

2021年04月11日

出口形势，全景展望

——宏观经济专题

宏观研究团队

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

2021年，出口形势的判断，是宏观研判最核心的因素之一，然而市场分歧一直较大。本文对此作了全面深入分析，可供参考。

● 2020年出口高增的原因：受益海外产需缺口下的“替代效应”

2020年，中国出口持续高增，并成为全球少数几个出口正增长的经济体之一。受疫情爆发等拖累，2020年全球出口增速大幅下滑至-9.2%，刷新2016年以来新低。主要经济体中，法国、英国、美国、加拿大的出口增速均回落至-10%以下。然而，与全球及美、英等的出口表现完全不同，中国出口全年同比增长了3.6%。中国出口表现亮眼，与“替代效应”的支持息息相关。凭借最早走出疫情、最先复工复产，中国在2020年快速成为承接全球需求的生产中心。在不断替代其他生产受疫情压制的经济体的产能过程中，中国出口在全球的份额大幅提升了1.1个百分点。出口份额的提升，最终拉动中国出口6.5个百分点、贡献率超过150%。

● “替代效应”未来演绎路径：衰减已经开始，影响加速显现

伴随应对疫情的能力不断提升，美、欧及主要生产型经济体的产能均已进入修复通道；疫苗的加速推广，有望推动产能修复速度进一步加快。通过不断提升应对疫情的能力，美、欧以及主要生产型经济体从2020年3季度起，纷纷开始加快复工复产。疫苗的加速推广，将有利于复产进一步加速。从疫苗接种情况来看，美国最快有望在6月上旬接近群体免疫，英、欧以及其他生产型经济体也将逐步跟上。目前，主要经济体的产能利用率水平均已恢复至疫情爆发前的90%以上；同时，中国新出口订单的表现也较为疲软。Wind数据显示，美国产能利用率水平已达疫情爆发前的96.2%；同时，韩国、德国、意大利、法国分别达到98.8%、98.8%、97.1%、93.8%，产能恢复相对较慢的日本也已超过90%。海外产需缺口收窄下，中国出口的领先指标制造业PMI新出口订单指数，已经连续多个月表现疲软。

● 出口形势展望：“替代效应”拖累出口增速，但结构分化会加大

随着海外主要经济体复产加快、导致替代效应不断衰减，中国1-2月出口及此前表现强势的部分行业的出口，已较高点回落。剔除基数影响后，中国1-2月出口的复合增速为15.2%，不及2020年11月、12月的20.6%、18.1%。国别层面，2020年增长最快的对美国、欧盟出口，1-2月的复合增速也见顶回落。前期受替代效应支持较大的塑料橡胶、杂项制品等行业的出口增速，同样较前期高点下滑。中性情景下，2021年出口全年增速或达到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。中性情景假设下，中国2021年1-4季度出口增速将分别为54%、21%、5%、-5%，全年增速在15%上下。悲观、乐观情景下，中国出口增速仍然将逐季下滑，全年增速分别达到4%、27%左右。

● 风险提示：病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

相关研究报告

目 录

1、 出口形势，全景展望	4
1.1、 2020 年出口高增的原因：受益海外产需缺口下的“替代效应”	4
1.2、“替代效应”未来演绎路径：衰减已经开始，影响加速显现	6
1.3、 出口形势展望：“替代效应”拖累出口增速，但结构分化会加大	9
2、 大类资产回溯：全球主要股指多数上涨	12
3、 重点关注：美国 3 月零售销售	14
4、 数据跟踪：美国 3 月非制造业 PMI 远超预期	14
4.1、 美国数据	14
4.1.1、 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 远超预期，新订单、商业活动等分项表现亮眼	14
4.1.2、 美国 2 月贸易逆差创历史新高，批发销售环比增速回落	15
4.1.3、 当周 EIA 原油库存减幅超预期，当周初请失业金人数小幅反弹	15
4.2、 欧洲数据	16
4.2.1、 欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数远超预期，2 月失业率维持不变	16
5、 风险提示	16

图表目录

图 1： 2020 年，中国是少数几个出口正增长的经济体	4
图 2： 2020 年，中国出口表现好于大部分生产型经济体	4
图 3： 疫情爆发后，中国对美国、欧盟出口快速恢复	4
图 4： 2020 年，对美欧出口大增，持续支撑中国出口表现	4
图 5： 疫情爆发后，中国率先走出疫情、开启复工复产	5
图 6： 美国对中国进口，领先总进口及对欧盟进口等反弹	5
图 7： 美国疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增	5
图 8： 欧盟疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增	5
图 9： 2020 年，中国在全球出口中的份额大幅提升	6
图 10： 产能替代效应，对中国对美、欧出口的贡献较大	6
图 11： 结合 2019 年的出口份额测算显示，产能替代效应对中国 2020 年出口的同比拉动高达 6.5 个百分点	6
图 12： 美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复	7
图 13： 德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复	7
图 14： 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	7
图 15： 美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种	7
图 16： 美国、欧盟的疫苗接种量领跑	7
图 17： 疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善	8
图 18： 美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫	8
图 19： 美国零售销售同比增速在 2 月出现回落	8
图 20： 美国居民储蓄率出现快速跳升、回落	8
图 21： 美国最新公布的进口数据中，与“宅经济”及地产后周期相关的商品进口增速，已明显回落	9
图 22： 中国对美国、欧盟最新出口增速回落	9
图 23： 中国对日本、韩国最新出口增速回落	9
图 24： 中国对美国纺织品等行业的出口增速回落	10
图 25： 中国对欧盟机电等行业的出口增速回落	10

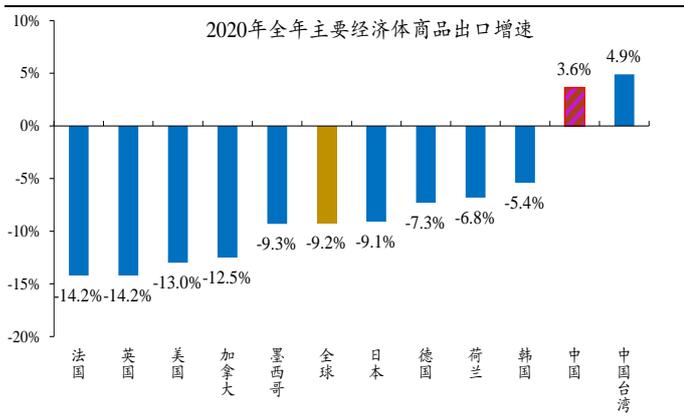
图 26: 中性情景下, 2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右, 分季度来看, 呈现逐季下滑走势	10
图 27: 中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间	11
图 28: 中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间	11
图 29: 疫情改善下, 美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快	11
图 30: 当周, 美元、英镑下跌, 欧元上涨	12
图 31: 当周, 美元指数震荡下跌	12
图 32: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率表现分化	13
图 33: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行	13
图 34: 当周, 全球主要股指多数上涨	13
图 35: 当周, 纳斯达克上涨、恒指下跌	13
图 36: 当周, WTI、Brent 原油价格双双下跌	13
图 37: 当周, COMEX 黄金价格反弹	13
图 38: 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 远超预期	15
图 39: 美国 3 月非制造业新订单、就业等分项表现亮眼	15
图 40: 美国 2 月贸易逆差创历史新高	15
图 41: 美国 2 月批发销售环比增速回落	15
图 42: 美国当周 EIA 原油库存减幅超预期	16
图 43: 美国当周初请失业金人数小幅反弹	16
图 44: 欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数远超预期	16
图 45: 欧元区 2 月失业率维持不变	16

1、出口形势，全景展望

1.1、2020年出口高增的原因：受益海外产需缺口下的“替代效应”

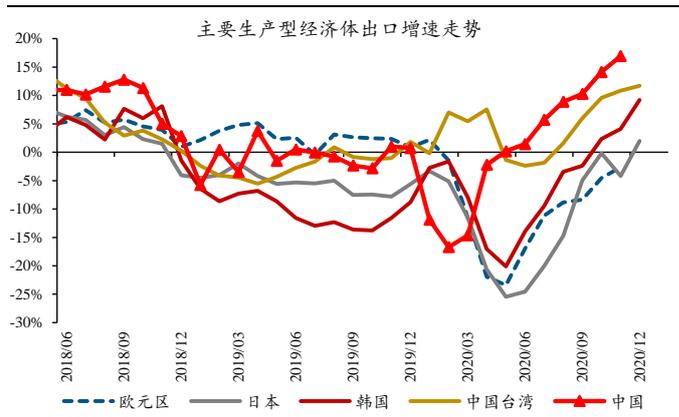
2020年，中国出口持续高增，并成为全球少数几个出口正增长的经济体之一。回顾2020年，受新冠疫情等影响，全球出口增速大幅下滑至-9.2%，刷新2016年以来新低。主要经济体中，法国、英国、美国、加拿大的出口增速均回落至-10%以下，德国、荷兰、韩国的出口也出现明显萎缩。与上述经济体相比，中国出口的表现可谓“出类拔萃”，全年出口同比增长3.6%，成为全球少数几个出口正增长的经济体之一。

图1：2020年，中国是少数几个出口正增长的经济体



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

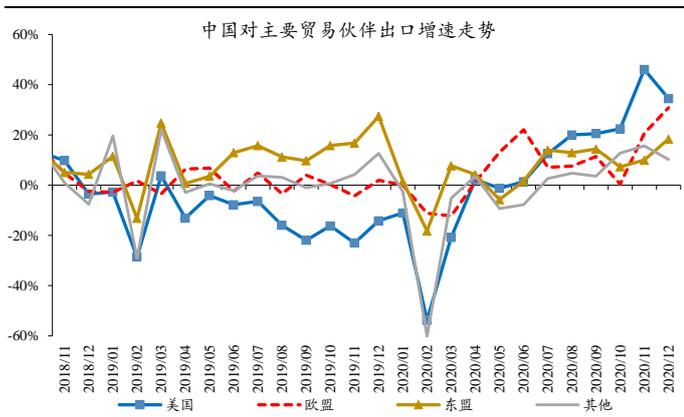
图2：2020年，中国出口表现好于大部分生产型经济体



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

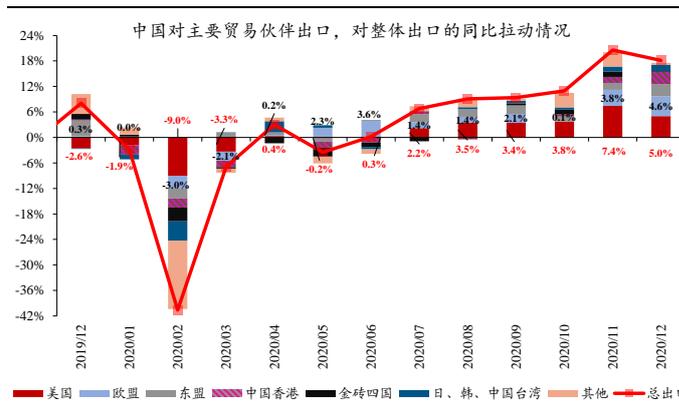
从国别视角来看，对美国、欧盟出口大增，是中国出口表现亮眼的核心支撑。2020年1月至2月，受国内爆发疫情、停工停产等影响，中国出口出现明显回落。但随后自3月起，伴随对美国、欧盟的出口快速恢复，中国出口增速止跌反弹、快速抬升。截至2020年12月，中国对美国、欧盟出口增速分别由前期低点-54%、-12%升至35%、31%，对中国总出口的同比拉动率分别达到了5%、4.6%（贡献率合计过半）。

图3：疫情爆发后，中国对美国、欧盟出口快速恢复



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

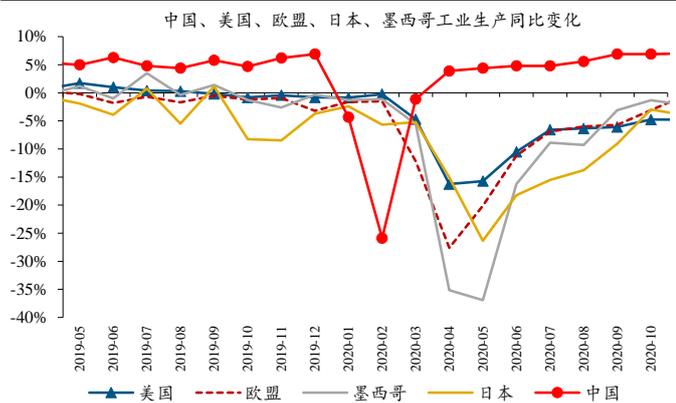
图4：2020年，对美欧出口大增，持续支撑中国出口表现



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

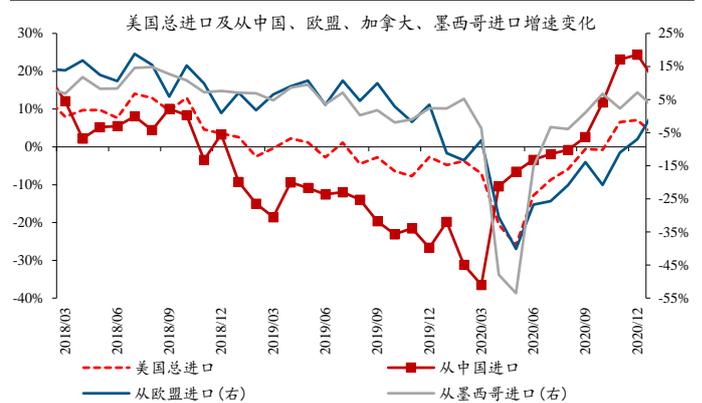
中国对美、欧的出口大增，除了与美、欧自身需求逐步修复相关外，还受到产能替代效应的支持。2020年，不同于美国、欧盟及其他主要经济体，中国最早“走出”疫情，率先复工复产，快速成为承接全球需求的生产中心。Trade map 数据显示，美国、欧盟的进口中，来自中国的占比不断提升，并且绝对水平远超 2019 年同期。与中国情况相反，受停工停产等影响，墨西哥、加拿大、欧盟在美国进口中的占比，以及美国、日本、英国在欧盟进口中的占比，均出现明显回落。

图5: 疫情爆发后，中国率先走出疫情、开启复工复产



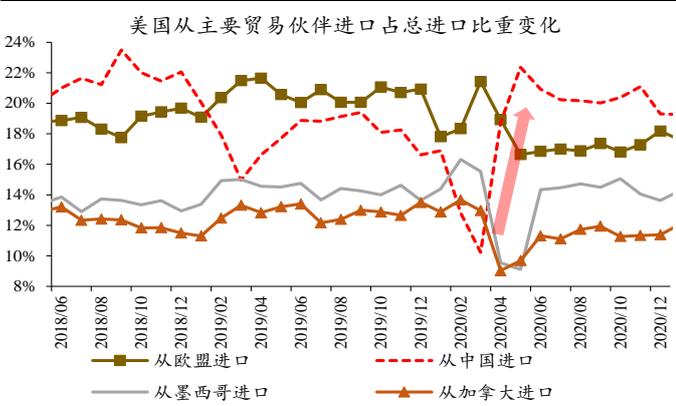
数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

图6: 美国对中国进口，领先总进口及对欧盟进口等反弹



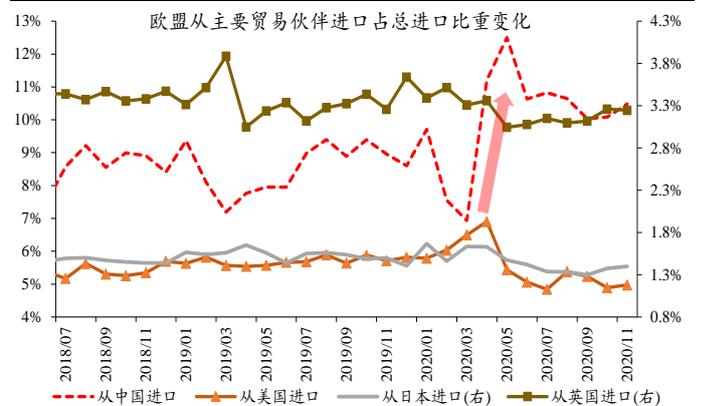
数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

图7: 美国疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增



数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

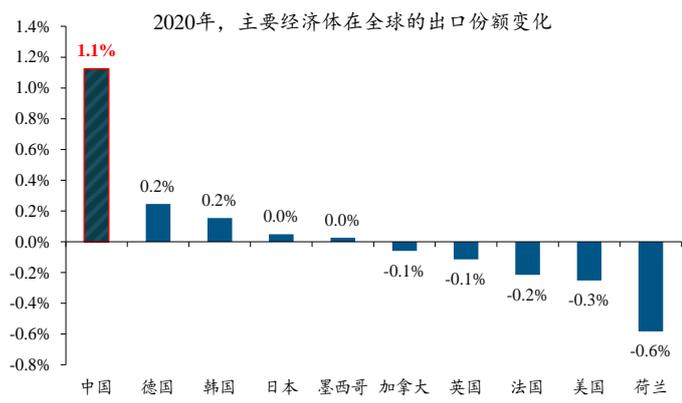
图8: 欧盟疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增



数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

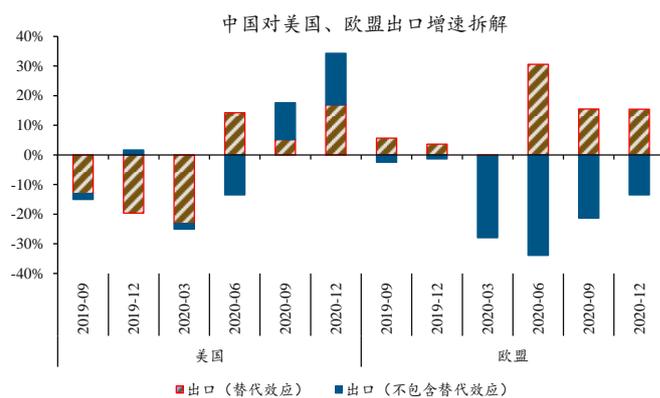
测算结果显示，产能替代效应，对中国 2020 年总出口增长的贡献率超过 150%。凭借更早复工、更快复产，中国 2020 年在全球出口中的份额大幅提升了 1.1 个百分点。跟踪中国对美国、欧盟的出口走势来看，产能替代效应、即出口份额提升，也是中国对美、欧出口增长的重要驱动力。结合 2019 年的出口份额测算显示，产能替代效应对中国 2020 年出口的同比拉动高达 6.5 个百分点，而需求效应的拉动是-2.9%。其中，2-4 季度，替代效应对中国出口的同比拉动分别高达 20、11、10 个百分点。

图9: 2020年, 中国在全球出口中的份额大幅提升



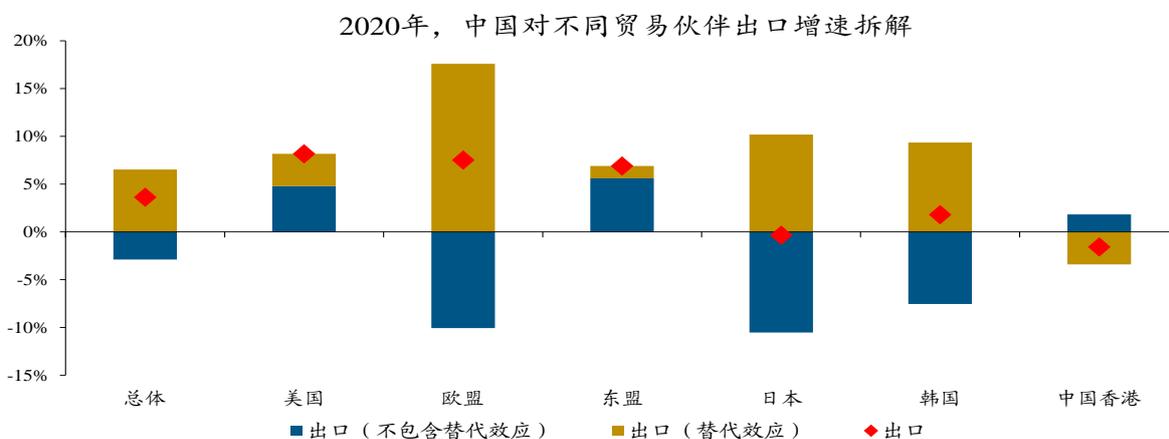
数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

图10: 产能替代效应, 对中国对美、欧出口的贡献较大



数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

图11: 结合 2019 年的出口份额测算显示, 产能替代效应对中国 2020 年出口的同比拉动高达 6.5 个百分点

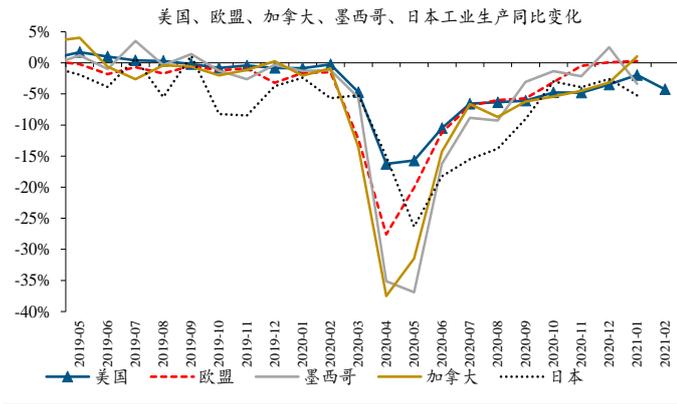


数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

1.2、“替代效应”未来演绎路径: 衰减已经开始, 影响加速显现

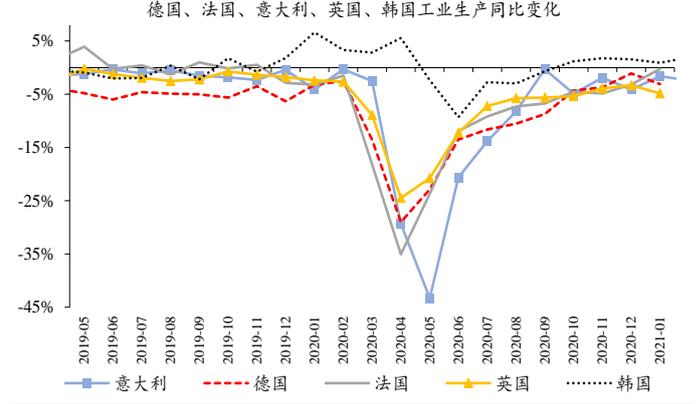
伴随应对疫情的能力不断提升, 美国、欧盟以及主要生产型经济体的产能均已进入修复通道。疫情爆发后, 美国、欧盟, 以及墨西哥、加拿大、韩国、日本等生产型经济体在一段时间内均处于停工停产状态。随后的疫情反复, 也拖累了上述经济体的复工复产进程。不过, 从 2020 年 3 季度起, 在不断提升应对疫情的能力后, 美国、欧盟以及墨西哥、加拿大等纷纷开始加快推进复工复产工作。Wind 数据显示, 韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平, 均已恢复至疫情爆发前水平的 96% 以上。

图12: 美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复



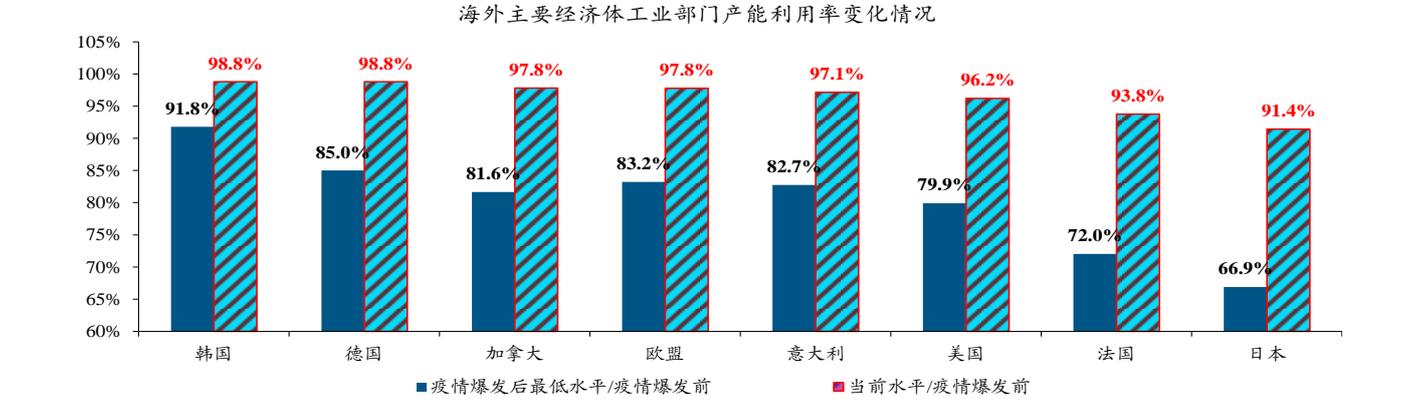
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 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

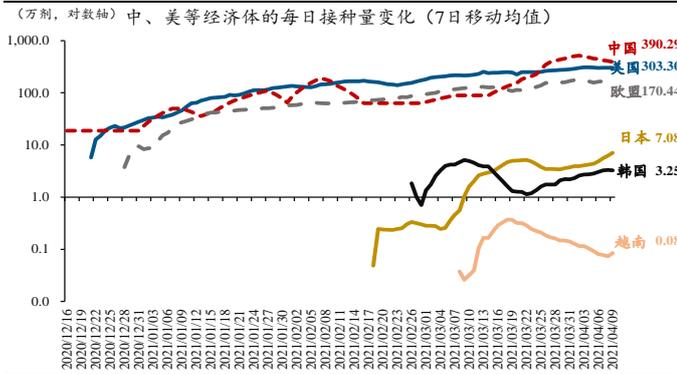
图14: 韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平, 均已恢复至疫情爆发前水平的96%以上



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)

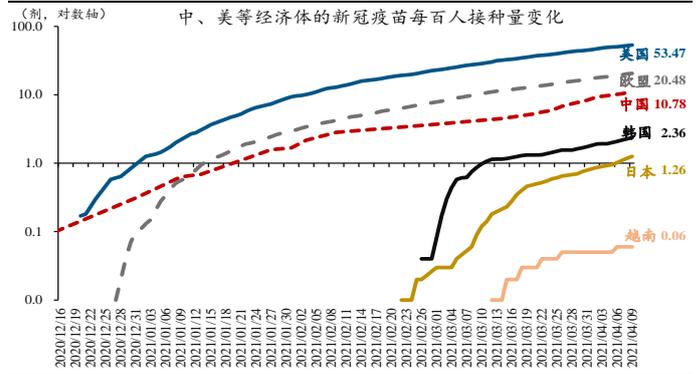
疫苗的大范围推广, 有望推动美国、欧盟以及主要生产型经济体的产能进一步加速修复。2020年12月以来, 美国、欧盟、英国、墨西哥、加拿大、韩国等先后开启疫苗接种工作。从实际效果来看, 疫苗推广速度持续领跑的美国、英国, 疫情形势都已出现明显改善, 工业生产等线下经济活动随之纷纷加速修复。基于疫苗供应及接种情况来看, 美国、英国和欧盟分别有望在6月、7月和10月前后接近群体免疫目标。疫苗大范围推广、疫情加速改善, 将有助于美、欧等产能加速修复。

图15: 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16: 美国、欧盟的疫苗接种量领跑



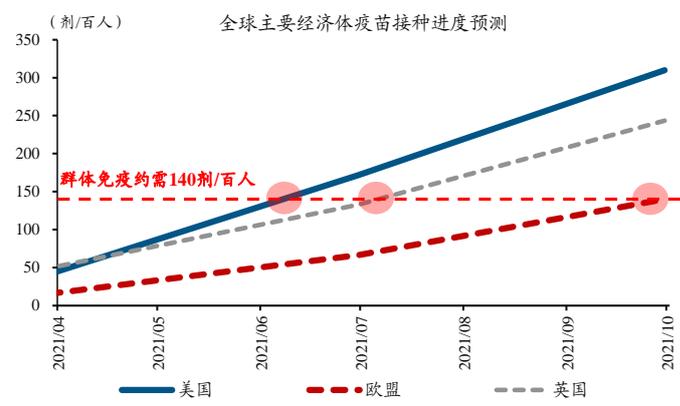
数据来源: Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图17: 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18: 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

产能恢复的同时, 美国、欧盟等在疫情爆发后持续、大幅增长的商品消费需求, 开始出现走弱迹象。疫情爆发后, 美国、欧盟等的商品消费持续大幅增长。这一方面, 与实施了大规模的财政刺激有关; 同时, 如电子音像设备、杂项制品等商品的消费, 还受到“宅经济”相关需求以及低利率环境催生的地产后周期相关需求爆发的推动。不过, Wind 数据显示, 伴随疫情形势改善、财政刺激的边际拉动作用减弱, 以及利率持续上行, 美国的商品消费开始出现走弱迹象。美国最新公布的进口数据中, 与“宅经济”及地产后周期相关的商品进口增速, 已明显回落。

图19: 美国零售销售同比增速在2月出现回落

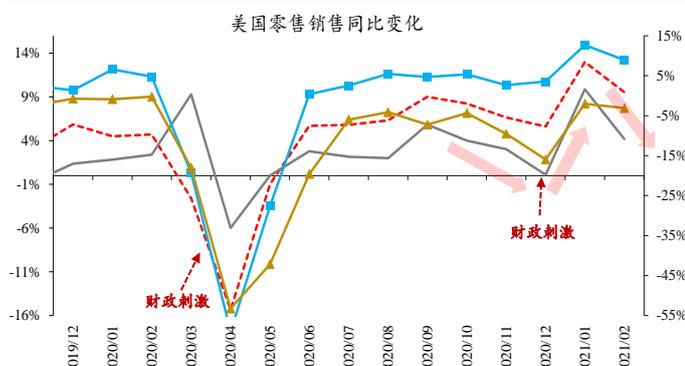


图20: 美国居民储蓄率出现快速跳升、回落



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_19227

