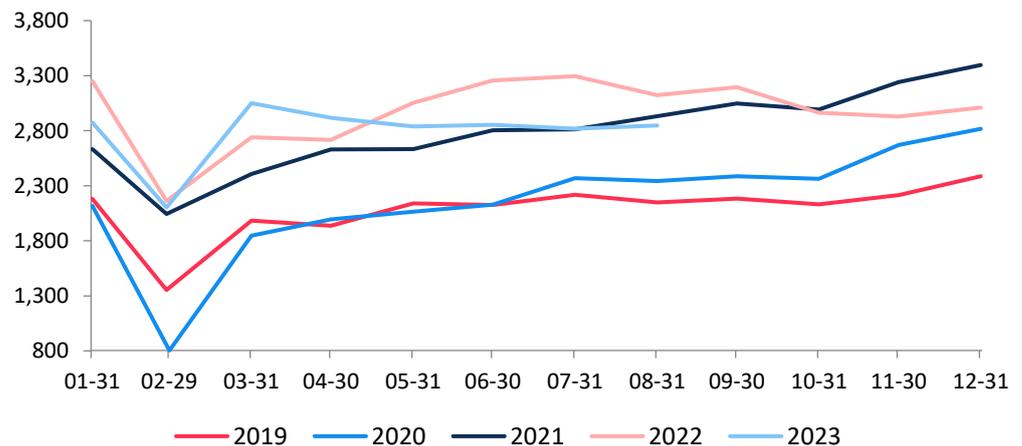
图 1：出口增速低位反弹



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：出口环比略有回升（亿美元）

中国:出口金额:当月值

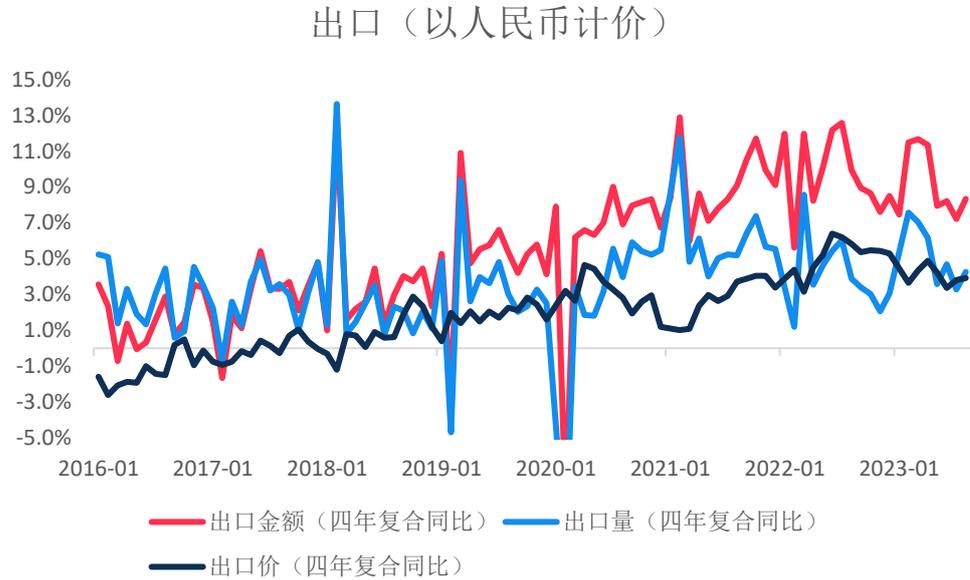


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

8 月出口额反弹受到量、价双重因素的影响，量的影响或大于价。根据 HS2 出口价格指数剔除价格因素影响后（8 月是预测值），从四年复合同比来看，8 月出口量增速较上月明显反弹，价格增速小幅上升，基本持平。参考历史经验，CRB 同比约领先 PPI 同比 3 个月，而 PPI 同样领先出口价格指数，目前 CRB 增速已于 5 月初触底反弹，PPI 也

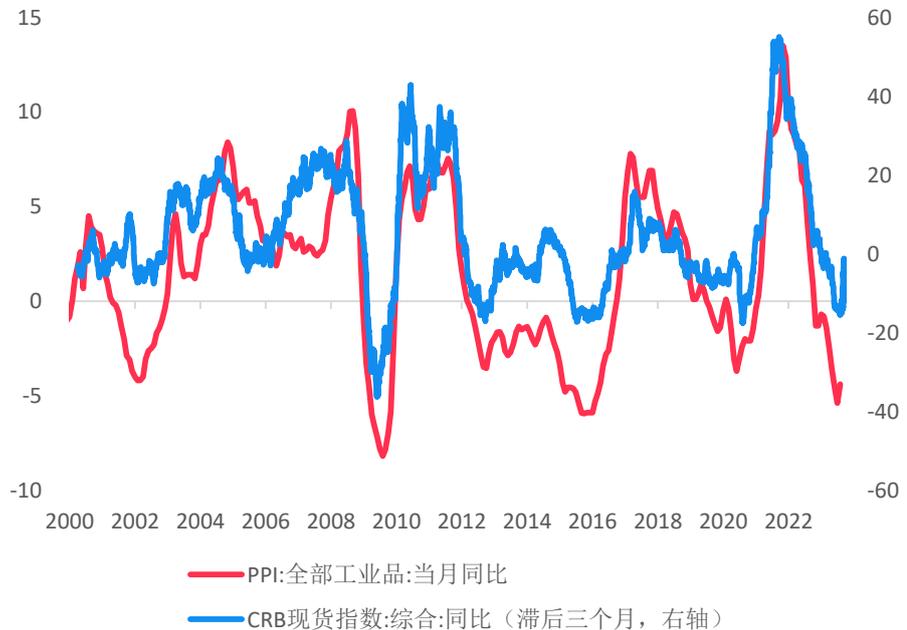
于7月迎来小幅反弹，后续价格因素对出口的影响可能将有所减弱。

图 3：出口价格因素影响弱于出口量



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：CRB 对 PPI 有领先效应（%）

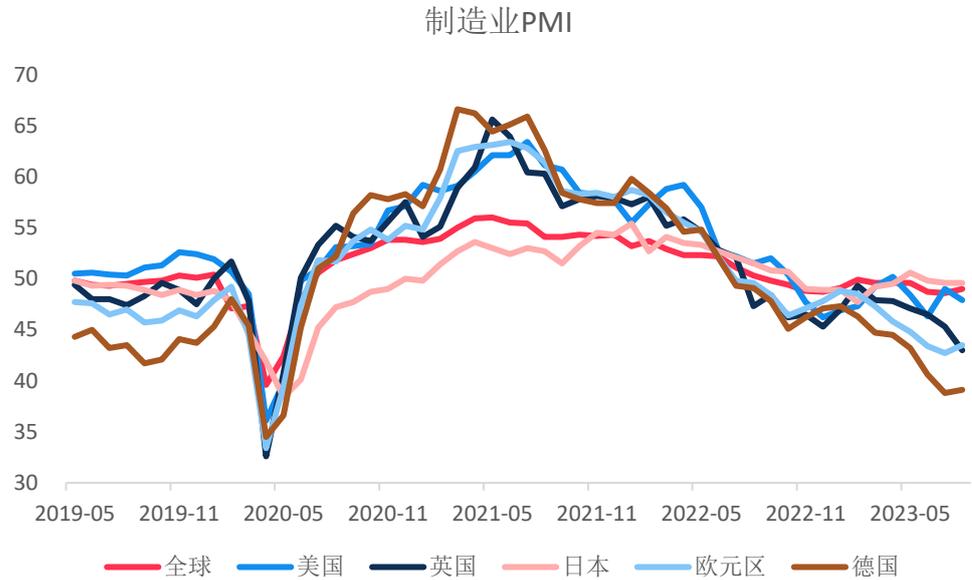


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

外需整体低位弱修复。8月全球制造业PMI显示全球经济低位企稳，小幅反弹。除英国外，多数经济体表现出同样的特征，德国、欧元区出现低位反弹，日本低位企稳，美国低位震荡。作为主要出口经济体，东亚地区的出口与全球经济的修复息息相关。8

月，中国、韩国、越南出口增速均有所反弹，与全球经济低位弱修复表现一致。

图 5：全球制造业 PMI 低位反弹 (%)



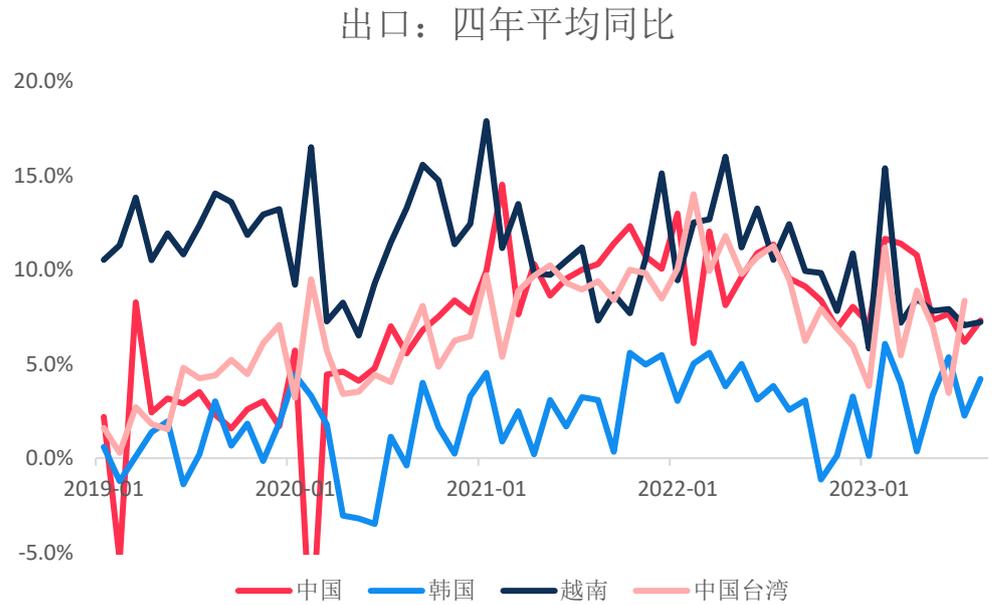
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：中韩越出口同比增速与全球制造业 PMI 走势正相关 (左：%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

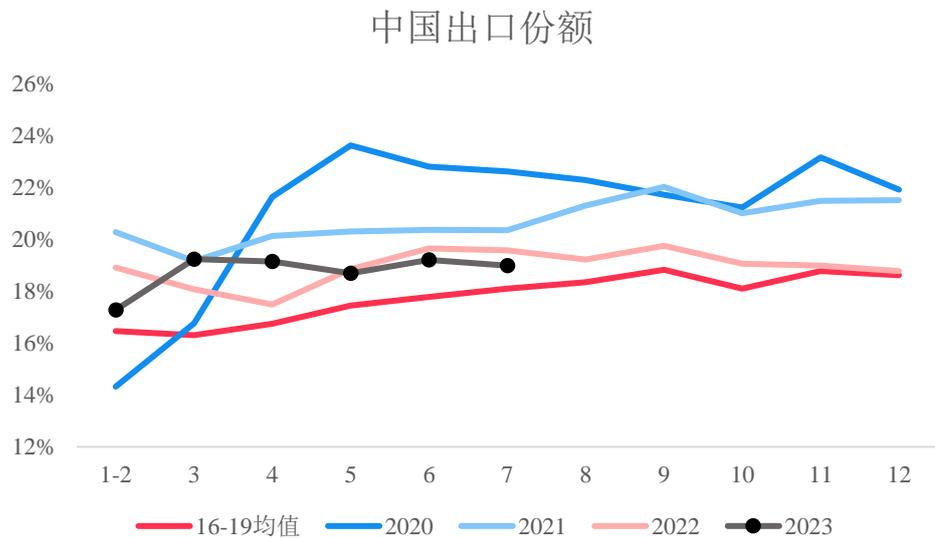
图 7：东亚地区主要出口经济体的出口四年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从出口份额来看，2023 年中国的出口份额未出现明显的回落，与 2022 年相差不大，与全球经济仍保持较好的联动。若全球经济能持续反弹，中国出口增速降幅或逐步收窄。

图 8：中国 2023 年出口份额与 2022 年相差不大



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 出口结构更加均衡

对俄罗斯增速减缓，对美、东盟跌幅收窄。在主要的经济体中，8月仍然仅对俄罗斯出口的贡献为正，同比拉动0.4%，但动能继续衰减，较上月延续回落。对欧盟、东盟、美国、日本出口是主要拖累，分别同比拉动-3.2%、-2.1%、-1.5%和-1.0%，但对美国跌幅较上月继续缩窄，且本月大幅收窄，体现出美国经济的韧性。对东盟跌幅也继续收窄，一带一路的贡献再次凸显。而对欧盟、日本跌幅明显扩大。

图9：分国家和地区出口增速

	当月出口同比				出口同比拉动			
	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5
出口总值	-8.78%	-14.50%	-12.42%	-7.10%	-8.78%	-14.50%	-12.42%	-7.10%
欧盟	-19.58%	-20.62%	-12.92%	-7.03%	-3.22%	-3.34%	-2.01%	-1.11%
其中：德国	-22.71%	-24.11%	-15.02%	-8.27%	-0.19%	-0.32%	-0.49%	-0.16%
法国	-14.63%	-13.14%	-6.29%	-11.96%	-0.19%	-0.17%	-0.08%	-0.16%
意大利	-13.02%	-26.46%	-16.19%	-10.22%	-0.17%	-0.22%	-0.13%	-0.16%
荷兰	-22.24%	-26.85%	-16.00%	-6.22%	-0.95%	-0.90%	-0.50%	-0.19%
美国	-9.53%	-23.12%	-23.73%	-18.24%	-1.52%	-3.85%	-4.68%	-3.10%
东南亚国家联盟	-13.25%	-21.43%	-16.86%	-15.92%	-2.10%	-3.45%	-2.70%	-2.37%
其中：印尼	-13.04%	-19.88%	-19.18%	-9.65%	-0.25%	-0.40%	-0.19%	-0.19%
越南	-0.78%	-12.38%	-16.28%	-23.35%	-0.03%	-0.17%	-0.65%	-1.11%
马来西亚	-13.65%	-15.79%	-19.99%	-14.47%	-0.36%	-0.41%	-0.58%	-0.35%
泰国	-9.49%	-14.66%	-19.68%	-12.00%	-0.20%	-0.31%	-0.45%	-0.17%
新加坡	-23.72%	-36.64%	8.62%	-2.93%	-0.61%	-1.03%	0.17%	-0.05%
菲律宾	-23.81%	-34.44%	-38.07%	-27.22%	-0.51%	-0.65%	-0.73%	-0.31%
日本	-20.13%	-18.38%	-15.63%	-13.31%	-0.97%	-0.83%	-0.71%	-0.63%
中国香港	-11.53%	-8.53%	-20.56%	-14.90%	-0.18%	-0.11%	1.76%	-1.17%
韩国	-14.49%	-17.95%	-19.78%	-20.25%	-0.64%	-0.73%	-0.96%	-1.03%
中国台湾	-13.81%	-23.29%	-30.70%	-33.65%	-0.10%	-0.52%	-0.72%	-0.87%
澳大利亚	-12.35%	-19.89%	-9.51%	-5.77%	-0.28%	-0.45%	-0.10%	-0.11%
俄罗斯	16.31%	51.83%	90.93%	114.32%	0.42%	1.08%	1.40%	1.62%
印度	0.74%	-9.47%	-13.55%	-4.09%	0.02%	-0.32%	-0.47%	-0.15%
英国	-12.86%	-6.77%	-10.21%	3.73%	-0.33%	-0.15%	-0.12%	0.08%
加拿大	-14.68%	-27.35%	-27.06%	-18.10%	-0.23%	-0.35%	-0.45%	-0.19%
新西兰	-17.84%	-27.46%	-19.87%	-19.43%	-0.05%	-0.03%	-0.05%	-0.05%
拉丁美洲	-3.82%	-14.94%	-10.78%	-1.10%	-0.62%	-1.15%	-0.61%	-0.08%
其中：巴西	-14.46%	-22.66%	-3.85%	-15.31%	-0.30%	-0.45%	-0.07%	-0.13%
非洲	3.44%	-4.91%	-6.90%	12.94%	-0.26%	-0.13%	-0.14%	0.60%
其中：南非	-18.01%	-15.37%	1.08%	5.73%	-0.14%	-0.11%	0.01%	0.04%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从出口分项看，8月出口主要受机电产品、高新技术产品、钢材等拖累，分别拖累出口4.1%、3.3%和1.0%。机电产品中，汽车包括底盘、船舶等是主要拉动项，同比分别高增35.2%和40.9%，但汽车包括底盘、船舶增速均较上月进一步放缓，汽车零部件、手机和家用电器边际改善明显，而手机未延续改善趋势，本月增速重回下行。

图 10：分产品出口增速

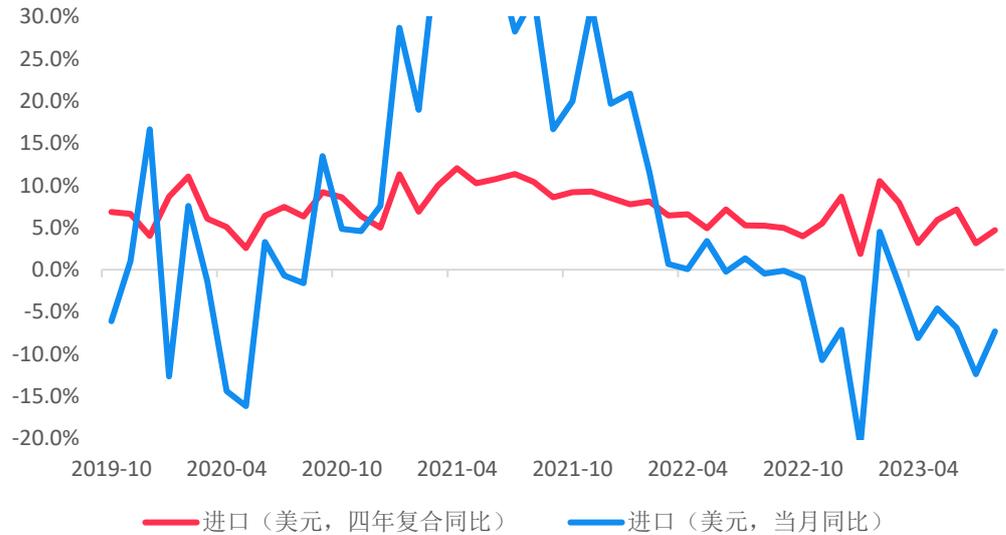
	同比增长				同比拉动			
	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5
当月值	-8.78%	-14.50%	-12.42%	-7.10%	-8.78%	-14.50%	-12.42%	-7.10%
农产品	-2.31%	-5.64%	-6.57%	-7.38%	-0.06%	-0.16%	-0.18%	-0.21%
水海产品	-12.72%	-18.63%	-21.90%	-20.45%	-0.07%	-0.10%	-0.12%	-0.13%
粮食	9.36%	-6.92%	-19.44%	6.89%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%
成品油(海关口径)	10.52%	4.66%	2.70%	18.40%	-0.17%	0.06%	0.03%	0.23%
稀土	-32.17%	-41.49%	-31.95%	-32.34%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
中药材及中式成药	0.66%	6.14%	-0.83%	-21.84%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%
肥料	-38.49%	-26.60%	-7.31%	1.85%	-0.17%	-0.07%	-0.02%	0.01%
塑料制品	17.41%	-14.78%	-12.05%	-11.08%	-0.21%	-0.14%	-0.17%	-0.13%
箱包及类似容器	8.89%	-11.87%	-5.06%	1.18%	-0.09%	-0.13%	-0.06%	0.01%
纺织纱线、织物及制品	16.38%	-17.89%	-14.34%	-14.30%	-0.16%	-0.11%	-0.18%	-0.15%
服装及衣着附件	12.54%	-18.72%	-14.50%	-12.51%	-0.14%	-0.10%	-0.18%	-0.19%
鞋靴	22.06%	-24.60%	-21.31%	-9.84%	-0.19%	-0.19%	-0.14%	-0.16%
陶瓷产品	23.01%	-26.95%	-28.23%	-22.11%	-0.20%	-0.21%	-0.21%	-0.17%
钢材	32.59%	-42.39%	-43.71%	-28.64%	-0.18%	-0.19%	-0.17%	-0.14%
未锻轧铝及铝材	24.83%	-37.51%	-35.43%	-42.12%	-0.17%	-0.22%	-0.20%	-0.24%
家具及其零件	6.82%	-15.19%	-15.05%	-14.81%	-0.12%	-0.17%	-0.18%	-0.18%
玩具	15.46%	-26.67%	-27.26%	-22.99%	-0.16%	-0.16%	-0.13%	-0.16%
机电产品	17.29%	-11.91%	-8.95%	-2.11%	-4.13%	-6.90%	-5.23%	-1.22%
通用机械设备	1.73%	-11.99%	-2.41%	7.49%	-0.03%	-0.20%	-0.04%	0.14%
自动数据处理设备及其零部件	18.23%	-28.92%	-24.67%	-10.94%	-1.14%	-1.50%	-1.14%	-0.51%
手机	20.55%	2.24%	-23.32%	-25.02%	-0.19%	0.07%	-0.16%	-0.13%
家用电器	11.44%	-3.56%	3.87%	0.71%	0.16%	-0.09%	0.10%	0.02%
音视频设备及其零件	5.55%	-15.81%	-15.23%	-10.89%	-0.06%	-0.17%	-0.15%	-0.11%
集成电路	4.64%	-14.74%	-19.38%	-25.81%	-0.18%	-0.17%	-0.16%	-0.19%
汽车包括底盘	35.19%	83.26%	109.93%	123.47%	0.19%	2.19%	2.19%	3.13%
汽车零部件	2.62%	-4.48%	5.11%	13.42%	0.06%	-0.12%	0.14%	0.16%
船舶	40.85%	82.38%	-23.97%	23.46%	0.13%	0.11%	-0.20%	0.15%
液晶平板显示模组	8.90%	6.64%	9.01%	2.11%	0.04%	0.06%	0.07%	0.02%
医疗仪器及器械	7.13%	-11.70%	-8.55%	-3.19%	-0.04%	-0.06%	-0.05%	-0.02%
灯具照明装置及其零件	7.63%	-11.38%	-10.32%	-3.43%	-0.10%	-0.15%	-0.14%	-0.05%
高新技术产品	13.21%	-18.10%	-16.79%	-13.92%	-3.15%	-4.12%	-4.04%	-3.21%

资料来源：Wind, 首創证券研究发展部

3 进口增速超预期回落

中国 8 月进口同比降幅明显收窄, 同比(以美元计价)-7.3%, 预期-9%, 前值-12.4%。即使剔除基数效应, 8 月进口金额四年复合同比为 4.7%, 较上月同样大幅上行 1.6 个百分点, 8 月内需也有所改善。

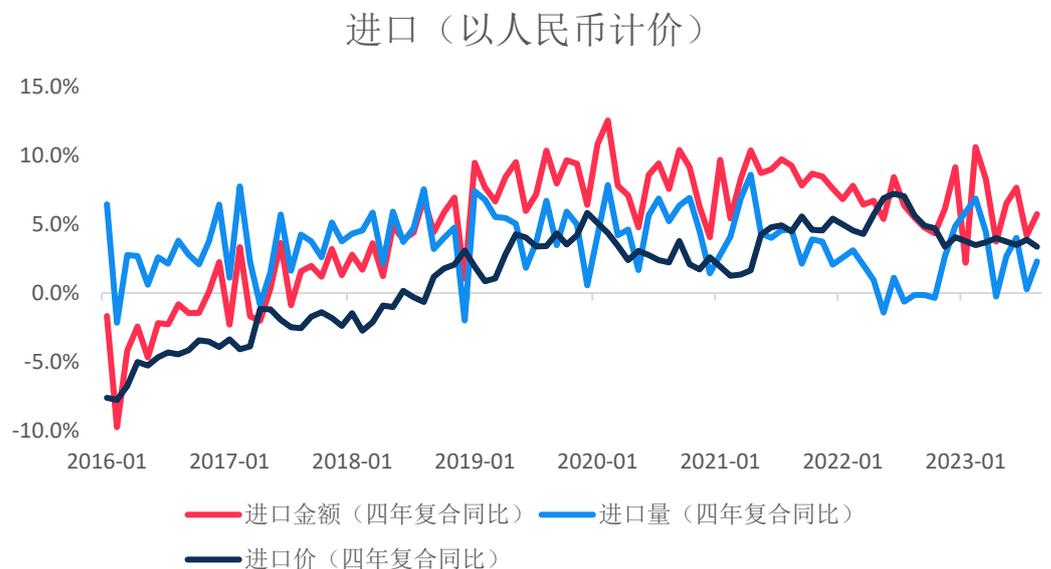
图 11：进口增速明显反弹



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

8 月进口额反弹主要受到量的影响。根据 HS2 进口价格指数剔除价格因素影响后（8 月是预测值），从四年复合同比来看，8 月进口量增速较上月明显反弹，但价格增速小幅下行。参考上文的分析，后续价格因素对进口的影响可能也将有所减弱。

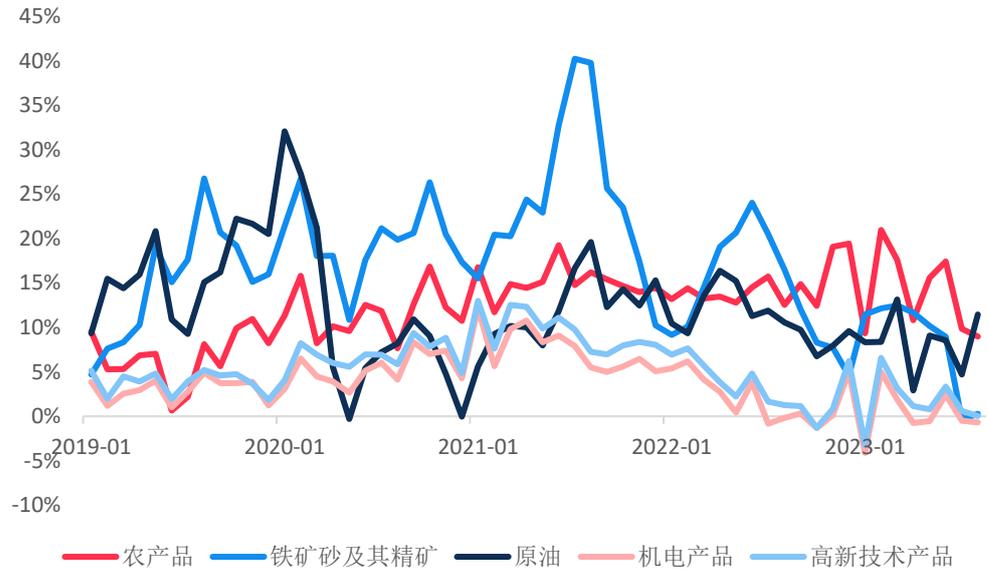
图 12：进口量的贡献更大



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从进口分项看，除原油外，铁矿砂及其精矿、农产品、机电、高新技术产品等小幅走弱或基本持平。在限产的影响下，油价大幅飙升，原油进口四年复合同比增速大幅反弹 6 个百分点至 11%。

图 13: 进口分项四年复合同比增速



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

8月出口增速的反弹略超预期,本次外贸数据公布后,股债几乎无波动。往后看,伴随国内政策边际转暖和经济上修,进口可能有一定支撑。考虑到去年高基数的影响,短期内出口同比增速可能仍会受到一定压制,但海外经济的修复情况将是出口能否企稳修复的重要观察变量。

风险提示:稳增长政策不及预期;海外经济修复不及预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现