

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

分析师：游勇

执业证书编号：S0740524070004

Email: youyong@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- 2024年9月10日，海关总署公布8月外贸数据，8月出口3086.5亿美元，进口2176.3亿美元，贸易顺差扩大至910.2亿美元。
- 7月出口增速回落一度引发出口趋势的担忧，8月出口增速确认了外需未明显恶化。

7月出口同比增速回落，从8.6%先降至7.0%，一度引发市场担忧出口拐点已至的担忧。8月出口增速进一步回升至8.7%，达到年内最高值。我们在7月进出口点评《外需进入观察期？》中表示，当下出口取决于外需环境与地缘变量（如关税等）。前者可从韩国和越南出口表现来观察，后者发挥作用需要时间，外需短期恶化的可能性不大。8月出口增速回升印证了外需韧性。
- 国别层面，出口增速回升主要受欧盟和“新势力”国家拉动，对美国和东盟出口走弱。

三大贸易伙伴中，本月欧盟表现较为亮眼，对美国和东盟出口同比回落。8月，中国对欧盟、东盟和美国的出口增速分别为13.4%、9.0%和4.9%，分别较7月提升5.4个百分点、下降3.2个百分点和下降3.2个百分点。三大贸易伙伴共同拉动总出口同比4.1个百分点，较上月下降0.2个百分点。

对“新势力”国家出口增速回升，其需求或并未趋势性减弱。8月中国对拉美、俄罗斯、非洲出口增速分别为19.7%、10.4%和4.5%，较上月均有显著提升。它们共同拉动中国总出口同比增长2.2%，较上月提高1.6个百分点。

今年中国对“新势力”国家出口的月度波动较大，引发市场对于其需求持续性的担忧。7月对“新势力”国家出口增速回落，8月出口增速再度回升，一定程度上证伪了市场对“新势力”国家需求持续性的担忧。
- 产业层面，电子产业链景气度边际回落，汽车产业链强势反弹，纺织产业链小幅企稳。

8月电子产业链出口走弱源于7月数据的偏高，实际景气度并不低。8月电子产品链出口同比（13.2%）仍然是年内次低。手机出口同比增长17.0%，比7月高12个百分点。其他电子产品（电脑、集成电路、音视频设备）等出口增速弱于7月。

汽车出口强势反弹或包含关税落地前的“抢出口”效应。8月汽车产业链出口同比增长20.1%，比上个月高了10个百分点，还是今年以来的历史最高值。

尽管汽车产业链的景气度一直不低，但本月如此强势的反弹可能还与欧盟关税政策带来的“抢出口”效应。欧盟8月下旬宣布对中国电动车征收反补贴税有关，8月中国对欧盟出口增速同样大幅反弹。

除此之外，地产后周期出口继续转弱，出行消费品偏弱、船舶出口高景气的特征不变。8月地产后周期产品（家具、灯具等）出口同比-0.5%，进一步走弱1.4个百分点。出行消费品出口同比虽小幅回升，但同比读数-4.2%仍旧不算强。船舶出口同比增长60.6%，增速比上月还高。
- 进口方面，电子产品已成为进口的“压舱石”，资源品进口增速明显回落。

8月进口增速再度走弱，同比增长0.5%，低于前7个月累计（2.8%）水平。较7月扰动后恢复的增速7.2%，更是明显走弱。

产品层面，8月资源品进口明显回落，是进口下滑的主要原因。铁矿砂、铜矿砂、原油进口增速的环比回落幅度均超过10个百分点以上，资源品共拉动总进口同比增长0.8个百分点，相比上月下降了3.0个百分点。

资源品进口增速的回落，可能与内需疲软以及海外衰退预期有关。8月以来，无论是海外商品定价的CRB现货指数，还是国内商品定价的南华综合指数，环比跌幅都在扩大。

相较而言，电子类产品进口保持一定韧性。对总进口的拉动仍有1.6个百分点，较7月下降了1.0个百分点。电子类产品中，电脑（自动数据处理设备）进口表现较为景气，进口同比仍然高达67%，与7月相差不大。集成电路与半导体进口则有所下滑，同比分别为11.1%和6.9%。

国别层面，对美欧进口增速下滑较快，而对东亚地区（日韩、中国台湾）和东盟的进口增速相对稳定。自日韩、中国台湾和东盟的进口表现稳健，与电子产业链相关。8月，这些半导体产业链国家对总进口拉动2.3个百分点，较上月下降1.3个百分点。

8月更值得关注的是对美欧进口的大幅回落。对欧美进口共拉动总进口0.1个百分点，较7月下降2个百分点。其中，对美国和欧盟进口增速分别为12.2%和-5.3%，环比分别下降11.9和12.4个百分点。

■ 当下的进出口数据对市场有何启示？

对债市来说，“强出口”支撑国内经济动能，可能会成为利率过快下行的短期阻碍。一方面，经济基本面预期的边际修正；另一方面，政策的力度与节奏预期可能也需要重估。但从中长期来说，经济偏弱与资产荒的格局不变，利率仍有下行空间。

对股市来说，偏强的出口下，出口相关与“出海链”仍有结构性机会。当下，出口已经成为经济的最重要动能与增长点。结构方面，出口相关的电子产业链等几乎是唯一的确定性方向，出口与“出海链”仍有机会。

■ 不过，从8月数据来看，出口并非没有隐忧，进一步走强的持续性需要观察。

其一，8月出口回升或有“抢出口”因素，后续持续性堪忧。如果排除汽车较7月的反常提升（0.54个百分点），出口同比8.2%，虽然仍高于7月，但低于6月（8.6%）。且关税落地后，以及中国的反制措施，都可能损害后续出口表现。

其二，海外需求虽不弱，但短期进一步走强的支撑可能也不足。8月中国对美出口同比已经回落。我们前期提示出口关注新兴经济体的表现，8月对东盟出口和对“新势力”国家出口表现已经分化，前者走弱而后者走强。背后的原因或在于全球制造业 PMI 周期部分走弱。8月全球制造业 PMI、东盟制造业 PMI 与巴西制造业 PMI 均有所走弱。

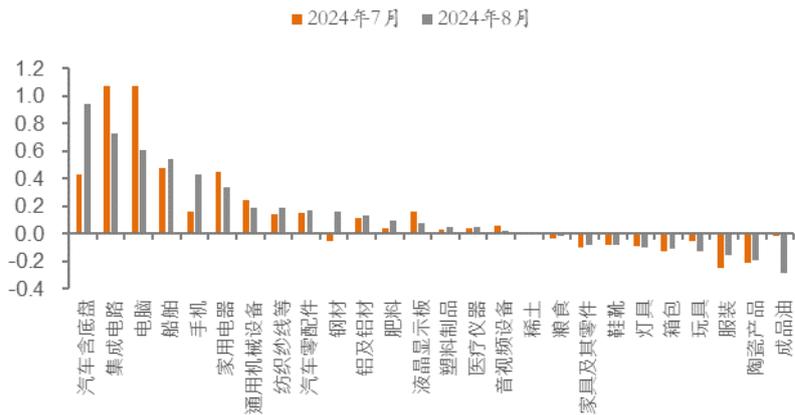
■ 风险提示：海外经济复苏超预期，政策理解不到位，数据更新不及时等。

图表 1: 2023 年以来中国重点商品出口增速总览 (%)

产品	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年1-3月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年1-2月	
农产品	水产品	3.5	2.5	8.3	-4.0	-8.0	-18.7	-1.8	-8.6	-12.7	-18.6	-21.9	-20.5	-10.4	8.3	-13.3
	粮食	-21.8	-46.7	-30.5	15.0	9.3	1.2	-3.1	13.9	-9.4	-6.9	-19.4	6.9	-32.3	1.3	-16.2
	中药材及中成药	-6.5	-0.9	-3.0	5.6	12.8	-3.2	2.8	5.3	0.7	6.1	-0.8	-21.8	10.6	-9.1	-4.6
原材料	稀土	-37.0	-19.4	-17.1	-55.6	-59.9	-31.3	-44.0	-36.8	-32.2	-41.5	-31.9	-32.3	-24.7	-23.3	14.4
	成品油	-18.3	-1.4	23.6	12.8	22.4	11.6	-35.1	-19.9	-10.5	4.7	2.7	18.4	-19.8	27.7	110.0
	肥料	31.4	15.4	-6.3	-10.9	-0.9	-47.3	-55.0	-23.7	-38.5	-26.6	-7.3	3.7	-18.2	1.6	29.5
	钢材	6.8	-2.4	0.8	-4.9	-17.6	-24.1	-15.9	-5.9	-30.6	-40.9	-42.7	-28.0	22.2	51.8	26.1
	未锻轧铝及铝材	24.1	20.5	25.0	14.6	4.9	-4.3	0.2	-19.0	-24.8	-37.5	-35.4	-42.1	-35.4	-26.6	-22.2
	纺织纱线、织物及制品	4.5	3.5	5.9	7.2	-4.3	-19.5	13.3	-3.6	-6.4	-17.9	-14.3	-14.3	3.9	9.1	-22.5
	塑料制品	1.8	1.2	7.2	8.6	-2.3	-15.9	15.8	-5.9	-7.4	-14.8	-14.8	-11.1	7.6	26.6	-10.2
生产设备	通用机械设备	11.3	14.7	17.3	7.4	-1.1	-13.2	29.9	-1.0	-1.7	-12.0	-2.4	7.5	20.5	13.1	-4.2
	集成电路	18.2	27.7	23.4	28.5	17.8	11.5	21.4	-5.0	-4.6	-14.7	-19.4	-25.8	-7.3	-3.0	-26.0
零部件	汽车零配件	6.4	5.7	8.6	1.1	-2.5	-6.8	14.0	11.3	2.6	-4.5	5.1	13.4	30.0	25.3	3.8
	箱包及类似容器	-10.6	-11.8	-3.2	0.0	-13.5	-27.7	15.5	-9.8	-8.9	-11.9	-5.1	1.2	36.8	90.1	2.3
出行消费	服装及衣着附件	-2.7	-4.4	-1.8	-0.4	-9.1	-22.6	7.9	-8.9	-12.5	-18.7	-14.5	-12.5	14.0	31.9	-14.9
	鞋靴	-5.5	-5.3	-5.4	-11.8	-18.3	-31.0	7.8	-17.6	-22.1	-24.6	-21.3	-9.8	13.3	32.3	-11.9
耐用品-地产后周期	家用电器	12.0	17.2	17.9	18.3	10.9	-4.6	17.6	12.4	11.4	-3.6	3.9	0.7	2.2	11.9	-13.3
	家具及其零件	-4.5	-5.5	5.6	16.0	3.5	-12.3	28.7	-4.7	-6.8	-15.2	-15.1	-14.8	0.0	13.7	-17.5
	灯具、照明装置及其零件	-7.6	-6.6	-2.2	-0.1	-11.7	-31.7	19.2	-10.6	-7.6	-11.4	-10.3	-3.4	7.2	38.0	-17.6
	陶瓷产品	-25.9	-27.0	-23.5	-18.1	-33.5	-36.8	11.8	-26.2	-23.0	-26.9	-28.2	-22.1	14.5	43.0	-15.0
耐用品-消费电子	手机	17.0	5.0	1.9	8.1	7.3	1.7	-18.3	-7.1	-20.5	2.2	-23.3	-25.0	-12.7	-31.9	2.0
	自动数据处理设备及其零件	10.8	19.3	9.8	6.4	8.2	4.9	3.0	-11.6	-18.2	-28.9	-24.7	-10.9	-17.0	-26.0	-32.2
耐用品-汽车	32.7	13.8	12.6	16.6	28.8	28.4	12.3	45.1	35.2	83.3	109.9	123.5	195.7	123.8	65.2	
防疫物资	8.6	7.9	10.5	6.8	-1.7	-11.4	10.3	5.3	-7.1	-11.7	-8.5	-3.2	7.4	12.8	-13.6	
其他	音视频设备及其零件	2.3	5.4	10.4	11.3	-1.8	-13.2	10.1	-1.0	-5.5	-15.8	-15.2	-10.9	-1.5	22.0	-10.2
	液晶显示板	9.2	18.5	13.3	15.1	11.9	2.9	13.4	7.4	5.9	6.6	9.0	2.1	-9.1	-9.8	-27.5
	船舶	60.6	54.8	53.8	57.1	91.3	34.0	173.1	12.0	40.8	82.4	-24.0	23.5	79.2	82.3	-25.3
玩具	-8.3	-3.9	-2.2	-4.7	-11.1	-24.7	4.3	-15.0	-15.5	-26.7	-27.3	-23.0	-0.5	30.9	-10.7	

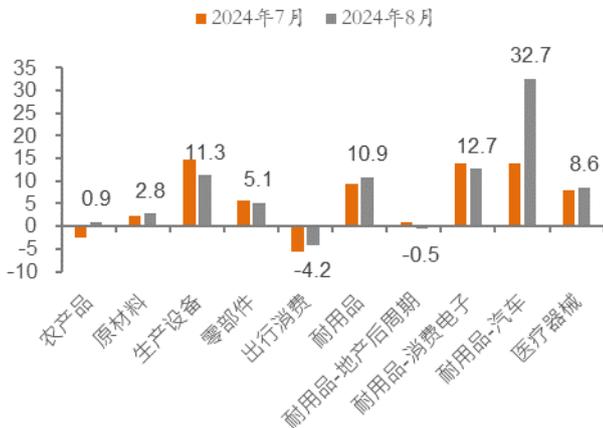
来源: WIND、海关总署, 中泰证券研究所

图表 2: 重点商品对总出口拉动 (%)



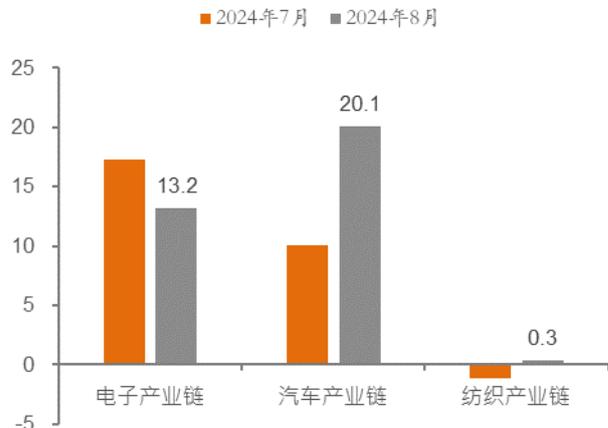
来源: WIND、海关总署, 中泰证券研究所

图表 3: 8月各类行业出口增速 (%)

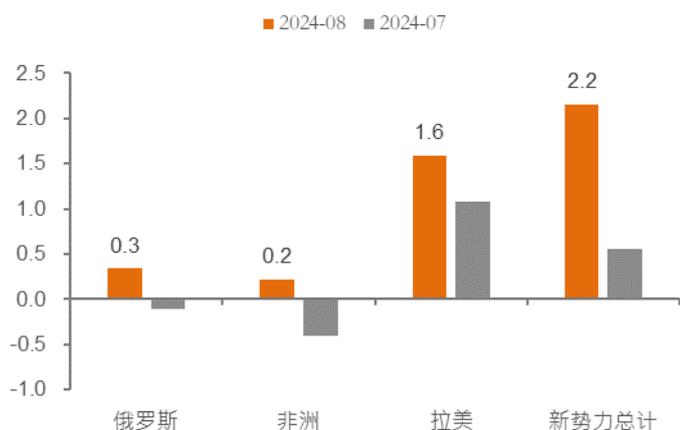


来源: WIND、海关总署, 中泰证券研究所

图表 4: 8月三大产业链出口同比 (%)



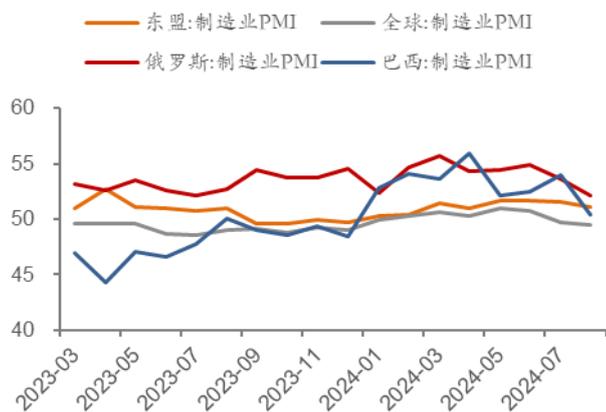
来源: WIND、海关总署, 中泰证券研究所

图表 5: 8 月新势力国家出口对总出口拉动 (%)


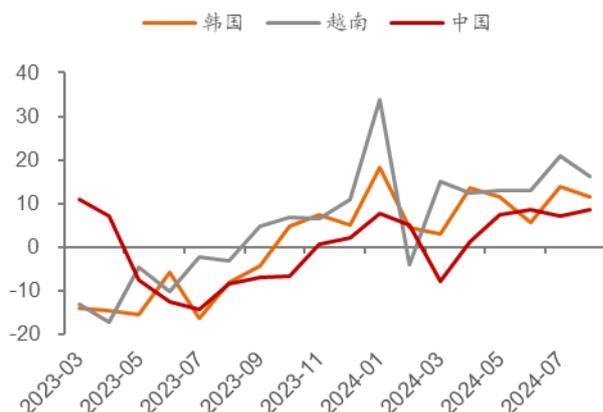
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 8 月对新势力国家出口同比 (%)

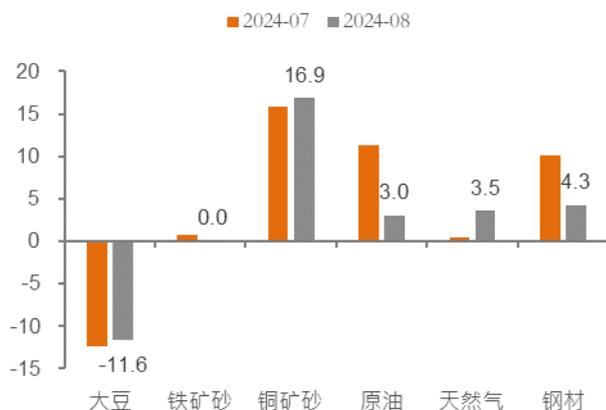

来源: Wind, 中泰证券研究所。

图表 7: 8 月全球和新兴经济体 PMI 走弱 (%)


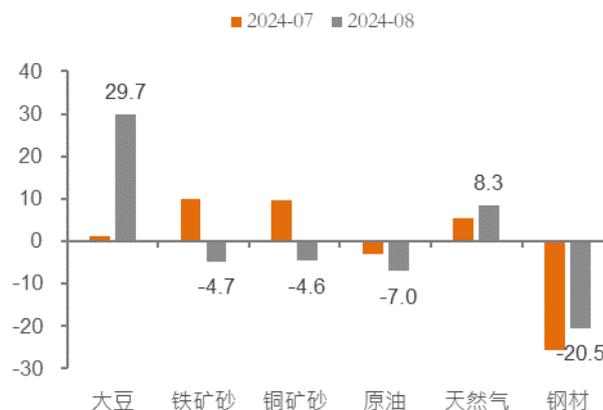
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 越南、韩国与中国出口同比 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

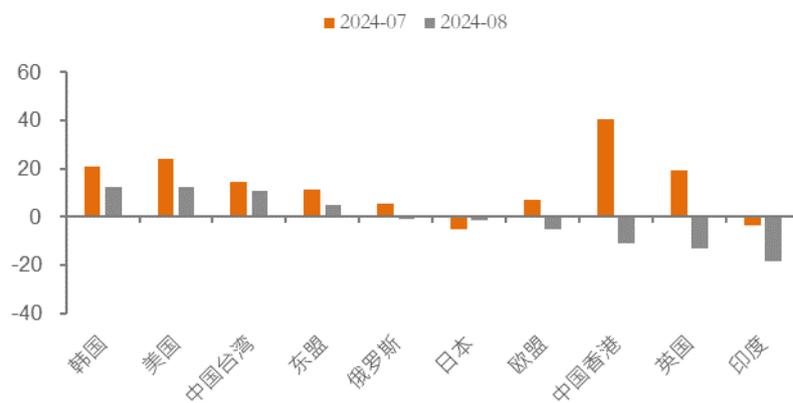
图表 9: 8 月重点商品进口价格同比变化 (%)


来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 10: 8 月重点商品进口数量同比变化 (%)


来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 11: 8 月各国别和地区进口增速变化 (%)



来源: iFind, 中泰证券研究所

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。