

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：
021-60338175

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
吕剑宇 S0350119010018
lvjy@ghzq.com.cn

2021年，美国进口还能拉动中国出口吗？

——2021 美国经济观察 之一

投资要点：

- 2020年中国在出口端表现强势主要受美国耐用品消费需求拉动，而美国进口需求主要受耐用品消费和制造商补库共同推动。历史上曾经3次出现前期耐用品消费先上，后期制造商库存补位的周期。美国进口需求整体呈现前高后低的“M”字走势。
- 2020年美国耐用品消费表现强劲主要有两大原因：1、刺激法案放水提高个人可支配收入，增加消费意愿 2、服务业在供求两端承压，消费流向实体商品。我们认为，耐用品消费难以持续：一方面，前期耐用品消费物量达历史高位。另一方面，随着疫情好转，服务消费需求将回升，使得耐用品消费向均值回归。
- 我们通过测算得出，悲观假设下，美国耐用品消费环比高点出现在2021年1月份，增长幅度为2.44%；中性假设下，耐用品消费环比高点将出现在2021年3月份，增长幅度为4.14%；乐观假设下，耐用品消费环比高点出现在2021年3月份，增长幅度为13%。以上三种情况的耐用品消费环比增速均远不及2020年29%的峰值。目前，美国进口环比增速已经开始回落，因此，我们认为，即便新一轮刺激在3月份落地，也只影响美国进口增速回落的斜率而不改变趋势。
- 中美两国在贸易关系上相依相存，美国进口走势与中国出口走势呈高度相关。所以，基于美国耐用品消费增速回落的判断下，美国进口继续推动中国出口增长较为困难。并且，短期内，其他国家的消费需求又难以接力美国继续推动中国出口增长。因此，我们认为，从环比角度上来看，2021年一季度，中国进口增速仍将继续回落。
- 风险提示 刺激超预期，疫情反复。

新冠疫情以来，在美国财政、货币双宽松的背景下，美国经济得到了持续修复。2020年，从需求端来看，美国以耐用消费品为代表的相关商品需求，出现强势反弹；从生产端来看，美国制造企业的库存也在旺盛的消费需求之下，出现了明显的下行。与此同时，美国经济在2020年的持续修复，尤其是美国旺盛消费需求，也有效带动了2020年下半年中国出口数据。

进入2021年，伴随着拜登总统的上台、以及刺激计划的延续，美国经济在“消费端”和“生产端”将会如何表现？这些表现将如何影响美国的资产价格？这些表现将如何影响中国的出口，乃至影响中国资本市场？

针对这些疑问，我们展开了“2021美国经济观察”的系列研究，试图去寻找答案。本篇报告，我们将重点分析，2021年美国进口数据将会如何表现，以及美国进口的表现将如何影响2021年中国的出口数据。

2020年4月份以来，中国在生产和出口上表现出了相当的韧劲，其背后原因有二：一方面，中国疫情管理得当，在生产端上成为疫情以来复苏最快的国家。另一方面，作为中国最大的出口对象，美国大规模放水，供求失位造成的产能缺口在需求端上推动中国出口。

1、回顾3轮进口周期，均呈现“M”型走势

自2000年之后，美国出现了3轮比较典型的“进口周期”。其中，2002年与2009年，与美股崩盘后政府的刺激政策有关；2004年，则与当时的房地产周期有关。

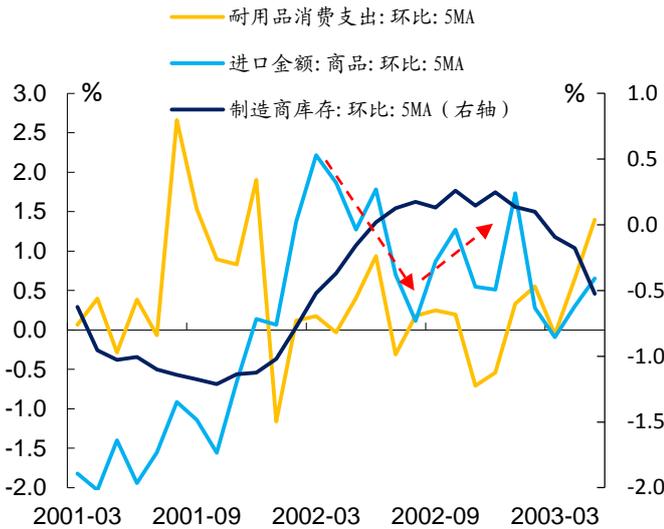
2002年、2009年，在互联网危机、次贷危机的影响下，美国政府和美联储均采取了相应的救助手段，从而使美国经济得以修复。从数据上来看，每一轮经济修复的过程中，都会出现一轮明显的进口周期。从形态上来看，每一轮进口周期，其环比增幅都呈现出典型的“M”型走势。

而之所以会形成这个现象，一方面，每一轮刺激都会带动消费需求，而美国低端制造产业空心化导致产业链外移，所以，每轮刺激后美国居民对耐用品消费的需求都会促使美国进行大规模进口来满足国内需求，从而推动进口登上“第一峰”

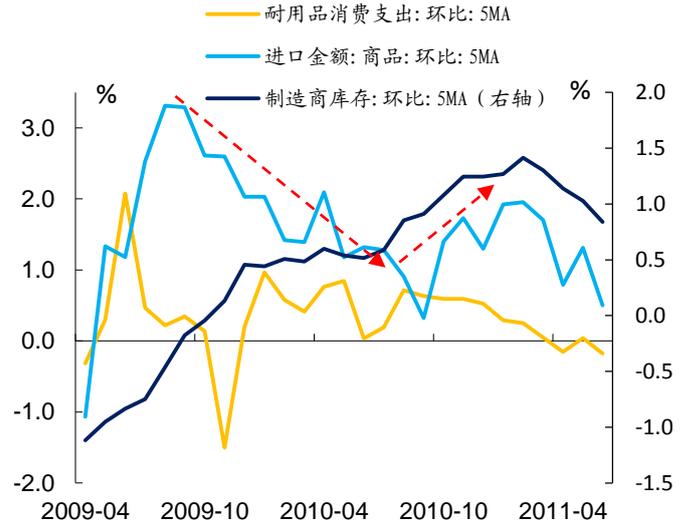
另一方面，伴随着消费潮的褪去，库存去化又促使美国进入主动补库周期。从历史数据上看，2001年、2010年，进口与制造商库存同步登顶，其中制造商补库往往伴随对中间品的需求，从而拉动进口登上“第二峰”。

图 1：2002 年美国进口“M”型走势

图 2：2009 年美国进口“M”型走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

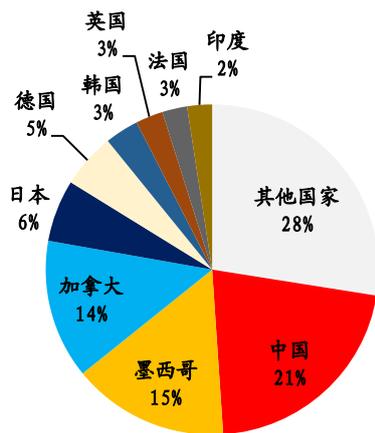


资料来源: WIND、国海证券研究所

作为美国最大的进口国，中国对美出口商品主要由耐用消费品构成。对美国商务部披露的 2015 年至 2019 年美国向中国进口细分项平均值进行整理，可以发现，美国向中国进口商品中，57%由电子通讯、家具家电、汽车及零部件和其他耐用消费品构成，以上细分项与耐用品消费息息相关；而 23%由工业生产中间品和资本品构成，这两项与制造商补库密不可分。

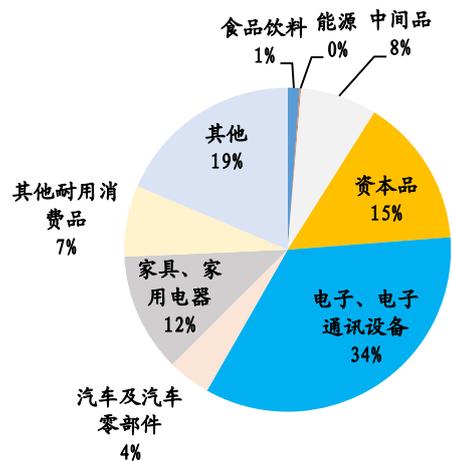
因此，分析 2021 年美国进口是否还能拉动中国出口的关键，就是要分析与预测，耐用品消费和制造商库存在 2021 年的走势，本文将先针对美国耐用品消费情况进行重点分析。

图 3: 2019 年美国进口来源



资料来源: 美国商务部、国海证券研究所

图 4: 美国向中国进口结构构成

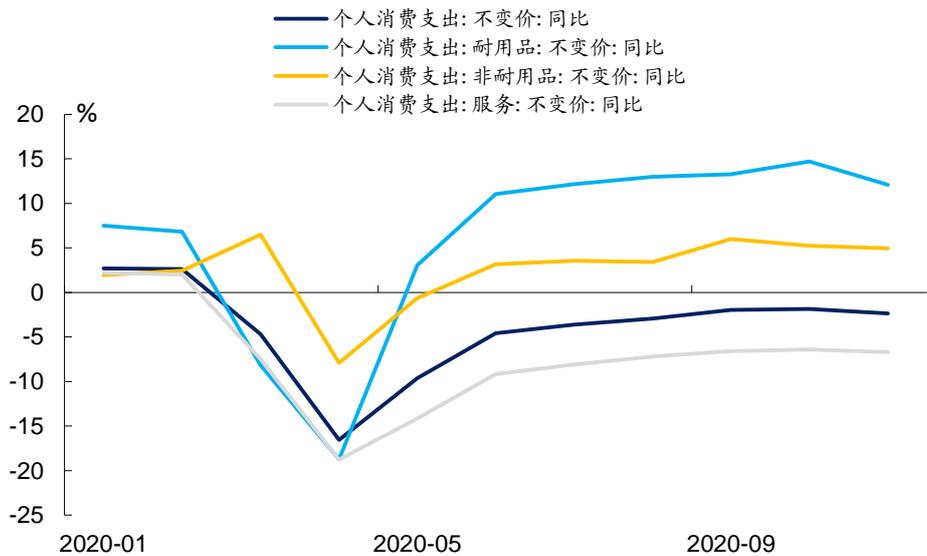


资料来源: 美国商务部、国海证券研究所

2、2020年，美国耐用品消费为何表现强劲？

2020年疫情的出现，全球经济遭遇重创，美国需求端出现滑坡。然而美国的耐用品消费需求从2020年4月份开始便触底反弹，成为所有消费项中恢复最快的一项，我们认为原因在于两方面：1、《Cares法案》的现金发放提升了居民部门的个人可支配收入，增强了消费意愿。2、疫情影响下，服务消费在供求两端承压，从而促进了实体商品的消费需求。

图5：疫情以来耐用品消费修复最迅速



资料来源：WIND、国海证券研究所

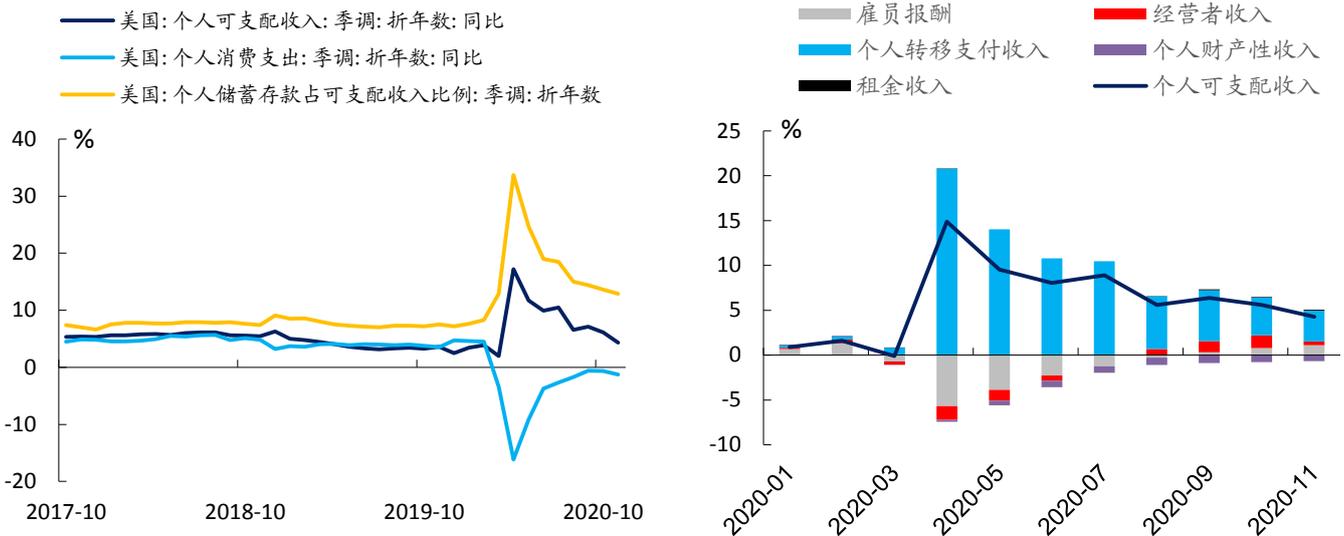
2.1、刺激法案为耐用品消费奠定基础

《Cares法案》的实施，为2020年耐用品消费潮奠定了基础。2020年3月，美国通过Cares刺激法案，4月份开始，政府陆续对居民发放1200美元支票，并且在接下来的8个月里额外向失业人口每周补贴600美元。

以2020年1月份为基期，观察各分项对个人可支配收入的拉动作用，不难发现，在疫情最开始发展的几个月中，由于居家令、限行令和失业率上升等影响，雇员报酬和经营者收入对个人可支配收入呈负向拉动，4月份起，个人转移支付收入成为拉动2020年美国居民部门个人可支配收入增长的关键因素。

图6：Cares法案对个人可支配收入的影响

图7：个人转移支付拉动个人可支配收入增长



资料来源: WIND、国海证券研究所

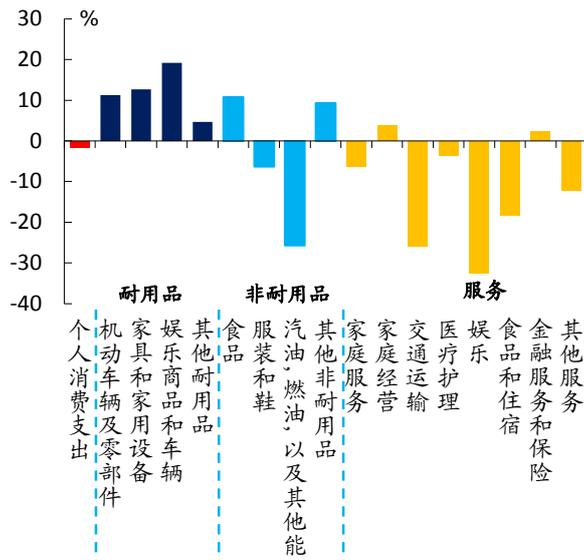
资料来源: WIND、国海证券研究所

2.2、消费结构变化助长耐用品消费

除刺激政策的作用外,服务消费的缩减迫使消费流向实体商品。2020年三季度,美国个人消费支出同比减少1.66%。耐用品消费同比增长12.89%,其中娱乐商品和车辆消费同比增长高达19.21%;非耐用品同比增长3.82%,其中主要拖累项为汽油燃料类商品,受疫情影响交运活动大大减少;服务型支出同比减少5.53%,其中交运、娱乐、食品住宿都受影响较大,同比分别下降25.95%、32.64%、18.31%。

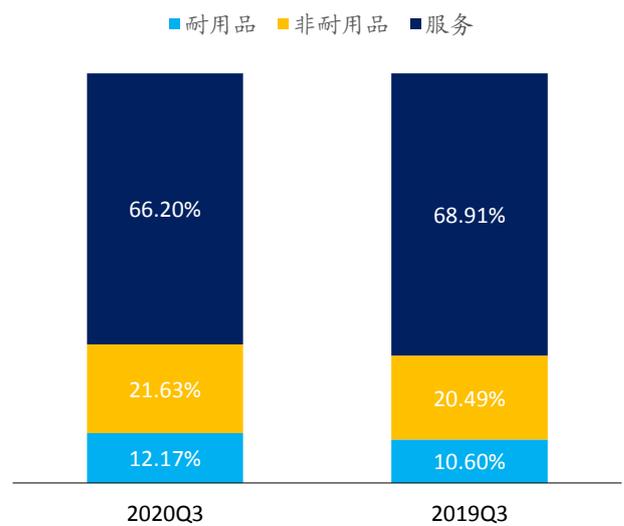
以2019年三季度为参考,整体消费的68.91%由服务型消费构成,而到了2020年三季度,服务消费结构占比下降2.71个百分点,而耐用品和非耐用品消费占比分别上升1.57%、1.14%。因此,服务消费的压降撬动了耐用品消费的上升。

图 8: 2020Q3 消费支出分项较 2019Q3 变化



资料来源: WIND、国海证券研究所

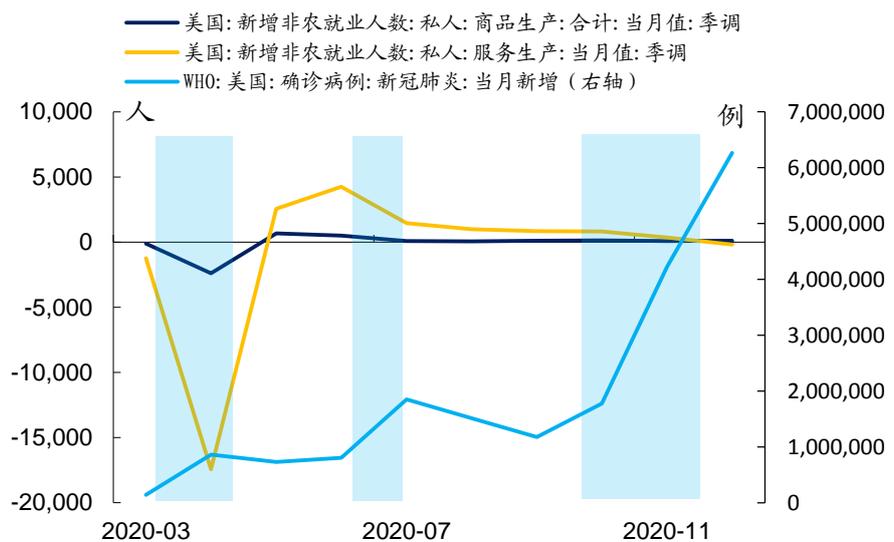
图 9: 服务消费占比受挤压



资料来源: WIND、国海证券研究所

服务消费减少的主要原因有二: 一方面, 服务的供给变少了, 比如疫情刚爆发的时候餐厅只被允许开放室外部分, 或者是仅提供外卖服务。另一方面, 需求也不及疫情前水平, 比如居家办公使得居民对公共交通的需求下降。因此, 消费只能流向实体商品。

图 10: 服务业受疫情影响大



资料来源: WIND、国海证券研究所

3、2021年，美国耐用品消费能延续到何时？

3.1、美国耐用品消费物量已处历史高位

刺激带来的耐用品消费需求增长不可长久持续。从消费物量指数上来看，目前整体商品消费已经处于2012年至今94.29%分位处。消费性的刺激本质上来讲是预支未来的需求，并且，如果2021年疫情真的能随着疫苗的大规模接种而有所好转，预计服务性行业的逐渐回暖，也会让服务消费需求逐渐恢复向疫情前水平靠拢，使得耐用品消费将逐渐向均值回归。

表1：消费物量指数均位于2012年起较高历史分位处

	2020Q4 (%)	2019Q4 (%)	均值	历史分位
商品	6.96	3.71	3.78	94.29%
耐用品	11.94	5.68	6.44	94.29%
机动车辆及零部件	7.43	0.40	4.28	74.29%
家具和家用设备	8.87	4.79	6.54	71.43%
娱乐商品和车辆	21.37	14.16	10.39	94.29%
其他耐用品	9.25	4.32	4.45	94.29%
非耐用品	4.34	2.70	2.49	97.14%
食品	6.20	1.72	2.62	88.57%
服装	-0.74	3.53	1.17	8.57%
能源类	-10.16	-1.16	-0.86	2.86%
其他非耐用品	8.59	4.39	3.87	97.14%

资料来源：WIND、国海证券研究所

3.2、美国耐用品消费环比增速在3月前见顶

2021年耐用品消费需求能延续到什么时候呢？为了回答这个问题，我们对2021年耐用品消费情况进行量化测算，我们逐项拆分BEA披露的个人可支配收入明细表，不难发现上一轮刺激中能够直接对个人可支配收入产生影响的一共有三项：1、直接发放的现金支票，2、失业人口的每周额外补助，3、薪酬保护计划。

对比新一轮9000亿美元版本的刺激法案和2020年3月份的Cares法案，本轮9000亿美元法案个人转移支付规模，大约为Cares法案的1/2。

表2：两轮刺激法案对比

对象	2020年第一轮刺激法案《CARES法案》	2020年第二轮刺激法案
个人直接补助	对于2019年收入少于75000美元个人给予一次性1200美元补助，儿童另加500美元补助，对于2019年收入超过75000美元个人实施超额部分抵减，2019年收入超过99000美元个人无补贴，总计2920亿美元	对于2019年收入少于75000美元个人（包括儿童）给予一次性600美元补助，对于2019年收入超过75000美元个人实施超额部分5%抵减补助
失业个人补助	失业个人每周可领取600美元补助直至2020年7月底，总计	自2020年12月27日起，至2021年3月14日，失业个人

	2600 亿美元	每周可领取 300 美元补助
小微企业	6600 亿美元用于薪资保护计划	总计 3250 亿美元用于小微企业补助，其中 2840 亿美元用于薪资保护计划，并且，受益范围扩大至地方报纸、电视、电台等行业
大型企业	发放贷款帮助航空业等大型企业，总计 5000 亿美元	未涉及
租房者补助	未涉及	总计 250 亿美元预算用于补助租房者
儿童保护计划	总计 420 亿美元用于儿童、家庭补贴	总计 100 亿美元补贴儿童看护机构；2500 万美元补贴早教班
州政府支持	1500 亿美元	未涉及
税务减免	总计 2970 亿美元	未涉及
教育补助	总计 320 亿美元	总计 820 亿美元补助，其中，543 亿美元用于公立学校补助；227 亿美元用于公立及私立高等教育补助；17 亿美元用于少数族裔学校补助
医院、卫生补贴	医药、口罩、通风设备置办及疫苗研发费用，CDC 补贴等，共计 1000 亿美元	未涉及
核酸检测及追踪	未涉及	总计 224 亿美元用于新冠核酸检测及追踪
疫苗发放	未涉及	州及联邦政府将接受疫苗分发补贴；200 亿美元用于采购新疫苗，90 亿美元将会用于补助疾控中心，30 亿美元用于疫苗储备
运输行业补助	航空业部分支付款项由政府承担，但需要用股权来置换；250 亿美元用于空运系统补贴；10 亿美元用于补助 Amtrak(美国一家铁路运输公司)；100 亿美元用于补助各机场；40 亿美元用于补助空运业务税赋。	150 亿美元用于补贴航空公司员工薪资；10 亿美元用于承包商工资补贴；10 亿美元用于补助 Amtrak(美国一家铁路运输公司)；140 亿美元用于补助空运；20 亿美元用于补助长途巴士；100 亿美元用于补助州立高速公路
银行业补助	未涉及	总计 120 亿美元用于补助向低收入及少数群体发放小微贷
娱乐行业补助	未涉及	总计 150 亿美元用于补助独立电影公司、流媒体公司及文化公司
农业补助	未涉及	总计 120 亿美元用于补助农民
邮政服务补助	总计 100 亿美元用于 USPS 补贴	总计 100 亿美元用于 USPS 补贴

资料来源：WIND、国海证券研究所

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_18304

