

总量研究

圣诞旺季+总需求扩张，出口如期展现韧性

——2021年11月进出口数据点评

要点

事件：2021年12月7日，海关总署发布11月进出口数据。出口（以美元计）同比增22%，市场预期增17.2%，前值增27.1%；进口（以美元计）同比增31.7%，市场预期增18.2%，前值增20.6%。

核心观点：

出口完全符合我们的预期，略超市场预期，继续展现出较强韧性（详情请见我们在12月1日发布的报告《供给约束放松，经济企稳回升——2021年11月经济数据预测》）。出口维持强势，一方面是受到圣诞消费旺季的支撑，玩具、液晶屏幕等品类增速大幅回升，另一方面，工业品出口增速自高位继续上扬，主要受全球经济总需求扩张的拉动。

向前看，我们预计出口增速会在四季度高位筑顶，在明年一季度回落，但回落速度较慢。欧美财政刺激对于消费的支撑开始回落，决定了未来出口增速的下行方向是确定的。待度过圣诞假期，一季度天气转暖后，预计疫情对于劳动力重返市场的掣肘也会减弱，欧美供需缺口趋向收敛，对于中国产能的依赖也会降低。但是，海外疫情发展尚不明朗，美国供应链堵塞尚未缓解，叠加东南亚疫苗接种速度较慢，使得我国出口短期依然能够受益于防疫红利，回落速度较慢。

圣诞消费和总需求扩张，拉动出口超预期。

一方面，本月出口受到了圣诞消费旺季的支撑，玩具、液晶显示板品类，本月增速上行幅度较大。另一方面，工业品（钢材、铝材、塑料制品）增速也自高位继续小幅回升，主要受到全球经济复苏带来的总需求扩张拉动。随着欧美停发失业补贴，劳动力回归市场，与“宅经济”相关的家具、灯具出口增速则出现回落。

明年一季度出口增速或开启下行，但下行速度较慢。

出口增速下行的方向是确定的。2021年出口持续超市场预期，原因在于美国今年1月开启了一轮新的派现和失业补贴发放，支撑居民消费需求，抑制劳动力重回市场。但是，随着美国在今年9月份停止发放大流行病失业补贴，财政刺激对于出口的支撑会持续回落，出口增速的下行方向已经确定。

预计出口增速会在今年四季度高位筑顶，在明年一季度进入下行区间，但是下行速度较慢，出口依然具有较强韧性。待度过圣诞假期，一季度天气转暖后，预计疫情对于劳动力重返市场的掣肘也会减弱。但是，考虑到海外疫情发展势头尚不明朗，美国供应链堵塞尚未缓解，东南亚等国家疫苗接种较为落后，会使得我国出口短期依然受益于防疫红利，韧性较强。

进口不弱，看好2022年制造业投资。

11月进口增速也大超市场预期。今年以来，在强势出口的带动下，进口动能表现不弱。11月，制造业PMI指标同样出现超预期反弹，在供给约束放松后，制造业需求端也出现明显回升。我们认为，在出口增速缓步下行、外需韧性较强的背景下，在国产替代、绿色投资的拉动下，叠加稳增长政策逐步见效发力，制造业投资依然会维持温和复苏的态势，看好2022年制造业投资。

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

房地产良性循环、科技政策加快落地——2021年12月政治局会议解读（2021-12-06）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-05）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国失业率下行不抵Omicron冲击，拖累美债收益率——2021年11月美国新增非农数据点评（2021-12-04）

从六国经验，看中国消费何时崛起——《共同富裕》系列第三篇（2021-12-02）

供给约束放松，经济企稳回升——2021年11月经济数据预测（2021-12-01）

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021年11月PMI数据点评（2021-11-30）

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——2021年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

通胀不构成美联储加息的条件——2021年11月美国FOMC会议纪要点评（2021-11-25）

中期选举压力显现，拜登如何筹谋对华战略？——《大国博弈》系列第十三篇（2021-11-24）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-22）

财政跨周期调节的“余粮”有多少？——光大宏观周报（2021-11-21）

目 录

一、11月进出口数据均超预期	3
二、圣诞消费和总需求扩张，拉动出口超预期	3
三、明年一季度出口增速或开启下行，但下行速度较慢	5
四、进口不弱，看好2022年制造业投资	6

图目录

图 1：2021 年 11 月，进出口同比增速继续上行，超市场预期	3
图 2：集装箱运价指数自高位持续回落	4
图 3：11 月港口外贸吞吐量好于 10 月	4
图 4：工业品增速依然处于高位，玩具、液晶显示屏等圣诞消费旺季品类出口增速也出现回升	4
图 5：低技术品类出口增速依然低迷	5
图 6：三季度多国制造业 PMI 快速回落，11 月基本进入恢复区间	5
图 7：新出口订单 PMI 三季度回落、四季度企稳回升	5
图 8：9 月初停发失业补贴后，美国居民储蓄率持续回落	6
图 9：对美出口增速依然维持高位	6
图 10：原材料进口增速维持高位	7

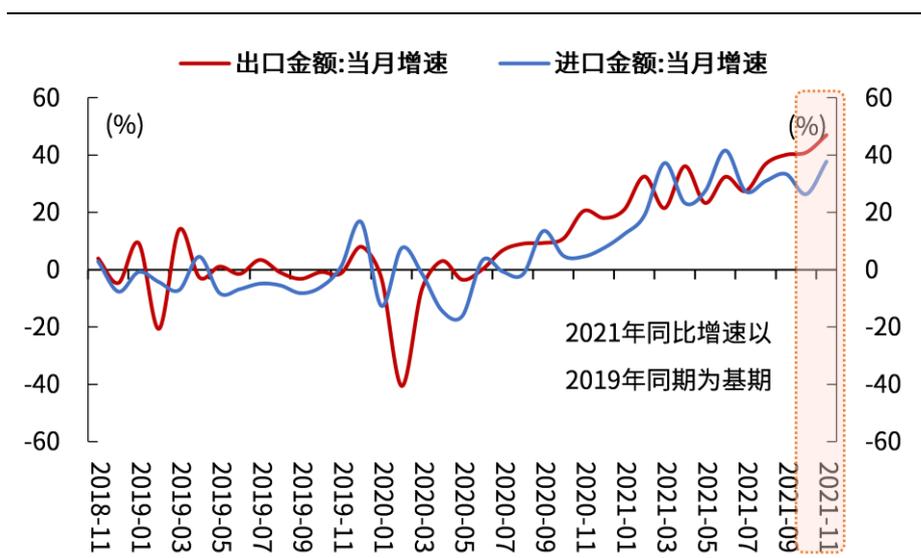
一、11月进出口数据均超预期

事件：2021年12月7日，海关总署发布11月进出口数据。出口（以美元计）同比增22%，市场预期增17.2%，前值增27.1%；进口（以美元计）同比增31.7%，市场预期增18.2%，前值增20.6%。

核心观点：出口完全符合我们的预期，略超市场预期，继续展现出较强韧性。出口维持强势，一方面是受到圣诞消费旺季的支撑，玩具、液晶屏等品类增速大幅回升，另一方面，工业品出口增速自高位继续上扬，主要受全球经济总需求扩张的拉动。

向前看，我们预计出口增速会在四季度高位筑顶，在明年一季度回落，但回落速度较慢。欧美财政刺激对于消费的支撑开始回落，决定了未来出口增速的下行方向是确定的。待度过圣诞假期，一季度天气转暖后，预计疫情对于劳动力重返市场的掣肘也会减弱，欧美供需缺口趋向收敛，对于中国产能的依赖也会降低。但是，海外疫情发展尚不明朗，美国供应链堵塞尚未缓解，叠加东南亚疫苗接种速度较慢，使得我国出口短期依然能够受益于防疫红利，回落速度较慢。

图1：2021年11月，进出口同比增速继续上行，超市场预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

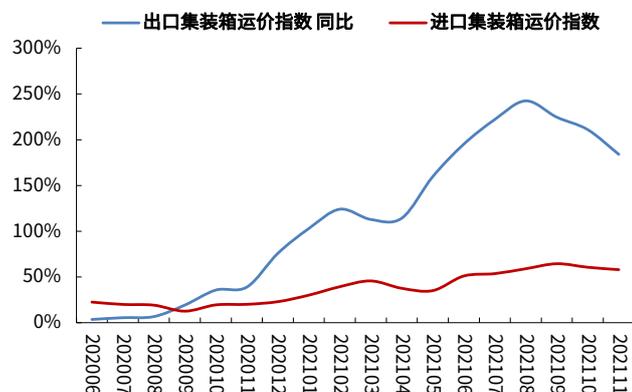
备注：2021年增速为与2019年同期相比；2021年2月为1-2月的累计增速

二、圣诞消费和总需求扩张，拉动出口超预期

出口完全符合我们的预期，略超市场预期。我们在11月经济数据预测报告中提到，参考中港协数据、近期运价等因素，预计11月出口数据将继续展现较强韧性，同比增速约为22%（详情请见我们在12月1日发布的报告《供给约束放松，经济企稳回升——2021年11月经济数据预测》）。从海关总署公布数据来看，11月出口数据完全符合我们的预期，同比增速22%。以2019年同期为基期来看，11月出口增速47%，高于上月6个百分点，达到年内高点。

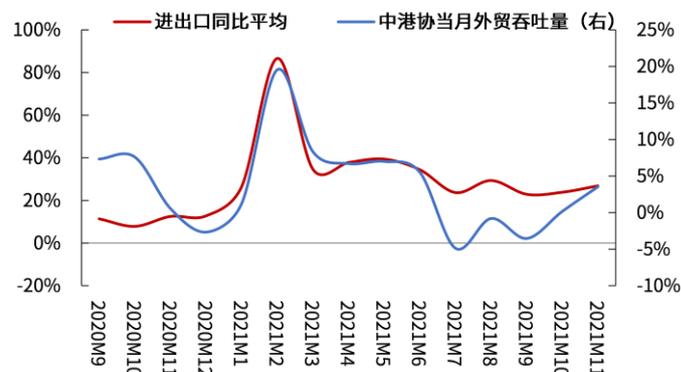
出口数据与中港协所监测的港口数据表现一致。据港口反馈，11月份圣诞货品出口旺盛，上旬外贸出口活动受到了大风降温天气的影响，而中下旬外贸活动则好于10月。整体来看，11月港口外贸吞吐量好于10月。

图2：集装箱运价指数自高位持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

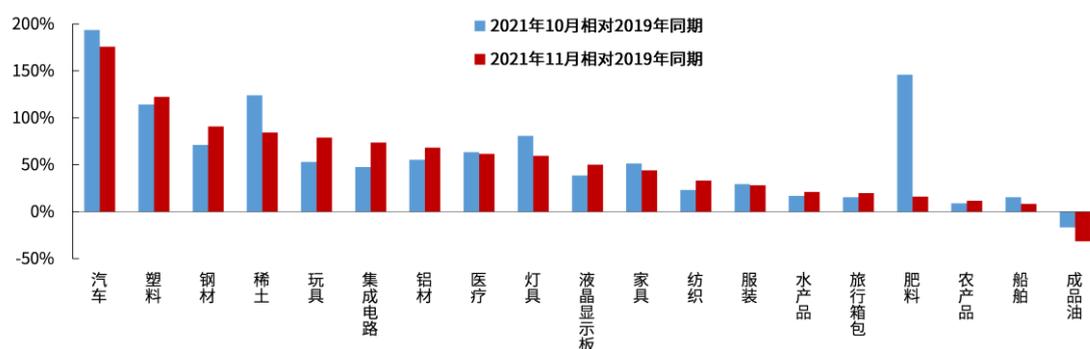
图3：11月港口外贸吞吐量好于10月



资料来源：Wind，光大证券研究所

哪些产品出口增速在回升？以2019年同期为基期，从重点产品出口来看，一方面，本月出口受到了圣诞消费旺季的支撑，玩具、液晶显示板品类，本月增速上行幅度较大。另一方面，工业品（钢材、铝材、塑料制品）增速也自高位继续小幅回升，主要受到全球经济复苏带来的总需求扩张的拉动。随着欧美停发失业补贴，倒逼劳动力回归市场，与“宅经济”相关的家具、灯具出口增速则出现回落。

图4：工业品增速依然处于高位，玩具、液晶显示屏等圣诞消费旺季品类出口增速也出现回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：低技术品类出口增速依然低迷

	出口额 (2020年, 亿美元)	2021年相对2019年同期									
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
防疫物资	1720	6%	28%	9%	25%	12%	29%	31%	27%	36%	
农产、水产	948	-4%	6%	3%	3%	3%	11%	14%	10%	13%	
衣着、箱包	1580	4%	10%	-3%	2%	-1%	12%	14%	27%	27%	
机电产品	1364	40%	46%	42%	43%	42%	51%	52%	46%	70%	
汽车	157	62%	137%	112%	104%	109%	178%	99%	194%	176%	
船舶	172	-7%	16%	15%	79%	33%	-11%	11%	15%	8%	
灯具、玩具、家具	1295	26%	38%	35%	35%	37%	43%	60%	59%	57%	
塑料	853	92%	109%	88%	105%	88%	104%	119%	114%	122%	
肥料	67	30%	45%	85%	128%	73%	70%	101%	146%	16%	
钢铁、有色、稀土	589	21%	40%	17%	65%	49%	61%	60%	68%	86%	
成品油	255	-15%	-1%	5%	11%	-20%	-9%	-27%	-17%	-32%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

三、明年一季度出口增速或开启下行，但下行速度较慢

新出口订单 PMI 自 10 月开始反弹，是不是意味着出口的逻辑发生变化，出口有望持续走高？四月份开始，新出口订单 PMI 持续回落，使得市场对于出口的预期一再走低。但是 10 月以来，新出口订单 PMI 又自低点反弹。这是否也意味着出口的逻辑将发生变化，出口有望持续走高？我们认为并不是。

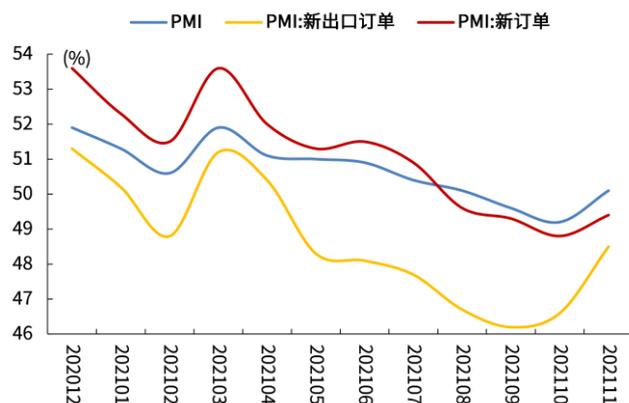
首先，新出口订单 PMI 是环比指标。虽然 10 月以来，新出口订单 PMI 有所反弹，但是依然处于荣枯线之下，依然处于收缩区间内。其次，PMI 为景气度调查，受到了受访者预期变化的影响。年初以来，欧美供应链持续恢复，叠加海运价格高企，影响了中小企业对于未来订单的信心。但是三季度以来，随着海外疫情出现波动，东南亚订单回流中国，出口再次享受防疫红利，也提振了企业信心，从而导致了新出口订单 PMI 出现波动。

图 6：三季度多国制造业 PMI 快速回落

	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11
美国:ISM制造业PMI	60.70	61.20	60.60	59.50	59.90	61.10	60.80	61.10
德国:制造业PMI	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40
法国:制造业PMI	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90
英国:制造业PMI	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10
西班牙:制造业PMI	57.70	59.40	60.40	59.00	59.50	58.10	57.40	57.10
日本:制造业PMI	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50
韩国:制造业PMI:季调	54.60	53.70	53.90	53.00	51.20	52.40	50.20	50.90
越南:Market制造业PMI	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20
马来西亚:制造业PMI	53.90	51.30	39.90	40.10	43.40	48.10	52.20	52.30
印尼:Market制造业PMI	54.60	55.30	53.50	40.10	43.70	53.20	57.20	53.90

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：新出口订单 PMI 4 月份以来持续回落，10 月自底部回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

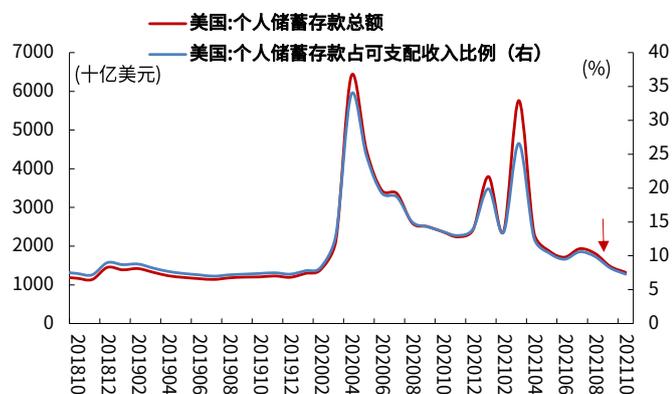
我们认为，出口短期虽然受益于防疫红利和全球需求扩张，但是长期来看，动能是向下的。2021 年出口持续超市场预期，原因在于美国今年 1 月开启了一轮新

的派现和失业补贴发放，支撑居民消费需求，抑制了劳动力重回市场。但是，随着美国在今年9月份全面停止大流行病失业补贴的发放，居民持续消耗储蓄，财政刺激对于出口的支撑会持续回落，决定了出口增速的方向是向下的。

预计出口增速会在今年四季度高位筑顶，在明年一季度进入下行区间，但是下行速度较为缓慢，出口依然具有较强韧性。一方面，在渡过圣诞消费旺季之后，预计劳动力会重返就业市场，加速美国就业恢复。另一方面，据美国国家过敏症和传染病研究所，Omicron 毒株虽然传播力较强，但毒性偏低。度过新年假期后，随着天气转暖，预计疫情对于就业的掣肘会逐步减弱。但是，考虑到海外疫情发展势头尚不明朗，美国供应链堵塞尚未缓解，东南亚等国家疫苗接种进程较为落后，会使得我国出口短期依然受益于防疫红利，韧性较强。

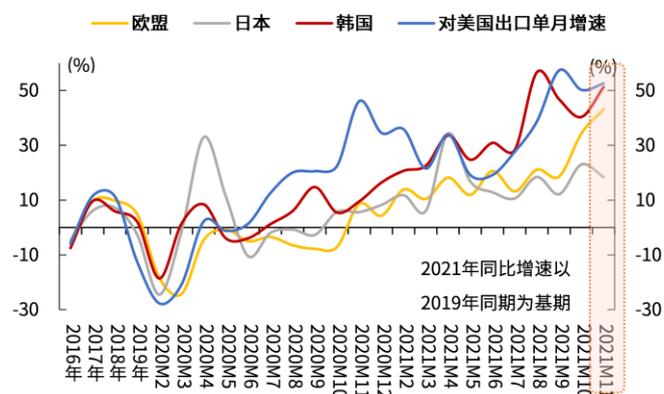
值得注意的是，由于2019年12月出口基数较高，所以今年12月出口的两年平均增速，可能会受到基数垫高带来的下行压力。但是考虑到圣诞消费旺季的支撑，预计出口增速会在高位小幅波动。

图 8：9 月初停发失业补贴后，美国居民储蓄率持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：对美出口增速依然维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

四、进口不弱，看好 2022 年制造业投资

11 月进口增速也大超市场预期。11 月进口同比增 31.7%，市场预期增 18.2%，前值增 20.6%。以 2019 年同期为基期来看，11 月进口增速 37.7%，高于上月 11 个百分点。今年以来，在强势出口的带动下，进口动能表现不弱。11 月，制造业 PMI 指标同样出现超预期反弹，在供给约束放松后，制造业需求端也出现明显回升。这说明，在前期政策刺激后，经济内生动能有较强韧性。我们认

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_30755

