

2024年09月10日

## 真实外需或为韧性放缓

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

**事件：**以美元计，中国8月出口同比+8.7%，前值+7.0%；8月进口同比+0.5%，前值+7.2%；8月贸易顺差910.2亿美元，前值为846.5亿美元。

### ● 出口同比回升，真实外需或为韧性放缓

**1. 外需真实状态或为高位放缓，但仍具韧性 (1)** 2023年8月出口-8.6%，较前值(-14.3%)有所回升，同期较高基数影响下2024年8月出口同比+8.7%，较前值(+7.0%)不降反升。实际上，7月出口同比读数偏低，而8月出口同比读数偏高，7-8月合计出口同比+7.9%，较6月略有下滑，或为当前外需状态的更准确刻画：高位放缓，但仍具较强韧性。(2)8月韩国出口同比+11.4%，较前值(+13.9%)稍有回落，而越南出口同比+16.1%，较前值(+21%)有所回落。外部领先指标同样指向外需呈韧性放缓趋势。

**2. 我国对欧盟与多数发展中地区出口边际改善。**从边际变化来看，发达地区中，对欧盟出口同比明显改善，发展中地区中，对俄罗斯、印度、非洲、拉美出口同比均显著改善，对东盟出口同比则连续回落。

**3. 汽车出口同比大幅回升。**从边际变化来看，通用机械、零部件等生产资料与地产后周期、消费电子等耐用品出口增速较前值回落，汽车出口增速较前值显著回升，汽车出口同比+32.7%，较前值(+13.8%)大幅上升，是8月出口超预期的重要因子。

**4. 量价拆分来看，8月出口数量与价格均边际改善。**绝对贡献方面，8月出口为正主要为数量贡献支撑；边际贡献方面，8月出口数量与价格整体均边际改善，在纳入统计的16类产品中，10类产品出口数量贡献边际上升，9类产品出口价格贡献边际上升。

### ● 进口：同比有所回落

8月进口同比有所回落，较前值下降6.7个百分点至0.5%，主因国际大宗商品价格下滑影响。后续来看，国际大宗商品价格近期有所回落，后续进口价格或呈下行趋势，预计进口同比或将有所下滑。

### ● 出口或将继续放缓，但仍有韧性

**1. 出口放缓方向或未发生改变。**其一，从出口地区结构来看，8月出口同比改善地区除欧盟外其他多数均为发展中地区，发展中地区需求波动较大，根据历史经验，在欧美需求偏弱时，其高需求难以持续；其二，从出口产品结构来看，8月汽车单一品类出口高增是8月出口景气度较高的主要原因，其他多数品类需求波动较小，这一特殊现象或难持续。因此我们认为出口放缓的基本方向或未发生改变。

### 2. 美国当前需求衰退相对较缓，叠加低基数效应，下半年出口大概率正增长。

其一，2024年8月美国ISM制造业PMI录得47.2%，较前值(46.8%)有所回升，且进口分项PMI亦有所回升，2024年7月美国制造业存货同比+0.84%，较前值(+0.83%)仍略有上升，表明当前美国或仍处于补库周期中。其二，从9月已公布的出口高频领先指标看，截至9月8日的月均集装箱吞吐量同比有所下滑，截至9月9日的上海集装箱船AIS数据多数回升，高频指标并未一致指向出口回落。其三，下半年出口低基数效应仍然存在，我们认为若不出现突发事件冲击，年内出口或仍具韧性，下半年同比大概率维持正增长。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

### 相关研究报告

《核心CPI背后的供需信号——宏观经济点评》-2024.9.9

《新房成交与二手房分化扩大——宏观周报》-2024.9.8

《消费品以旧换新加快落地——宏观周报》-2024.9.8

## 目 录

1、出口同比回升，真实外需或为韧性放缓.....	3
1.1、外需真实状态或为高位放缓，但仍具韧性.....	3
1.2、我国对欧盟与多数发展中地区出口边际改善.....	3
1.3、汽车出口同比大幅回升.....	4
2、进口：同比有所回落.....	5
3、出口或将继续放缓，但仍有韧性.....	6
4、风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：7 月出口同比读数偏低，而 8 月出口同比读数偏高，三年复合同比或更贴近外需真实状态.....	3
图 2：外部领先指标同样指向外需呈韧性放缓趋势.....	3
图 3：从绝对贡献来看，美国、欧盟、东盟、拉丁美洲对我国出口同比均有较大贡献.....	4
图 4：从边际变化来看，对发展中国家的俄罗斯、印度、非洲、拉美出口均显著改善.....	4
图 5：从绝对贡献来看，我国 2024 年 8 月同比为正由生产资料与耐用品支撑.....	4
图 6：从边际变化来看，我国 2024 年 8 月汽车出口同比边际显著回升.....	4
图 7：2024 年 8 月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负.....	5
图 8：边际贡献方面，16 类产品中，10 类产品出口数量贡献边际上升.....	5
图 9：边际贡献方面，16 类产品中，9 类产品出口价格贡献边际上升.....	5
图 10：近期国际大宗商品价格有所回落.....	6
图 11：2024 年 8 月美国 ISM 制造业 PMI 有所回升.....	7
图 12：2024 年 7 月美国制造业存货同比略有回升.....	7
图 13：截至 9 月 8 日，月均集装箱吞吐量同比有所下滑.....	7
图 14：截至 9 月 9 日，上海月均出境集装箱运货船数量同比有所回升.....	7

事件：以美元计，中国 8 月出口同比+8.7%，前值+7.0%；8 月进口同比+0.5%，前值+7.2%；8 月贸易顺差 910.2 亿美元，前值为 846.5 亿美元。

## 1、出口同比回升，真实外需或为韧性放缓

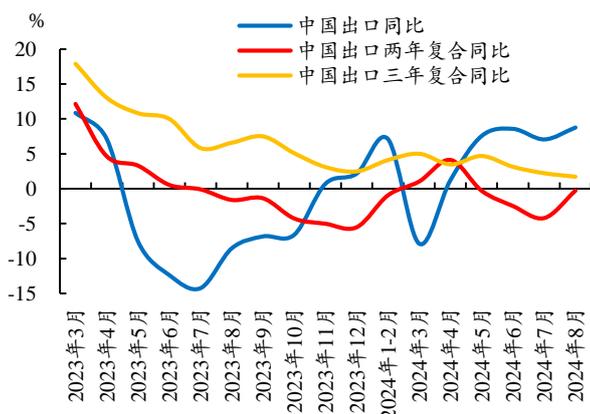
### 1.1、外需真实状态或为高位放缓，但仍具韧性

2024 年 8 月我国出口同比+8.7%，较前值(+7.0%)有所回升，我们认为，8 月基数较高的背景下，8.7%表明当前外需仍具一定韧性。

**(1)外需真实状态或为高位放缓，但仍具韧性。**2023 年 8 月出口-8.6%，较前值(-14.3%)有所回升，同期较高基数影响下 2024 年 8 月出口同比+8.7%，较前值(+7.0%)不降反升。实际上，7 月出口同比读数偏低，而 8 月出口同比读数偏高，7-8 月合计出口同比+7.9%，较 6 月同比高点(+8.6%)略有下滑，或为当前外需状态的更准确刻画：高位放缓，但仍具较强韧性。

**(2)外部领先指标整体同样指向外需韧性放缓。**8 月韩国出口同比+11.4%，较前值(+13.9%)稍有回落，而越南出口同比+16.1%，较前值(+21%)有所回落。外部领先指标同样指向外需呈韧性放缓趋势。

图1：7 月出口同比读数偏低，而 8 月出口同比读数偏高，三年复合同比或更贴近外需真实状态



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

图2：外部领先指标同样指向外需呈韧性放缓趋势

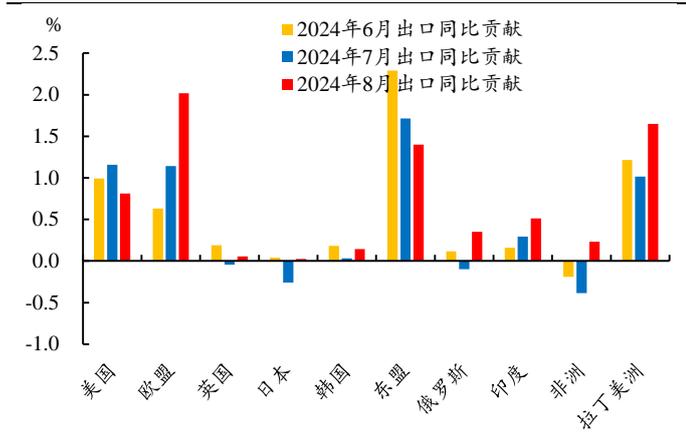


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

### 1.2、我国对欧盟与多数发展中地区出口边际改善

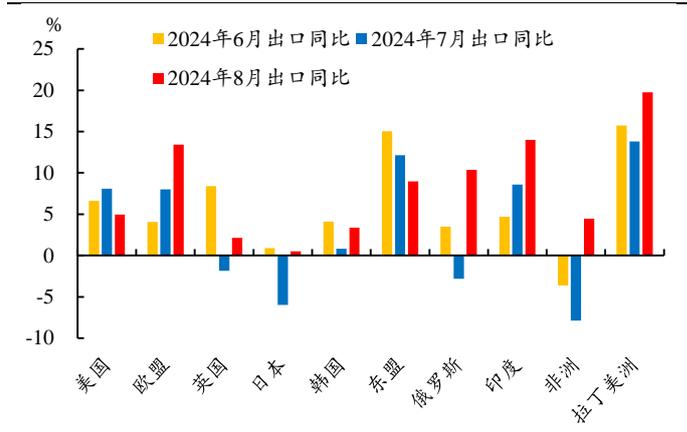
从绝对贡献来看，2024 年 8 月，美国、欧盟、东盟、拉美对我国出口同比均有较大贡献，分别拉动我国出口同比 0.8、2.0、1.4、1.6 个百分点；从边际变化来看，发达地区中，对欧盟出口同比明显改善，发展中地区中，对俄罗斯、印度、非洲、拉美出口同比均显著改善，对东盟出口同比则连续回落。

图3: 从绝对贡献来看, 美国、欧盟、东盟、拉丁美洲对我国出口同比均有较大贡献



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 从边际变化来看, 对发展中地区的俄罗斯、印度、非洲、拉美出口均显著改善

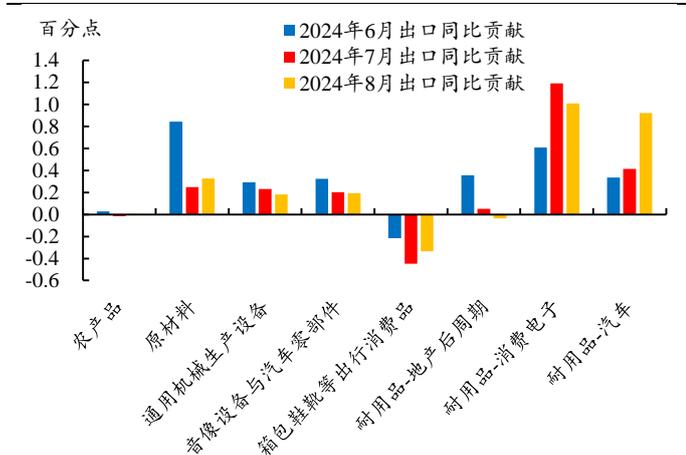


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、汽车出口同比大幅回升

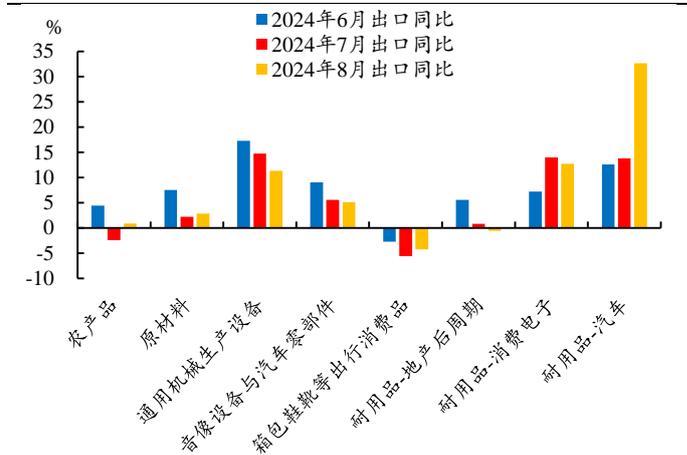
从绝对贡献来看, 2024年8月同比增速主要由原材料、通用机械、音像设备与汽车零部件等生产资料以及消费电子与汽车等耐用品支撑。从边际变化来看, 通用机械、零部件等生产资料与地产后周期、消费电子等耐用品出口增速较前值回落, 汽车出口增速较前值显著回升。汽车出口同比+32.7%, 较前值(+13.8%)大幅上升, 是8月出口超预期的重要因子。

图5: 从绝对贡献来看, 我国2024年8月同比为正由生产资料与耐用品支撑



数据来源: Wind、开源证券研究所

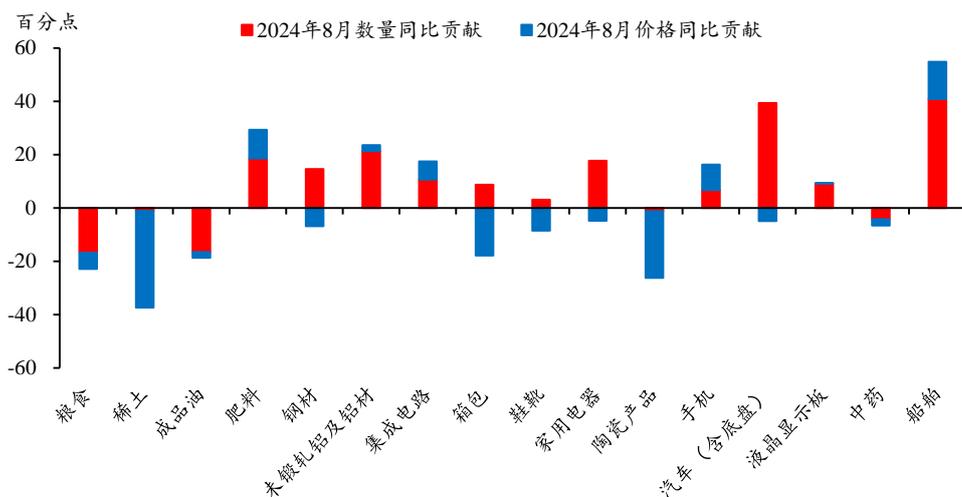
图6: 从边际变化来看, 我国2024年8月汽车出口同比边际显著回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

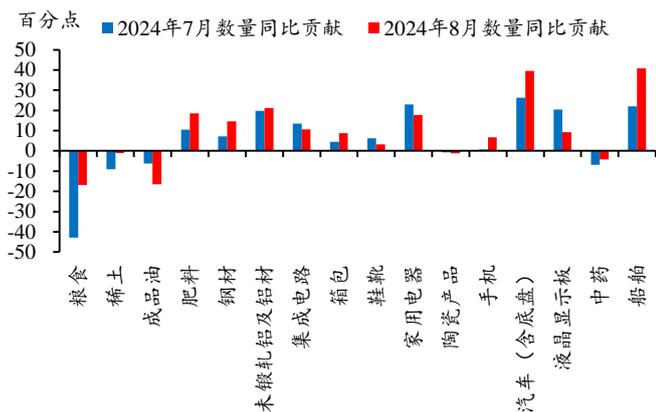
量价拆分来看, 8月出口数量与价格均边际改善。将8月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。绝对贡献方面, 8月出口为正主要为数量贡献支撑, 边际贡献方面, 8月出口数量与价格整体均边际改善, 在纳入统计的16类产品中, 10类产品出口数量贡献边际上升, 9类产品出口价格贡献边际上升。

图7：2024年8月多数产品出口数量贡献为正，价格贡献为负



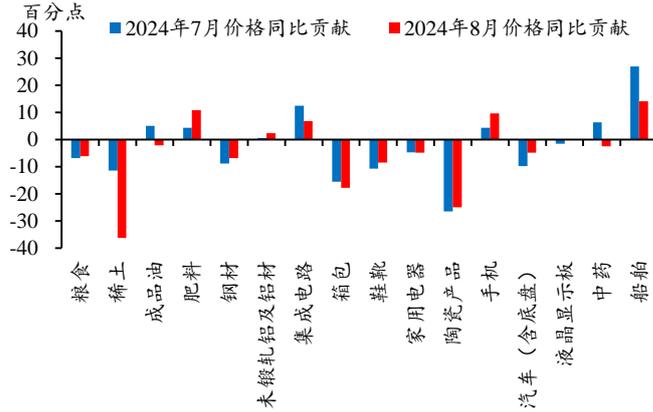
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：边际贡献方面，16类产品中，10类产品出口数量贡献边际上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：边际贡献方面，16类产品中，9类产品出口价格贡献边际上升

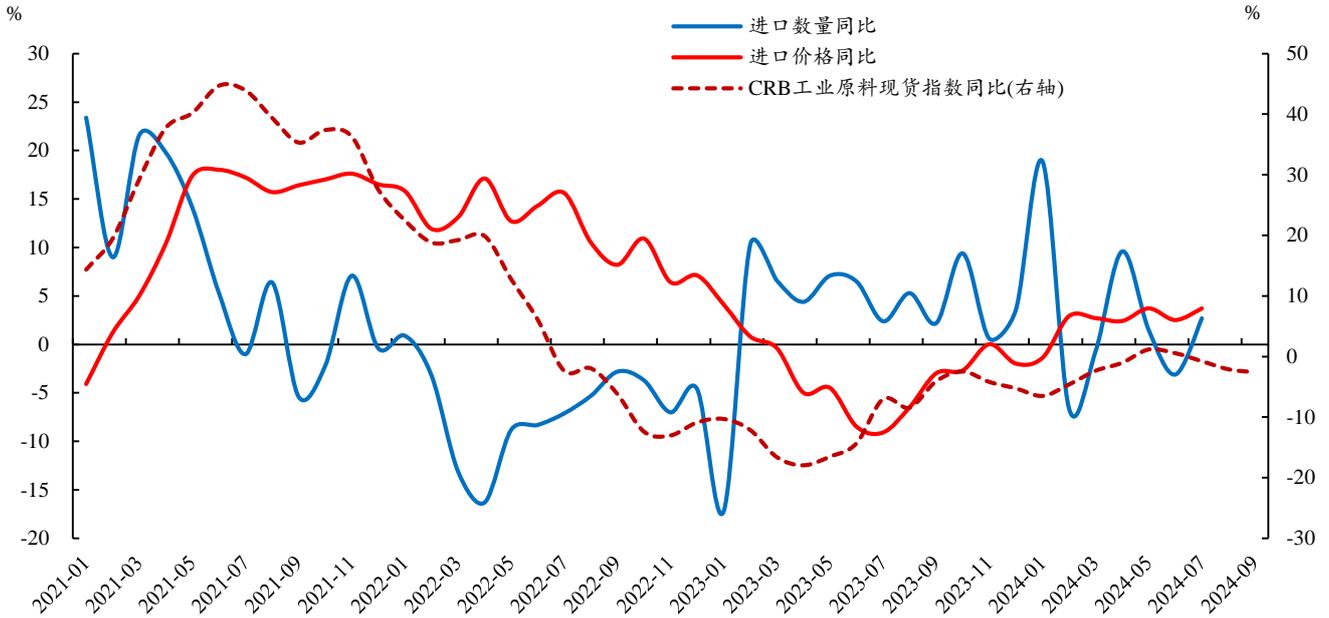


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、进口：同比有所回落

8月进口同比有所回落，较前值下降6.7个百分点至0.5%，主因国际大宗商品价格下滑影响。

后续来看，国际大宗商品价格近期有所回落，后续进口价格或呈下行趋势，预计进口同比或将有所下滑。

**图10：近期国际大宗商品价格有所回落**


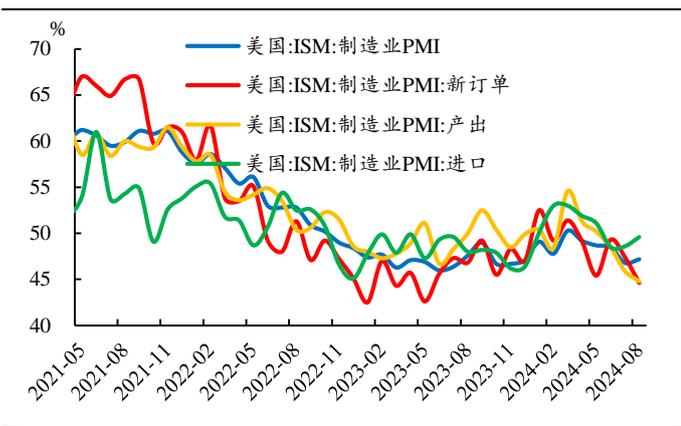
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、出口或将继续放缓，但仍有韧性

**(1)出口放缓方向或未发生改变。**其一，从出口地区结构来看，8月出口同比改善地区除欧盟外其他多数均为发展中地区，发展中地区需求波动较大，根据历史经验，在欧美需求偏弱时，其高需求难以持续；其二，从出口产品结构来看，8月汽车单一品类出口高增是8月出口景气度较高的重要原因，其他多数品类需求波动较小，这一特殊现象或难持续。因此我们认为出口放缓的基本方向或未发生改变。

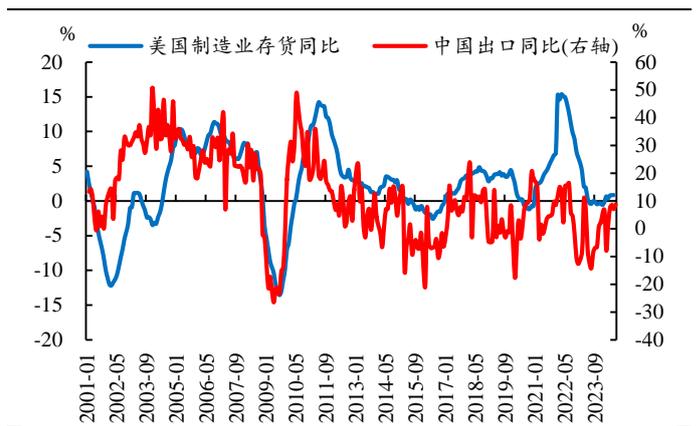
**(2)美国当前需求衰退相对较缓，叠加低基数效应，下半年出口大概率正增长。**其一，2024年8月美国ISM制造业PMI录得47.2%，较前值(46.8%)有所回升，且进口分项PMI亦有所回升，2024年7月美国制造业存货同比+0.84%，较前值(+0.83%)仍略有上升，表明当前美国或仍处于补库周期中。其二，从9月已公布的出口高频领先指标看，截至9月8日的月均集装箱吞吐量同比有所下滑，截至9月9日的上海集装箱船AIS数据多数回升，高频指标并未一致指向出口回落。其三，下半年出口低基数效应仍然存在，我们认为若不出现突发事件冲击，年内出口或仍具韧性，下半年同比大概率维持正增长。

图11: 2024年8月美国ISM制造业PMI有所回升



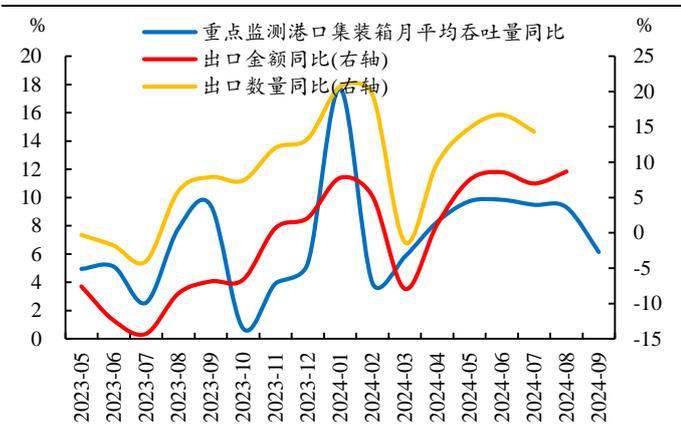
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024年7月美国制造业存货同比略有回升



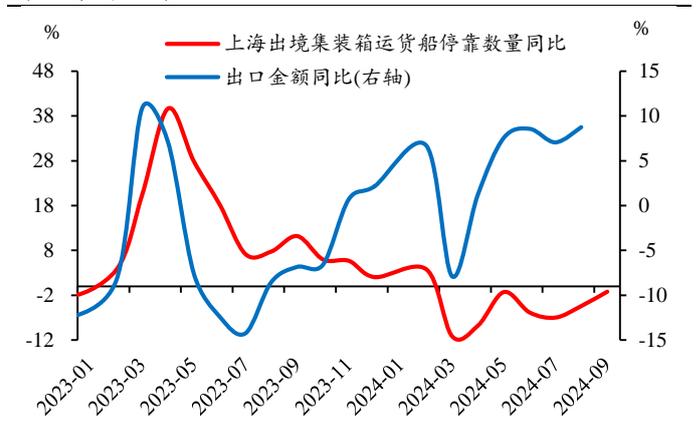
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 截至9月8日, 月均集装箱吞吐量同比有所下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 截至9月9日, 上海月均出境集装箱运货船数量同比有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

外需回落超预期, 政策变化超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn