

2021 年 01 月 14 日

出口结构正在切换

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

● 12 月出口小幅回落；消费品出口普遍下滑，中间品及资本品出口加速增长

12 月出口小幅回落；出口结构大幅分化，消费品出口普遍下滑，中间品及资本品出口加速增长。12 月出口同比增长 18.1%，不及上月 21.1%、好于预期 15%。主要出口商品中，除了防疫物资相关商品出口继续回落外，前期表现强势的玩具、家具、服装等消费品出口全面下滑。不同于消费品，以集成电路、钢材为首的资本品或中间品出口加速增长；其中，集成电路出口增长 39.4%，创近 2 年新高。国别视角来看，12 月仅对东盟出口有所改善，对美国、欧盟及其他新兴经济体出口普遍回落。12 月，中国对美国、欧盟出口增速分别由 46.1%、8.6%回落至 34.5%、4.3%，未能延续此前连续 4 个月的改善态势。对新兴市场出口方面，中国对东盟出口增速由 10%抬升至 18.4%，但对非洲、拉美出口增速分别由 20.3%、29.3%降至 4.4%、4.6%。其中，中国对金砖四国出口增速由 19.3%大降至 2.4%。

● 出口结构分化背后，是美欧圣诞需求消退及复产推进；未来重点关注复产逻辑

12 月出口结构分化背后，与美欧圣诞需求消退及有序复产下、生产加速修复有关。一方面，从美国零售销售最新表现来看，随着大部分家庭完成圣诞购物需求，家具、家电、服装、玩具等前期热卖商品的销售纷纷下滑。同时，虽然疫情反弹，但凭借着应对疫情的能力持续提升，美、欧复产有序推进。10 月以来的经济数据显示，美、欧工业生产加速改善，对中国中间品及资本品进口较前期明显增加。未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；重点关注服务于美欧生产修复的出口贸易行为。美国等主要经济体的库存回补，以及疫苗的大规模推广，将推动全球经济加快修复。伴随疫情压制缓解、其他经济体生产逐渐恢复，中国出口的支撑或过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端修复的弹性较大，未来重点关注中国服务于美欧生产活动的出口贸易行为等。

● 多数大宗原料进口增速持续回落，或反映国内生产端的修复节奏正在边际放缓

12 月进口增速抬升，主要大宗原料进口持续放缓，农产品、汽车底盘等进口改善。12 月进口同比增长 6.5%，好于前值 4.5%及预期 5.7%。主要进口商品中，铁矿砂进口增速继续下滑，原油进口萎缩加剧。同时，农产品进口增速小幅反弹，汽车及汽车底盘进口由-6.4%大增至 56.3%。考虑到铁矿砂等大宗品进口主要反映国内生产需求，进口增速的持续回落或反映国内生产修复的节奏正边际放缓。重申观点：未来一段时间，美国等主要经济体库存回补，以及疫苗的大规模推广，有望带动全球经济加快修复。伴随疫情“错位”影响的消退，中国出口链的核心支撑，将由订单“替代效应”的驱动过渡至“需求效应”的支持。考虑到美欧等生产端修复的弹性较大，重点关注服务于美欧生产活动出口贸易行为等。

● 风险提示：疫苗有效性不及预期。

相关研究报告

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之三：

银行“表”与“里”，二十年之大变局》-2021.1.13

《宏观经济点评-信用“收缩”加速》-2021.1.12

《宏观经济点评-输入型通胀风险，不足为虑》-2021.1.12

目 录

1、 出口表现：消费品出口回落，资本品及中间品出口加速改善.....	3
2、 出口结构分化背后：美欧圣诞需求消退、生产加速修复.....	4
3、 未来一段时间，重点关注服务于美欧生产修复的出口活动.....	5
4、 风险提示	6

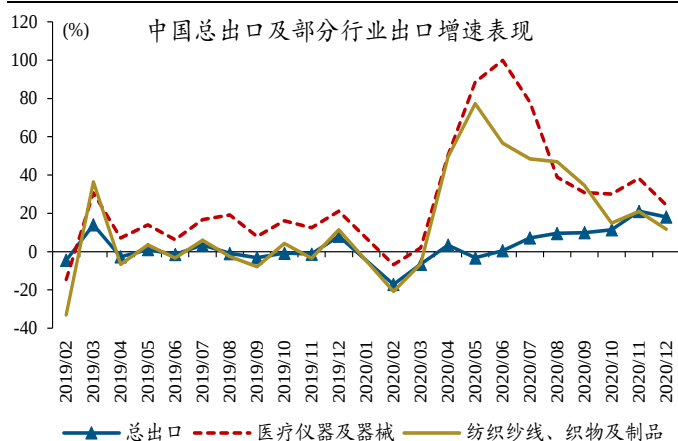
图表目录

图 1： 12 月，防疫物资相关商品出口继续回落	3
图 2： 12 月，家具、灯具等消费品出口下滑	3
图 3： 12 月，钢材、肥料出口加速增长	3
图 4： 12 月，集成电路、液晶显示板出口高增	3
图 5： 12 月，中国对美国、欧盟出口增速回落	4
图 6： 12 月，中国对东盟出口回升、对金砖国家出口回落.....	4
图 7： 伴随圣诞需求消退，美国家具、家电等销售回落.....	4
图 8： 11 月以来，美、欧疫情形势依然严峻.....	4
图 9： 美国工业生产持续改善，受疫情扰动有限	5
图 10： 欧盟工业生产持续改善，受疫情扰动有限	5
图 11： 2020 年 12 月以来，美国等开启疫苗接种工作.....	5
图 12： 相比商品消费，美国生产端修复弹性更大	5
图 1： 美国制造业中，多个中上游行业的产成品及原材料库存处于历史低位	6

1、出口表现：消费品出口回落，资本品及中间品出口加速改善

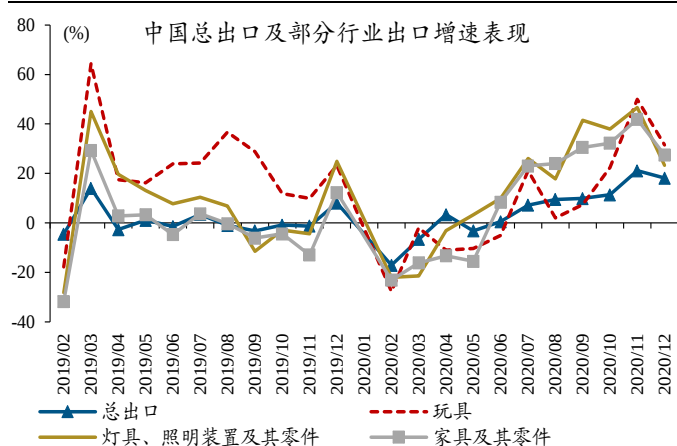
12月出口增速小幅回落；主要商品的出口表现大幅分化，家具、灯具等消费品出口下滑，钢材、集成电路等资本品或中间品出口加速改善。12月出口同比增长18.1%，不及上月21.1%、好于预期15%。主要出口商品中，除了医疗仪器、纺织纱线等防疫物资相关商品出口继续回落外，前期表现强势的玩具、家具、灯具、服装等消费品出口全面下滑。与消费品表现相反，以集成电路、液晶显示板、钢材为首的资本品或中间品出口加速改善。数据显示，12月集成电路、液晶显示板出口同比分别增长39.4%、27.8%，均刷新2019年以来高位；钢材同比增长19.7%，远超前值2.1%。

图1：12月，防疫物资相关商品出口继续回落



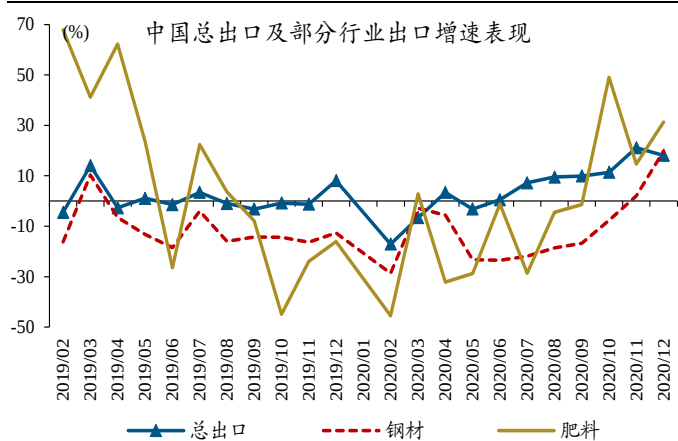
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：12月，家具、灯具等消费品出口下滑



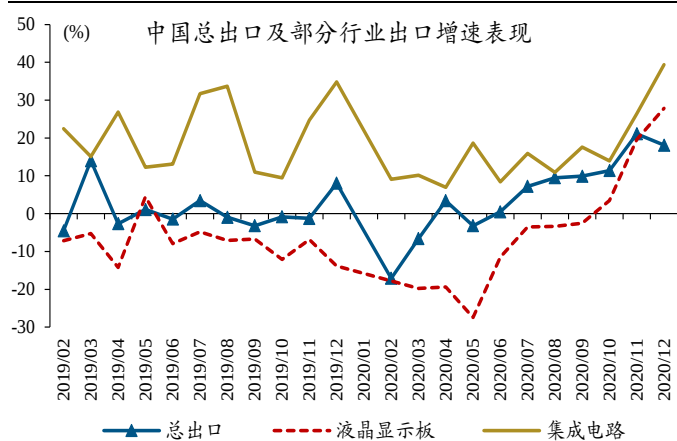
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12月，钢材、肥料出口加速增长



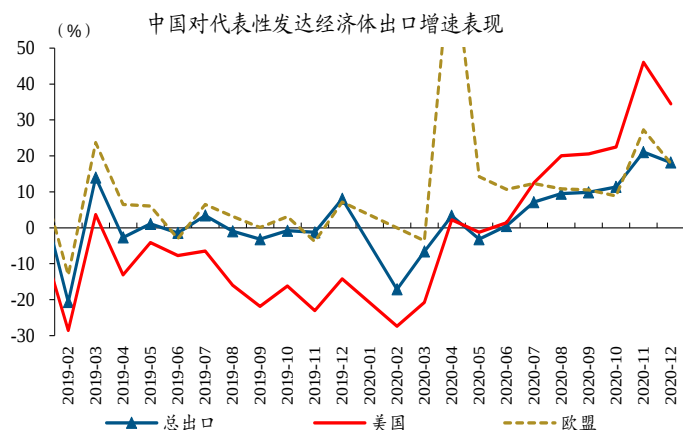
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：12月，集成电路、液晶显示板出口高增

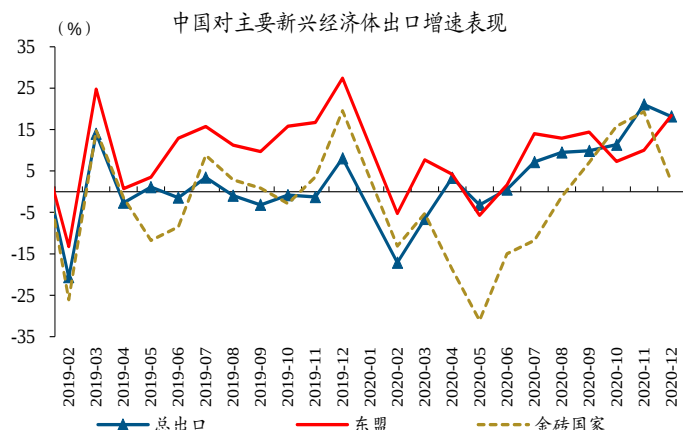


数据来源：Wind、开源证券研究所

国别视角来看，对美国、欧盟出口下滑，是中国 12 月出口回落的主因。12 月，中国对美国、欧盟出口增速分别由 46.1%、8.6% 回落至 34.5%、4.3%，未能延续此前连续 4 个月的改善态势。对新兴市场出口方面，中国对东盟出口增速由 10% 抬升至 18.4%，但对非洲、拉美出口增速分别由 20.3%、29.3% 降至 4.4%、4.6%。其中，中国对金砖四国出口增速由 19.3% 大幅下滑至 2.4%。

图5：12 月，中国对美国、欧盟出口增速回落


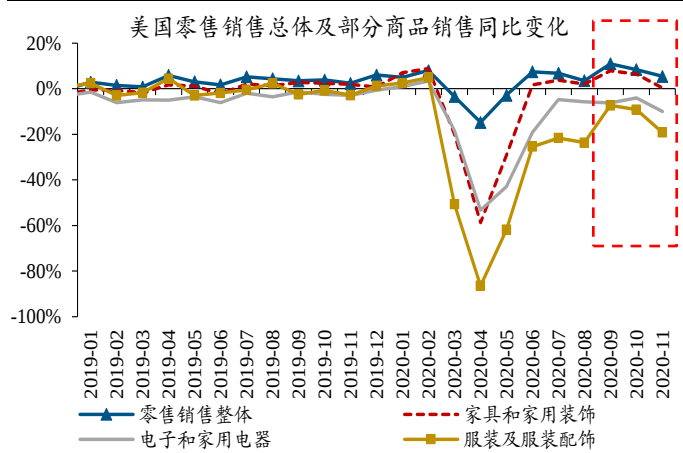
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：12 月，中国对东盟出口回升、对金砖国家出口回落


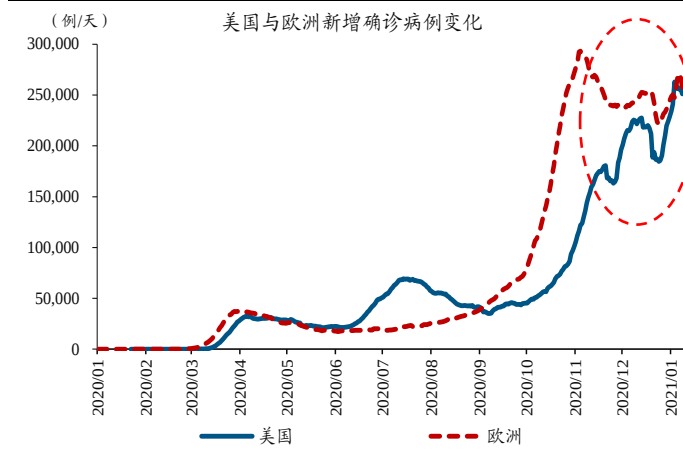
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、出口结构分化背后：美欧圣诞需求消退、生产加速修复

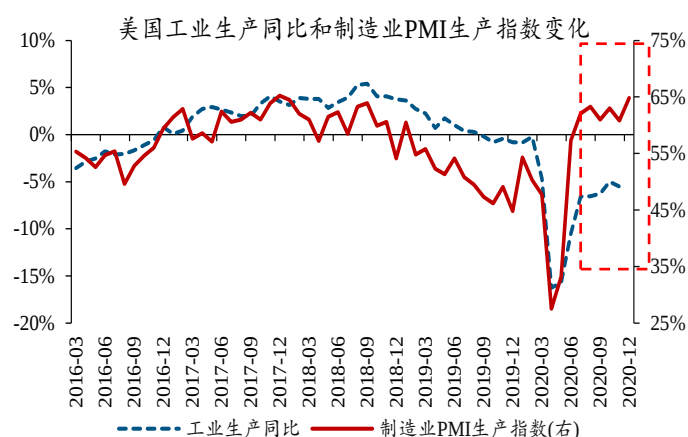
中国 12 月消费品出口回落、中间品及资本品出口抬升，或与美欧圣诞需求消退及生产加速修复等有关。中国消费品出口回落，或与美、欧圣诞需求消退有关。从美国零售销售最新表现来看，随着大部分家庭完成圣诞购物需求，家具、电子及家用电器、服装及服装配饰等前期“热卖”商品的销售均有所回落。与之对应的是，美、欧有序复产，带动了中国资本品或中间品出口的加速改善。虽然疫情再度反弹，但凭借着应对疫情的能力持续提升，美、欧复工复产有序推进，工业生产加速修复。

图7：伴随圣诞需求消退，美国家具、家电等销售回落


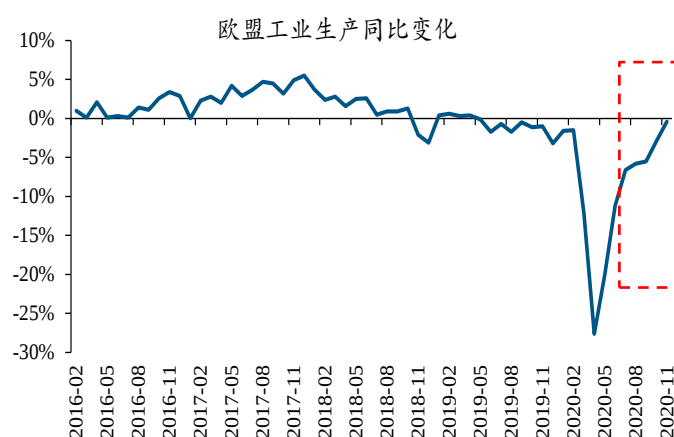
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：11 月以来，美、欧疫情形势依然严峻


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国工业生产持续改善，受疫情扰动有限


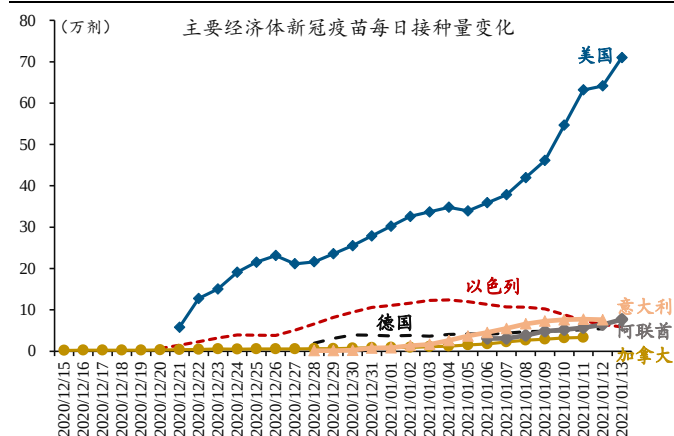
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：欧盟工业生产持续改善，受疫情扰动有限


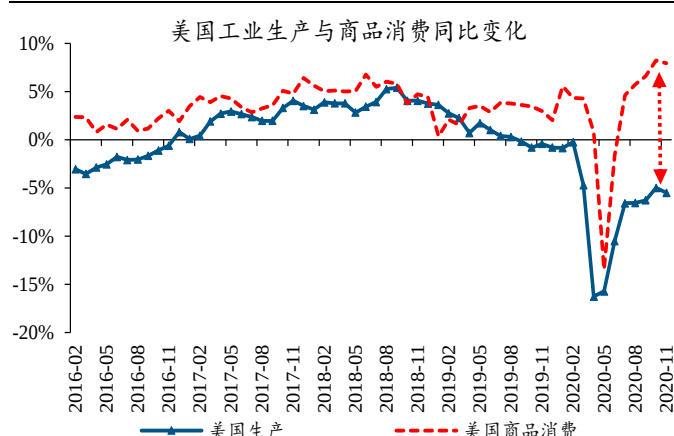
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、未来一段时间，重点关注服务于美欧生产修复的出口活动

未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，将带动全球经济加快修复。需求扩张下，随着疫情压制逐渐消退、美欧以及其他生产型经济体生产加快修复，中国出口的支撑或将由前期的“替代效应”过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端的修复弹性较大，以及生产需求对应的中国部分中上游行业出口的“替代效应”已基本消失，未来重点关注中国这些服务于美欧生产活动的行业出口表现。

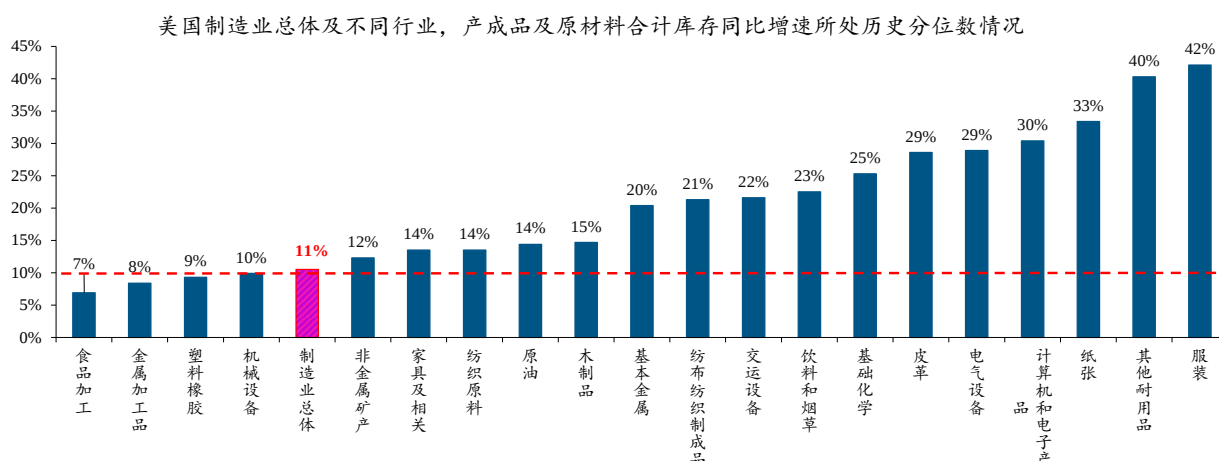
图11：2020年12月以来，美国等开启疫苗接种工作


数据来源：WHO、CDC、开源证券研究所

图12：相比商品消费，美国生产端修复弹性更大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：美国制造业中，多个中上游行业的产成品及原材料库存处于历史低位



数据来源：BEA、开源证券研究所

4、风险提示

疫苗有效性不及预期。

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_194

