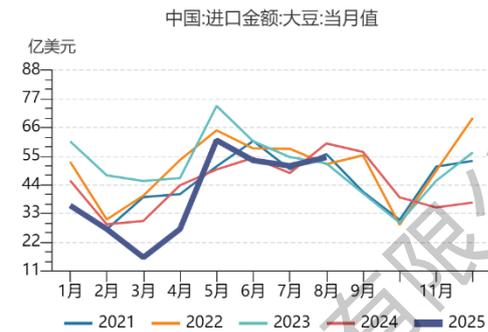
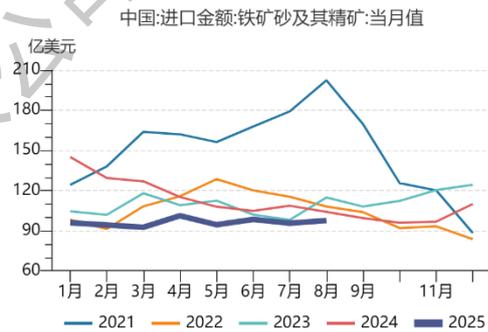
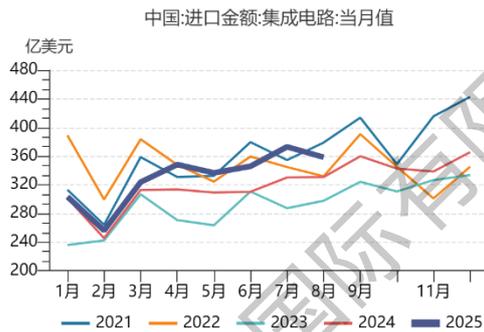


## 20250908—8月出口低于预期，转口贸易论持续证伪；三个侧面分析为何美国需求不足是主要原因

美国 AI 需求高景气和居民端不景气并存(类似中国发生过的新能源高景气+居民消费极差)，此种结构意味着本次货币宽松周期时间长力度大，利于分母资产持续提估值。

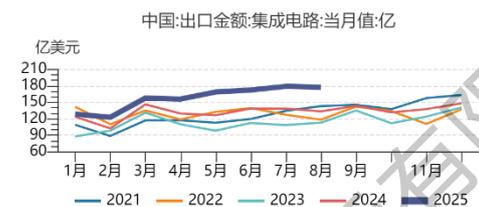
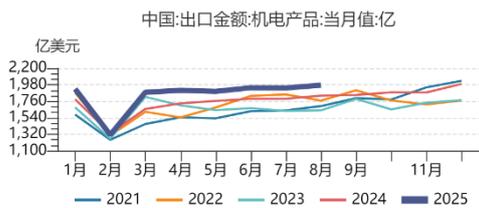
8月中国当月出口同比+4.4%，预期+5%；进口同比+1.3%，预期3%。这一数据基本上能够与美国7月后劳动力市场走弱相匹配，随着美国需求软着陆压力显现，四季度中国央行仍有一次跟随降息空间，LPR会降的。

从具体数据来看，8月中国进口低于预期的主要分项拖累是集成电路进口，高情商说是国产替代加速进行，低情商地说是 H2O 还没拿到。其他大宗商品进口情况正常，所以是一个比较微观的影响因素。



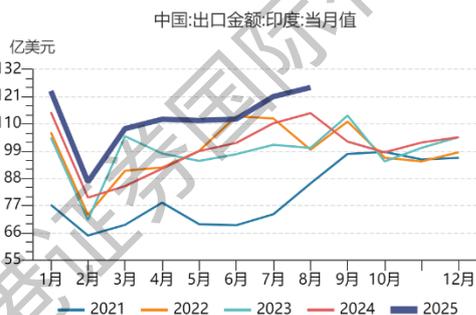
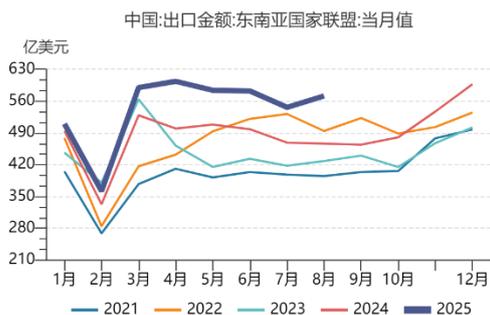
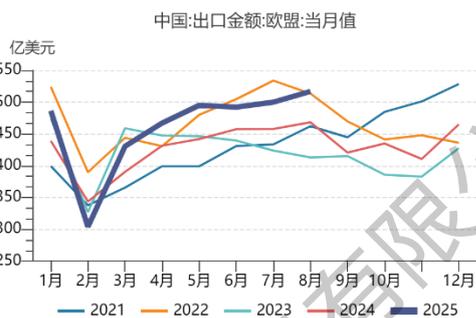
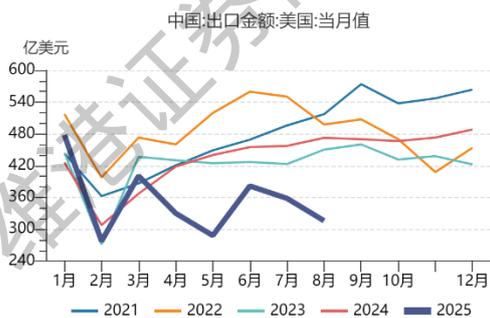
数据来源: Wind

而从出口商品分项和出口目的地来看，应该说持续证伪了5月对等关税下调以来的“转口贸易”论，对美、对东盟出口均未出现任何脉冲式反弹。



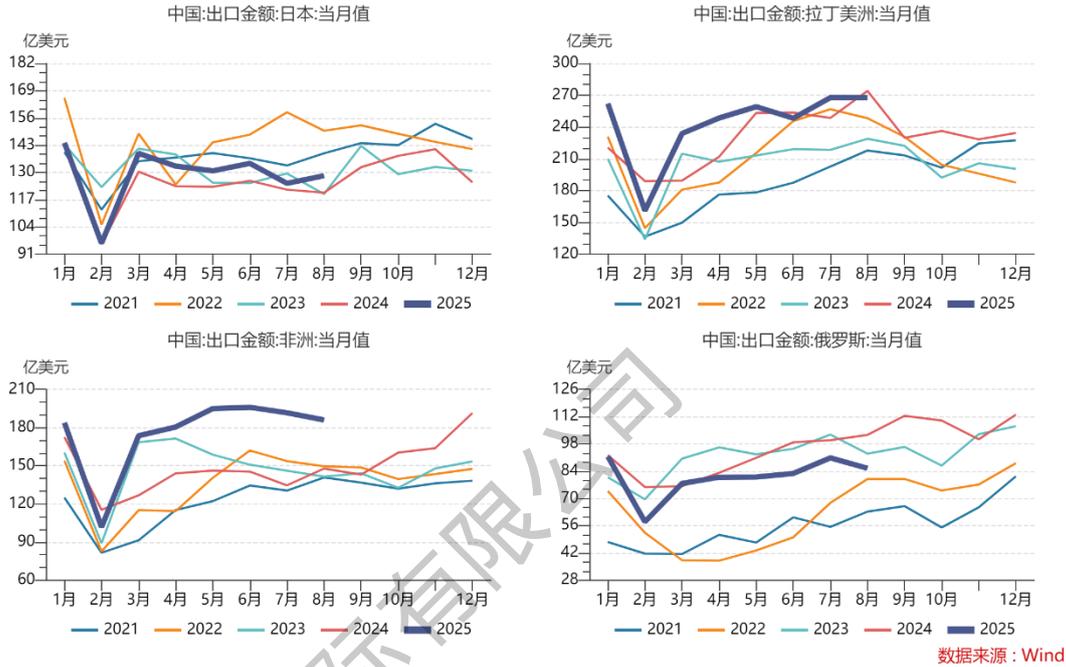
数据来源: Wind

侧面一:除了对美出口一直不好之外,对欧洲、拉美、非洲印度等第三世界出口韧性较强,这是中国出口的长期阿尔法比较优势所在。



数据来源: Wind

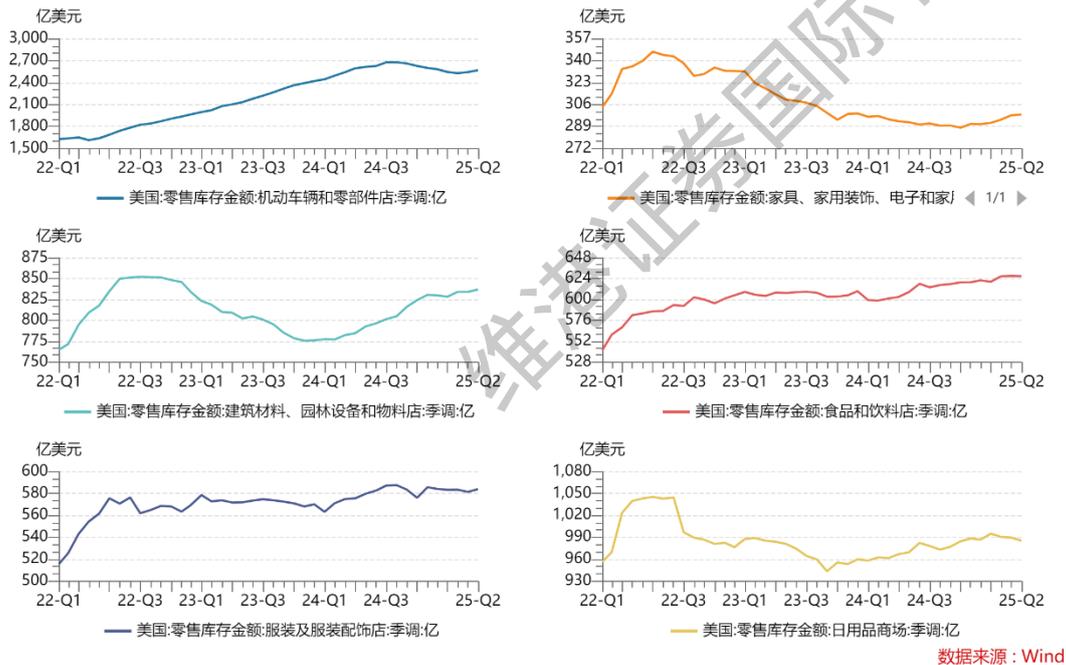
目前中国对非洲出口额已经赶上对美出口额的6成还多,美国需求下降完全可以用其他市场填补,总量维度不悲观(但客观来说第三世界出口附加值低,因此以量换价问题仍然明显)。



**侧面二:关税和供应链转移压力仍在,苹果手机出口和对美出口额呈现出一定相关性,**

中国手机出口额基本和 iPhone 高度正相关,9月新机发布之后进入旺季,一季度之后是淡季。我无法具体拆分手机出口目的地,但拍脑门看美国应该是重要市场。7月以来每个月手机出口额都同比少3-40亿美元,似乎能占到对美出口额减量的3成左右。那么等 iPhone 17 发布之后就可以看看9月出口数据了,如果手机分项出口负增仍然同比显著,那么说明美国人确实逐渐用上了咖喱味苹果,中国手机出口的减量应该是个中长期趋势,会逐渐转变为对印度、越南出口机电设备和集成电路元件。

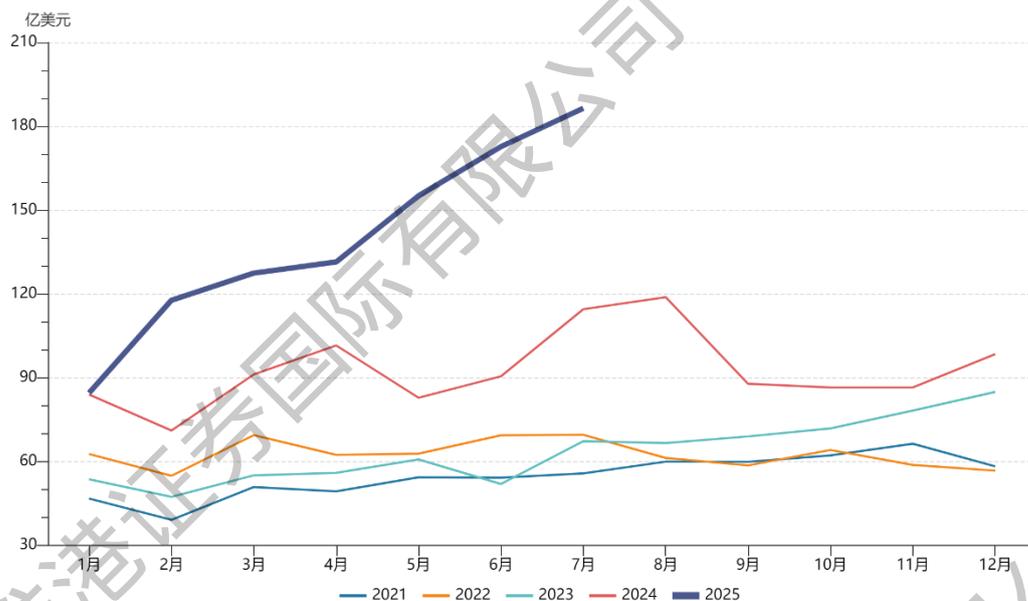
**侧面三:美国 AI 需求高景气和居民端不景气并存,似乎中期维度没有很好的解决办法。**



即使中美关税在 5 月后下调，我们还是没见到美国贸易商的有效补库存需求：从 P5 可以看到，大部分美国零售品的库存都处于加息周期以来的高位，除非实质性降息拉动去库存，不然贸易商不会补库。这集中国人真的见过太多次了，总需求不足意味着货币政策需要持续宽松，而宽货币利好做结构性成长股，整个 21 年之后 A 股基金经理都这么干的，US 那边目测也是相似的，总量越不好、成长股越稀缺，买买买，

但这和 AI 拉动进口需求又不冲突，还是一个行业景气跟居民苦逼并存的情况；台湾省对美国出口持续高景气，英伟达一家起到主要贡献。但因为显而易见美国不从中国大陆买芯片，所以大陆对美出口完全不体现 AI 驱动因素。

中国台湾:出口总额:美国:美元



数据来源: Wind

总的来看，全球财政扩张周期里中国出口阿尔法优势长期存在，美国总量经济三四季度软着陆对出口造成阶段性扰动，对 CN 而言跟随宽货币降息不是可选项而是必选项。

其实我想 cal 股债双牛的，宽松氛围下请找回 21 年的记忆，卖方老师 call 各种宏大叙事的新技术，给未来拍 X 倍空间时一定当先信资本，管他叫 ASIC 还是叫固态电池或者机器人都无所谓，你当年怎么炒钠离子电池的现在就怎么炒，水多就是硬道理

但唯独剩一个 bug，美债都得救了怎么中债还死了一样，从逻辑上维持中债偏多观点。



单位: %, 美元计价	同比									
	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025年1-2月	2024-12	2024-11	2024-10
出口	4.4	7.2	5.8	2.20	2.20	2.20	2.20	10.7	6.6	12.6
进口	1.3	4.1	1.1	-8.4	-8.4	-8.4	-8.4	0.8	-4.0	-2.4
贸易差额 (数值, 亿美元)	1,023	982	1,146	1,702	1,702	1,702	1,702	1,052	973	957

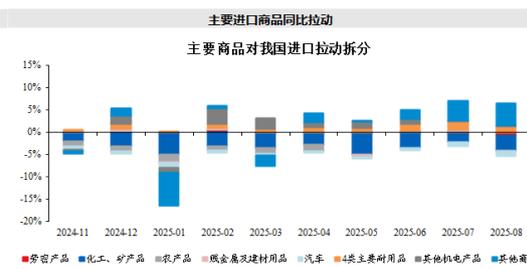
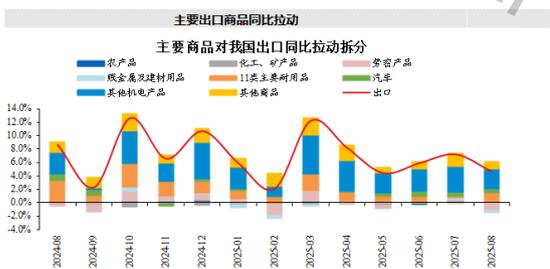
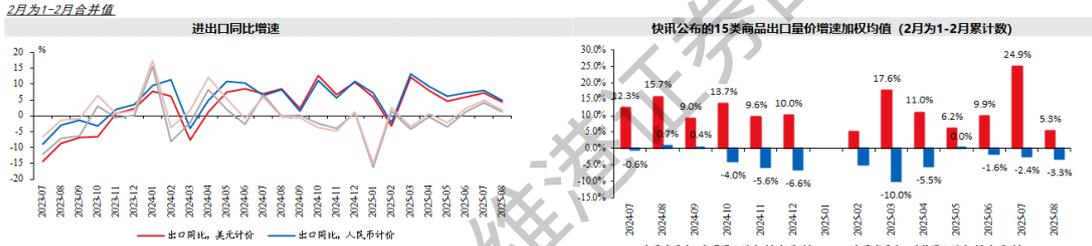
单位: %, 美元计价	同比					同比拉动				
	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04

主要出口区域										
旧三大贸易伙伴										
美国	-33.1	-21.6	-16.0	-34.6	-20.9	-5.1	-3.3	-2.4	-5.0	-3.0
欧盟	10.8	9.3	7.6	11.9	8.2	1.6	1.4	1.1	1.7	1.2
东南亚国家联盟	22.7	16.9	17.3	15.0	21.0	3.4	2.6	2.8	2.5	3.6
新三大贸易伙伴										
俄罗斯	-16.8	-9.0	-15.9	-11.0	-2.3	-0.6	-0.3	-0.5	-0.3	-0.1
非洲	26.1	42.8	34.6	33.4	26.1	1.3	1.9	1.6	1.6	1.3
中亚国家	15.8	16.5	11.0	11.2	12.9	1.6	1.7	1.2	1.2	1.4
其他主要贸易伙伴										
加拿大	1.2	6.7	2.2	20.3	15.1	0.0	0.1	0.0	0.3	0.2
澳大利亚	10.7	14.7	-1.4	12.9	6.2	0.2	0.3	0.0	0.2	0.1
日本	7.0	2.2	6.9	6.1	7.7	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3
韩国	-1.8	5.1	-4.4	-1.0	-0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.0	0.0
中国台湾	17.2	19.1	3.7	7.5	15.3	0.4	0.4	0.1	0.2	0.3
中国香港	17.6	11.1	19.0	12.0	10.5	1.3	0.9	1.5	0.9	0.9
印度	9.3	9.8	9.6	12.5	21.9	0.3	0.4	0.3	0.4	0.7
拉丁美洲	-2.7	7.9	-2.0	2.6	16.9	-0.2	0.7	-0.2	0.2	1.2

主要出口商品										
农产品	-4.2	1.8	-6.0	-1.9	3.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.1
劳密产品	-6.4	-0.6	0.1	-2.2	-1.2	-1.1	-0.1	0.0	-0.4	-0.2
化工、矿产品	18.9	26.3	0.5	-22.8	-3.1	0.3	0.4	0.0	-0.4	0.0
贱金属及建材用品	-6.1	10.1	0.3	3.8	4.3	-0.2	0.3	0.0	0.1	0.2
11类主要耐用品	4.9	1.0	4.1	3.8	5.2	1.2	0.3	1.0	0.9	1.4
汽车	17.4	18.0	23.6	13.6	4.2	0.6	0.6	0.7	0.5	0.2
其他机电产品	9.7	12.4	11.2	9.8	15.4	3.0	3.7	3.4	2.9	4.6

主要进口商品										
农产品	-3.1	5.1	1.9	0.7	-17.2	-0.3	0.4	0.2	0.1	-1.5
劳密产品	-14.8	-6.7	-2.8	-4.5	-3.1	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1
化工、矿产品	-11.2	-6.8	-11.1	-16.4	-8.8	-3.4	-1.9	-3.3	-4.8	-2.6
贱金属及建材用品	4.1	6.6	0.3	-17.4	0.5	0.1	0.2	0.0	-0.5	0.0
汽车	-50.5	-42.1	-36.3	-29.2	-29.0	-1.0	-0.9	-0.6	-0.4	-0.4
4类主要耐用品	7.3	10.7	10.4	5.9	7.6	1.3	1.9	1.8	0.9	1.2
其他机电产品	0.7	0.6	5.6	8.4	6.0	0.1	0.1	1.1	1.5	1.1

注: “劳动密集型”包括塑料制品, 箱包及类似容器, 纺织纱线, 织物及制品, 服装及衣着附件, 鞋靴, 家具及其零件, 玩具  
 “化工与贱金属及建材用品”包括成品油, 稀土, 肥料, 陶瓷产品, 钢材和未锻轧铝及铝材;  
 “主要耐用品”包括通用机械, 自动数据处理设备及零部件, 手机, 家用电器, 音视频设备及其零件, 集成电路, 汽车零部件, 船舶, 液晶平板显示模组, 医疗仪器及器械, 灯具照明装置及其零件  
 “大宗商品”包括铁矿砂及其精矿, 铜矿砂及其精矿, 煤及褐煤, 原油, 成品油, 天然气, 初级形状的塑料, 钢材  
 分区域和分商品出口当月同比使用累计值和累计同比倒算  
 2月为1-2月合并值



数据和资料来源: 海关总署, Wind, 华创证券, 联系人: 夏雪 (SuperSummerSnow)



长江宏观|于博团队

# 8月外贸数据一图速览

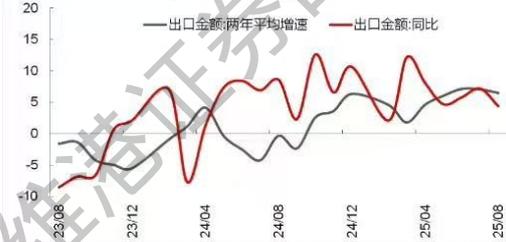


欢迎关注：于博宏观札记

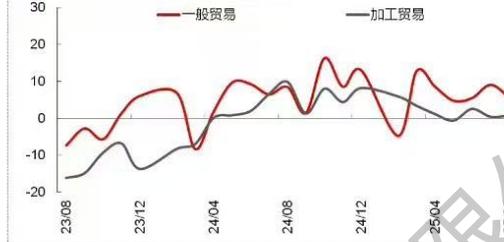
注：以下数据均为以美元计价

		当月同比 (%)						去年同期 (%)				
		2025/8	2025/7	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3	2024/8	2024/7	2024/6		
<b>出口</b>		4.4	7.2	5.8	4.7	8.1	12.2	8.6	6.9	8.4		
按贸易方式	一般贸易	5.9	9.1	5.5	4.8	8.6	12.8	8.5	6.5	9.3		
	加工贸易	0.7	0.4	2.5	-0.6	1.1	3.4	9.9	6.6	2.0		
按重点产品	高新技术产品	8.9	4.2	6.9	4.9	6.5	7.3	9.1	11.5	6.3		
	机电产品	7.6	8.0	8.2	7.2	10.1	13.4	11.9	10.0	7.5		
	劳动密集型产品	-6.6	-0.7	0.0	-2.5	-1.7	9.1	-1.7	-2.4	1.7		
按主要贸易对象	美国	-33.1	-21.7	-16.1	-34.5	-21.0	9.1	4.9	8.1	6.6		
	欧盟	10.4	9.2	7.6	12.0	8.3	10.3	13.4	8.0	4.1		
	日本	6.7	2.4	6.6	6.2	7.8	6.7	0.5	-6.0	0.9		
	中国香港	17.2	10.7	16.7	11.4	8.8	7.8	7.9	12.7	9.0		
	韩国	-1.4	4.6	-6.7	-1.2	-0.3	-0.9	3.4	0.8	4.1		
	印度	9.1	9.8	9.4	12.5	21.7	27.3	14.0	8.6	4.7		
东盟	22.5	16.6	16.9	14.8	20.8	11.6	9.0	12.2	15.0			
<b>进口</b>		1.3	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.3	0.0	6.6	-2.6		
按重点产品	农产品	-3.1	5.1	1.9	0.7	-17.2	-18.0	3.4	-5.2	-14.3		
	高新技术产品	3.4	7.8	9.6	11.2	9.4	13.1	13.0	18.1	5.5		
	机电产品	1.0	2.7	6.0	5.5	5.4	7.5	8.6	15.2	-0.2		
按大宗商品	大豆	金额	-8.9	5.7	-1.8	22.5	-38.4	-46.5	14.7	-11.2	-10.5	
		数量	1.1	18.5	10.4	36.2	-29.1	-36.8	29.7	1.2	8.2	
	铁矿石	金额	-6.2	-12.0	-6.1	-12.5	-12.2	-27.0	-9.4	10.8	2.8	
		数量	3.8	1.8	8.5	-3.8	1.3	-6.7	-4.7	10.0	2.2	
	原油	金额	-15.1	-7.4	-14.3	-22.1	-9.5	-3.7	-4.2	7.9	0.2	
		数量	0.8	11.5	7.4	-0.8	7.5	4.8	-7.0	-3.1	-10.8	
铜	金额	6.4	9.6	3.0	-16.9	6.6	8.7	-1.7	14.4	15.3		
	数量	1.2	9.1	4.5	-15.7	0.0	0.0	-11.3	-2.5	-2.1		
<b>贸易差额</b>		金额(亿美元)		1023.3	982.5	1146.0	1030.8	959.8	1022.4	915.5	854.8	990.4

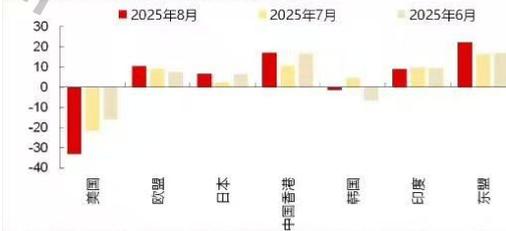
图：出口金额当月同比增速及两年平均增速 (%)



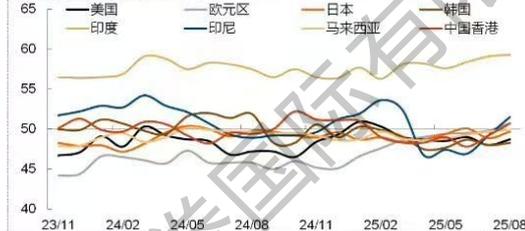
图：一般贸易、加工贸易月度出口金额同比增速 (%)



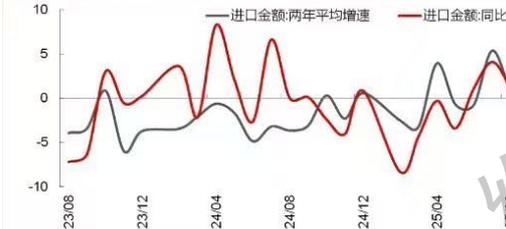
图：中国对主要出口对象出口金额同比增速 (%)



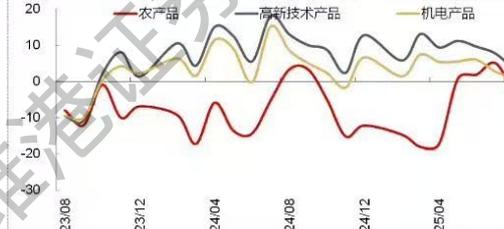
图：主要贸易国家制造业PMI (%)



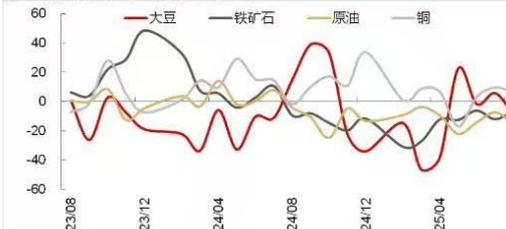
图：进口金额当月同比增速及两年平均增速 (%)



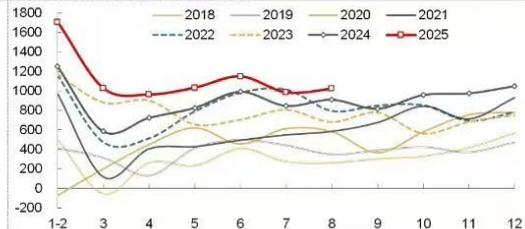
图：农产品、机电产品、高新技术产品进口金额同比增速 (%)



图：主要大宗商品进口金额同比增速 (%)



图：历年各月中国贸易顺差额 (亿美元)



资料来源：海关总署，Wind，长江证券研究所，注：2月增速均为累计增速  
 声明：本文依据公开信息整理，不代表分析师本人观点。  
 联系人：于博 (18516396875) / 黄帅 (18501490696)