

2021 年 04 月 13 日

3 月出口回落，结构继续切换

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

● 3 月出口增速回落；消费品出口普遍下滑，部分中间品及资本品出口表现亮眼

3 月出口增速回落；结构继续分化，消费品出口普遍下滑，部分中间品及资本品出口加速增长。3 月出口同比增长 30.6%，不及预期 38%、较前值回落；剔除基数影响，3 月出口两年复合增速 10.3%，不及前 2 个月的 15.2%。主要出口商品中，防疫物资及消费品出口普遍下滑。相反，包括稀土、集成电路、钢材等在内的资本品或中间品，出口表现较好。其中，集成电路出口复合增速高达 21.3%。国别视角来看，3 月对美国、欧盟出口维持高位，对日韩、东盟、金砖四国等出口大幅下滑。3 月对美国、欧盟出口的两年复合增速为 23.8%、20.8%，仍然维持高位。相反，对东盟、金砖四国、中国台湾、日韩出口的两年复合增速，分别由 21.6%、21.8%、23.2%、25.3% 回落至 3.7%、6.5%、12.5%、15.5%，下滑幅度较大。

● 出口增速下滑及结构切换背后，是替代效应不断衰减、海外产能持续修复

我国出口中，消费品出口占比最高；海外产能恢复、替代效应衰减等，拖累消费品及总出口增速回落。2020 年，受益于海外主要经济体复工复产缓慢，以及疫情反复、持续提振商品消费等，中国消费品出口持续高增。但 2021 年初以来，海外主要经济体复产的加快，使中国出口中的替代效应持续衰减。同时，伴随疫情改善及长端利率大幅上行，美国等发达经济体的商品消费开始显露“见顶”迹象。中间品及资本品出口加速增长，缘于海外主要经济体复产进程不断推进。2020 年 3 季度以来，美、欧及主要生产型经济体纷纷加快复工复产。最新数据显示，美国产能利用率水平已达疫情前的 96%；韩国、德国、日本也分别达到 99%、99%、91%。海外产能的修复加快，持续带动了中国部分中间品及资本品的出口增长。

● 替代效应将持续拖累出口表现；关注服务于生产、投资及居民外出的出口行为
受替代效应衰减影响，中性情景下，2021 年出口全年增速或达 15% 上下，分季度来看，呈现逐季下滑态势。综合考虑主要经济体的疫苗推广进度，以及全球经济的复苏节奏等，替代效应对中国出口的支持将在下半年明显减弱。中性情景下，中国 2021 年 2-4 季度出口增速将分别为 21%、5%、-5%，全年增速在 15% 上下。悲观、乐观情景下，中国出口增速仍将逐季下滑，全年增速分别在 4%、27% 左右。
重点关注服务于海外工业生产、资本开支及居民外出等经济活动的出口贸易行为。伴随疫苗大规模推广，推动海外主要经济体工业生产、资本开支及居民外出等活动修复加快，中国的鞋帽伞、服装服饰、化学原料、通用设备、矿产品等的出口有望逐渐“摆脱”前期疲软表现，进入加速改善通道。数据显示，2020 年 4 季度以来，中国对美欧的鞋帽伞及部分通用设备的出口已连续多个月快速改善。

● 风险提示：疫苗有效性不及预期。

相关研究报告

目 录

1、 3 月出口表现：出口增速有所回落，出口结构继续切换.....	3
2、 出口增速回落及结构切换背后，是替代效应衰减、海外产能恢复.....	4
3、 替代效应将持续拖累出口表现；出口结构的切换仍将延续.....	6
4、 风险提示	8

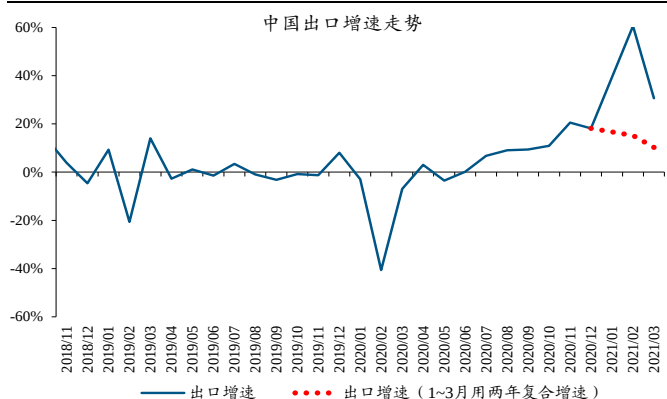
图表目录

图 1： 3 月，中国出口增速有所回落	3
图 2： 1 季度，中国出口增速有所回落	3
图 3： 中国对美、欧出口增速高企，对东盟出口大幅回落.....	3
图 4： 中国对日韩、金砖四国和中国台湾出口明显回落.....	3
图 5： 中国主要商品出口增速走势	4
图 6： 美国消费品的进口开始显露“见顶”迹象.....	4
图 7： 1-2 月，中国在美国进口中的占比加速下滑	4
图 8： 中国对美国机电音像设备、塑料等出口增速回落.....	5
图 9： 中国对欧盟机电音像设备等出口增速回落	5
图 10： 美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复.....	5
图 11： 德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复.....	5
图 12： 韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的 96%以上.....	5
图 13： 美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种	6
图 14： 美国、欧盟的疫苗接种量领跑	6
图 15： 疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善	6
图 16： 美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫	6
图 17： 中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势（更新）	7
图 18： 中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间.....	7
图 19： 中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间.....	7
图 20： 疫情改善下，美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快	7

1、3月出口表现：出口增速有所回落，出口结构继续切换

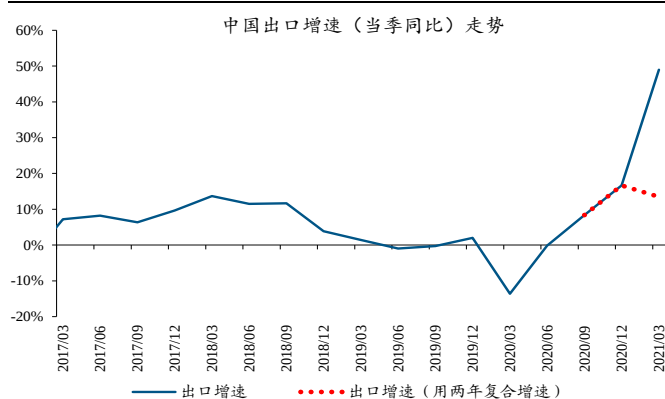
3月出口增速回落；分国别来看，对美欧出口增速维持高位，对新兴国家出口增速大幅下滑。具体来看，3月出口同比增长30.6%，不及预期的38%。剔除基数影响，3月出口两年复合增速10.3%，不及前2个月的15.2%；1季度总体出口复合增速为13.5%，也较前2个月的复合增速回落。分国别来看，3月中国对美国、欧盟出口的两年复合增速分别由36.9%、28%回落至23.8%、20.8%，仍然维持高位。相反，我国对东盟、金砖四国、中国台湾、日韩出口的两年复合增速，分别由21.6%、21.8%、23.2%、25.3%回落至3.7%、6.5%、12.5%、15.5%，下滑幅度较大。

图1：3月，中国出口增速有所回落



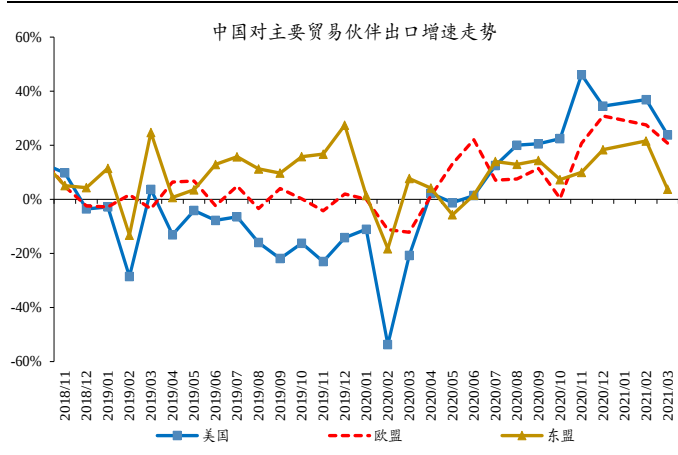
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：1季度，中国出口增速有所回落



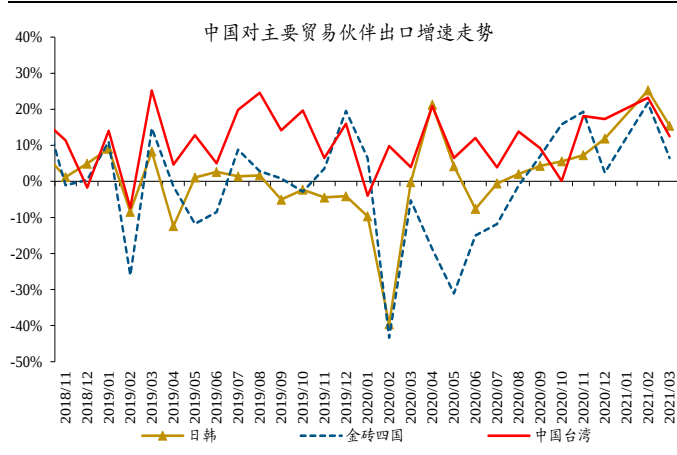
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：中国对美、欧出口增速高企，对东盟出口大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-3月用两年复合增速）

图4：中国对日韩、金砖四国和中国台湾出口明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-3月用两年复合增速）

分商品来看，与海外居民消费端相关的出口普遍回落，而与工业生产、资本开支相关的出口表现亮眼。主要商品出口中，除了医疗仪器等防疫物资相关的商品出口继续回落外，玩具、家具、灯具、服饰、箱包等消费品，3月出口的两年复合增速分别为16.1%、11.9%、9.7%、5.3%、-5.4%，较前两月明显下滑。相比消费品，包括稀土、集成电路、钢材等在内的资本品或中间品，出口表现较好。其中，稀土、集成电路的3月出口复合增速分别高达26.9%、21.3%。

图5：中国主要商品出口增速走势

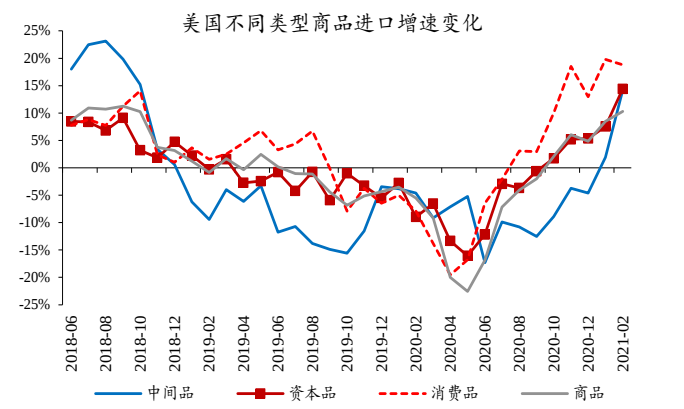
主要商品出口同比增速变化（%）													
日期		2021/3 (复合增速)	2021/1~2 (复合增速)	2021/1~3 (复合增速)	2020/12	2020/11	2020/10	2020/9	2020/8	2020/7	2020/6	2020/5	2020/4
总出口		10.3	15.2	13.5	18.1	21.1	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4
防疫	纺织纱线、织物及制品	1.5	13.5	9.4	11.7	21.0	14.8	34.7	47.0	48.4	56.7	77.3	49.3
	医疗仪器及器械	19.1	27.7	24.5	24.3	38.2	30.0	30.9	38.9	78.0	100.0	88.5	50.3
消费品	塑料制品	12.9	19.9	17.4	90.2	112.9	97.9	95.9	90.6	90.6	84.1	54.4	63.8
	家具及其零件	11.9	15.7	14.5	27.5	41.9	32.3	30.6	24.0	23.1	8.4	-15.5	-13.3
	玩具	16.1	19.7	18.4	31.5	49.9	22.4	7.4	2.0	21.1	-5.0	-10.4	-11.0
	陶瓷产品	9.8	6.4	7.4	18.6	19.6	3.5	2.2	2.7	20.1	4.6	-15.0	-18.6
	中药材及中式成药	-2.5	5.6	2.5	5.3	-6.8	0.4	-2.0	6.0	-5.2	11.2	4.7	13.7
	水海产品	-5.0	-1.2	-2.5	-2.5	8.2	-6.0	1.9	2.1	-0.6	-9.8	-19.3	-15.6
	汽车（包括底盘）	22.6	42.6	34.8	13.7	38.5	15.1	2.9	-2.7	-8.9	-18.6	-7.7	25.1
	灯具、照明装置及其零件	9.7	31.8	25.3	23.3	46.7	37.9	41.4	17.8	26.0	9.9	3.3	-3.1
	粮食	-5.8	0.8	-2.0	-30.0	-28.6	-28.6	-9.4	-41.0	-30.2	-7.2	1.7	-10.4
	箱包及类似容器	-5.4	0.5	-1.3	-16.6	-9.1	-20.3	-19.1	-23.5	-23.2	-31.9	-43.2	-39.9
	服装及衣着附件	5.3	9.5	8.2	-0.3	3.6	3.7	3.2	3.2	-8.5	-10.2	-26.9	-30.3
	成品油	-9.3	-5.8	-6.8	-46.2	-58.2	-31.5	-55.9	-38.8	-68.2	-62.0	-52.0	-2.4
	鞋靴	-3.3	2.9	1.2	-21.2	-22.2	-23.5	-25.3	-27.4	-28.9	-30.2	-30.6	-26.3
	家用电器	34.5	36.5	35.8	23.5	20.6	16.7	14.2	10.5	6.2	0.7	-4.5	-7
		手机	9.9	16.0	13.9	0.9	-0.9	-5.9	-3.1	5.5	3.0	-3.2	-8.6
中间品&资本品	汽车零配件	9.1	16.1	13.6	24.2	41.9	31.3	22.7	12.2	-6.2	-18.1	-29.3	-5.1
	肥料	14.1	-8.4	0.4	31.3	14.6	49.1	-1.4	-4.4	-28.7	-1.2	-28.8	-32.1
	集成电路	21.3	19.2	19.9	39.4	26.4	13.9	17.6	10.9	15.9	8.4	18.7	7.0
	音视频设备及其零件	-16.1	-8.6	-11.2	5.5	4	1.5	-0.5	-3.8	-7.7	-11.9	-14	-14.5
	液晶显示板	7.5	7.8	7.7	27.8	19.5	3.5	-2.5	-3.3	-3.5	-11.5	-27.5	-19.4
	自动数据处理设备及其零部件	11.5	14.5	13.4	11.6	9.5	8.4	7.8	5.1	2.5	-0.6	-1.5	-9.3
	稀土	26.9	3.7	11.8	39.6	-12.8	-23.2	-37.1	-32.4	-48.8	-40.6	-25.0	-19.8
	通用机械设备	9.2	17.4	14.5	7.5	6.7	5.4	4.4	2.9	1.8	1.1	-0.1	1.2
	船舶	-3.7	-2.2	-2.6	-42.5	-2.6	-13.9	16.4	-8.7	1.7	14.3	-40.2	-12.0
	未锻轧铝及铝材	-2.1	3.5	1.5	2.6	1.0	-0.9	-2.1	-15.8	-24.9	-31.2	-30.7	-9.7
	钢材	13.1	1.7	6.1	19.7	2.1	-7.7	-16.8	-18.6	-21.9	-23.5	-23.2	-5.7

数据来源：海关总署、开源证券研究所

2、出口增速回落及结构切换背后，是替代效应衰减、海外产能恢复

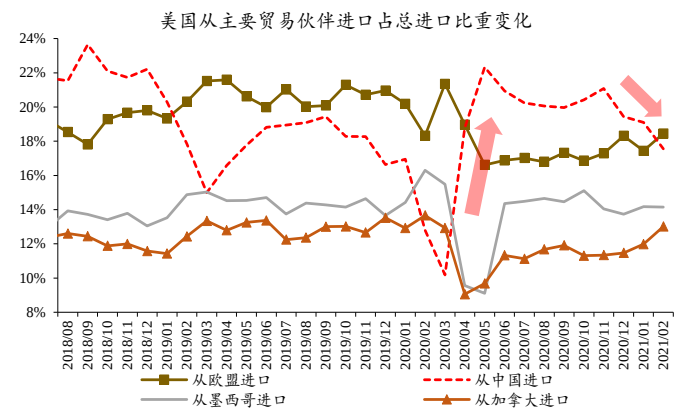
消费品的出口回落，或与替代效应衰减，以及美国等发达经济体的商品消费增速接近见顶等有关。2020年，受益于海外大部分经济体复工复产缓慢，以及疫情反复、持续提振商品消费等（如疫情催生宅经济相关消费需求，以及疫情爆发后的宽松流动性环境提振地产后周期相关消费需求），中国的消费品出口持续、大幅增长。不过，上述支撑消费品出口高增的逻辑，从2021年初开始逐渐发生改变。一方面，伴随疫情形势改善及长端利率大幅上行，美国等发达经济体的商品消费开始显露“见顶”迹象。同时，海外主要经济体复产的加快，使中国出口中的替代效应持续衰减。

图6：美国消费品的进口开始显露“见顶”迹象

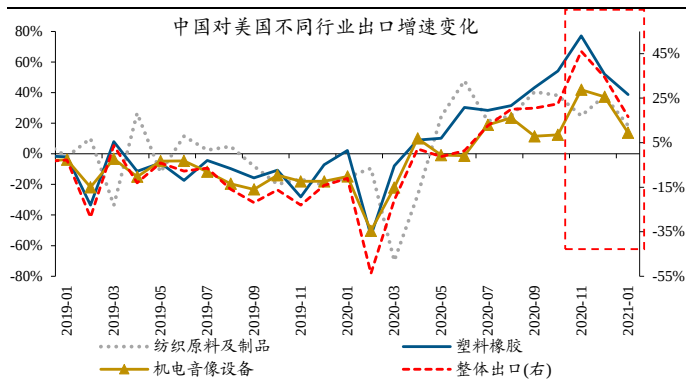


数据来源：Wind、开源证券研究所

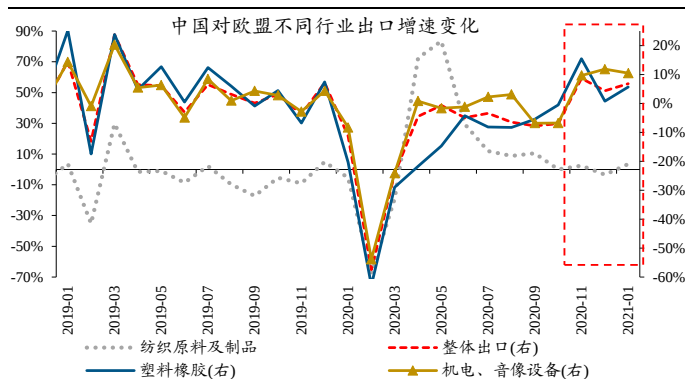
图7：1-2月，中国在美国进口中的占比加速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

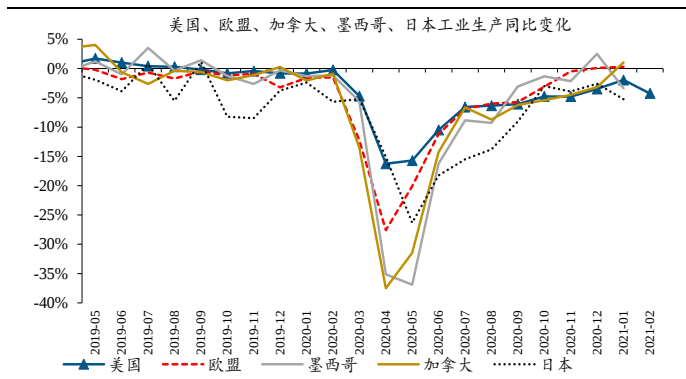
图8：中国对美国机电音像设备、塑料等出口增速回落


数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2月出口使用复合增速）

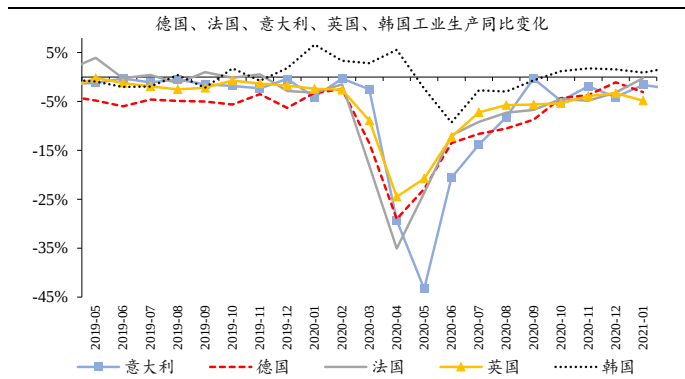
图9：中国对欧盟机电音像设备等出口增速回落


数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2月出口使用复合增速）

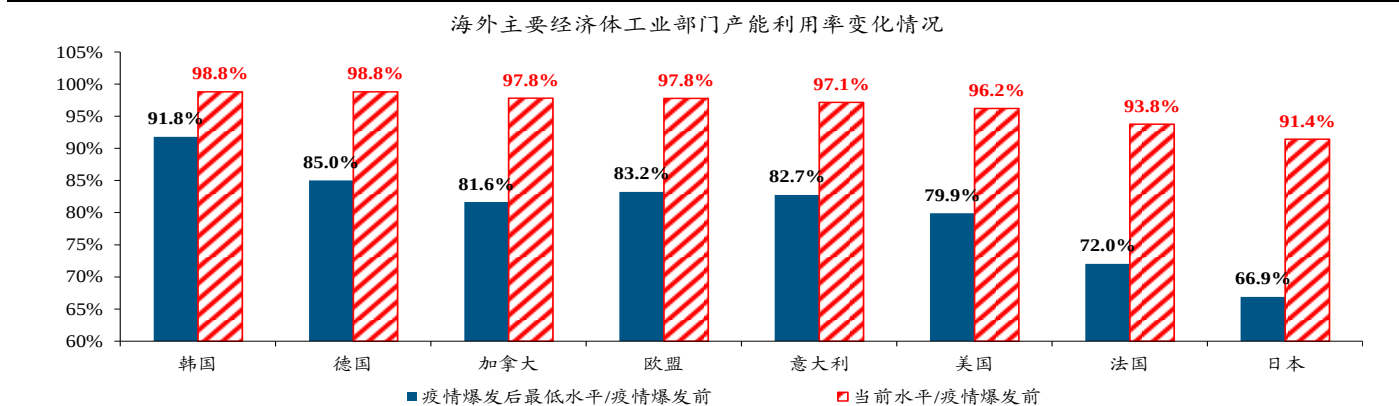
与海外工业生产、资本开支相关的商品出口大增背后，是海外主要经济体的产能修复持续加快。在经历大范围停产、以及疫情反弹拖累复产进程等阶段后，美国、欧盟，以及墨西哥、加拿大、韩国、日本等生产型经济体，在不断提升应对疫情的能力后，自2020年3季度起，纷纷开始加快推进复工复产工作。最新数据显示，美国产能利用率水平已达疫情爆发前的96.2%；韩国、德国分别达到98.8%、98.8%，产能恢复相对较慢的日本也已超过90%。海外主要经济体产能的加速修复，直接带动了中国与工业生产、资本支出相关的中间品或资本品的出口增长。

图10：美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复


数据来源：Wind、开源证券研究所

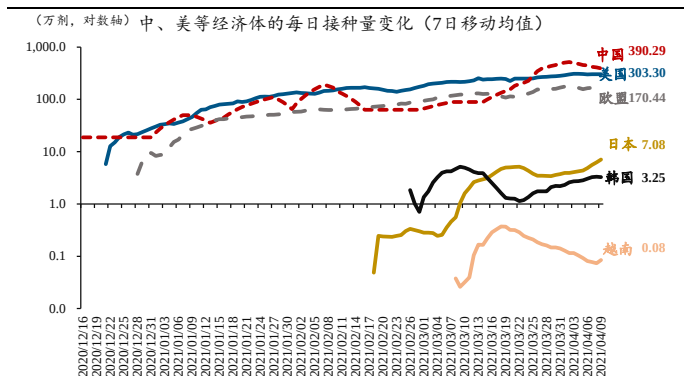
图12：韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的96%以上


数据来源：Wind、开源证券研究所（将疫情爆发前的产能利用率设定为100%，进行标准化处理）

3、替代效应将持续拖累出口表现；出口结构的切换仍将延续

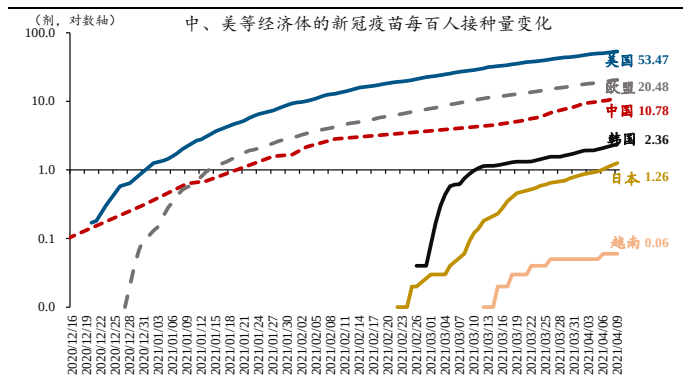
新冠疫苗的大规模推广，将推动美、欧以及主要生产型经济体的复工复产进程进一步加快。2020 年底新冠疫苗入市以来，美国、欧盟、英国、墨西哥、加拿大、韩国等先后开启接种工作。从实际效果来看，疫苗推广进度持续领先的美国、英国，疫情形势均较接种工作开启前明显改善，以工业生产为首的线下经济活动的修复进程也显著加快。基于疫苗供应及接种情况来看，美国、英国分别有望在 6 月、7 月达到群体免疫所需的接种要求，欧盟、韩国、墨西哥、加拿大也将随后跟上。疫苗的大范围推广，将有助于海外主要经济体的产能加速回归正常。

图13：美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种



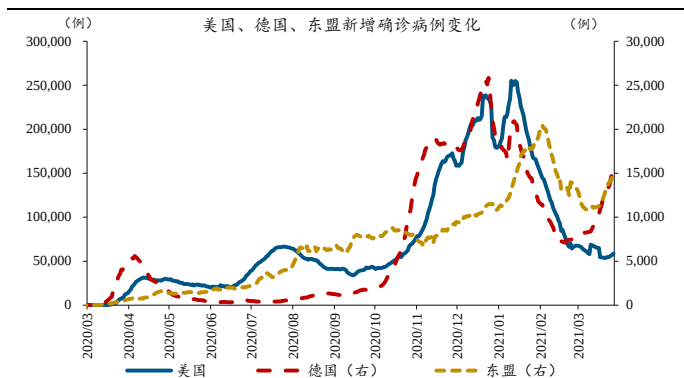
数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图14：美国、欧盟的疫苗接种量领跑



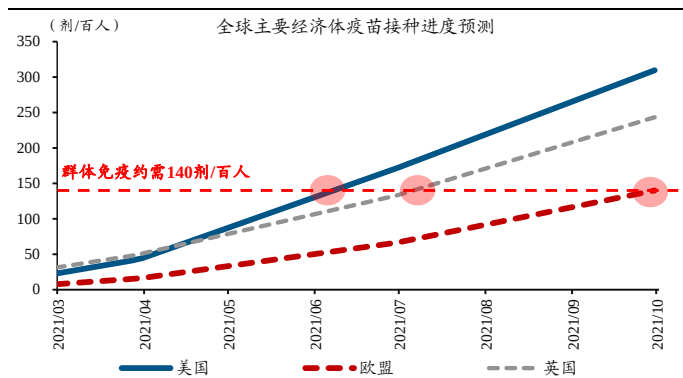
数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图15：疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善



数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图16：美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫

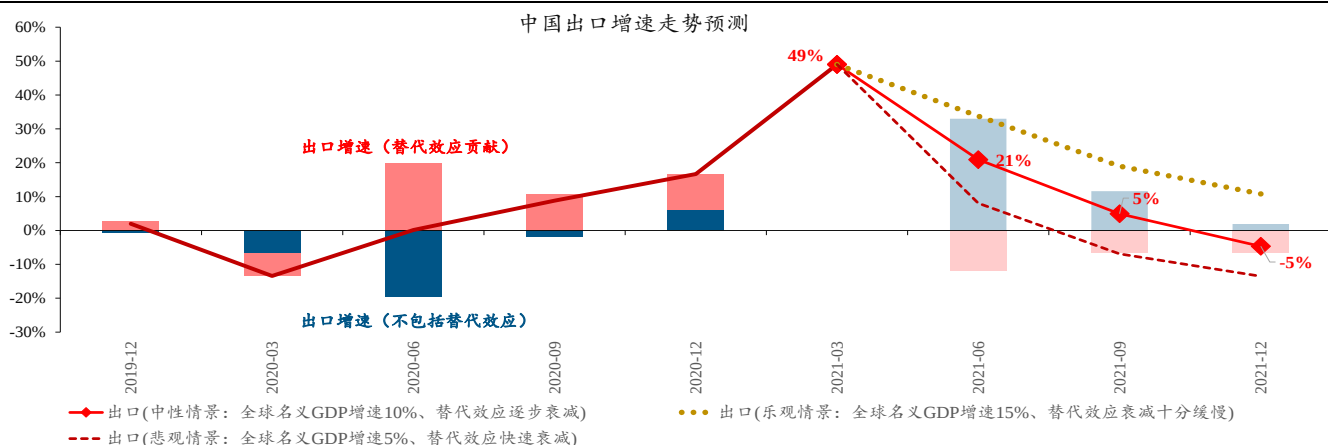


数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

由于消费品出口占比较高，海外产能恢复、推动替代效应不断衰减，将持续拖累中国出口表现；中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15% 左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势。中性情景下，假设 2021 年全球经济稳步改善，名义 GDP 增速达到 10% 左右；同时，伴随主要经济体疫苗加速推广、产能逐渐恢复正常，中国出口中的替代效应将不断衰减。上述背景下，中国 2021 年 2-4 季度出口增速将分别为 21%、5%、-5%，全年增速在 15% 上下。悲观、乐观情景假设下，中国出口增速仍然将逐季下滑，全年增速分别达到 4%、27% 左右^①。

^① 悲观情景下，假设中国出口中的替代效应快速衰减；同时，全球名义 GDP 增速在 5% 左右。乐观情景下，假设中国出口中的替代效应衰减十分缓慢；同时，全球名义 GDP 增速在 15% 上下。

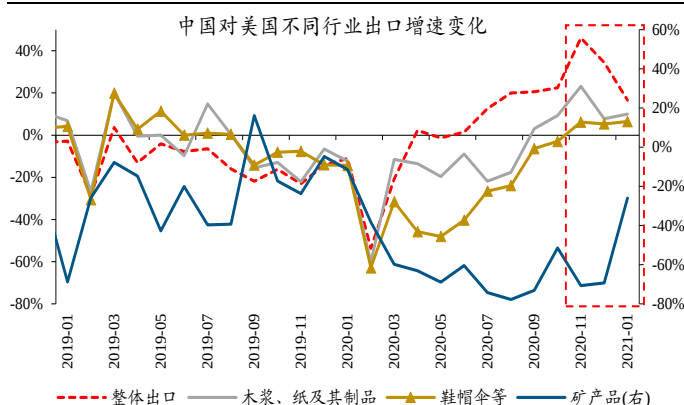
图17: 中性情景下, 2021年中国全年出口增速或达到 15%左右, 分季度来看, 呈现逐季下滑走势 (更新)



数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

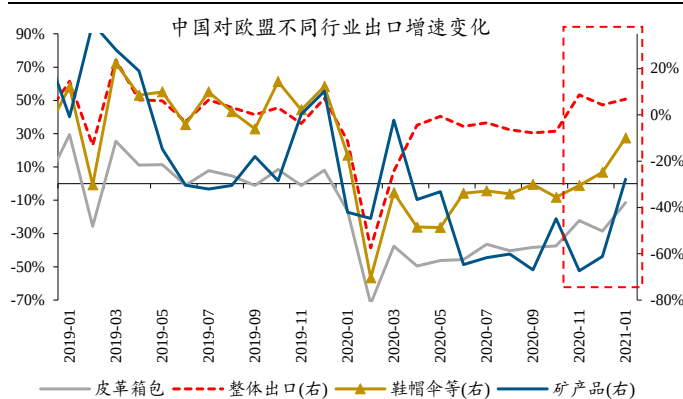
未来一段时间, 重点关注服务于海外工业生产、资本开支及居民外出等经济活动的出口贸易行为。伴随疫苗大规模推广, 推动海外主要经济体的工业生产、资本开支及居民外出等经济活动修复显著加快, 中国的鞋帽伞、服装服饰、化学原料、通用设备、矿产品等行业的出口有望逐渐“摆脱”前期疲软表现, 进入加速改善通道。从数据来看, 2020年4季度以来, 中国对美、欧的鞋帽伞、矿产品等行业的出口已连续多个月快速改善。

图18: 中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间



数据来源: Wind、开源证券研究所 (1-2月出口使用复合增速)

图19: 中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间



数据来源: Wind、开源证券研究所 (1-2月出口使用复合增速)

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_19119

