

## 宏观

报告原因：数据点评

## 季节性因素带动出口高增，逐步回落趋势或难改

——11月出口数据点评

2021年12月7日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座  
28层北京市西城区平安里西大街28号  
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件

据海关统计，2021年11月，我国进出口总额达5,793.4亿美元，同比增长26.1%。其中，出口3,255.3亿美元，同比增长22.0%。

### 主要观点

出口再现高增长，季节性因素不可忽视。我国11月出口增速在高基数背景下依然维持高位，除自身韧性外，季节性因素同样不可忽视。在出口金额高增的背后，我们注意到价格因素愈发不可忽视，实际出口景气度已呈现边际回落之势，与此同时，11月出口高增还存在较明显的季节性因素提振，包括春节前“抢出口”、欧美节日集中备货以及海运运价季节性回落等。其中，自10月中下旬开始，高涨的海运运价出现季节性回落，较峰值近乎腰斩，我国此前受高运价成本掣肘的出口企业在此期间加速“抢出口”，或为11月出口高增的重要原因。

对主要伙伴国出口增速多走高，外需短期仍有一定支撑。除日本、法国外，我国11月对其余主要伙伴国出口增速均进一步走高。具体来看，欧美经济复苏动力依旧强劲，叠加供应链问题难缓以及感恩节、圣诞节需求走旺，我国11月对欧美主要伙伴国出口维持较高增长。同时，结合韩国11月贸易数据，一是，韩国进口高增反映韩国国内需求走强提振我国出口，二是，韩国11月出口同比增长32.1%，侧面反映全球贸易共振复苏带动我国出口增长。东盟主要出口国10月疫情开始逐步改善，国内生产与消费逐步复苏，提振我国对其出口。

机电产品延续韧性，传统消费品增速再走高。机电产品出口本月依然延续高增，传统消费品在疫情边际改善及节日拉动下出口增速再走升。地产后周期产品出口剔除基数效应后仍景气。防疫物资出口有所回升，或主因受11月欧洲疫情恶化拉动。撇除价格因素后，中间品出口数量同比增速实际已开始回落，未来或将面临较大下行压力。

出口下行压力难消，对经济增长的支持或有限。我们认为，我国出口景气度支撑有限，2022年或将逐步回落。一是，疫苗接种率加速提升，疫情对全球经济的冲击或将边际趋缓，供需错配逐步修复将使我国归还部分份额。二是，海外政策边际收紧预期较强，外需拉动力或将回落。三是，在能耗双控趋势下相关中间品的产出或将持续受限。此外，美国高通胀背景之下对华关税或有所松动，但中美博弈愈强中依靠关税放松完全对冲出口下行压力或难实现。

## 目录

1. 事件回顾.....	4
2. 事件点评.....	4
2.1 出口再现高增长，季节性因素不可忽视.....	4
2.2 对主要伙伴国出口增速多走高，外需短期仍有一定支撑.....	5
2.3 机电产品延续韧性，传统消费品增速再走高.....	7
2.4 出口下行压力难消，对经济增长的支持或有限.....	9
3.风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：11 月进出口金额双双走高，贸易顺差收窄.....	4
图 2：11 月出口同比增速、环比增速均再度冲高.....	4
图 3：今年 6 月以来主要商品出口价格持续冲高.....	5
图 4：高涨的海运价格 11 月出现季节性回落.....	5
图 5：对日本法国出口同比增速回落，但仍在高位.....	6
图 6：对欧美主要国家出口增速均再走升.....	6
图 7：对韩国及东盟国家出口同比增速均走升.....	6
图 8：韩国出口走旺，反映全球贸易共振复苏.....	6
图 9：机电产品出口 11 月依然延续高增.....	7
图 10：箱包、玩具出口两年复合同比增速再走高.....	7
图 11：剔除高基数效应，地产后周期产品仍景气.....	8
图 12：美国房地产市场持续景气拉动相关产品出口.....	8
图 13：防疫物资出口有所回升.....	8
图 14：欧洲疫情 11 月持续恶化.....	8
表 1：我国对主要伙伴国的两年复合同比增速.....	6
表 2：我国主要出口商品的增速变化.....	9

## 1. 事件回顾

据海关总署最新公布数据，2021年11月，我国进出口总额达5,793.4亿美元，同比增长26.1%（前值24.3%），环比增长12.3%（前值回落5.3%）。其中，出口3,255.3亿美元，同比增长22.0%（前值27.1%），环比增长8.4%（前值回落1.8%）；进口2,538.1亿美元，同比增长31.7%（前值20.6%），环比增长17.7%（前值回落9.7%）。

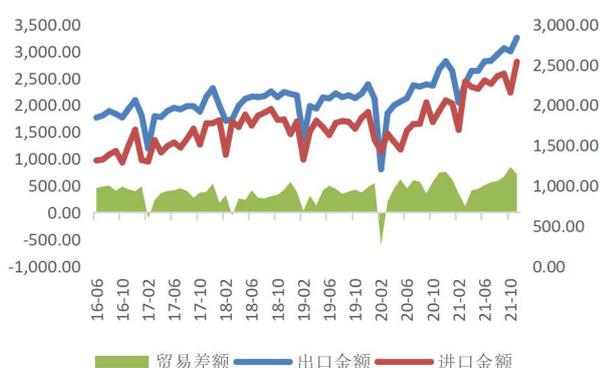
## 2. 事件点评

### 2.1 出口再现高增长，季节性因素不可忽视

进入四季度高基数阶段后，我国出口持续实现超预期高增长，除自身韧性支撑外，季节性因素同样不可忽视。据海关公布数据，我国11月出口总额达3,255.3亿美元，同比增长22.0%，两年复合同比增长21.2%，较前值再走高，且在去年高基数背景下依然维持高位，验证了我们之前有关“出口仍有支撑”的判断。

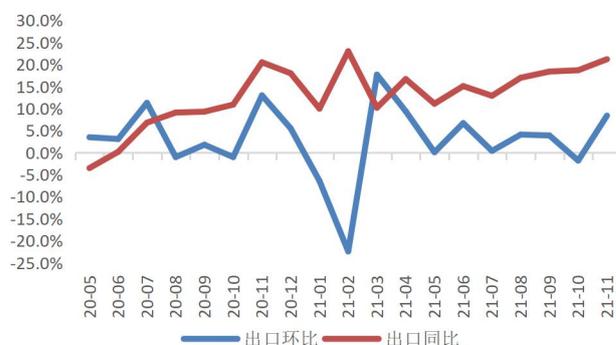
韧性方面，我们此前始终对出口维持较乐观态度，主要是基于以下逻辑：一是，由于海外疫情频频失控，全球供应链修复面临较大阻力，使我国出口的份额效应得以延续。不同于我国的清零政策，在“群体免疫”、“与疫情共存”、“口罩自由”等思路差异之下，海外多国今年以来经历了多次疫情大爆发。下半年Delta变异株的出现使得东南亚国家全面“沦陷”，全球商品供给持续偏紧。二是，需求端始终保持“火热”。无论是无限量QE后“易松难紧”的美联储，还是二季度以来加码宽松维持国内经济修复动力的欧洲央行，均使得我国出口持续受到外需提振。

图 1：11 月进出口金额双双走高，贸易顺差收窄



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：11 月出口同比增速、环比增速均再度冲高

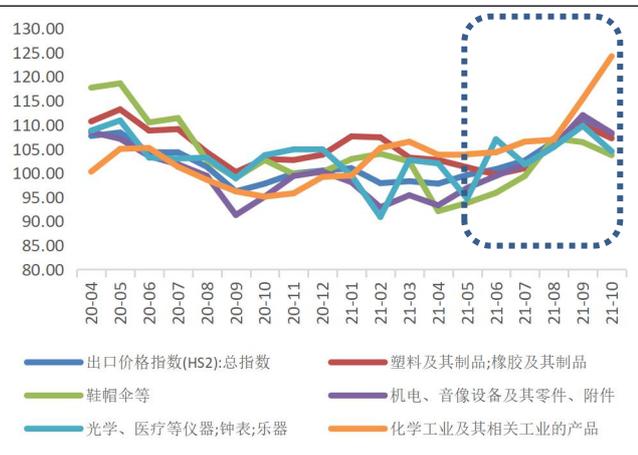


注：2021年出口同比增速为两年复合增速，下文同。

数据来源：Wind，山西证券研究所

然而，近月以来在出口金额高增的背后，我们也注意到价格因素愈发不可忽视，实际出口景气度已呈现边际回落之势，与此同时，11月出口高增还存在较明显的季节性因素提振，包括节日需求走强拉动以及海运运价季节性回落等。我国出口价格指数自今年6月以来持续走高，而撇除价格因素后，主要商品出口数量同比增速显然多有趋缓，实际出口景气度已呈现边际回落之势。季节性因素方面，回顾往年的出口，春节前“抢出口”以及欧美节日集中备货都会使得11月出口规模出现上扬迹象（2019年中美贸易战为特殊情形），同时，海运价格季节性回落带来的“抢出口”也是11月出口再现高增的主要原因之一。在供需错配的影响下，今年二季度以来全球海运价格持续冲高，波罗的干散货指数10月7日达到年内最高点（约5650点），约为疫情前的5倍。而自10月中下旬开始，海运运价出现季节性回落，较峰值近乎腰斩，我国此前受高运价成本掣肘的出口企业在此期间加速“抢出口”，亦带动了11月出口高增。

图3：今年6月以来主要商品出口价格持续冲高



数据来源：Wind，山西证券研究所

图4：高涨的海运价格11月出现季节性回落



数据来源：Wind，山西证券研究所

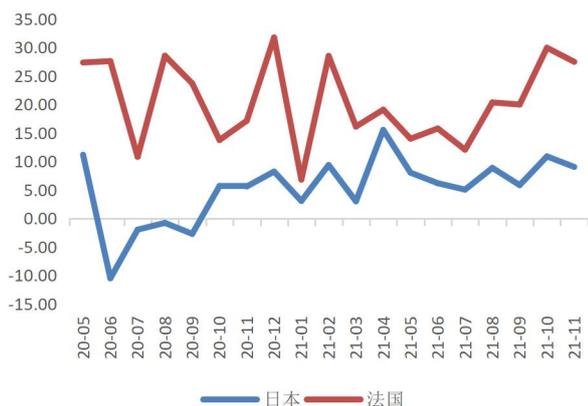
## 2.2 对主要伙伴国出口增速多走高，外需短期仍有一定支撑

除日本、法国外，我国11月对其余主要伙伴国出口增速均进一步走高，一方面反应外需拉动仍在，另一方面也反映出“抢出口”整体趋势性高增。具体来看，对美国、英国出口同比增速分别为5.27%、2.47%，考虑高基数效应后的两年复合同比增速依然达到24.01%、28.78%，较前值22.57%、22.22%均再度走升，反映出较高景气。对欧盟出口同比增长33.46%，两年复合同比增长20.4%（前值15.82%），对俄罗斯出口同比增长37.49%，两年复合同比增长20.19%（前值12.07%），增速相当可观。综合来看，欧美经济复苏动力依旧强劲，叠加供应链问题难缓以及感恩节、圣诞节需求走旺，使得11月出口仍有较强外需支撑。

对韩国出口增速再走高，两年复合同比增长23.36%（前值18.46%），结合韩国11月贸易数据，一是韩国进口同比增长43.6%，反映韩国国内经济走强，需求提振我国出口，二是韩国11月出口同比增长32.1%，

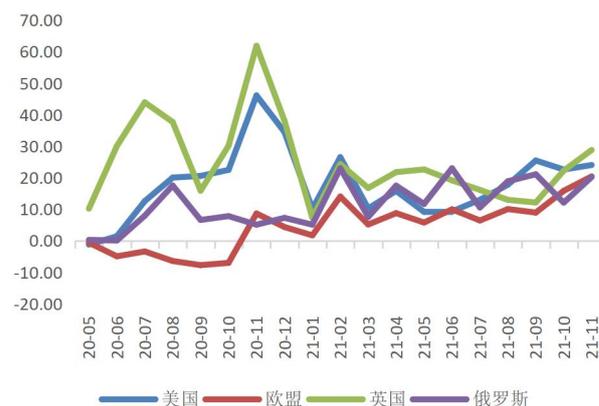
连续 9 个月增速超两位数，侧面反映全球贸易共振复苏带动我国出口增长。对东盟出口同比增长 15.98%（前值 12.50%），其中，对马来西亚出口在高基数下同比增速达 48.10%，两年复合同比增速达 35.5%，对泰国出口同比增速达 39.74%，两年复合同比增速达 20.10%，对越南出口同比增速达 6.78%，两年复合同比增速达 16.32%。东盟主要出口国 10 月疫情开始逐步改善，国内生产与消费逐步复苏，或对我国初级产品及部分中间零部件的出口形成拉动。

图 5：对日本法国出口同比增速回落，但仍在高位



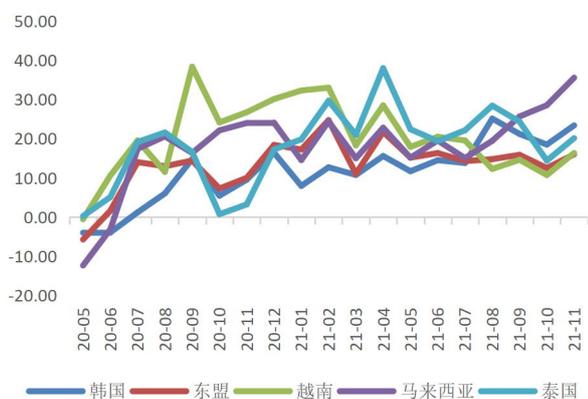
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：对欧美主要国家出口增速均再走升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：对韩国及东盟国家出口同比增速均走升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：韩国出口走旺，反映全球贸易共振复苏



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 1：我国对主要伙伴国的两年复合同比增速

主要出口伙伴国	21-01	21-02	21-03	21-04	21-05	21-06	21-07	21-08	21-09	21-10	21-11
美国	10.06	26.49	10.22	15.80	9.13	9.28	12.98	17.75	25.45	22.57	24.01
欧盟	1.68	13.99	5.13	8.73	5.75	9.94	6.40	10.02	8.91	15.82	20.40
日本	3.07	9.38	3.01	15.54	8.03	6.18	5.06	8.87	5.85	10.89	9.04
韩国	7.94	12.68	10.72	15.55	11.67	14.48	13.76	25.09	21.17	18.46	23.36
东盟	17.21	24.68	11.02	21.70	15.13	16.31	14.25	14.75	15.85	12.50	15.98
越南	32.25	32.96	18.28	28.45	17.87	20.46	19.51	12.26	14.59	10.70	16.32

马来西亚	14.51	24.37	14.97	22.76	15.13	19.50	15.02	19.43	25.62	28.49	35.50
印尼	8.18	22.22	7.80	18.91	21.00	16.31	11.39	15.78	11.36	22.96	14.05
菲律宾	13.34	36.15	10.99	19.78	19.51	26.75	13.64	22.64	18.06	8.95	20.43
泰国	19.80	29.63	20.94	37.92	22.37	19.34	22.10	28.40	24.31	14.39	20.10
印度	7.18	20.75	7.45	20.96	2.16	2.01	1.66	11.00	23.27	31.63	26.53
英国	7.25	24.30	16.72	21.74	22.61	19.14	16.10	12.95	12.11	22.22	28.78
法国	6.82	28.52	16.12	19.09	13.99	15.79	12.06	20.36	20.00	29.96	27.49
荷兰	14.43	26.17	16.16	13.54	13.26	18.16	11.61	19.24	15.59	17.36	25.17
德国	9.33	20.88	11.46	22.95	16.94	19.64	15.27	20.39	22.72	23.69	32.14
加拿大	6.68	26.70	11.29	12.93	9.10	18.49	16.14	13.76	33.33	24.69	31.84
俄罗斯	5.07	22.99	7.53	17.46	11.65	22.97	10.54	18.85	21.07	12.07	20.19

数据来源：海关总署，山西证券研究所

## 2.3 机电产品延续韧性，传统消费品增速再走高

产品方面，机电产品出口本月依然延续高增，传统消费品在疫情边际改善及节日拉动下，出口增速再走升。机电产品出口同比增长 16.97%（前值 23.54%），两年复合同比增长 20.91%（前值 18.09%），依然延续较高景气水平，验证我们此前一再强调的观点，即机电产品有望维持高增并对我国出口增速形成有力支撑。传统消费品中，箱包、玩具出口的两年复合同比增速分别为 8.29%、33.47%，均较上月提高，或主要反映节日需求拉动以及海运运价成本下行的作用。

图 9：机电产品出口 11 月依然延续高增



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：箱包、玩具出口两年复合同比增速再走高



数据来源：Wind，山西证券研究所

地产后周期产品出口增速略回落，但剔除基数效应后仍然具有较高景气。防疫物资出口有所回升，近期海外疫情反扑加剧或仍将拉动相关产品出口维持一定景气。其中，家具及其零件出口同比增速回落至 1.89%，环比增长 8.20%，剔除高基数后，两年复合同比增长 20.25%；灯具、照明装置及类似品出口同比增长 8.55%，环比增长 5.49%，两年复合同比增长 26.18%，虽较前值回落，但整体增速依然处于较高水平，同样验证了我们年中的判断，即全球房地产市场持续繁荣或将带动我国地产后周期产品出口高增。防疫物资中，含口罩在内的纺织品出口同比增长 10.01%，两年复合同比增长 15.35%，均较前值回升，医疗仪器及

器械出口同比增长 16.67%，两年复合同比增长 26.98%，增速仍高，或主因欧洲国家疫情再度恶化所致。近期海外疫情反扑加剧，或将支撑我国防疫物资的出口。

图 11：剔除高基数效应，地产后周期产品仍景气



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 13：防疫物资出口有所回升



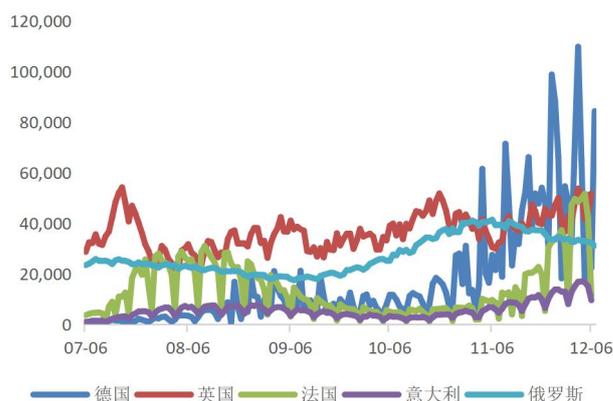
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：美国房地产市场持续景气拉动相关产品出口



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 14：欧洲疫情 11 月持续恶化



数据来源：Wind，山西证券研究所

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\\_30872](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30872)

