

2021年06月07日

海外复产，出口回落

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

● 5月出口下滑；多数商品及对发达经济体和新兴经济体出口均下滑

5月出口增速下滑；除汽车配件、灯具、粮食、箱包、鞋靴等少部分商品外，绝大部分商品的出口均有所回落。5月出口同比增长27.9%，低于预期31.9%、前值32.3%；剔除基数影响，两年复合增速为11.1%，低于4月的16.8%。主要出口商品中，除了汽车配件、灯具、粮食、箱包等商品外，绝大多数商品出口下滑。国别视角来看，5月对主要发达、新兴经济体的出口均较4月明显下滑。对发达经济体出口方面，5月中国对美国、欧盟出口两年复合增速分别由4月的15.8%、8.7%降至9.1%、5.8%。对新兴市场出口方面，中国对拉美、东盟、非洲出口两年复合增速，分别由4月的22.4%、21.7%、11.1%下滑至17.3%、15.1%、9.0%。

● 5月出口回落与海外疫情好转、供需缺口收敛有关

5月出口回落，与美欧等消费型经济体疫情持续好转，供需缺口加快收敛有关。5月海外疫苗接种人数持续上升。疫情改善背景下，美国、加拿大、法国、意大利等国的工业产能利用率均已接近疫情前水平，韩国、日本、德国等国的工业产能利用率超过疫情前水平。海外经济体供需缺口收敛影响中国出口增速回落。

5月出口回落，也受到韩国、越南等生产型经济体产能加速修复、带动订单回流等的拖累。随着海外经济体生产恢复，各主要经济体的出口生产链逐步修复，5月韩国和越南出口同比快速增长，导致中国出口的替代效应弱化。从美国和欧盟年初以来数据看，自中国的进口金额占比持续下降。

● 海外供需缺口趋势收敛下，中国出口趋于逐季下滑，继续关注结构切换

疫苗大规模推广下，海外主要经济体供需缺口已进入趋势收敛通道。美国方面，伴随疫苗大规模推广，工业生产修复显著加快。欧盟方面，疫苗加速接种带动疫情快速改善，主要成员国纷纷推动经济重启、提升产能利用水平。随着产能修复及财政“发钱”等对商品消费刺激走弱，美、欧等供需缺口已进入趋势收敛通道。

中性情景下，2021年中国全年出口增速或在15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势。中性情景下，伴随美欧等海外主要经济体疫苗加速推广、供需缺口收敛，中国出口中的替代效应将不断衰减。受此影响，中国2021年2-4季度出口增速或将逐季下滑，分别达到21%、5%、-5%左右，全年增速预计在15%上下。

重申观点：由于消费品出口占比较高，海外主要经济体产能恢复、推动替代效应不断衰减，将持续拖累中国出口的表现。未来一段时间，重点关注中国服务于海外工业生产、资本开支及居民外出等前期受疫情拖累的出口贸易行为的修复。

● 风险提示：疫苗有效性不及预期。

相关研究报告

目 录

1、 5月出口表现：增速回落，主要商品出口普遍走弱.....	3
2、 5月出口回落与海外疫情好转、供需缺口收敛有关.....	4
3、 美国需求缺口转向服务消费，关注出口结构机会	6
4、 风险提示	8

图表目录

图 1: 5月，中国出口增速回落	3
图 2: 5月，中国对美国、欧盟和日本出口增速回落	3
图 3: 5月，中国对非洲、拉美、东盟出口回落	3
图 4: 5月，中国对日韩、金砖四国和中国台湾出口回落.....	3
图 5: 5月，大部分商品出口增速回落	4
图 6: 5月，全球新增确诊、死亡病例双双回落	4
图 7: 全球疫苗接种量持续上升	4
图 8: 全球主要国家产能利用率接近疫情前水平	5
图 9: 全球制造业 PMI 产出指数持续回升	5
图 10: 全球主要国家工业生产指数快速上升	5
图 11: 全球主要国家工业生产指数快速上升.....	5
图 12: 韩国 5月出口数据向好	5
图 13: 越南 5月出口数据向好	5
图 14: 美国来自中国的进口金额占比持续下降	6
图 15: 欧盟来自中国的进口金额占比持续下降	6
图 16: 美国新增确诊、死亡病例趋势回落	6
图 17: 美国多数州已解除封锁	6
图 18: 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
图 19: 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.....	7

1、5月出口表现：增速回落，主要商品出口普遍走弱

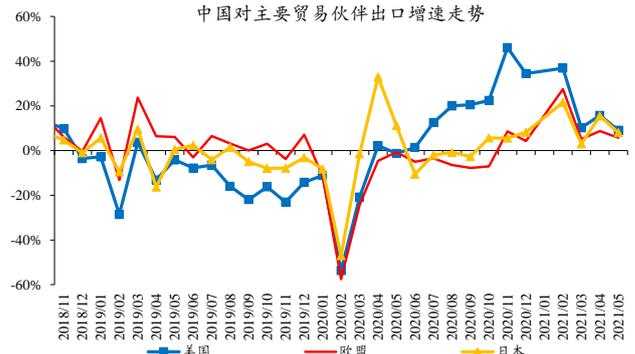
5月出口增速回落；分国别来看，对主要发达、新兴经济体的出口增速均有明显回落。具体来看，5月出口同比增长27.9%，低于预期31.9%、前值32.3%。剔除基数影响，5月出口两年复合增速为11.1%，低于4月的16.8%以及1季度的13.5%。分国别来看，5月中国对美国、欧盟出口两年复合增速分别由15.8%、8.7%降至9.1%、5.8%。新兴市场方面，中国对拉美、东盟、非洲出口两年复合增速，分别由22.4%、21.7%、11.1%下降至17.3%、15.1%、9.0%。

图1：5月，中国出口增速回落



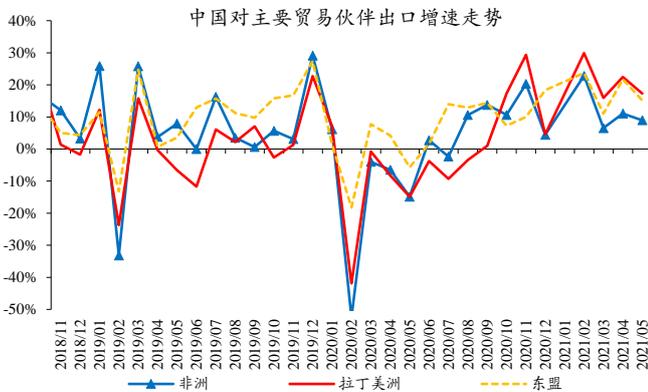
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：5月，中国对美国、欧盟和日本出口增速回落



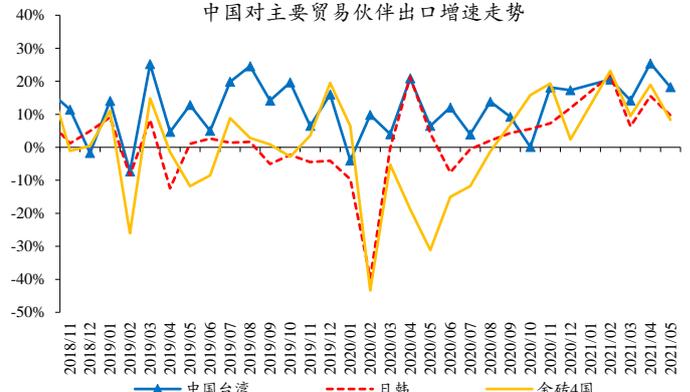
数据来源：Wind、开源证券研究所（1-5月用两年复合增速）

图3：5月，中国对非洲、拉美、东盟出口回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-5月用两年复合增速）

图4：5月，中国对日韩、金砖四国和中国台湾出口回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-5月用两年复合增速）

分商品来看，除了汽车配件、灯具照明装置、粮食、箱包、鞋靴外，其余商品出口两年复合增速均出现下滑。5月，汽车配件、灯具照明装置两年复合增速分别由4月的8.3%、14.8%上升到10.7%、21.1%，粮食、箱包、鞋靴等商品增速由4月的-22.9%、-5.6%、-5%改善到-10.5%、-4.1%、-1.4%，其他大部分商品出口增速走弱。钢材或受到取消出口退税政策影响，5月两年复合增速下滑明显。家具、汽车等耐用消费品出口增速分别较4月增速回落10%和9.4%到16.9%和38.8%。中间品液晶显示板和肥料两年复合增速由4月18.7%和20.8%回落至9.8%和14.5%。

图5：5月，大部分商品出口增速回落

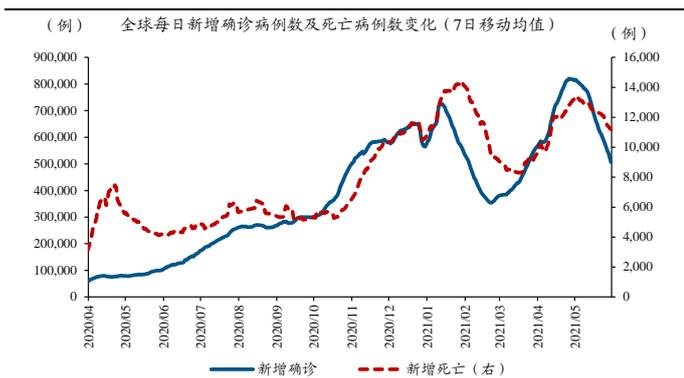
日期	主要商品出口同比增长变化 (%)															
	2021/1-5 (复合增速)	2021/1-4 (复合增速)	2021/1-3 (复合增速)	2021/5 (复合增速)	2021/4 (复合增速)	2021/3 (复合增速)	2021/1-2 (复合增速)	2020-12	2020-11	2020-10	2020-9	2020-8	2020-7	2020-6	2020-5	
总出口	13.6	14.3	13.5	11.1	16.8	10.3	15.2	18.1	21.1	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.2	
消费品	塑料制品	10.2	18.1	17.4	16.9	19.8	12.9	19.9	90.2	112.9	97.9	95.9	90.6	90.6	84.1	54.4
	家具及其零件	22.7	17.5	14.5	16.9	26.9	11.9	15.7	27.5	41.9	32.3	30.6	24.0	23.1	8.4	-15.5
	玩具	30.0	19.4	18.4	20.3	22.2	16.1	19.7	31.5	49.9	22.4	7.4	2.0	21.1	-5.0	-10.4
	汽车(包括底盘)	51.6	38.3	34.8	38.8	48.1	22.6	42.6	13.7	38.5	15.1	2.9	-2.7	-8.9	-18.6	-7.7
	灯具、照明装置及其零件	14.3	22.4	25.3	21.1	14.8	9.7	31.8	23.3	46.7	37.9	41.4	17.8	26.0	9.9	3.3
	陶瓷产品	19.6	9.1	7.4	9.5	13.8	9.8	6.4	18.6	19.6	3.5	2.2	2.7	20.1	4.6	-15.0
	中药材及中式成药	3.3	3.8	2.5	4.1	7.0	-2.5	5.6	5.3	-6.8	0.4	-2.0	6.0	-5.2	11.2	4.7
	水海产品	10.9	-1.6	-2.5	-1.4	0.7	-5.0	-1.2	-2.5	8.2	-6.0	1.9	2.1	-0.6	-9.8	-19.3
	粮食	-16.8	-8.8	-2.0	-10.5	-22.9	-5.8	0.8	-30.0	-28.6	-28.6	-9.4	-41.0	-30.2	-7.2	1.7
	箱包及类似容器	20.6	-2.5	-1.3	-4.1	-5.6	-5.4	0.5	-16.6	-9.1	-20.3	-19.1	-23.5	-23.2	-31.9	-43.2
	服装及衣着附件	17.0	8.5	8.2	6.9	9.3	5.3	9.5	-0.3	3.6	3.7	3.2	3.2	-8.5	-10.2	-26.9
	成品油	48.8	-5.1	-6.8	-3.7	-2.1	-9.3	-5.8	-46.2	-58.2	-31.5	-55.9	-38.8	-68.2	-62.0	-52.0
	鞋靴	27.9	-0.3	1.2	-1.4	-5.0	-3.3	2.9	-21.2	-22.2	-23.5	-25.3	-27.4	-28.9	-30.2	-30.6
	家用电器	25.1	35.5	35.8	33.7	34.7	34.5	36.5	23.5	20.6	16.7	14.2	10.5	6.2	0.7	-4.5
手机	6.2	14.3	13.9	12.6	15.6	9.9	16.0	0.9	-0.9	-5.9	-3.1	5.5	3	-3.2	-8.6	
中间品&资本品	通用机械设备	13.3	14.9	14.5	13.9	16.0	9.2	17.4	7.5	6.7	5.4	4.4	2.9	1.8	1.1	-0.1
	音视频设备及其零件	-8.4	-10.6	-11.2	-11.4	-8.8	-16.1	-8.6	5.5	4	1.5	-0.5	-3.8	-7.7	-11.9	-14
	自动数据处理设备及其零部件	-2.0	13.6	13.4	13.1	14.5	11.5	14.5	11.6	9.5	8.4	7.8	5.1	2.5	-0.6	-1.5
	汽车零部件	33.7	12.2	13.6	10.7	8.3	9.1	16.1	24.2	41.9	31.3	22.7	12.2	-6.2	-18.1	-29.3
	肥料	61.2	6.6	0.4	14.5	20.8	14.1	-8.4	31.3	14.6	49.1	-1.4	-4.4	-28.7	-1.2	-28.8
	液晶显示板	26.3	10.4	7.7	9.8	18.7	7.5	7.8	27.8	19.5	3.5	-2.5	-3.3	-3.5	-11.5	-27.5
	稀土	42.8	12.9	11.8	15.0	15.6	26.9	3.7	39.6	-12.8	-23.2	-37.1	-32.4	-48.8	-40.6	-25.0
	集成电路	11.8	20.3	19.9	20.6	21.6	21.3	19.2	39.4	26.4	13.9	17.6	10.9	15.9	8.4	18.7
	船舶	38.5	-0.1	-2.6	1.4	7.5	-3.7	-2.2	-42.5	-2.6	-13.9	16.4	-8.7	1.7	14.3	-40.2
	未锻轧铝及铝材	20.3	2.1	1.5	1.7	4.2	-2.1	3.5	2.6	1.0	-0.9	-2.1	-15.8	-24.9	-31.2	-30.7
钢材	28.2	10.6	6.1	10.5	21.9	13.1	1.7	19.7	2.1	-7.7	-16.8	-18.6	-21.9	-23.5	-23.2	
防疫	纺织纱线、织物及制品	-23.4	10.1	9.4	8.3	12.1	1.5	13.5	11.7	21.0	14.8	34.7	47.0	48.4	56.7	77.3
	医疗仪器及器械	-9.2	25.1	24.5	25.0	26.8	19.1	27.7	24.3	38.2	30.0	30.9	38.9	78.0	100.0	88.5

数据来源：海关总署、开源证券研究所

2、5月出口回落与海外疫情好转、供需缺口收敛有关

5月海外疫情有所好转，疫苗接种人数持续上升。5月出口分国家来看，美国、日本、欧洲等发达国家出口增速均有明显下滑，全球新增确诊和死亡病例均有所回落，分别较此前高点回落37.8%和15.2%，疫苗接种量快速上升，每日接种量较4月上升45.1%，每百人疫苗接种量由4月的14.6人上升到24.9人。随着疫苗推广、新增确诊病例数回落，全球不少地区开启解封。美国已有超过40个州宣布完全解封，欧盟官方建议各成员国放宽严格入境管理措施。

图6：5月，全球新增确诊、死亡病例双双回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

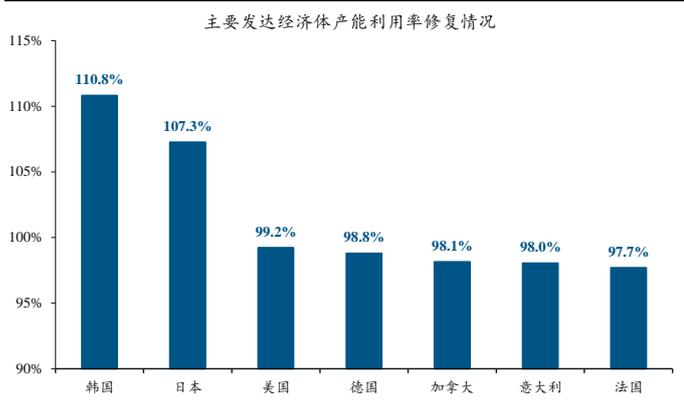
图7：全球疫苗接种量持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

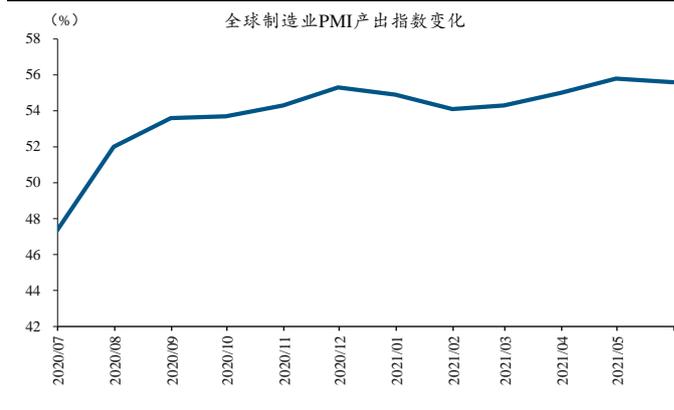
疫情好转背景下，海外主要经济体供需缺口加快收敛。5月出口中对发达经济体的出口增速均有明显下滑，增速回落的背后是海外经济体工业生产持续恢复，供需缺口加快收敛。最新数据显示美国、加拿大、法国、意大利等国的工业产能利用率均已接近疫情前水平，韩国、日本、德国等国的工业产能利用率超过疫情前水平。

图8: 全球主要国家产能利用率接近疫情前水平



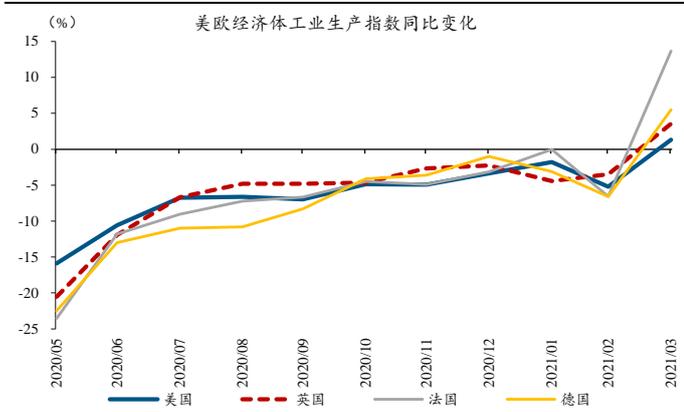
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 全球制造业 PMI 产出指数持续回升



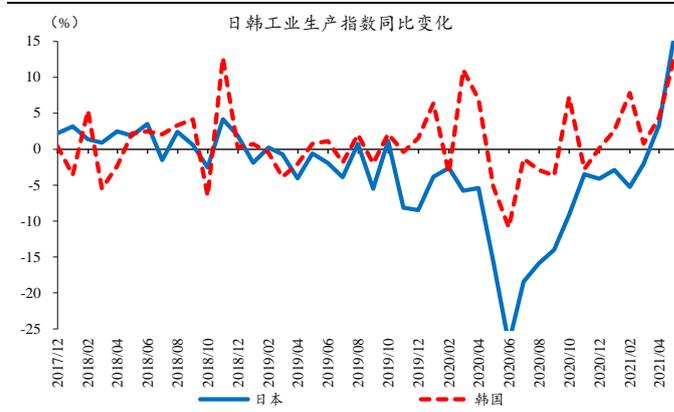
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 全球主要国家工业生产指数快速上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 全球主要国家工业生产指数快速上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

海外经济体生产恢复, 中国出口替代效应弱化。随着海外经济体生产恢复, 各主要经济体的出口生产链逐步修复, 5月韩国和越南出口同比分别增长 45.6%和 40.5%, 较4月增速分别上升 4.4%和 11.1%, 导致中国出口的替代效应弱化。从美国和欧盟年初以来数据看, 自中国的进口金额占比持续下降。

图12: 韩国 5 月出口数据向好



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 越南 5 月出口数据向好



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 美国来自中国的进口金额占比持续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 欧盟来自中国的进口金额占比持续下降

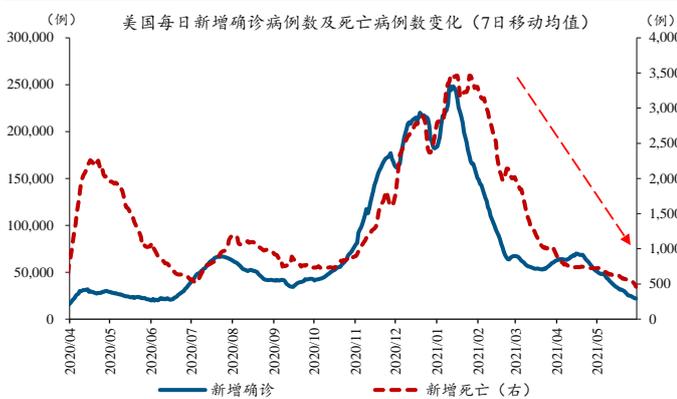


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、美国需求缺口转向服务消费，关注出口结构机会

重申观点: 随着美国疫苗推广和经济重启，其需求缺口由商品消费转向服务消费，关注出口结构性机会。截至5月30日，美国新增确诊病例已回落至2.2万例/天，刷新2020年6月以来新低；新增死亡病例也下滑至不足500例/天，基本回到了疫情爆发初期水平。美国经济重启后，其对商品的需求将转向服务需求，与美国服务需求相关和生产恢复相关出口品将受益，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进入加速改善通道。

图16: 美国新增确诊、死亡病例趋势回落



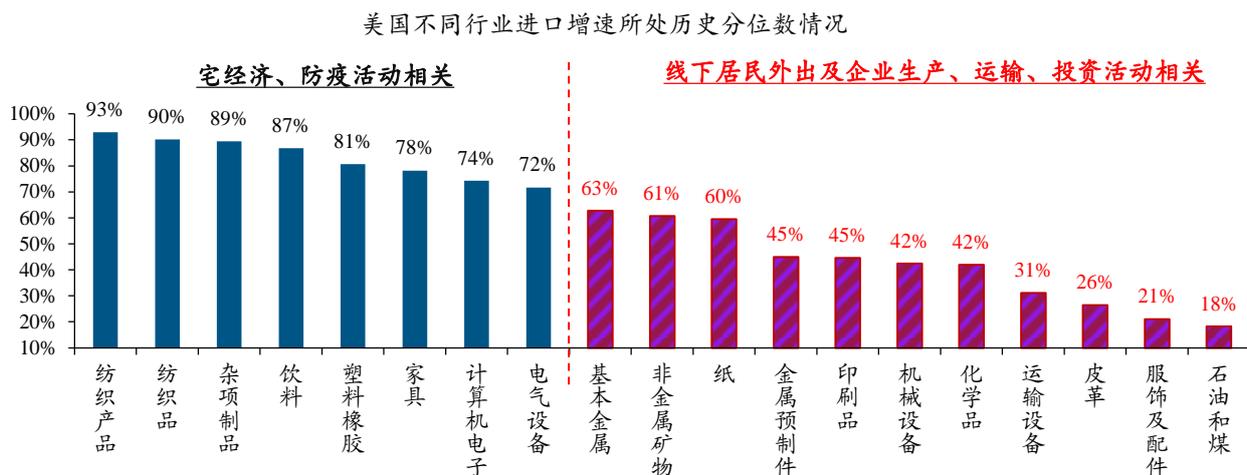
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美国多数州已解除封锁



资料来源: NY Times、开源证券研究所

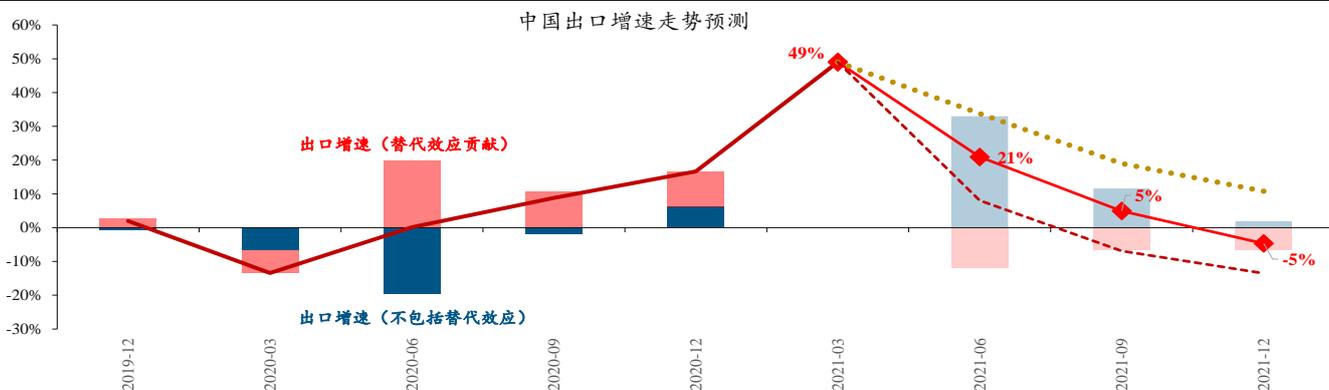
图18: 疫情改善下, 美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快



数据来源: Wind、Trade map、开源证券研究所

中性情景下, 2021年中国全年出口增速或在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, 伴随美欧等海外主要经济体疫苗加速推广、供需缺口收敛, 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。

图19: 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



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_20008

