

出口强韧性的拐点在哪？

——经济增长专题报告一


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

1 季度，我国外贸进出口实现“开门红”，连续三个季度保持同比高增，但增速有所回落。3 月，出口金额（以美元计）为 2411.3 亿美元，同比增长 30.6%。剔除基数效应，3 月出口两年复合增速 10.29%，相较 1-2 月两年复合增速的 15.2%有所回落。

随着全球疫苗接种率不断上升，海外供给端修复对供需缺口的填补引发市场担忧。3 月出口增速的回落是否代表高点已现？

我们将从定性与定量的维度对出口强韧性的拐点进行分析。

首先我们需要确定 2020 年中国主要扩大的出口份额是来自欧美还是日韩？来自欧美，主要是美国。

- 中国对外出口的主要品类为机械及精密设备相关、纺织、塑料橡胶化工相关、家具玩具等六大品类。2020 年出口同比增长 4%，上述占比高的前六大品类贡献 5.69%。
- 全球的维度上，上述六大主要品类份额占比前三项分别是中国、欧盟和美国，中国具有绝对优势，即出口的提升总量上是由于欧美供给端修复慢而产生的供需缺口。
- 对比欧美，我们发现 2020 年美国进口额增长明显。2020 年美国贸易进口额增长 10.36%。欧盟增长为负。品类上，出口的机械及精密设备相关品类也与美国进口中工业品与资本品持续高增相互映射，反映了美国供给端生产修复加快对资本品的需求。

在锁定美国供需为主要分析要素后，我们认为 2021 年中国出口的增长韧性主要取决于以下几个要素：1) 美国供给端产能修复进度、需求端支撑与供需缺口。2) 品类上中国是否具备比较优势。3) 拜登政府对华贸易的态度与口径。

从供给端、需求端及供需缺口的分析结果来看，2021 年 Q3 之前，中国对美出口仍然可以维持强劲。3 季度末或是拐点。

供给端：中国对美出口品类仍具备比较优势；美国服务业恢复缓慢且疫苗预计 8 月底覆盖 75%的人口，剩余产能修复仍需 5-10 个月，在此之前的产能修复难以乐观。

- 中国对美出口品类仍具备比较优势。占比 70%的品类或处于全球产业链高度整合的产业链或处于海外高度依赖于中国出口产业链。
- 从疫苗注射进度上看，美国服务业恢复缓慢且疫苗预计 8 月底覆盖 75%的人口。
- 从生产端产能修复节奏上，在疫苗注射有序进行且疫情没有大规模反复的前提下，对比 2008 年金融危机时期两阶段生产修复节奏，本次剩余产能修复预计时长 5-10 个月（即在 2021 年 8-12 月恢复至疫情前水平）。

需求端：美国内需恢复速度强劲且在 Q3 前仍会有现金补贴支持，同时地产处于上行周期需求大。需求端支撑将维持至 Q3。

- 现金补贴对需求端托底作用显著。2020 年，美国居民收入同比增长 6.3%（包含财政补贴），推动美国内需恢复较为强劲。美国消费为大头，美国零售销售额同比增长 7.43%，与居民收入同比增速匹配。
- 消费品类上，主要受地产后周期的耐用品消费的增长拉动。往后看，房地产上升周期支撑仍将相关消费，但按揭利率继续上行将对地产有抑制作用。

敬请参阅最后一页免责声明

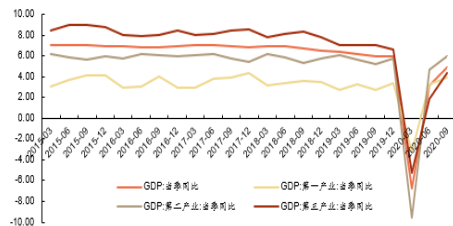
2021 年 04 月 21 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

- 1、《出口仍有望高韧性 消费或将超预期修复：3 月及 1 季度经济数据点评》2021-04-19
- 2、《3 月 M2、社融增速双双回落：3 月金融数据点评》2021-04-12
- 3、《2021 年流动性会更像历史上哪个时段？——宏观策略周报》2021-04-05
- 4、《生产出口仍强 消费偏弱：1-2 月经济数据点评》2021-03-17
- 5、《音乐要停了么：——当前宏观与市场交易的矛盾》2021-03-01

证券研究报告

- ◆ 地产上行周期的角度上，2011 年以来，美国成屋库销比持续下降，疫情以来供给端受限加快去库，新一轮房地产仍处于上升阶段。
- ◆ 按揭利率的角度上，目前房贷利率达到 2.97%，当美国 30 年房贷利率达到 4% 以上时（上一轮是 4.5%），房屋销售将大概率承压。按揭利率与美债长债走势一致性较高，鉴于美债当前在高位上下波动，预计按揭利率上行也将走缓。

供需缺口上，巨大供需缺口修复仍慢。

- ◆ 疫情爆发后由于生产端冲击（供给）与财政补贴托底（需求），产生了巨大的供需缺口，当前仍有待修复。
- ◆ 主要品类补库速度慢于平均（其中补库速度慢于平均的品类与出口的主要品类重合度较高，即需求更旺盛，要么供需缺口更大。）

2021 年全球贸易共振，WTO、IMF 对于全球出口同比增速预测分别为 8.3%、8.6%。我们基于中性预期（出口份额在 3 季度前后回落速度加快）测算，对应中国出口同比增速 12.84%。出口有望支撑经济超预期表现。

投资策略：关注出口超预期对经济基本面、企业利润的强支撑，建议关注主要出口品类，机械及精密设备相关、纺服、塑料橡胶化工相关、家具玩具。

风险提示：货币政策超预期收紧、海外供给端超预期修复、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 3月出口回落是否代表拐点已现	4
2. 2020 年以来出口持续高增明显	5
2.1 中国主要扩大的出口份额是来自欧美还是日韩?	6
2.2 海外供给端产能修复进度 需求端支撑与供需缺口	8
2.2.1 海外供给端产能修复进度	8
2.2.2 海外需求端支撑	10
2.2.3 海外供需缺口	13
2.3 重要品类上中国是否具备比较优势	14
2.4 拜登政府对华贸易的态度与口径	15
3. 2021 年出口增速测算	15

图表目录

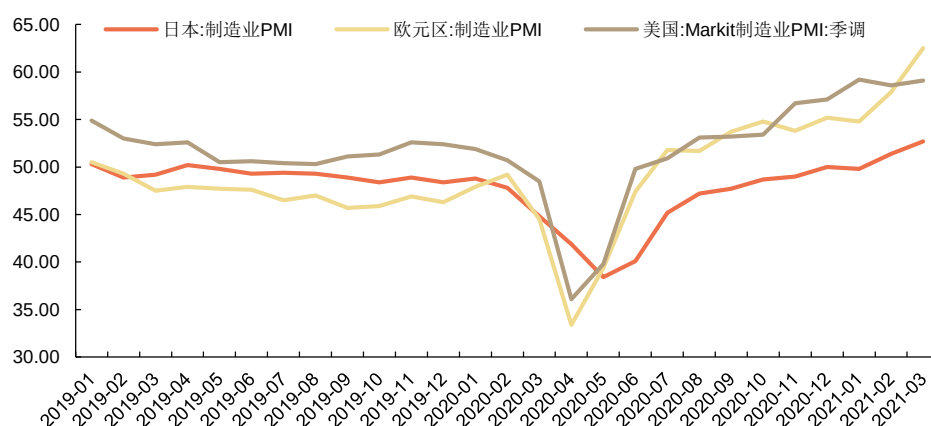
图 1: 发达经济体工业景气指数修复明显	4
图 2: 出口新订单预期仍处于扩张区间	4
图 3: 中国对主要经济体份额占比提升	5
图 4: 中国六大优势出口品类在其他各主要经济体占比 (2019 年 WTO 数据)	6
图 5: 美国与欧盟进口金额	7
图 6: 美国进口中工业品与资本品持续高增	7
图 7: 美国失业率	8
图 8: 美国全部工业部门产能利用率	9
图 9: 美国不同工业部门产能利用率	10
图 10: 美国工业上中下游部门产能利用率	10
图 11: 美国零售销售	10
图 12: 耐用品消费增长显著	11
图 13: 美国: 成屋: 库销比	11
图 14: 按揭利率中枢下移	12
图 15: 美国耐用品消费支出与住房新建	12
图 16: 美国按揭利率与住房新建	13
图 17: 美国零售、产出与供需缺口	13
图 18: 补库速度慢于平均的行业	14
表 1: 1-3 月对主要经济体出口金额的两年来复合增速	5
表 2: HS 分类下中国对外出口的主要品类	6
表 3: 2008 年金融危机对比新冠冲击产能修复进度	9
表 4: 2020 全年出口贡献较大的品类	14
表 5: 技术劳动密集型商品和资源价值链对中国贸易依存度	15
表 6: 中国出口增速测算	16

1.3 月出口回落是否代表拐点已现

1 季度，我国外贸进出口实现“开门红”，连续三个季度保持同比高增，但增速有所回落。据海关统计，一季度，我国货物贸易进出口总值 8.47 万亿元人民币，比去年同期增长 29.2%。其中，出口 4.61 万亿元，增长 38.7%。3 月，出口金额（以美元计）为 2411.3 亿美元，同比增长 30.6%。剔除基数效应，3 月出口两年复合增速 10.29%，相较 1-2 月两年复合增速的 15.2% 有所回落。

由于“就地过年”政策影响，部分出口提前至 1-2 月，导致 3 月出口增速回落较快。一季度出口同比增长较去年四季度高增长的出口季节性回落 9.6%，回落幅度处于近 5 年来较低水平。

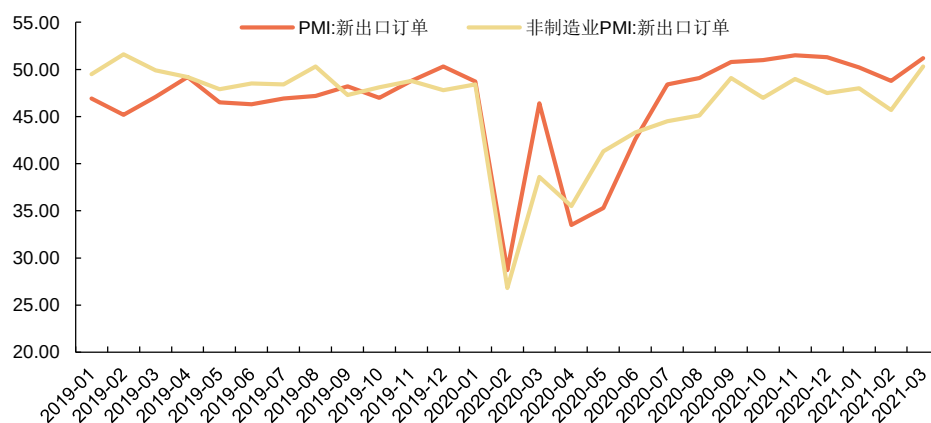
图1：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

前瞻性指标上，新订单等有所上升，仍保持较高水平。3 月 PMI：新出口订单为 51.2（前值 48.8），从出口新订单等前瞻指标观测数据有所提升，仍维持较高水平，但部分归由 2 月春节因素影响。

图2：出口新订单预期仍处于扩张区间



资料来源：Wind，申港证券研究所

区域上，我国对主要贸易伙伴出口增速出现分化。今年一季度整体来看，我国对主

要贸易伙伴的出口均有所增长，以美国增长幅度最大，东盟的涨幅较小。从月度边际变化来看，3月份我国对主要贸易伙伴出口增速均有所回落，但对美国、东盟、韩国的出口增速仍相对较高。

表1：1-3月对主要经济体出口金额的两年复合增速

	日本	韩国	东盟	欧盟	美国
2021年3月	3.01%	10.72%	11.02%	5.13%	10.22%
2021年2月	9.38%	12.68%	24.68%	13.99%	26.49%
2021年1月	3.07%	7.94%	17.21%	1.68%	10.06%
2021年一季度	4.76%	10.20%	16.54%	6.24%	14.43%
2020年四季度	-0.11%	5.13%	16.02%	2.09%	4.94%

资料来源：Wind，申港证券研究所

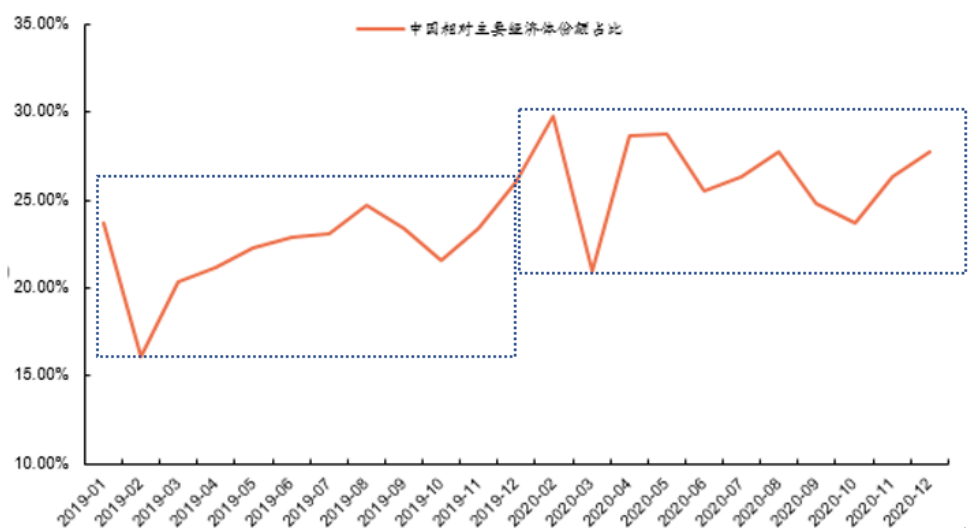
随着全球疫苗接种率不断上升，海外供给端修复对供需缺口的填补引发市场担忧。3月出口增速的回落是否代表高点已现？我们将从定性与定量的维度对出口强韧性的拐点进行分析。

2. 2020年以来出口持续高增明显

2020年出口极大的超预期成为全年亮点，随逐步走入“后疫情”阶段，海内外经济不同程度节奏的修复的背景下，出口的持续性及高韧性能否维系成为出口贡献的讨论重点。

2020年以来，我国出口份额均值为26.4%，较2019年均值22.4%提升了4个百分点。

图3：中国对主要经济体份额占比提升



资料来源：Wind，申港证券研究所

2021年中国出口的增长韧性主要取决于以下几个要素：1) 海外供给端产能修复进度、需求端支撑与供需缺口。2) 品类上中国是否具备比较优势。3) 拜登政府对

华贸易的态度与口径。

2.1 中国主要扩大的出口份额是来自欧美还是日韩？

中国对外出口的主要品类为机械及精密设备相关、纺服、塑料橡胶化工相关、家具玩具等。2020 年出口同比增长 4%，上述占比高的前六大品类贡献 5.69%。

表2：HS 分类下中国对外出口的主要品类

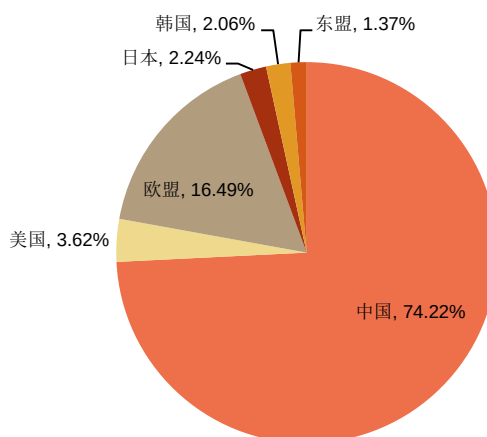
类章	占比	2020 年出口总额 (万元人民币)	较 2019 年同 比变动%	贡献百分点%
第十六类 机器、机械器具、 电气设备及其零件；录音机 及放声机、电视图像、声音 的录制和重放设备及其零 件、附件	44.37%	79570.69	6.1	2.71
第十一类 纺织原料及纺织 制品	10.87%	19490.81	8.6	0.93
第二十类 杂项制品	7.69%	13794.74	11.4	0.88
第六类 化学工业及其相关 工业的产品	5.31%	9526.81	6.2	0.33
第七类 塑料及其制品；橡 胶及其制品	4.59%	8232.37	12.4	0.57
第十八类 光学、照相、电 影、计量、检验、医疗或外 科用仪器及设备、精密仪器 及设备；钟表；乐器；上述 物品的零件、附件	3.31%	5937.75	8.2	0.27
共计	76.15%	179300.00		5.69

注：第二十类杂项制品包括：家具、寝具、床垫、灯具等；玩具、运动用品等

资料来源：Wind，申港证券研究所

上述六大主要品类份额占比前三项分别是中国、欧盟和美国，中国具有绝对优势，即出口的提升总量上是由于欧美供给端修复慢而产生的供需缺口。2020 年中国出口份额比例明显提升背后的原因有二，一是中国先于全球复工复产，欧美作为主要消费国供给端产能未恢复冲击明显，内部产能尚未恢复，供需缺口大，因而对外需求量上升。二是日韩（高附加值制造业）、东盟（低附加值制造业）由于疫情防控进度不及中国，尽管欧美对外需求量上升，但无法形成有效供给，即中国抢占了部分份额，从主要出口品类各经济体的份额占比来看，前者为主要原因。

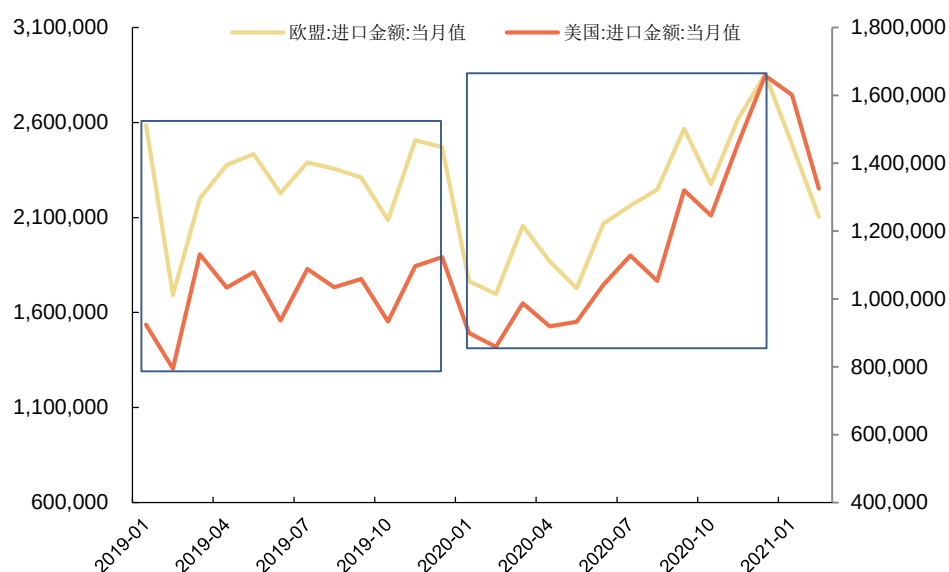
图4：中国六大优势出口品类在其他各主要经济体占比（2019 年 WTO 数据）



资料来源: WTO, Wind, 申港证券研究所

2020 年美国进口额增长明显。对比欧美发现, 2020 年美国贸易进口相比 2019 年增加 12679.77 百万美元, 增长 10.36%。欧盟 2020 年贸易进口额相比 2019 年减少。

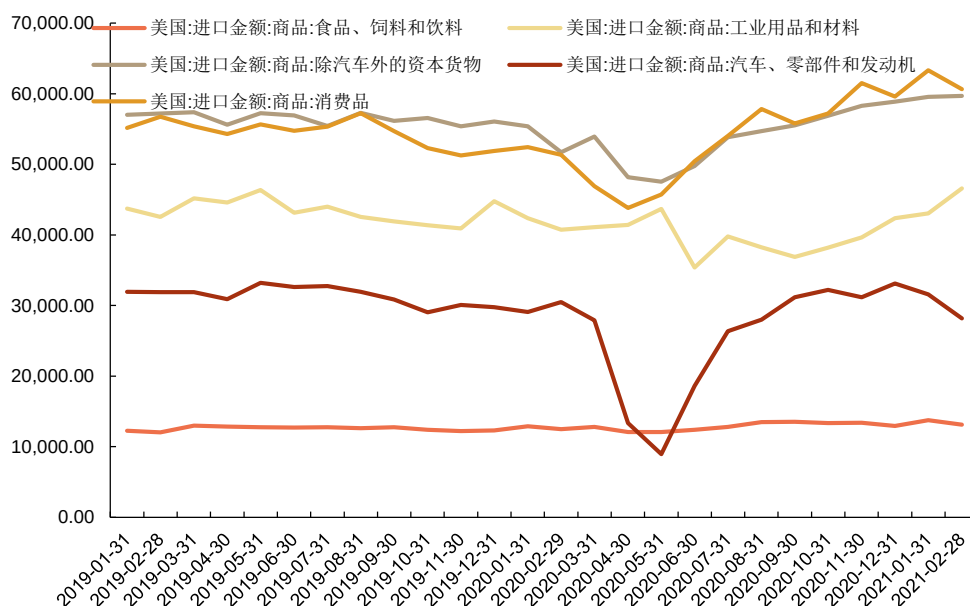
图5: 美国与欧盟进口金额



资料来源: Wind, 申港证券研究所

品类上, 出口的机械及精密设备相关品类也与美国进口中工业品与资本品持续高增相互映射, 反映了美国供给端生产修复加快对资本品的需求。

图6: 美国进口中工业品与资本品持续高增



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 海外供给端产能修复进度 需求端支撑与供需缺口

2.2.1 海外供给端产能修复进度

供给端一方面观测疫苗注射节奏及效果。IHSMARKIT 最新报告指出,为削减成本以及应对疫情带来的不确定性,服务业仍不愿意扩大雇佣数量,因此疫情仍是未来美国就业数据以及经济复苏的最大拖累。如维持目前 230 万剂/日接种速度接种推进速度不变,预计美国有望在今年 8 月底完成 75% 人口的疫苗接种覆盖(相对乐观)。

图7: 美国失业率



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_18932

