

宏观点评

关税升级叠加人民币贬值，利好哪些行业——兼评8月贸易数据

事件：以美元计，8月中国出口同比-1.0%（预期2.0%，前值3.3%）；进口同比-5.6%（预期-6.3%，前值-5.3%）；贸易顺差348.3亿美元（预期440.2亿，前值445.8亿）。

核心结论：

1、8月出口同比超预期下滑，主因外需走弱，“抢出口”仍存但效用减弱。

8月中国出口同比增速下滑4.3个百分点至-1.0%，对主要经济体出口增速普遍下滑，其中对美出口增速大幅下滑9.5个百分点至-16%。归因看，8月美国制造业PMI下滑至49.1%，全球制造业PMI也连续4个月低于荣枯线，即外需走弱是主拖累。此外，中国8月PMI新出口订单指数提升0.3个百分点，与此同时受3000亿关税影响较大的玩具出口增速改善明显，倾向于认为，“抢出口”现象依然存在，但其对出口的支撑作用不及外需走弱的拖累。

2、8月进口增速小幅回落，主因内需走弱和人民币贬值。

8月中国进口同比较上月下滑0.3个百分点至-5.6%，略好于预期，其中对美欧进口增速双双下滑，主要商品进口增速也多数回落，原因有二：一是8月中国制造业PMI环比下滑0.2个百分点至49.5%，7月社零增速也环比下滑2.2个百分点至7.6%，表明近期内需有所走弱；二是8月人民币兑美元汇率显著走弱，也在一定程度上压制了进口需求。

3、短期内进出口增速依然承压，年底有望出现小幅回升。首先，未来全球经济大概率延续下行，外需仍将持续对出口形成拖累；其次，中美关税9月1日起正式升级，将对进出口形成压制；最后，未来2-3个月进出口基数双双处在高位。整体来看，短期内进出口增速表现仍不容乐观。需要指出的是，由于11月和12月进出口基数均较低，且伴随圣诞节和中国春节（明年1月）带来的需求释放，从而年底进出口增速有望双双小幅回升。短期内，需重点关注10月初中美新一轮谈判能否取得实质性进展。

4、8月贸易顺差大幅下滑，对美国顺差继续缩小。8月中国贸易顺差环比下降97.5亿美元至348.3亿美元，对美顺差环比下降10.2亿美元至269.5亿美元，已连续2个月出现下滑。其中，8月对美出口环比下降15.5亿美元，对美进口环比下降5.3亿美元，从而对美顺差缩小主因对美出口大幅下滑。整体来看，外需走弱对出口的拖累效果大于内需走弱对进口的拖累。

5、关注关税升级和汇率贬值的潜在利好行业。一方面，美国对华3000亿关税清单主要集中在杂项制品、贱金属制品、动物产品、食品饮料等领域，从而这类行业的出口受影响相对较大。另一方面，美国进口的各类商品中，中国的杂项制品、鞋帽伞、毛皮制品、机电产品等占比较高，难以被替代，从而受关税升级的影响较小。此外，在前期报告《人民币“破7”对出口影响几何？——兼评7月贸易数据》中，我们指出人民币兑美元贬值对于对美出口具有一定促进作用，且对低端制造业出口有利，对高端制造业出口不利。整体来看，关税升级和人民币兑美元贬值，将利好3000亿关税清单覆盖规模较小、在美营收占比高、美国对中国依赖度高的低端制造业，如纺织服装、鞋帽伞、家具玩具等。

风险提示：中美贸易摩擦超预期演化；国内政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《人民币“破7”对出口影响几何？——兼评7月贸易数据》2019-08-11
- 2、《关注下半年进出口链条的五大变量——兼评6月贸易数据》2019-07-14
- 3、《关注出口链条的三大潜在变化——5月贸易数据点评》2019-06-10
- 4、《出口仍将承压，进口难持续抬升——4月贸易数据点评》2019-05-09



内容目录

8月出口增速下滑，主因外需走弱拖累	3
8月进口增速小幅下滑，主因内需走弱和汇率贬值	4
8月贸易顺差大幅下滑，对美国顺差继续缩小	5
关注关税升级和汇率贬值的潜在利好行业	6
分析视角之一：剩余 3000 亿关税清单分布	6
分析视角之二：美国对华商品依赖度	7
分析视角之三：人民币贬值的影响	10
风险提示	11

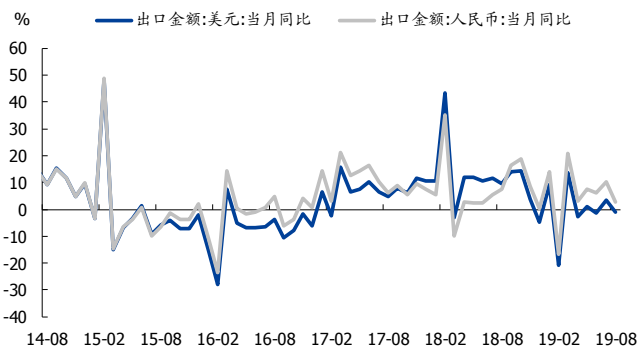
图表目录

图表 1: 8月中国出口同比超预期回落	3
图表 2: 8月中国对美欧出口同比回落	3
图表 3: 8月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回落	3
图表 4: 7月主要商品出口同比普遍回升	3
图表 5: 8月外需进一步走弱	4
图表 6: 8月依然存在“抢出口”现象	4
图表 7: 8月中国进口同比小幅下滑	4
图表 8: 8月中国对美欧进口增速双双下滑	4
图表 9: 8月中国对主要新兴经济体进口同比表现不一	4
图表 10: 8月中国主要商品进口同比表现不一	4
图表 11: 8月制造业 PMI 有所下滑	5
图表 12: 7月社零增速有所下滑	5
图表 13: 11月和12月进口增速基数较低	5
图表 14: 中国对主要发达经济体贸易差额走势	6
图表 15: 中国对主要新兴经济体贸易差额走势	6
图表 16: 美国对华关税清单中各商品的构成（单位：十亿美元）	6
图表 17: 美国各商品对华依赖度情况（大类）	7
图表 18: 美国各商品对华依赖度情况（小类）	8
图表 19: 申万一级行业和二级行业在美营收占比排名	10

8月出口增速下滑，主因外需走弱拖累

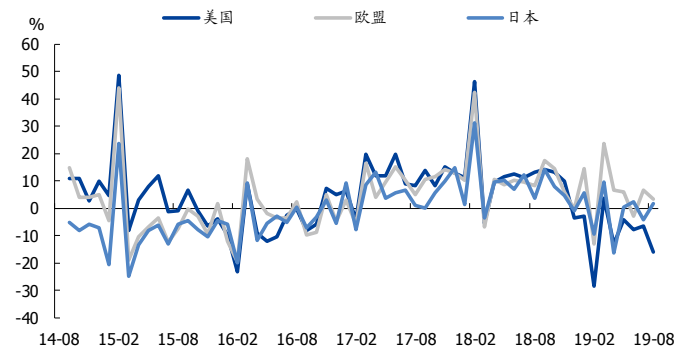
8月出口同比超预期回落。以美元计，8月中国出口同比-1.0%(预期2.0%，前值3.3%)；以人民币计，8月中国出口同比2.6%(预期6.3%，前值10.3%)。分国家来看，8月中国对美国和欧盟出口增速有所下滑，对日本出口增速小幅提升，对新兴经济体出口增速普遍回落。从主要出口商品类别来看，玩具出口增速有所提升，服装、高新技术产品、机电产品出口增速均有所下滑。

图表1: 8月中国出口同比超预期回落



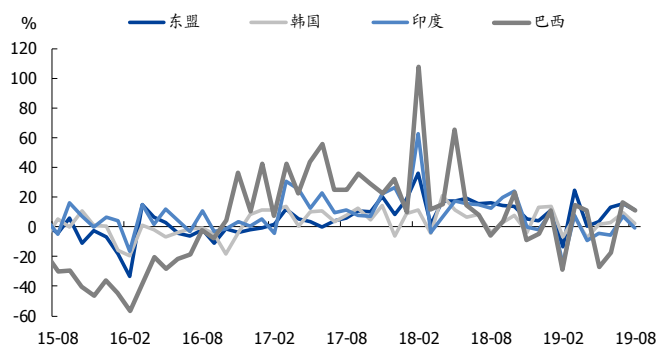
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 8月中国对美欧出口同比回落



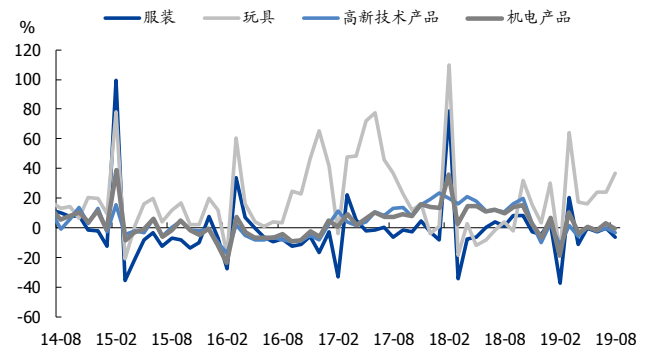
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 8月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 7月主要商品出口同比普遍回升

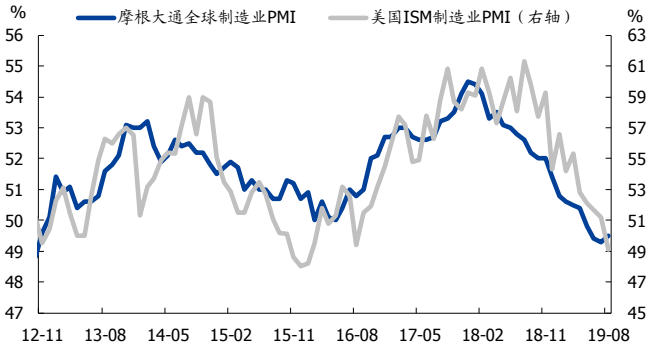


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8月出口增速下滑，主要受外需走弱拖累，但“抢出口”依然存在。一方面，8月美国ISM制造业PMI下滑2.1个百分点至49.1%，为2016年2月以来最低，从而美国进口需求有所走弱；同时，8月摩根大通全球制造业PMI为49.5%，已连续4个月处在荣枯线下，也指向外需依然疲软。另一方面，8月中国制造业PMI新出口订单指数提升0.3个百分点，并且8月出口中，受3000亿美元关税影响较大的玩具出口增速改善明显，倾向于认为，8月依然存在“抢出口”现象，但其对出口的支撑作用不及外需走弱的拖累。

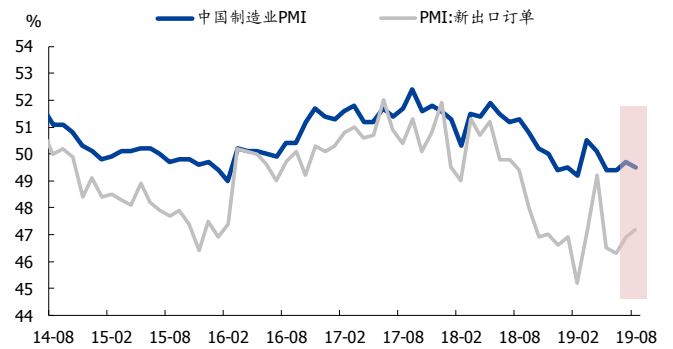
短期内出口增速仍将承压，年底有望出现回升。往后看，全球经济大概率延续下行趋势，美国经济已开始加速放缓，从而外需走弱仍将对出口形成拖累。与此同时，去年9月和10月的出口同比增速分别为13.9%和14.3%，在外需疲软和高基数的双重压制下，9月和10月出口增速仍不容乐观。但去年11月和12月出口增速较低(分别为3.9%和-4.6%)，且受圣诞节需求的提振，从而年底出口增速有望出现小幅回升。短期内，需重点关注10月初中美新一轮谈判能否取得实质性进展。

图表5: 8月外需进一步走弱



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表6: 8月依然存在“抢出口”现象

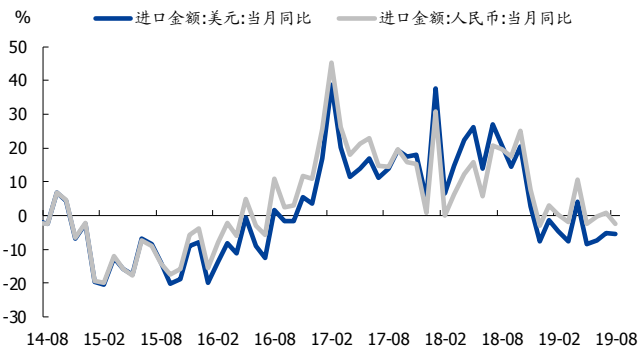


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8月进口增速小幅下滑, 主因内需走弱和汇率贬值

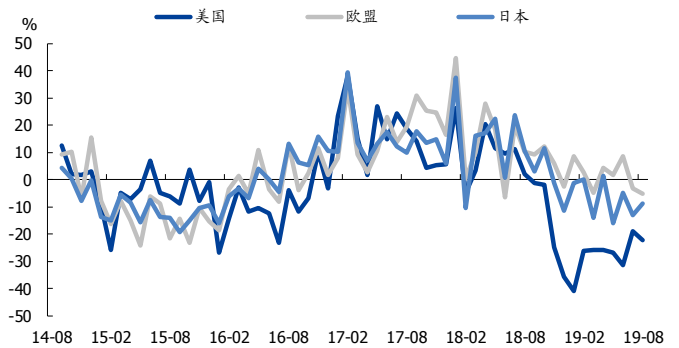
8月进口同比小幅下滑但好于预期。以美元计, 8月进口同比-5.6% (预期-6.3%, 前值-5.3%); 以人民币计, 8月进口同比-2.6% (预期-3.1%, 前值0.7%)。分国别看, 8月中国对日本进口增速小幅提升, 对美国、欧盟进口增速有所下滑; 新兴经济体中, 中国8月对东盟、韩国进口增速提升, 对印度、巴西进口增速下滑。主要进口商品方面, 8月汽车、铁矿石进口增速回升, 农产品、原油、钢材进口增速下滑。

图表7: 8月中国进口同比小幅下滑



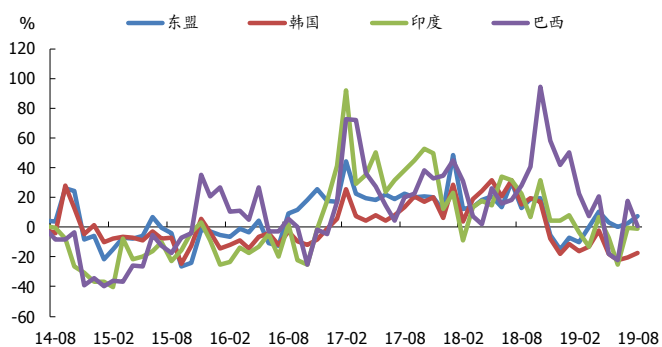
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 8月中国对美欧进口增速双双下滑



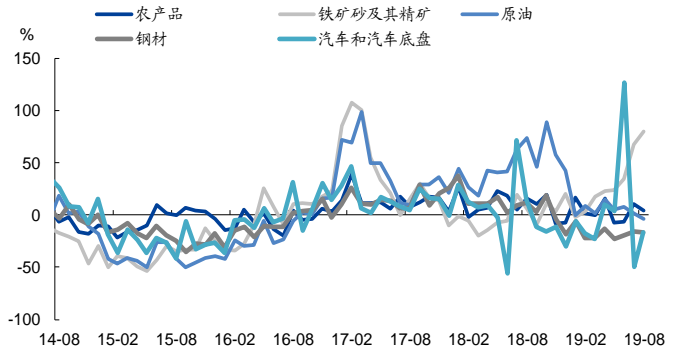
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 8月中国对主要新兴经济体进口同比表现不一



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 8月中国主要商品进口同比表现不一

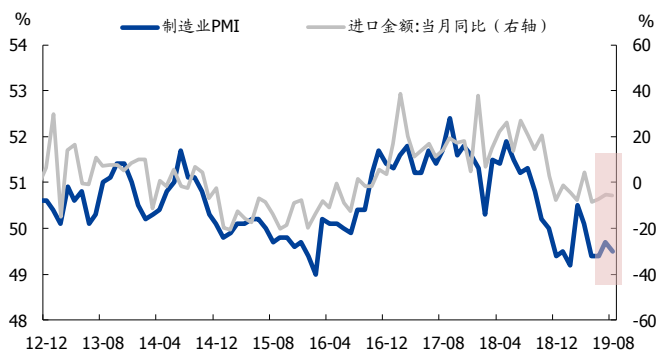


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8月进口增速下滑，主因内需走弱和汇率贬值。一方面，8月中国制造业 PMI 环比下滑 0.2 个百分点至 49.5%，7 月社零增速也环比下滑 2.2 个百分点至 7.6%，表明近期内需有所走弱。另一方面，8 月人民币兑美元即期汇率贬值 2.7%，中间价也贬值 2.1%，也在一定程度上压制了进口需求。

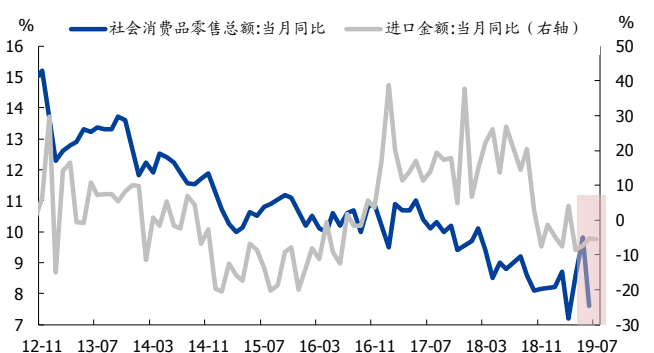
短期内进口增速依然承压，年底有望出现回升。8 月 23 日，中国商务部宣布对美国约 750 亿美元进口商品加征 5%、10% 不等的关税，分两批分别于 9 月 1 日、12 月 15 日开始实施，从而进口需求将进一步承压。同时，9 月和 10 月进口增速基数较高，也会对进口增速表现形成拖累。但考虑到 2020 年的春节在 1 月份，进口需求将在今年底集中释放，且 11 月和 12 月的进口基数较低，从而年底进口增速有望小幅提升。

图表 11: 8 月制造业 PMI 有所下滑



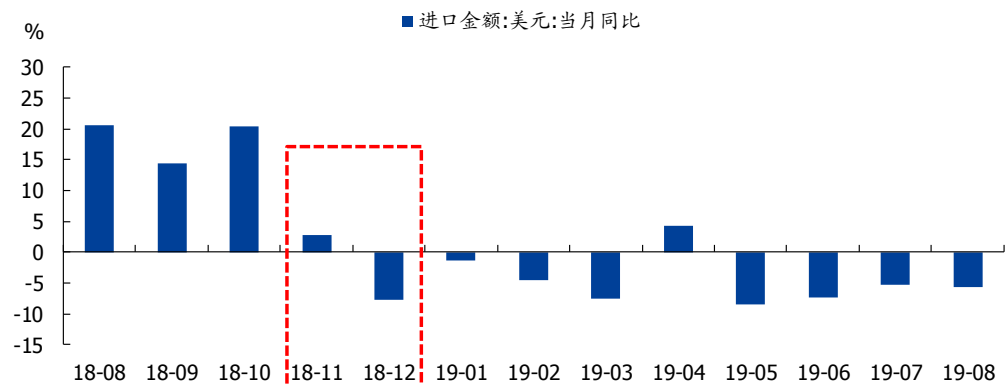
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 7 月社零增速有所下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 11 月和 12 月进口增速基数较低



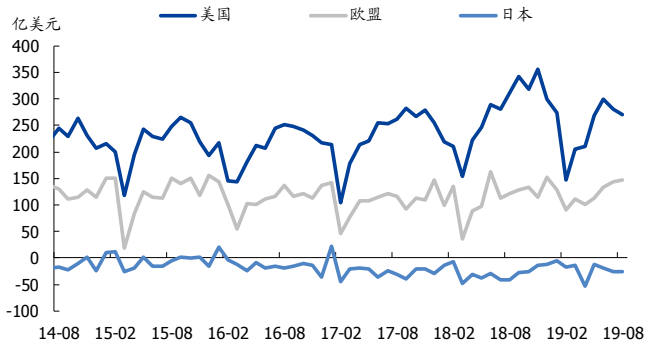
资料来源: 国盛证券研究所

8 月贸易顺差大幅下滑，对美国顺差继续缩小

8 月贸易顺差超预期下降。以美元计，8 月中国贸易顺差 348.3 亿美元（预期 440.2 亿，前值 445.8 亿）；以人民币计，8 月中国贸易顺差 2396 亿元（预期 2993 亿，前值 3070.4 亿）。分国家来看，发达经济体中，8 月中国对美国的贸易顺差继续下滑，对欧盟顺差有所扩大，对日本逆差有所扩大；新兴经济体中，中国对东盟、印度的贸易顺差下滑，对韩国、巴西的逆差扩大。

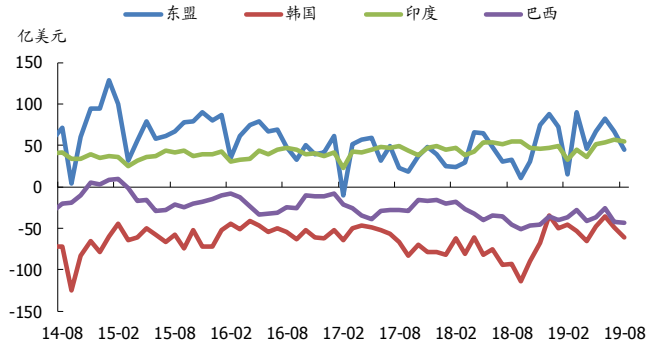
8月对美顺差继续缩小，主因对美出口大幅下降。8月中国对美贸易顺差为269.5亿美元，较前值下滑10.2亿美元，已连续2个月出现下滑。其中，8月对美出口环比下降15.5亿美元，对美进口环比下降5.3亿美元，从而对美顺差缩小主因对美出口大幅下滑。整体来看，外需走弱对出口的拖累效果大于内需走弱对进口的拖累。

图表 14: 中国对主要发达经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 中国对主要新兴经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

关注关税升级和汇率贬值的潜在利好行业

分析视角之一：剩余 3000 亿关税清单分布

据美国商务部的测算，已实施的 500 亿和 2000 亿关税清单，主要集中在运输与航空设备、化工产品、纸制品、仪器类产品，已征税商品占对美出口的比重达 69% 以上；而对食品饮料、动物产品、贱金属产品、杂项制品的关税覆盖规模较低，征税产品占比不足 40%。美国对华剩余 3000 亿美元的商品加征关税，对食品饮料、动物产品、贱金属产品、杂项制品等相关行业的出口影响最大。

图表 16: 美国对华关税清单中各商品的构成 (单位: 十亿美元)

产品类别	500 亿征税清单	2000 亿征税清单	中国对美总出口	征税/对美总出口
运输&航空设备	9.9	9.7	19.7	99.4%
化工产品	0	12.1	14.0	86.4%
纸制品	0	3.3	4.3	77.3%
仪器类	3.1	4.3	10.7	69.4%
植物产品	0	1.1	1.6	68.6%
毛皮制品	0	4.2	6.9	61.0%
塑料橡胶制品	2.2	9.2	18.8	60.6%
纺织品	0	25.1	42.5	59.0%
矿物制品	0	4.5	7.8	57.8%
机电产品	28.8	84.1	198.4	56.9%
珠宝&贵金属	0	2	3.6	55.5%
木制品	0	2	4.0	50.1%
矿产品	0	0.8	1.6	49.3%
鞋帽伞	0	7.9	16.1	49.2%

杂项制品	1.1	19.1	51.6	39.2%
贱金属制品	0.8	5.4	22.8	27.2%
动物产品	0	0.5	2.0	24.7%
食品饮料	0	0.9	3.8	23.4%
合计	50	200	430.3	58.1%

资料来源：美国商务部，国盛证券研究所

分析视角之二：美国对华商品依赖度

从美国对中国各商品的依赖度来看，美国对华关税进一步升级后，鞋帽伞、玩具、家具、电气设备、铁道车辆、玻璃陶瓷等商品受影响相对较小。我们采取美国进口中来自中国的占比进行衡量，若中国供应占比超过 30%，则认为美国对中国该类商品依赖度较高。商品大类方面，美国对中国的杂项制品、鞋帽伞、毛皮制品、机电产品、纺织品、矿物制品的依赖度较高；商品小类方面，美国对中国的鞋帽伞、玩具、家具、电气设备、铁道车辆、玻璃陶瓷等商品依赖度较高。若美国对华关税进一步升级，由于此类商品难以被替代，可能大部分关税由美国进口商承担，从而受影响相对较小。

图表 17: 美国各商品对华依赖度情况 (大类)

序号	美国进口大类	中国供应占比
1	杂项制品	61.1%
2	鞋帽伞	58.6%
3	毛皮制品	53.9%
4	机电产品	37.2%
5	纺织品	35.8%
6	矿物制品	34.6%
7	塑料橡胶制品	25.8%
8	纸制品	24.3%
9	总出口	21.9%
10	木制品	21.1%
11	贱金属制品	20.3%
12	仪器类	14.9%
13	化工产品	7.9%
14	动物产品	7.8%
15	特殊商品	6.9%
16	运输设备	5.1%
17	武器	5.1%
18	贵金属	5.0%
19	食品饮料	4.9%
20	植物产品	3.3%
21	艺术品	2.7%
22	动植物油	0.8%
23	矿产品	0.6%

资料来源：Trademap，国盛证券研究所

图表 18: 美国各商品对华依赖度情况 (小类)

序号	美国进口小类	中国供应占比
1	雨伞、阳伞、手杖、坐登式手杖、鞭子及其零件	93.0%
2	玩具、游戏或运动用品及其零附件	81.7%
3	已加工羽毛、羽绒及其制品; 人造花; 人发制品	75.0%
4	帽类及其零件	64.3%
5	稻草、秸秆、针茅或其他编结材料制品; 篮筐及柳条编结品	58.2%
6	皮革制品; 旅行箱包; 动物肠线制品	57.2%
7	鞋靴、护腿和类似品及其零件	55.8%
8	其他纺织制成品; 成套物品; 旧衣着及旧纺织品; 碎织物	54.8%
9	家具; 寝具等; 灯具; 活动房	52.0%
10	杂项制品	50.5%
11	书籍、报纸、印刷图画及其他印刷品; 手稿、打字稿及设计图纸	49.9%
12	针织物及钩编织物	44.9%
13	炸药; 烟火制品; 火柴; 引火合金; 易燃材料制品	43.6%
14	贱金属杂项制品	43.6%
15	乐器及其零件、附件	42.3%
16	电机、电气、音像设备及其零附件	42.1%
17	其他动物产品	40.8%
18	特种机织物; 簇绒织物; 花边; 装饰毯; 装饰带; 刺绣品	40.7%
19	玻璃及其制品	40.7%
20	陶瓷产品	39.2%
21	贱金属工具、器具、利口器、餐匙、餐叉及其零件	38.0%
22	铁道车辆; 轨道装置; 信号设备	35.7%
23	非针织或非钩编的服装及衣着附件	35.7%
24	针织或钩编的服装及衣着附件	32.5%
25	核反应堆、锅炉、机械器具及零件	32.2%
26	塑料及其制品	32.1%
27	钢铁制品	31.9%
28	絮胎、毡呢及无纺织物; 线绳索缆及其制品	29.4%
29	毛皮、人造毛皮及其制品	27.4%
30	蚕丝	27.1%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10290

