

宏观

证券研究报告

2023年10月18日

中国出口的“西升东降”

出口是外需和份额的共同结果。今年7月以前，支撑中国出口韧性的主要原因是份额优势，体现为对东盟的中间品、资本品出口明显提升，对俄罗斯出口份额的提高以及新三样商品（新能源车、光伏电池板、锂电池）的出口高增，出口整体呈现“东升西落”的格局。

8月以来，支撑中国出口韧性的主要原因可能已经转为了外需回暖，体现为欧日韩的出口增速回升、中国对欧日韩的出口增速回升、主要消费品出口数量明显回升。

这也意味着未来出口改善具有更高的持续性，出口景气度也会向更广泛的国家和商品蔓延。

风险提示：中国出口份额不及预期，外需复苏不及预期，东盟拖累超预期

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

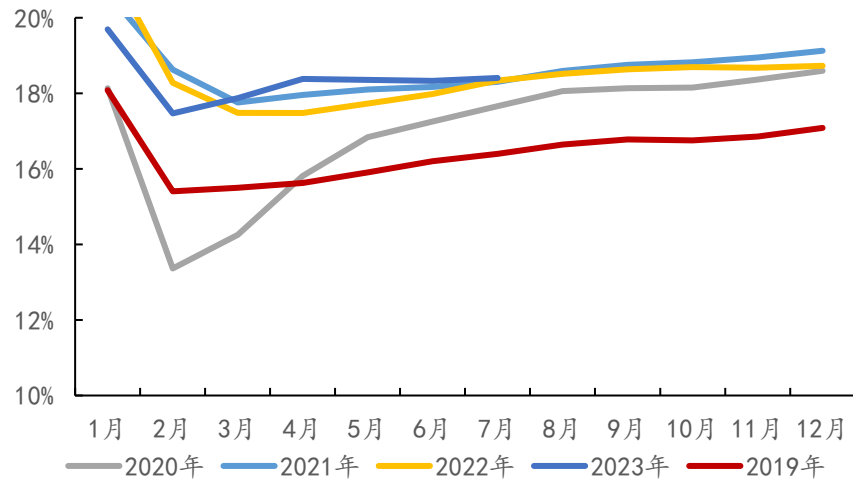
相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年10月第3周》
2023-10-16
- 《宏观报告：大盘成长明显占优——23年9-11月资产配置报告》
2023-10-10
- 《宏观报告：宏观-居民消费能力修复的几个证据》 2023-10-10

2023 年以来，凭借着产业升级带来的竞争优势等，中国占主要国家的出口份额依旧维持韧性，份额端并未成为今年以来出口的拖累。7 月之前出口差，核心是外需不足。

随着美国逐渐进入补库存周期，8 月出口开始见底回升，9 月出口景气度进一步好转。

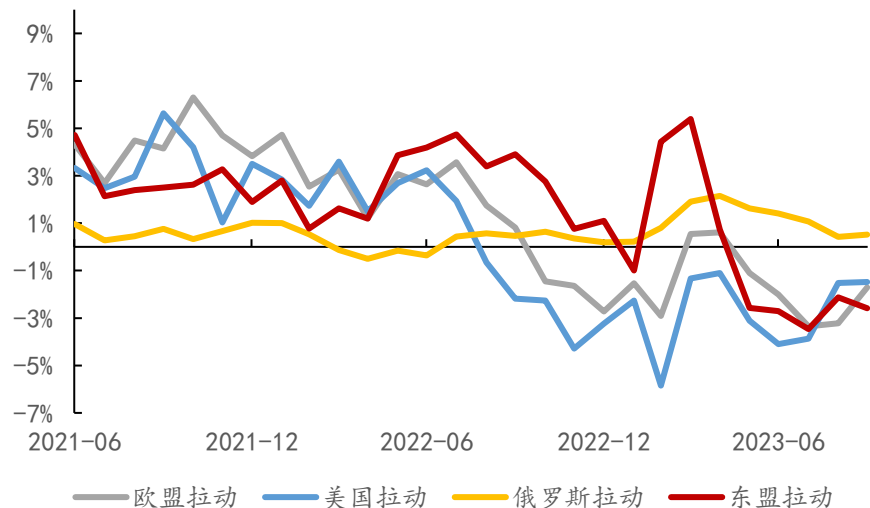
图 1：今年以来出口份额维持韧性（单位：%）



资料来源：WTO，天风证券研究所

除东盟外，中国对主要地区出口同比增速均有所好转，其中中国对欧盟、日本、韩国出口的回升较为明显，以上地区对中国出口的拉动率相比于 8 月分别提高了 1.5、0.7、0.3 个百分点。

图 2：部分主要国家对中国出口的拉动（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

由于欧盟、日本、韩国并非中国制造的主要迁移地，因此中国对以上地区出口好转，和终端需求有关——即美国经济开启新一轮补库存周期，带动外需环境改善。

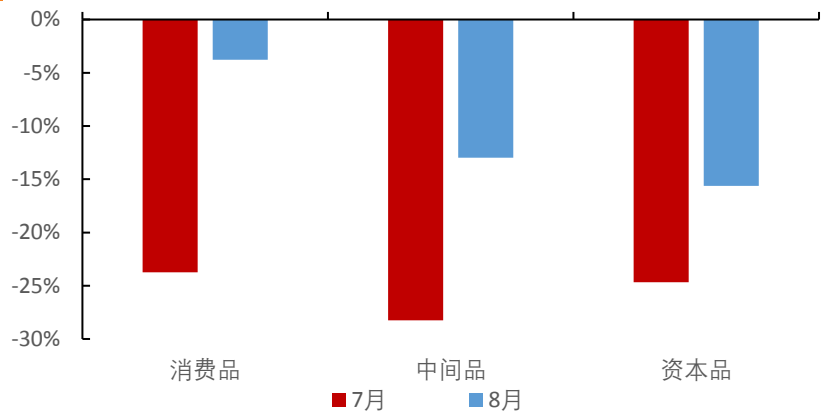
这也体现为 9 月主要生产国家出口均有好转，例如 9 月韩国出口同比-4.4%（前值-8.1%）。10 月前 10 日韩国出口同比进一步回升至-1.7%（前值为-7.8%）。由于中韩在一些产业链是上下游关系，韩国对美出口的好转也间接带动了中国对韩出口的回暖。

图 3：美国部分行业库存已经接近历史低位（单位：%）

	批发商库存同比			批发商库存比		
	7月	历史分位数	相比上月变动	7月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	5.1	44%	-1.7	1.8	97%	-0.01
耐用品:汽车及汽车零件和用品	16.0	91%	-2.9	1.8	97%	0.03
耐用品:家具及家居摆设	-11.5	4%	-3.0	1.7	69%	-0.05
耐用品:木材及其他建材	-10.6	4%	0.2	1.6	95%	-0.02
耐用品:专业及商业设备和用品	-6.7	6%	-2.0	1.2	73%	0.00
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	-19.5	3%	-0.6	0.8	38%	0.03
耐用品:金属及矿产,石油除外	-3.6	23%	0.7	2.4	97%	0.09
耐用品:电气和电子产品	3.1	31%	-2.5	1.4	63%	-0.01
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	0.4	15%	-2.8	2.4	97%	-0.06
耐用品:机械设备和用品	21.4	97%	-2.5	2.8	90%	-0.03
耐用品:杂项	-2.6	14%	1.1	1.7	96%	-0.08
非耐用品	-6.4	2%	0.7	1.0	69%	-0.01
非耐用品:纸及纸制品	-15.8	0%	-1.7	1.0	51%	0.00
非耐用品:药品及杂品	6.4	44%	1.5	1.0	8%	0.00
非耐用品:服装及服装面料	-11.3	5%	-7.4	3.0	96%	-0.16
非耐用品:食品及相关产品	-5.8	2%	-1.2	0.7	86%	-0.01
非耐用品:农产品原材料	-31.6	3%	6.1	1.2	69%	0.11
非耐用品:化学品及有关产品	-8.8	3%	-2.5	1.2	53%	-0.01
非耐用品:石油及石油产品	-9.4	13%	6.6	0.4	30%	-0.01
非耐用品:啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	7.2	64%	-2.8	1.7	99%	0.01
非耐用品:杂项	-5.4	6%	1.2	1.8	98%	0.01
除制造商分支销售总额	0.5	14%	-0.7	1.4	97%	-0.02

资料来源: wind, 天风证券研究所

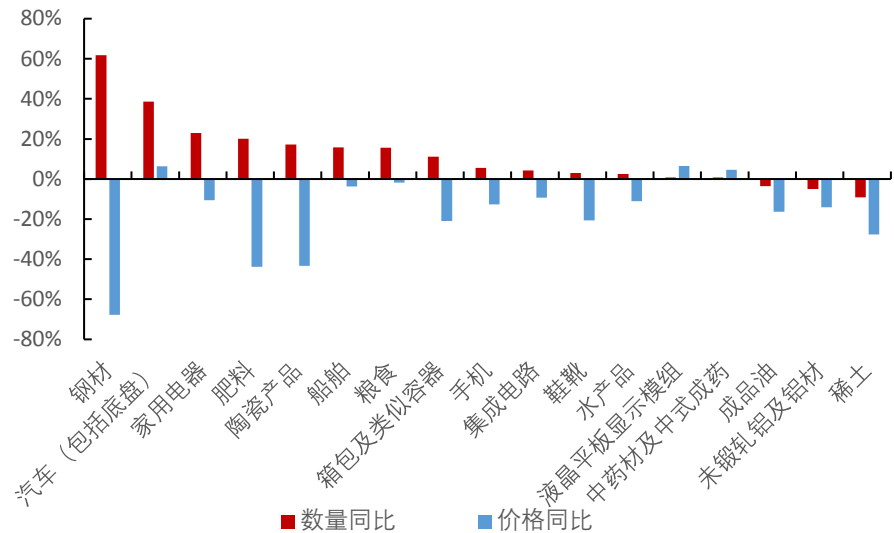
图 4: 中国对美出口分商品变动 (单位: %)



资料来源: 海关总署, 天风证券研究所 (注: 用 HS 口径把对美出口近似分成消费品、中间品、资本品)

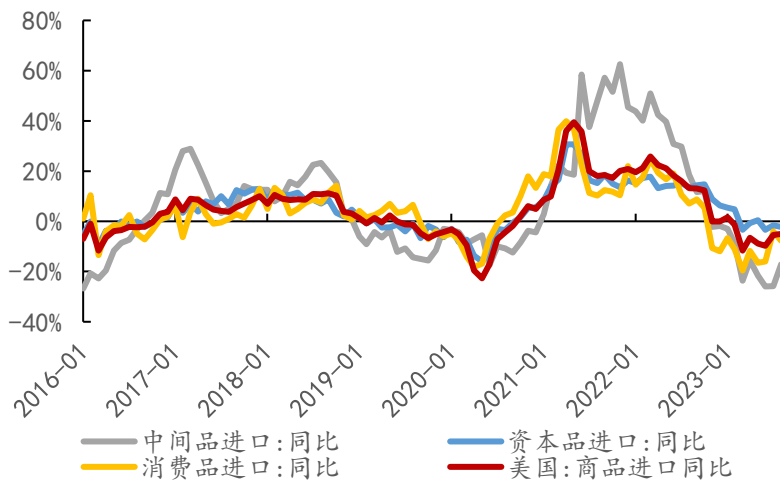
美国消费需求改善和商品补库存, 拉动中国消费品出口的实质性复苏。其中, 9 月中国汽车、家用电器、陶瓷产品、箱包等出口数量同比增长 38.7%、23%、17.2%和 11.2%, 好于中间品和资本品的出口数量增长。

图 5: 9 月主要商品出口数量正增长 (单位: %)



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 6：美国进口商品需求（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

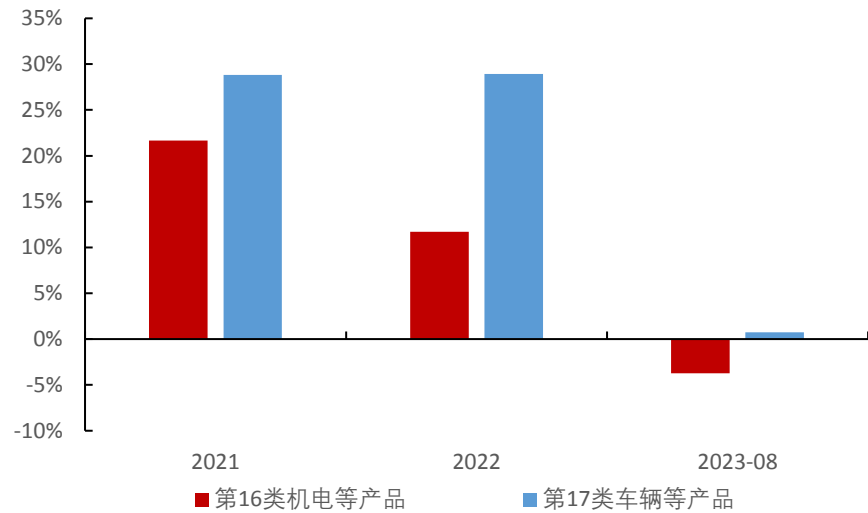
但同样应当受益于美国补库存周期的东盟国家，对中国出口的拉动率却依然处于较低水平。9月东盟对中国出口的拉动率相比8月下降了0.47个百分点，其中越南、印尼、新加坡对中国出口的拉动率分别下降了0.07、0.15、0.46个百分点。

这并不是因为东盟国家的经济出现了问题，而是过去东盟国家对中国出口拉动率持续提升，有两个结构性因素：一是贸易战以来的产业转移，刺激了东盟国家的投资建厂需求，这一阶段拉动了中国的资本品出口，例如建材、运输设备、机械设备等；二是贸易战和俄乌战争以来的供应链分割，推动了东盟国家转口贸易的发展，部分东盟国家从中国进口规模和中国对其出口规模的差异持续扩大。

但今年以来，这两个结构性因素在减弱。

一是今年以来中国向东盟的部分资本品出口明显放缓。例如，2021、2022年中国对东盟主要国家机电类商品（HS第16类）和车辆、航空器等商品（HS第17类）的出口同比增速维持高位，但今年1-8月中国对东盟主要国家机电出口（HS第16类）同比-3.7%，车辆、航空器出口同比+0.7%。

图 7：中国对东盟主要国家的出口商品增速变化（单位：%）



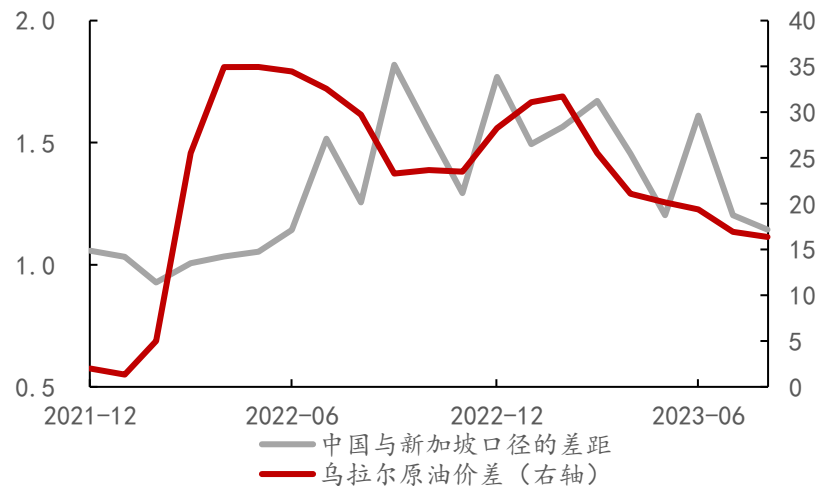
资料来源: wind, 天风证券研究所

二是去年兴起的大宗商品转口贸易或正在回落。

2022 年受俄乌战争的影响, 欧洲国家开始禁止进口俄罗斯原油, 欧洲部分贸易商开始通过中国、新加坡等国家间接进口原油。这一时期中国-新加坡的转口贸易快速发展, 体现为中国出口到新加坡的商品金额大幅高于新加坡进口自中国的商品金额。

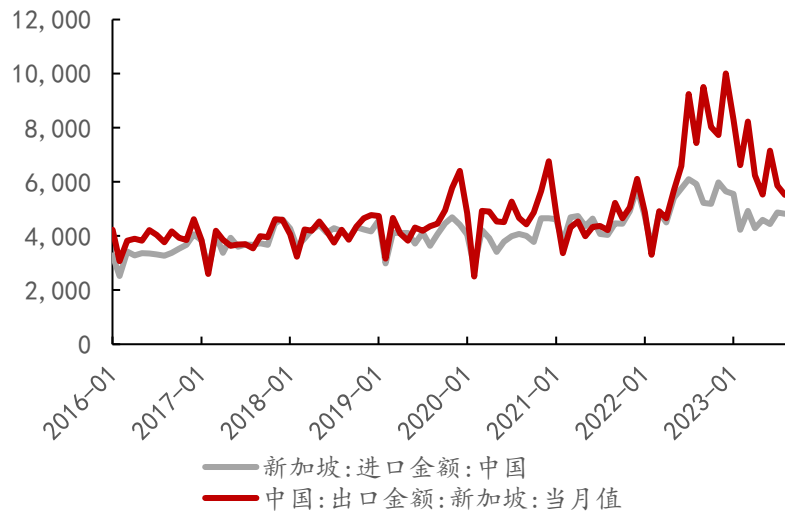
今年以来, 俄油和布油之间的价差已经从高峰的 30 美元/桶以上降至 15 美元/桶左右, 去年兴盛的能源转口贸易规模可能随之回落。这体现为中国对新加坡出口增速持续回落, 9 月新加坡对中国出口的拉动率继续下滑 0.5 个百分点。

图 8: 布油俄油价差越大, 中国与新加坡贸易数据的差异也越大 (单位: 右轴美元/桶; 左轴%)



资料来源: wind, Statistics, 天风证券研究所 (注: 差距为中国出口新加坡/新加坡进口自中国)

图 9: 中国与新加坡的统计数据在 2022 年出现偏离 (单位: 百万美元)



资料来源：WTO，天风证券研究所

除去这两个结构性因素外，东盟作为生产国依旧受益于美国经济补库存周期。历史上看，中国对东盟的出口和美国进口需求存在显著的正相关性，在对东盟的出口份额稳定之后，中国对东盟的出口有望逐渐好转。

图 10：中国对东盟出口与美国进口显著正相关（单位：%）



资料来源：WTO，天风证券研究所

总的来说，出口是外需和份额的共同结果。今年 7 月以前的一年多时间，美国经济处于去库存周期，美国进口需求持续回落，支撑中国出口韧性的主要原因是份额优势，体现为对东盟的中间品、资本品出口明显提升，对俄罗斯出口份额的提高以及新三样商品（新能源车、光伏电池板、锂电池）的出口高增，出口整体呈现“东升西落”的格局。而 8 月以来，支撑中国出口韧性的主要原因可能已经转为了外需回暖，体现为欧日韩的出口增速回升、中国对欧日韩的出口增速回升、主要消费品出口数量明显回升。这也意味着未来出口改善具有更高的持续性，出口景气度也会向更广泛的国家和商品蔓延。

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