

宏观

证券研究报告

2023年11月15日

哪些商品出口将受益于美国补库存?

今年美国经济不衰退的本质是强美元支撑下的债务货币化，明年“美强欧弱”的大背景下，可能维持强美元、债务扩张、经济复苏的状态。

以电脑、电脑外围设备和软件、木材及其他建材为代表的耐用品和以农产品、纺服为代表的非耐用品的需求复苏和低库存产生共振，相关行业的景气度有望率先改善。

风险提示：经济复苏不及预期，出口不及预期，美国补库低于预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

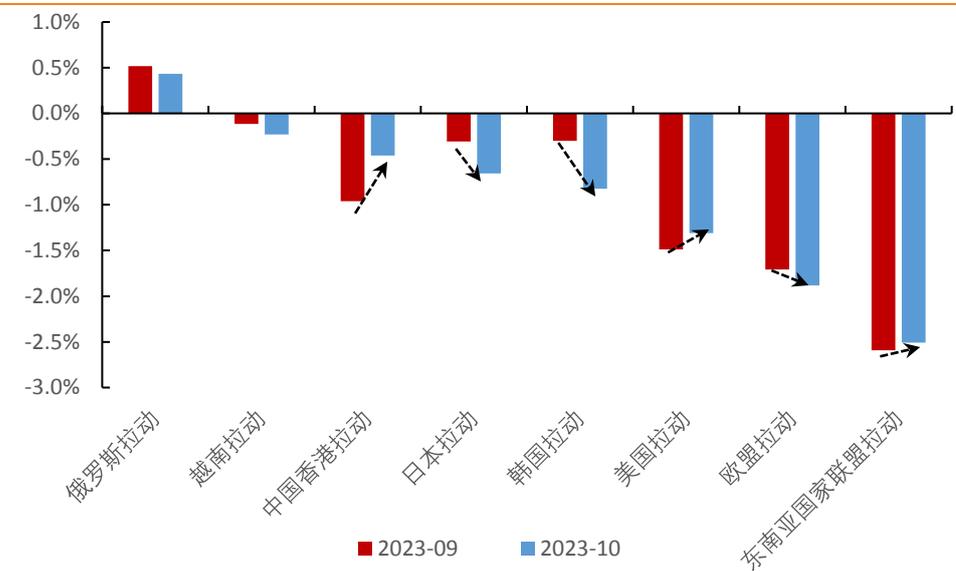
孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年11月第3周》
2023-11-13
- 《宏观报告：美国劳动力市场的剩余劳动力-美国劳动力市场的剩余劳动力》
2023-11-06
- 《宏观报告：消费胜率赔率双高——23年10-12月资产配置报告》
2023-11-06

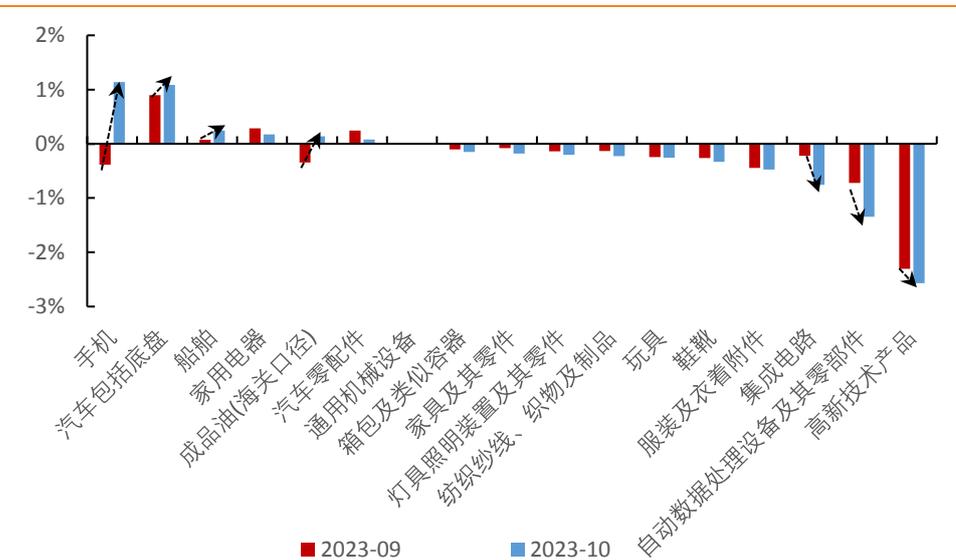
近几个月来，中国出口整体呈现出“美强欧弱”格局。10月中国对美出口延续了8月以来的上行趋势，对日本、欧盟等非美发达经济体的出口则表现偏弱。

图 1：不同地区对中国出口拉动率变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：10月不同商品对中国出口拉动率的变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

一直以来，中国出口链以欧美为核心，其中美国占据核心地位。截止今年10月，中国直接出口美国的份额为14.9%，虽然略低于中国直接出口欧盟的份额15.1%，但是中国通过东盟、墨西哥等国家向美国的间接出口比重远大于欧盟。

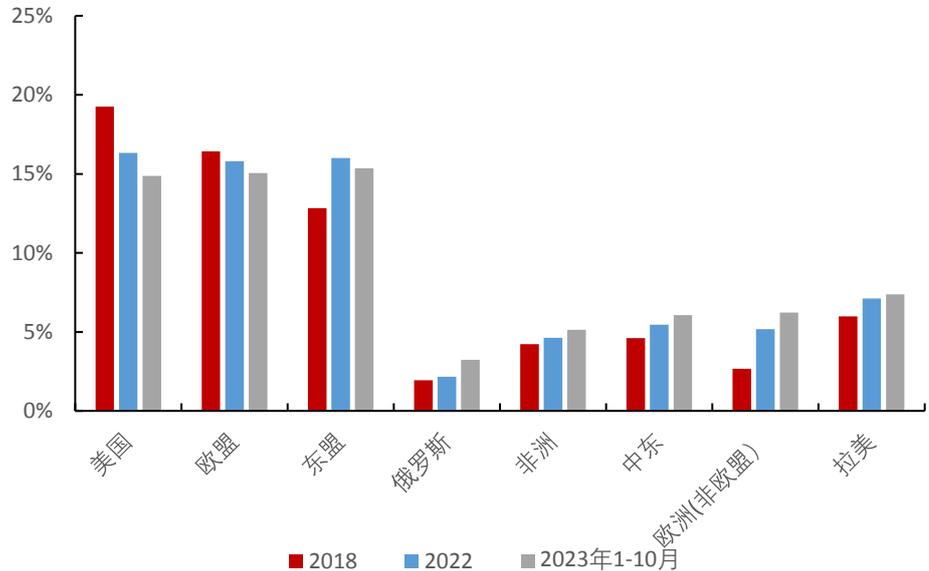
例如，2022年美国在东盟的出口份额中占14.9%，而欧盟在东盟出口份额中仅占9%，墨西哥78.7%的商品都出口到美国。

如果剔除了欧盟的内部贸易，美国也是欧盟最主要的出口国，占欧盟出口份额（不含内部贸易）的19.4%。

我们此前指出美国“收入-消费-订单-价格-库存-利润-投资”这个最重要的链条正在进入正向的景气循环，美国经济可能已经开始新一轮的复苏（详见《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）。

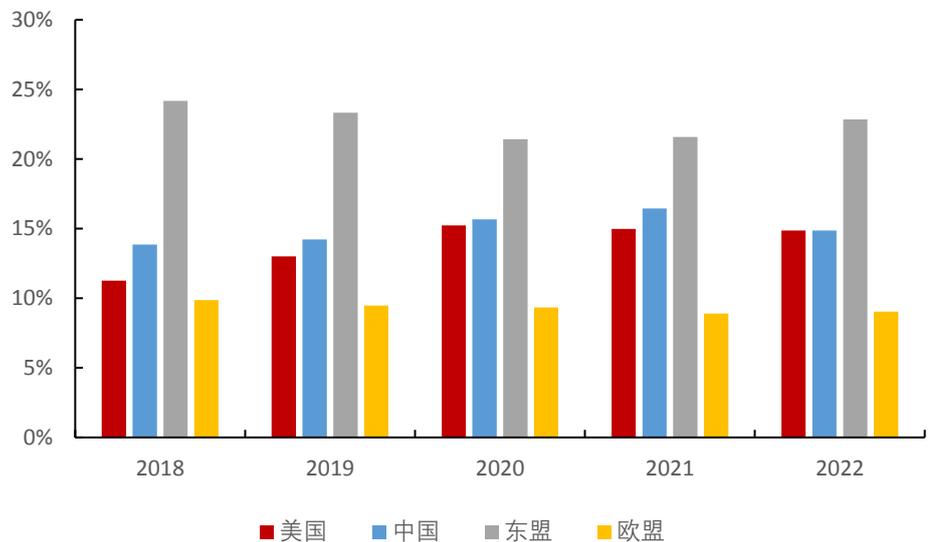
因此，尽管欧盟经济持续走弱，但美国经济不衰退并开启补库存依然是中国出口的核心支撑。

图 3：主要地区占中国出口比重



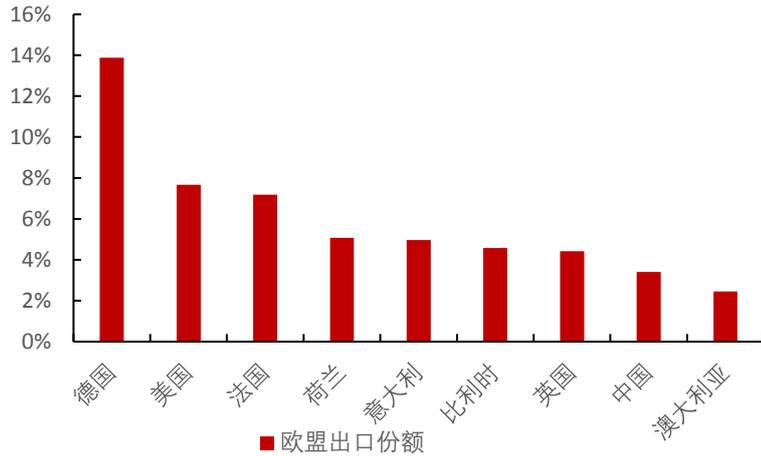
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：在东盟出口国别份额中，美国是主要出口目的地，且对美出口份额整体提高



资料来源：ITC，天风证券研究所

图 5：欧盟出口份额



资料来源：ITC，天风证券研究所

图 6：美国库存周期已经回落至较低水平

	批发商库存同比			批发商库销比		
	9月	历史分位数	相比上月变动	9月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	2.9	26%	-0.7	1.8	97%	0.00
耐用品:汽车及汽车零件和用品	13.6	85%	-0.6	1.8	96%	-0.04
耐用品:家具及家居摆设	-16.3	1%	-2.5	1.7	55%	0.01
耐用品:木材及其他建材	-7.8	7%	1.2	1.6	94%	-0.01
耐用品:专业及商业设备和用品	-7.5	5%	-1.1	1.2	74%	0.03
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	-17.4	6%	1.2	0.8	44%	0.05
耐用品:金属及矿产,石油除外	-5.3	19%	-0.1	2.3	93%	0.01
耐用品:电气和电子产品	-4.3	11%	-1.0	1.3	53%	-0.06
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	-3.0	8%	-1.1	2.3	95%	-0.07
耐用品:机械设备和用品	19.8	97%	-1.0	2.9	97%	0.07
耐用品:杂项	-3.3	14%	-0.4	1.7	94%	-0.02
非耐用品	-7.2	1%	0.6	0.9	34%	-0.03
非耐用品:纸及纸制品	-19.2	0%	-3.5	1.0	45%	-0.04
非耐用品:药品及杂品	2.8	26%	0.4	1.0	2%	0.01
非耐用品:服装及服装面料	-20.1	0%	-4.3	2.7	95%	-0.14
非耐用品:食品及相关产品	-5.2	3%	0.2	0.7	86%	0.01
非耐用品:农产品原材料	-27.2	4%	1.2	1.1	40%	-0.13
非耐用品:化学品及有关产品	-12.9	2%	1.2	1.1	36%	0.00
非耐用品:石油及石油产品	-0.4	36%	9.5	0.3	11%	-0.02
非耐用品:啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	2.5	30%	-1.8	1.6	98%	-0.04
非耐用品:杂项	-5.1	7%	0.6	1.8	95%	-0.03
除制造商分支销售总额	-1.2	11%	-0.1	1.3	80%	-0.03

资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：美国销售端见底回升



资料来源: wind, 天风证券研究所

从这点出发, 我们通过观察美国库存周期的状态, 寻找基本面有望率先改善的中国出口品。从数据上看, 目前对美出口已经呈现好转趋势的主要有如下几类商品。

图 8: 对美出口商品结构

	拉动率			同比		
	2023-06	2023-09	9月相较于6月变化	2023-06	2023-09	9月相较于6月变化
第3类动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	0.0%	0.1%	0.1%	192.3%	959.2%	766.9%
第22类特殊交易品及未分类商品	0.5%	1.2%	0.8%	25.1%	59.7%	34.6%
第2类植物产品	0.0%	0.1%	0.1%	-9.5%	30.3%	39.8%
第19类武器、弹药及其零件、附件	0.0%	0.0%	0.0%	-48.2%	22.7%	70.9%
第4类食品; 饮料、酒及醋; 烟草及制品	-0.1%	0.1%	0.2%	-5.8%	9.8%	15.6%
第11类纺织原料及纺织制品	-2.1%	0.6%	2.7%	-21.0%	7.4%	28.4%
第9类木及制品; 木炭; 软木; 编结品	-0.2%	0.0%	0.2%	-24.6%	2.6%	27.3%
第10类纤维素浆; 废纸; 纸、纸板及其制品	-0.2%	0.0%	0.2%	-22.2%	0.6%	22.8%
第7类塑料及其制品; 橡胶及其制品	-1.1%	0.0%	1.1%	-22.1%	-1.0%	21.0%
第8类羊、毛皮及制品; 箱包; 肠线制品	-0.2%	0.0%	0.2%	-17.4%	-2.1%	15.3%
第18类光学、医疗等仪器; 钟表; 乐器	-0.2%	-0.1%	0.2%	-11.3%	-3.1%	8.2%
第20类杂项制品	-3.9%	-0.8%	3.0%	-25.6%	-6.3%	19.2%
第17类车辆、航空器、船舶及运输设备	-0.9%	-0.4%	0.5%	-22.6%	-9.2%	13.4%
第15类贱金属及其制品	-1.6%	-0.5%	1.1%	-27.1%	-10.0%	17.0%
第13类矿物材料制品; 陶瓷品; 玻璃及制品	-0.5%	-0.2%	0.3%	-29.3%	-13.0%	16.3%
第12类鞋帽伞等; 羽毛品; 人造花; 人发品	-1.4%	-0.4%	1.0%	-34.9%	-14.0%	20.9%
第16类机电、音像设备及其零件、附件	-10.0%	-8.0%	2.0%	-24.5%	-16.9%	7.6%
第14类珠宝、贵金属及其制品; 仿首饰; 硬币	-0.1%	-0.1%	0.0%	-19.0%	-17.4%	1.6%
第1类活动物; 动物产品	-0.1%	-0.1%	0.0%	-28.3%	-19.0%	9.2%
第6类化学工业及其相关工业的产品	-1.5%	-0.7%	0.8%	-39.7%	-20.9%	18.8%
第5类矿产品	0.0%	-0.1%	0.0%	-28.0%	-34.3%	-6.4%
第21类艺术品、收藏品及古物	0.0%	0.0%	0.0%	-29.6%	-38.4%	-8.9%

资料来源: wind, 天风证券研究所

第一类是以电脑为代表的消费电子产品。今年7月以来, 美国以计算机为代表的部分商品已经出现“主动补库存”特征, 批发商库存同比增速和零售销售同比增速同时回升(见图9)。需求改善带动电脑及电脑外围设备等商品的进口需求回暖。

中国对美机电类商品出口同比增速7月见底, 连续两个月同比回升, 拉动率相较于6月提高2个百分点。

图 9: 美国电脑等商品进入主动补库存阶段



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

美国计算机、半导体、电子设备的补库存, 也支撑了越南和韩国近期出口的复苏。10月越南出口同比增长 5.9%, 连续两个月转正, 其中电脑等电子产品对出口支撑明显增强 (见图 11)。

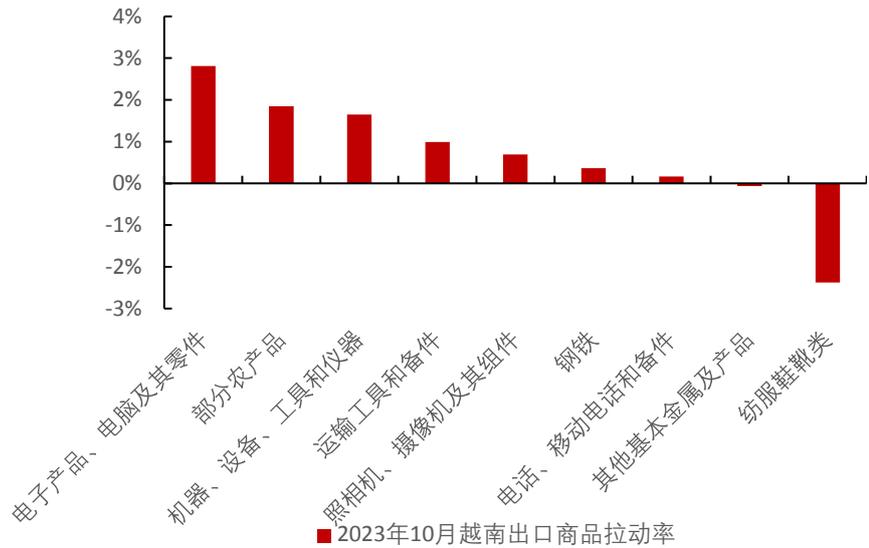
10月韩国出口同比 5.1%, 结束了年初以来的负增, 其中半导体、电脑周边、无线通讯装备等商品的出口降幅明显收窄 (见图 12)。

图 10: 中国机电类出口与美国相关商品销售正相关



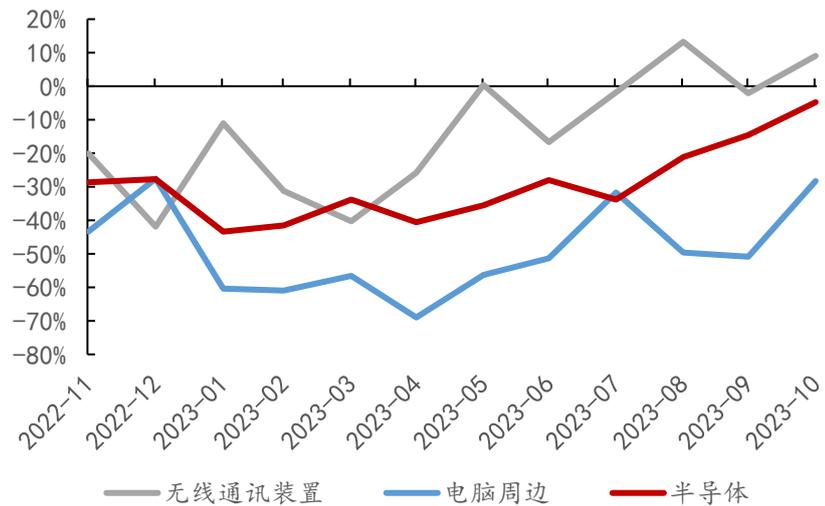
资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所 (注: 美国包括电脑及电脑外围设备和软件、机械设备和用品、电气和电子产品)

图 11: 越南电脑、农产品等商品出口对出口形成明显支撑



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

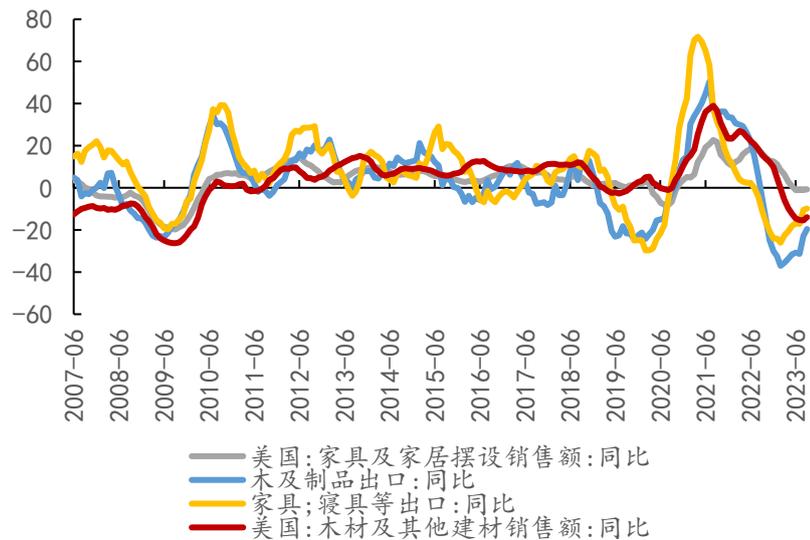
图 12：韩国半导体等商品出口好转



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

第二类是家具、建材类商品。受益于家具、木材和其他建材等商品销售端的企稳以及偏低的库存水平，中国对美木及制品（HS 第 9 类）、家具（体现在 HS 第 20 类杂项制品中）等商品出口企稳，叠加去年基数较低，相关商品出口同比增速在二季度就率先见底回升。

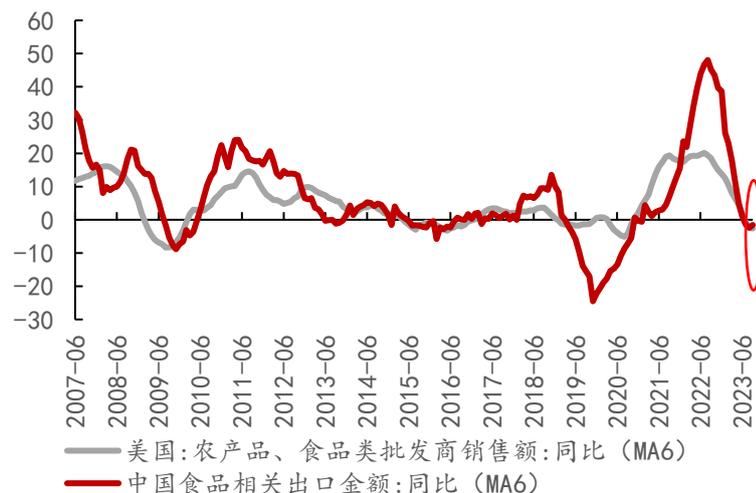
图 13：美国木材家具类库存见底需求回升驱动中国木材类相关商品出口



资料来源:同花顺 iFinD, 天风证券研究所

第三类是农产品。在低库存和低基数的支撑下,对美农产品出口(HS第1-4类)同比增速6月以来见底回升,并在8月同比率先转正。

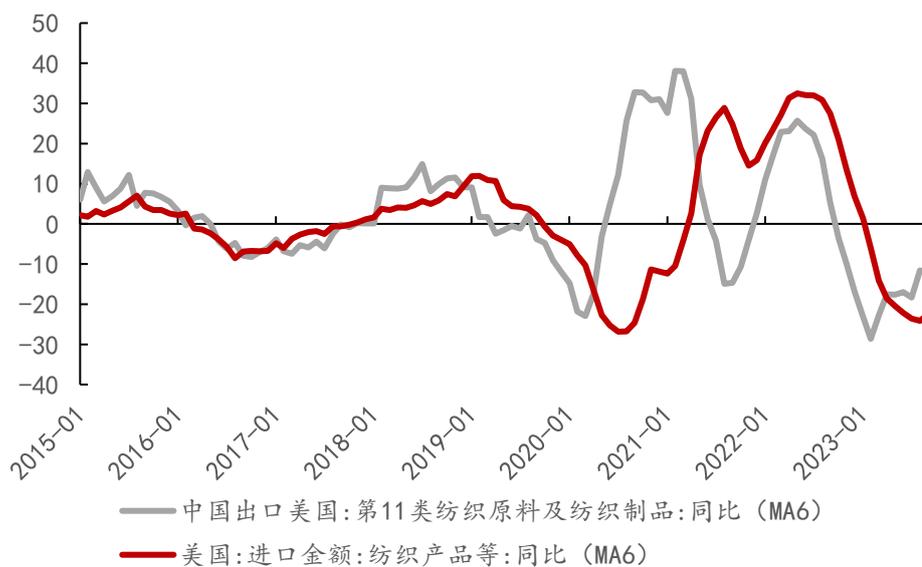
图 14: 美国食品项补库对应中国食品项出口触底回升



资料来源:同花顺 iFinD, 天风证券研究所

第四类是纺织原料及纺织制品。纺服相关商品出口回暖则主要受益于偏低的库存和较低的基数。年初受益于低基数,纺服类商品在美国需求依旧偏弱,库存继续去化时率先见底。8月随着美国行业库存见底回升,相关商品出口增速进一步回升,并对出口形成支撑。后续受益于低基数和行业补库,相关商品出口有望维持韧性。

图 15: 美国纺织产品的进口见底回升



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

总的来说，今年美国经济不衰退的本质是强美元支撑下的债务货币化，明年“美强欧弱”的大背景下，可能维持强美元、债务扩张、经济复苏的状态。

以电脑、电脑外围设备和软件、木材及其他建材为代表的耐用品和以农产品、纺服为代表的非耐用品的需求复苏和低库存产生共振，相关出口行业景气度有望率先改善。

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