

总量研究

“疫情防控红利”延续，推动出口持续超预期

——2021年9月进出口数据点评

要点

事件：10月13日，海关总署发布9月进出口数据。9月，出口（以美元计）同比增28.1%，市场预期增21.1%，前值增25.6%；进口（以美元计）同比增17.6%，市场预期增15.4%，前值增33.1%。

核心观点：

出口再超市场预期，主要是家居品类和工业品出口在加速，预计家居是受益于东南亚疫情冲击下的订单回流，工业品则受益于欧美经济复苏。三季度疫情冲击下，欧美、日韩、东南亚制造业PMI普遍下滑，工业生产放缓，而中国则很快控制住了疫情散发，再次补位欧美供需缺口，“疫情防控红利”支撑了出口超预期。

向前看，欧美财政刺激对于居民消费的支撑走弱，出口增速下行的方向确定。但出口增速下行的速度，则取决于四季度全球疫情的发展和供应链的修复。

三季度全球制造业工业生产放缓，支撑中国出口。

在疫情冲击下，三季度欧美、日韩、东南亚多国制造业PMI增速普遍回落，工业生产放缓，而中国则很快控制住了疫情散发，再次补位欧美供需缺口。以美方公布数据看，中国占美国总进口的比例，从7月的17%小幅上升至8月的18%。

本轮疫情下，东南亚工业生产受冲击最大，部分劳动密集型产业订单回流中国，利好家居等劳动密集型产品的出口。东南亚国家工业链面对疫情冲击的脆弱性，也是美国10月份将家具品类列入549项关税排除清单的重要原因。（详见《美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图》）

为什么市场误判了9月出口？多个领先指标反应滞后或失灵。

一则，从中港协数据看，9月外贸活动积压在最后一个周进行，干扰了市场的判断。二则，9月PMI新出口订单和PMI生产大幅回落，催化了悲观预期。三则，2019年同期基数较低，基数效应也带来了一定扰动。

这些品类出口在9月加速：工业品和家居品类。

船舶、灯具、玩具、家具、铝材、塑料、肥料、稀土出口增速均有回升。拆分来看，家居品类（灯具、玩具、家具）受益于东南亚疫情冲击下的订单回流，而工业品（铝材、塑料、肥料、稀土）则受益于欧美经济复苏，带来的总需求回升。

出口展望：增速下行方向确定，下行速度和结构取决于全球供应链恢复的情况。

一则，欧美财政刺激补贴退潮，居民逐步消耗储蓄，财政刺激对于需求的支撑在走弱，出口增速的下行方向已经确定。

二则，四季度随着冬季到来，和各国解除封锁，开放国门，全球疫情依然存在反复的风险。但是，疫苗对于重症有较强的抵抗作用，随着疫苗接种持续推进，预计欧美将继续推进复工，疫情反复对于供应链的限制也在减少。因此，出口增速下行的速度，还需要观察全球供应链恢复的情况。

三则，全球疫苗接种的不均衡性，也会使得出口品类的景气度出现分化。工业品出口将受益于欧美经济复苏，预计依然有较强支撑；高技术品类，则可能会随着欧美供应链率先恢复，和居民居家办公等终端需求回落，增速自高点出现回落。低技术品类，则受到东南亚订单回流和欧美终端需求回落，两股力量的相反作用，预计会维持低位。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（2021-10-10）

预计三季度GDP5.1%，两年复合底部确认——2021年9月经济数据预测（2021-10-10）

9月美国失业率超预期下行，11月Taper官宣大局已定（2021-10-09）

中美新一轮谈判将起，美方要价兵棋推演——光大宏观周报（2021-10-07）

能耗双控波及生产，价格持续高位运行——2021年9月PMI数据点评（2021-09-30）

结构分化加剧，电力供应业明显承压——2021年9月工业企业利润点评（2021-09-28）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为Taper亮绿灯——2021年9月美联储议息会议点评（2021-09-23）

财政支出提速，基建投资有望持续加码——光大宏观周报（2021-09-21）

疫情冲击落地，基建开启反弹——2021年8月实体经济数据点评（2021-09-15）

8月美国CPI降温，环比拐点已确认——2021年8月美国CPI数据点评（2021-09-15）

专项债发行继续提速，基建有望持续反弹——光大宏观周报（2021-09-12）

实际融资难言改善，利率仍将维持低位——2021年8月金融数据点评（2021-09-10）

目 录

一、9月进出口数据均超预期	3
二、为何市场普遍误判了9月出口?	4
三、三季度全球工业生产放缓,中国出口再次受益于份额效应	4
四、哪些品类出口在加速?——工业品和家居品类.....	5
五、对美出口快速上行,美方减免关税谈判需求迫切	6
六、进口:农产品、工业品和高技术品类进口加速.....	7
七、出口展望:增速下行方向确定,但下行速度取决于全球供应链复苏的节奏	7

图目录

图 1: 2021 年 9 月, 进出口同比增速相对 8 月上行.....	3
图 2: 9 月外贸活动集中积压在最后一个周进行	4
图 3: 新出口订单 PMI 持续回落, 催化悲观预期	4
图 4: 三季度多国制造业复苏势头放缓, 东南亚受冲击最大	5
图 5: 8 月, 我国在美国总进口中的份额出现小幅回升	5
图 6: 9 月船舶、灯具、玩具、家具、铝材、塑料、肥料、稀土出口增速均有回升	6
图 7: 9 月对美单月出口增速大幅上行.....	6
图 8: 美方公布的 549 项商品关税排除清单主要包括防疫物资、机械设备、机电产品及家具	6
图 9: 9 月农产品、工业品和高技术品类进口加速	7
图 10: 美国居民储蓄率和总储蓄持续下滑	8
图 11: 去年四季度全球疫情也出现了反复	8

一、9月进出口数据均超预期

事件：2021年10月13日，海关总署发布9月进出口数据。9月，出口（以美元计）同比增28.1%，市场预期增21.1%，前值增25.6%；进口（以美元计）同比增17.6%，市场预期增15.4%，前值增33.1%。

核心观点：出口再次超市场预期，主要是家居品类和工业品出口在加速，预计家居是受益于东南亚疫情冲击下的订单回流，工业品则是受益于欧美经济复苏。三季度疫情冲击下，欧美、日韩、东南亚多国制造业PMI普遍下滑，工业生产放慢，而中国则很快控制住了疫情散发，再次补位欧美供需缺口，“疫情防控红利”支撑了出口超预期。

向前看，欧美财政刺激对于居民消费的支撑走弱，出口增速下行的方向确定。但出口增速下行的速度，则取决于四季度全球疫情的发展和供应链的修复。

全球疫苗接种的不均衡性，也会使得出口品类的景气度出现分化。工业品出口将受益于欧美经济复苏，预计依然有较强支撑；高技术品类，则可能会随着欧美供应链率先恢复，和居民居家办公等终端需求回落，增速自高点出现回落。低技术品类，则受到东南亚订单回流和欧美终端需求回落，两股力量的相反作用，预计会维持低位。

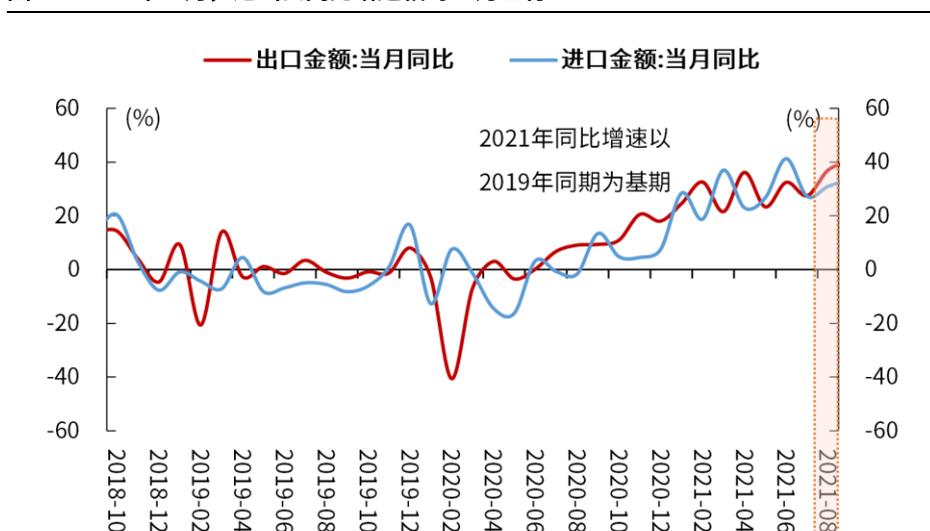
表 1：2021 年 9 月进出口数据均超预期上行

月	出口 (单月同比)	进口 (单月同比)
2021年3月	30.6%	38.1%
2021年4月	32.3%	43.1%
2021年5月	27.9%	51.1%
2021年6月	32.2%	36.7%
2021年7月	19.3%	28.1%
2021年8月	25.6%	33.1%
2021年9月	28.1%	17.6%
2021年8月 wind 一致预期	21.1%	15.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所

(备注：进出口均为美元计价)

图 1：2021 年 9 月，进出口同比增速相对 8 月上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

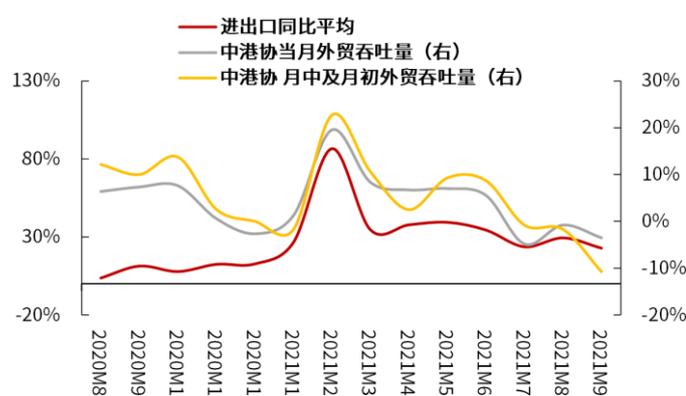
备注：2021 年增速为与 2019 年同期相比；2021 年 2 月为 1-2 月的累计增速

二、为何市场普遍误判了 9 月出口？

我们分析，市场对本次出口产生误判的原因在于，多个领先指标反应滞后或失灵。

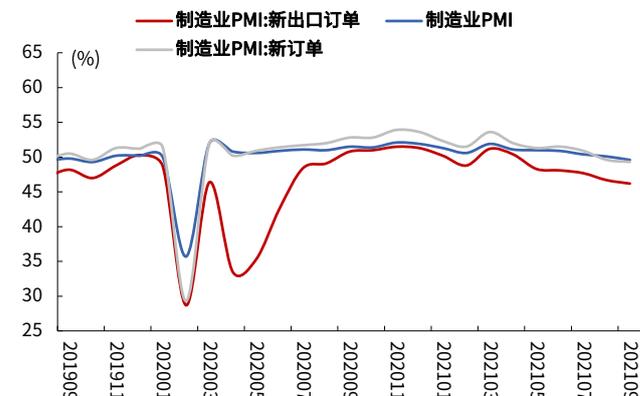
第一，中港协公布的 9 月月初和月中外贸吞吐量增速大幅回撤，分别录得-6%及-15%。以往，中港协指标与出口方向增速基本保持一致，这使得市场普遍以为 9 月出口会有所回落。但是，中港协 10 月 12 日公布的 9 月下旬出口数据显示，9 月下旬（21 日至 30 日）外贸货物吞吐量同比增长 10%。这意味着 9 月，外贸活动集中积压在最后一个周进行，干扰了市场的判断。

图 2：9 月外贸活动集中积压在最后一个周进行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：新出口订单 PMI 持续回落，催化悲观预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

第二，9 月在部分地区限产限电的冲击下，PMI 新出口订单和 PMI 生产大幅回落，催化了市场的悲观预期。9 月出口数据再次证明，PMI 新出口订单指数更容易受到贸易商的预期干扰。但是，外贸商持续悲观，或预示着出口增速在明年的下行动能更大。

第三，从基数来看，2019 年同期基数较低（2019 年 9 月同比增速从 8 月的-0.96% 回落至-3.19%），基数效应也带来了一定扰动。

三、三季度全球工业生产放缓，中国出口再次受益于份额效应

三季度，德尔塔病毒引发全球多国疫情反复，工业生产放缓，中国再次补位欧美供需缺口。三季度，在疫情冲击下，欧美、日韩、东南亚多国制造业 PMI 增速普遍回落，全球供应链复苏放缓。而中国则很快控制住了疫情散发，再次补位欧美供需缺口，“疫情防控红利”下中国在美国总进口的份额小幅回升，从而支撑了出口超预期。以美方公布的数据来看，中国占美国总进口金额的比例，从 7 月的 17% 小幅上升至 8 月的 18%。

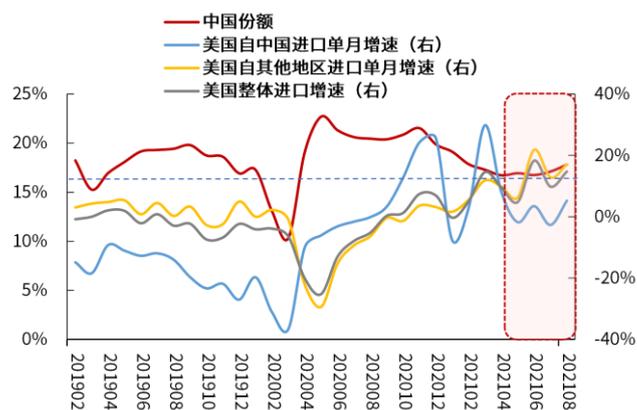
本轮疫情下，东南亚工业生产受冲击最大，部分订单回流中国，利好家居等劳动密集型产品订单的出口。东南亚等国主要挤压我国在劳动密集型产业链的份额。本轮疫情冲击下，东南亚国家工业生产受到较大冲击，9月中国灯具、玩具等品类出口出现反弹。东南亚国家工业链的脆弱性，也是美国10月份将家具列入549项关税排除清单的重要原因。（详见我们在10月10日的报告《美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图》）

图 4：三季度多国制造业复苏势头放缓，东南亚受冲击最大

	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
美国ISM制造业PMI	60.80	64.70	60.70	61.20	60.60	59.50	59.90	61.10
德国制造业PMI	60.70	66.60	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40
法国制造业PMI	56.10	59.30	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00
英国制造业PMI	55.10	58.90	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10
西班牙制造业PMI	52.90	56.90	57.70	59.40	60.40	59.00	59.50	58.10
日本制造业PMI	51.40	52.70	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50
韩国制造业PMI(季调)	55.30	55.30	54.60	53.70	53.90	53.00	51.20	52.40
越南Markit制造业PMI	51.60	53.60	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20
马来西亚制造业PMI	47.70	49.90	53.90	51.30	39.90	40.10	43.40	48.10
印尼Markit制造业PMI	50.90	53.20	54.60	55.30	53.50	40.10	43.70	53.20

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：8月，我国在美国总进口中的份额出现小幅回升



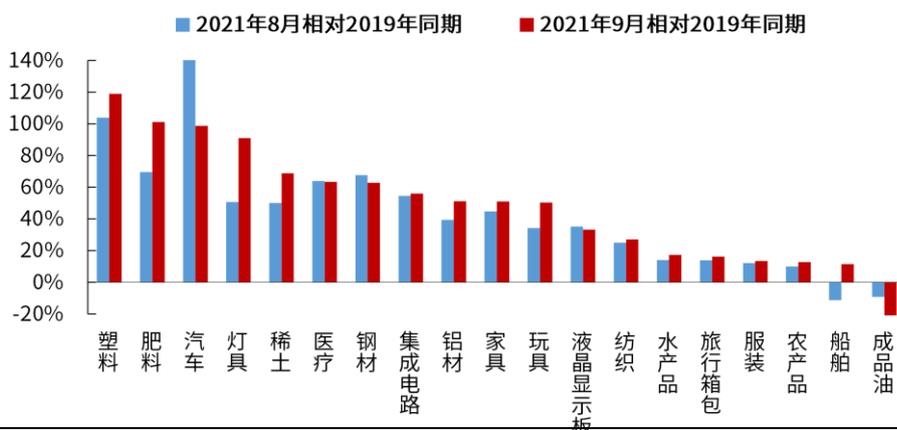
资料来源：Wind，USITC，光大证券研究所

四、哪些品类出口在加速？——工业品和家居品类

分品类来看，9月份船舶、灯具、玩具、家具、铝材、塑料、肥料、稀土出口增速均有回升。我们认为，拆分来看，家居品类（灯具、玩具、家具）主要受益于东南亚疫情冲击下的订单回流，而工业品（铝材、塑料、肥料、稀土）则受益于欧美经济复苏，带来的总需求回升。

向前看，预计出口内部景气度依然会分化，工业品出口将受益于欧美经济复苏，预计依然有较强支撑。高技术品类，则可能会随着欧美供应链率先恢复，和居民居家办公等终端需求回落，出口增速自高点出现回落。低技术品类，则受到东南亚订单回流和欧美终端需求回落，两股力量的相反作用，出口增速预计会维持低位。

图 6: 9月船舶、灯具、玩具、家具、铝材、塑料、肥料、稀土出口增速均有回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

五、对美出口快速上行，美方减免关税谈判需求迫切

9月，以2019年为基数，对美出口增速从8月的39%快速上升至57%。三季度，德尔塔疫情反复之下，欧美、日韩、东南亚多国制造业PMI增速普遍回落，工业生产放缓。这也使得美国对于中国产品的依赖度增强。

以美国USITC公布的数据来看，中国占美国总进口金额的比例，从7月的17%小幅上升至8月的18%。美国对于中国出口的依赖度增强，也是美国近期开启549项商品关税排除清单的重要推动力。

图 7: 9月对美单月出口增速大幅上行

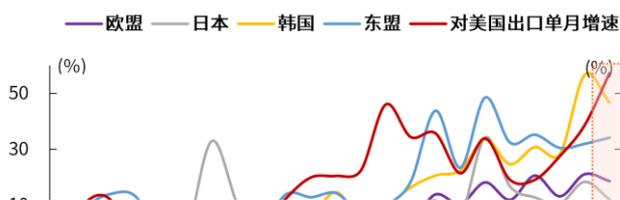
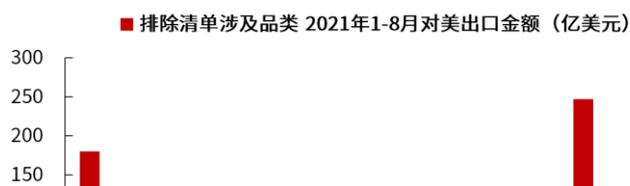


图 8: 美方公布的 549 项商品关税排除清单主要包括防疫物资、机械设备、机电产品及家具



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_27710

