

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

为何出口的拐点延迟显现?

2021年12月08日

- **11月出口超预期主要是由欧洲拉动：当下欧洲耐用品消费需求旺盛，但是疫情反复导致生产供应不足，带动我国出口超预期。**11月我国出口欧洲的金额同比增速录得33.5%，高于整体出口水平22%。制造业PMI仍然处于扩张区间录得58.4%和10月58.3%基本持平。此前美国耐用品消费水平在2021年1-6月同比高增长，带动了我国上半年机电类产品整体的高出口，但是当下美国耐用品消费额同比已经回落；相反，欧盟国家对于耐用品的消费水平，在7-11月却出现了前所未有的高增长，反映在欧洲CCFI航运指数远高于其他国家水平；叠加11月份欧洲国内疫情严重，多国遭遇封锁，部分产业生产受到影响，欧盟需要从我国大量进口制造业产品，拉动了本月我国出口超预期。11月我国机电类产品出口37.3%，较上月扩大了8个百分点。
- **虽然11月我国出口美国同比录得5.3%，但不能说明美国对中国出口造成拖累。**由公式“当月同比=上月同比+本月环比-去年同期环比”，11月对美国低出口同比，主要是由于去年11月高出口环比18.59%造成。虽然11月出口美国两年平均增速录得24%，但主要也是由去年11月46.09%的高同比增长贡献。当下美国仍然存在供应链短缺的问题，制造业零售商库存销售比远低于疫情前水平。新一轮疫情也可能会影响生产运输，对于后续我国的出口造成更多的不确定性，出口的拐点可能延迟到来。
- **出口方面，今年主要由欧美耐用品生产需求带来的机电类产品强势增长，贡献了我国总出口值一半以上；当下圣诞节的出口效应已经逐步褪去，主要的轻工业品需求已出现大幅回落。**2022年1-11月，汽车底盘出口增速最为迅猛，前11个月共计增长108.4%，侧面反映出欧美发达国家制造业生产需求旺盛；相比之下，家电类产品今年1-11月仅增长16.3%。美国2021年二季度住房市场强劲，带动房地产后周期行业消费品的需求，当下房地产市场回调，对于家电等的出口拉动回落。轻工业品方面，此前9-10月圣诞节备货，我国的箱包等轻工业消费品的出口同比高增长，但是11月此类商品出口增速回落，圣诞效应褪去。
- **进口方面，除了煤和天然气整体进口出现“量价齐升”，我国前11个月铁矿石、原油、大豆等商品的进口，皆出现“量减少价格抬升”的状态。**前11个月，煤的进口量共计2.92亿吨，较去年增加10.6%，进口均价每吨676.9元，上涨39.7%；仅11月，煤的进口量增加198%，进口金额同比增长793%。天然气进口量1-11共计增加21.8%，进口价格上涨20.7%。铁矿砂、原油、钢材的进口量，皆较去年有所减少。
- **风险因素：**全球疫情超预期，中美贸易政策超预期。

目录

一、本月出口数据为何大超预期?	3
二、本月进出口数据特征	7
风险因素	10

图目录

图 1: 美国耐用品同比自 5 月出现下滑, 但是欧盟耐用品消费却 6-11 月同比飙升	3
图 2: 集装箱运价指数欧洲航线出现最高幅度增长	4
图 3: 欧洲新冠疫情确诊病例在近期飙升	4
图 4: 美国出口金额同比和环比比率	5
图 5: 欧元区和美国 PMI 仍旧处于扩张区间	5
图 6: 美国制造业 PMI 就业指数整体抬升	6
图 7: 美国零售商库存销售比, 远低于疫情前水平	6
图 8: 2021 年 11 月集成电路的出口金额同比较高增长	7
图 9: 2021 年美国成屋销售金额同比带动我国家电出口	8
图 10: 2021 年 11 月出口箱包及类似容器的同比出现明显下滑	8
图 11: 主要进口商品每月进口金额同比变化	9
图 12: 主要出口商品每月出口数量同比变化	9

一、本月出口数据为何大超预期？

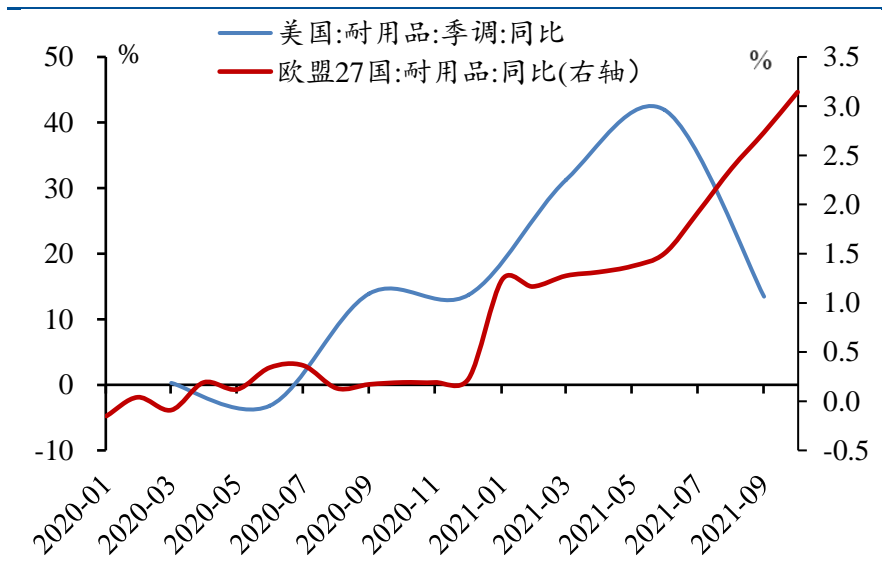
本月进出口数据再次超预期：本月出口金额同比增长 22%，远超预期 17.2%，较上月减少了 5.1 个百分点；本月进口金额同比增长 31.7%，远超预期 18.2%，较上月扩大了 11.1 个百分点；两年复合同比的计算方式下，11 月我国整体出口增长 21.25%，进口同比增长 17.36%。

分国别来看，中国对美、欧、东盟和日本的出口增速分别为 5.3%、33.5%、12.6% 和 22.3%；对应的两年复合增速分别为 24%、20.4%、9.4% 和 16%。

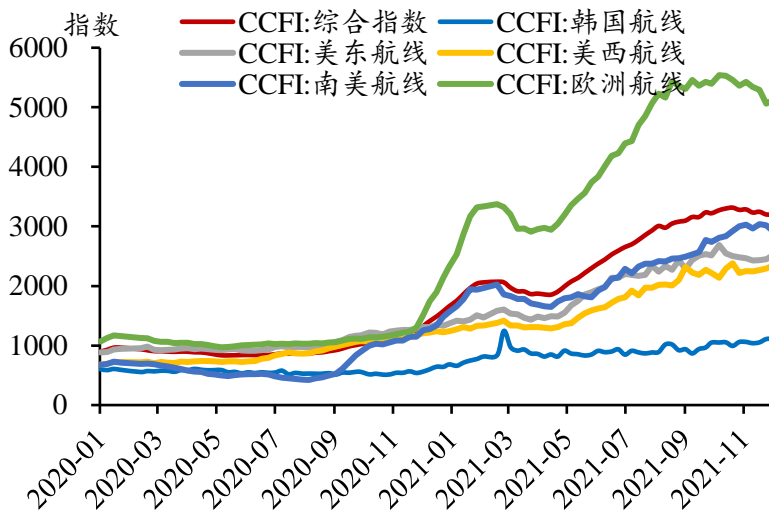
整体我们认为，11 月出口同比高增长受圣诞等海外节日拉动的影响较弱，主要的轻工业消费品需求已经同比大幅回落，11 月出口超预期主要是欧洲出口拉动。11 月我国出口欧洲的金额同比增速录得 33.5%，高于整体出口水平 22%。

欧洲耐用品消费需求旺盛，但是疫情反复导致生产供应不足，带动我国出口超预期。11 月欧洲制造业 PMI 仍然处于扩张区间录得 58.4% 和 10 月 58.3% 基本持平，耐用品消费额同比增速和欧洲 CCFI 航运指数，皆出现前所未有的大幅上涨。此前我们在 11 月 5 日发布的文章《繁华终究归于平静——2022 出口展望》中分析，我国作为制造业大国，美国和欧盟都对中国的耐用品（尤其是机电类产品）皆有较高需求。此前美国耐用品消费水平在 2021 年 1-6 月同比高增长，带动了我国上半年机电类产品整体的高出口，但是当下美国耐用品消费额同比已经回落；相反，欧盟国家对于耐用品的消费水平，在 7-11 月却出现了前所未有的高增长（见图 1），反映在欧洲 CCFI 航运指数远高于其他国家水平（见图 2）；叠加 11 月份欧洲国内疫情严重（见图 3），多国遭遇封锁，部分产业链生产受到影响，欧盟从我国大量进口制造业产品，拉动了本月我国出口超预期。相应的，我国机电类产品出口 37.3%，较上月扩大了 8 个百分点。

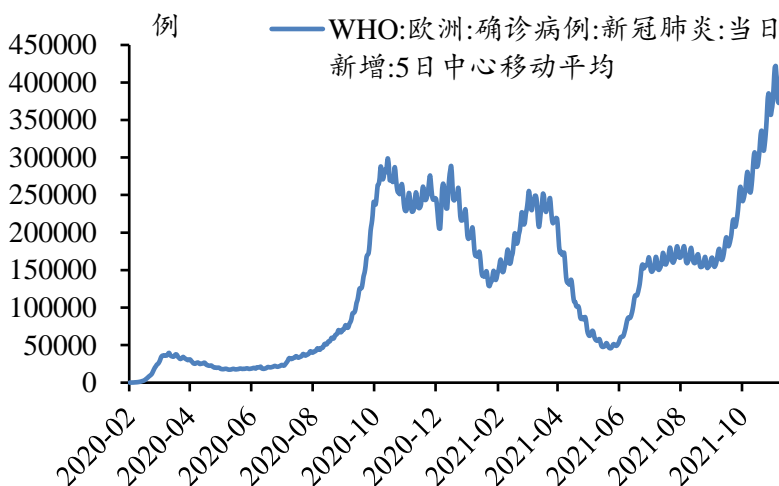
图 1：美国耐用品同比自 5 月出现下滑，但是欧盟耐用品消费却 6-11 月同比飙升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2：集装箱运价指数欧洲航线出现最高幅度增长


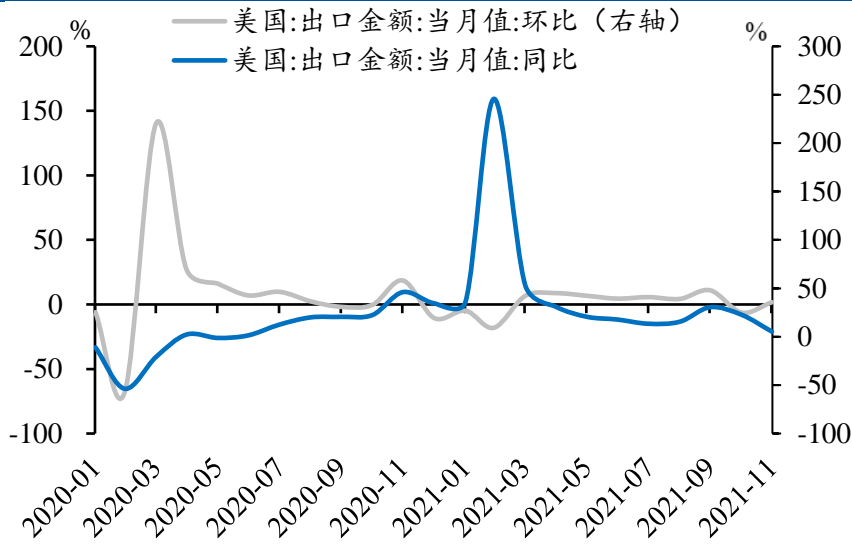
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：欧洲新冠疫情确诊病例在近期飙升


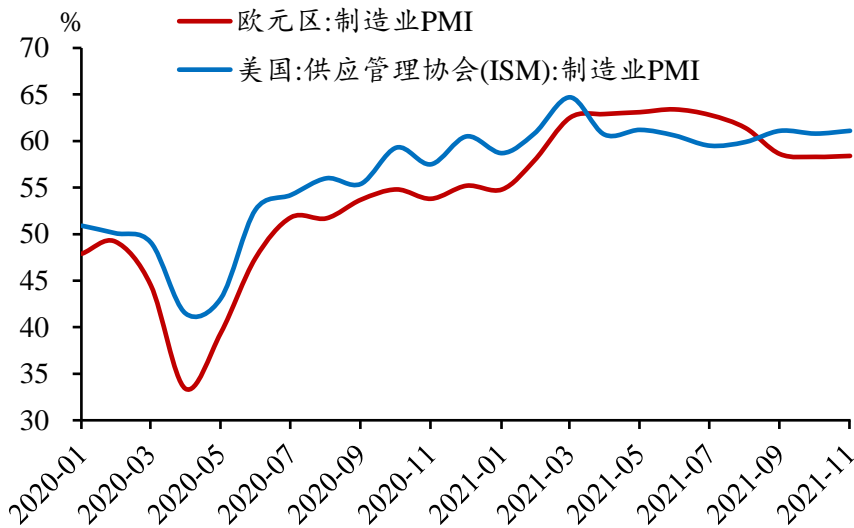
资料来源：万得，信达证券研发中心

美国方面：虽然 11 月我国出口美国同比录得 5.3%，但并不能说明美国对中国出口造成拖累。由公式“当月同比=上月同比+本月环比-去年同期环比”，11 月低出口同比，主要是由于去年 11 月高出口环比 18.59% 造成。虽然 11 月出口美国两年平均增速录得 24%，但主要也是由去年 11 月 46.09% 的高同比增长贡献。

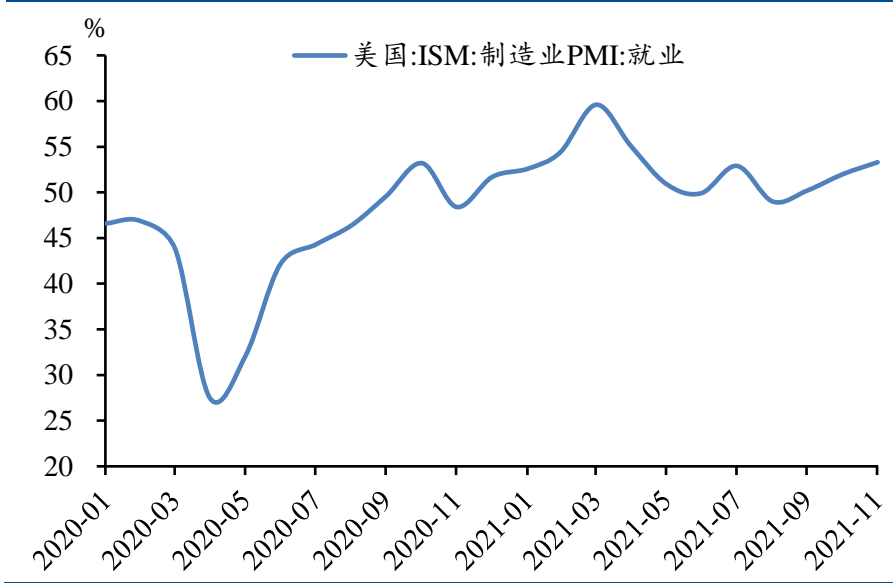
美国劳动就业回归，产业链逐步修复。我国和美国的位于制造业产业链的上中游，因此美国制造业 PMI 呈现高位复苏，仍然会带动上游我国制造业产品的出口。当下，美国通胀持续也可以看出，由于运输和产业链修复不均衡的问题，美国国内供应仍然处于短缺的状态，整体制造业零售商的库存销售比，仍然远低于疫情之前的水平，仍然需要从中国进口。我们认为，新一轮疫情也可能会影响生产运输，对于后续我国的出口造成更多的不确定性，出口的拐点可能延迟到来。随着美国近几个月停发失业补贴，倒逼劳动力回归市场，整体制造业的 PMI 就业指数近几个月出现了大幅增长。11 月美国制造业 PMI 持续为 61%，较上月仍有扩张，持续 3 个月都位于 60% 以上。相应的，美国制造业就业指数逐步显著抬升

图 4: 美国出口金额同比和环比比率


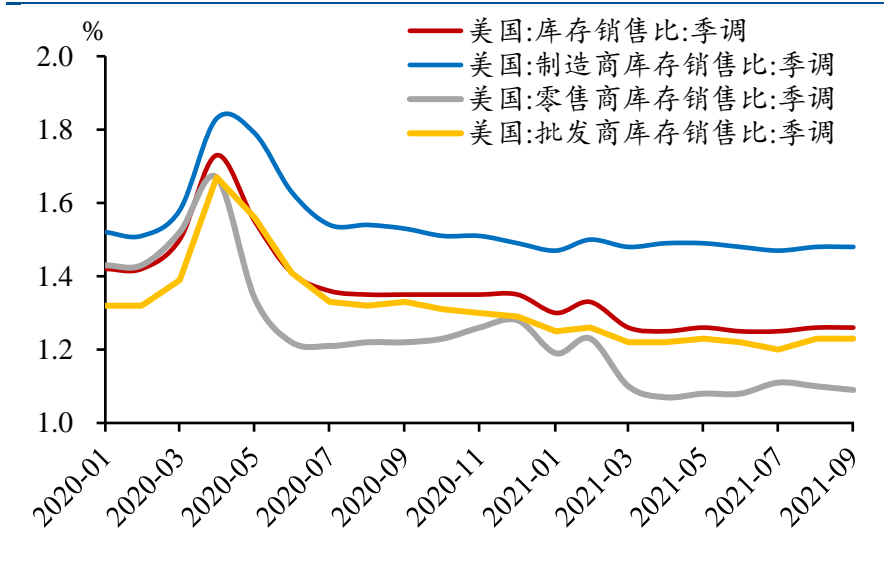
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5: 欧元区和美国 PMI 仍旧处于扩张区间


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6: 美国制造业 PMI 就业指数整体抬升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7: 美国零售商库存销售比, 远低于疫情前水平


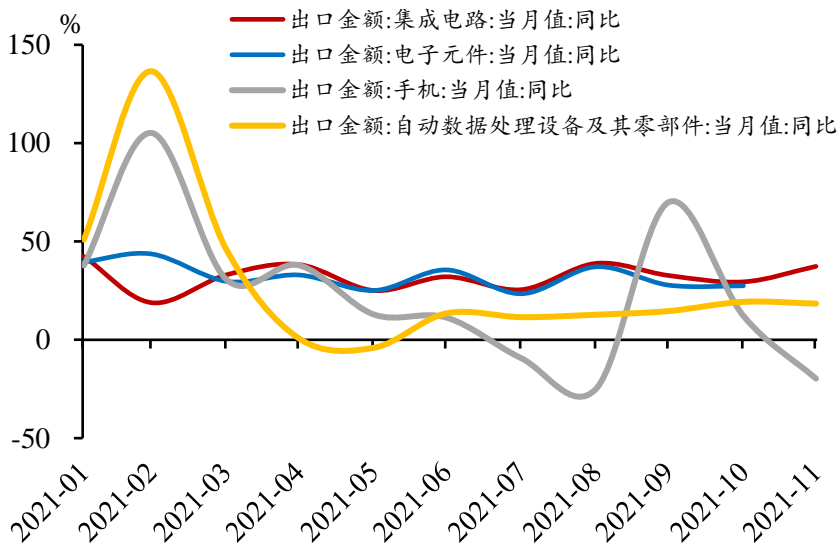
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、本月进出口数据特征

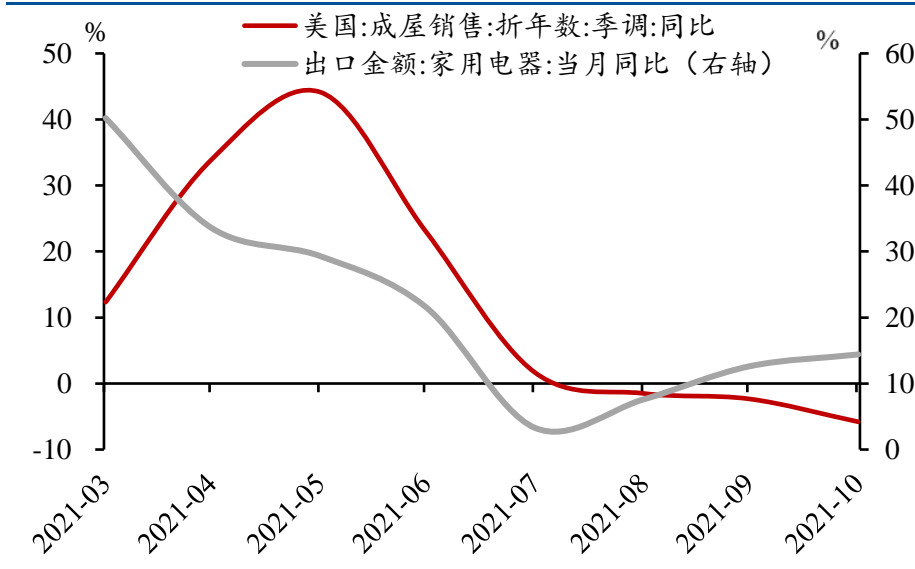
出口方面，今年由欧美制造业拉动带来的机电类产品强势增长，贡献我国今年总出口值一半以上。汽车底盘出口最为迅猛，2022年1-11月同比总共增长108.4%，汽车底盘出口增速最为迅猛，共计增长108.4%，侧面反映出欧美发达国家制造业生产需求旺盛。美国2021年二季度住房市场强劲，带动房地产后周期行业消费品的需求，拉动我国家用电器行业出口，但是当下家电出口金额同比增速已经回落，对于出口的拉动较小。轻工业品方面，此前9-10月，由于圣诞节备货的影响，我国的箱包等轻工业消费品的出口同比高增长，拉动了整体出口水平，但是当下箱包等零部件的同比增速已经出现大幅度回落。当下，防疫物资同比也出现大幅下滑。

具体数据如下：2021年前11个月，我国出口机电产品11.55万亿元，增长21.2%，占出口总值的59%。其中，自动数据处理设备及其零部件（电脑）出口1.47万亿元，增长12.3%；手机出口8225.4亿元，增长6.8%；家用电器5865.1亿元，增长16.3%；汽车（包括底盘）2029.9亿元，增长108.4%。汽车行业产业链链条比较长，对各方面配件的生产要求能力较高。我国，在全球疫情发展的现状下，很多国外企业在物流、生产供应和链条方面都遇到很多问题，但是我国在这些方面还有比较好的优势，产业体系比较完整，配套能力较强，这是我国汽车出口方面呈现高增长的重要因素。轻工业方面：11月箱包及类似容器，同比增速28%，较10月44%下滑16个百分点。11月家具及其零部件录得1.8%，较10月的14.3%，下降了接近12.5个百分点。

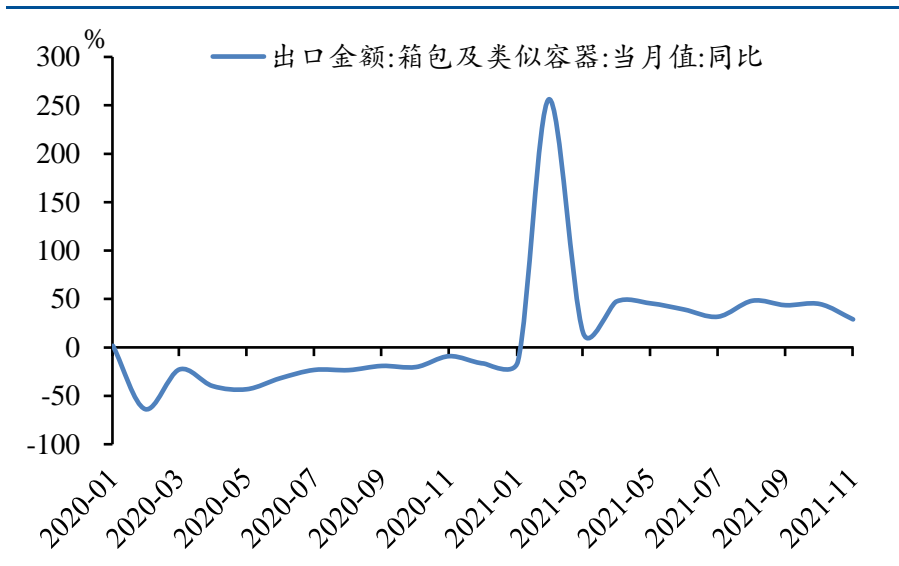
图8：2021年11月集成电路的出口金额同比较高增长



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9：2021 年美国成屋销售金额同比带动我国家电出口


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10：2021 年 11 月出口箱包及类似容器的同比出现明显下滑


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_30739



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>