

2020年12月29日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-61981316樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 2021年中国出口或受三轮冲击

### ——2021年出口形势展望

#### 相关报告

《2021年宏观经济展望：周期的拐点》——  
2020-11-25

《宏观专题报告：拜登经济学与中国》——  
2020-10-17

《供给冲击还是需求冲击主导？：欧洲二次疫  
情爆发对中国影响几何？》——2020-10-14

《宏观专题报告：美国对华实施国际清算制裁  
风险几何？》——2020-09-22

《站在2025看中国系列之二：新冷战、半脱  
钩与双循环》——2020-08-23

#### 投资要点：

- **2021年出口形势是市场争议的焦点。**一方面，全球经济的复苏会带来贸易的增长；一方面，全球供应的恢复会导致中国份额的下降。市场普遍认为2021年出口形势的不确定性较大。此外，考虑到中国出口的韧性，不少投资者对中国出口持有相对乐观的预期。
- **定性评估：我们认为2021年中国出口会受到三轮冲击波。**我们的研究显示，2020年中国出口的高速增长一方面与海外需求复苏但供应受到疫情限制，中国供应替代海外供应有关，一方面也与一些海外高收入经济体在疫情期间用商品消费替代服务消费，增加了对中国消费品特别是耐用品需求有关。而一旦疫苗大范围使用，这两个方面的因素都会逆转，并对中国的出口构成负面冲击。考虑到美国、日本/欧洲、以及新兴市场国家可能在二、三、四季度先后实现集体免疫，中国的出口可能面临三轮冲击波的影响。由于市场普遍认为发达国家与中国的供给替代程度较低，即使它们从疫情中恢复，供给端对中国的冲击比较有限，我们对于需求结构的分析显示发达经济体实现免疫会从需求端对中国的出口构成冲击，中国出口面临冲击的时间节点（2021年二、三季度）可能比市场一致预期要更早。
- **定量评估：2021年四季度中国出口很可能面临负增长。**IMF预计2021年全球贸易规模都不会超过2019年的水平，如果在比较严峻的假设下——2021年4季度全球的供应都能回到疫情前的水平，中国出口的份额与2019年大致相当——那么2021年四季度中国可能出现接近15%的负增长。即使考虑到抗疫物资出口、海外供应出清可能永久性增加中国出口份额，海外供应难以在2021年四季度完全回到疫情前的水平，中国出口也有可能面临较明显的负增长。一些投资者对于中国出口的“粘性”抱有较高期望，我们了解到一旦海外供应恢复，在市场经济环境下订单可能迅速转移。实际上，2020年4-5月全球停工停产之际，中国对欧盟日本等国出口曾经大幅上升，但是在这些经济体一度比较成功控制疫情本土供应恢复的背景下，中国出口也在随后出现了明显下滑。

**风险提示：**全球经济低于预期、国内外疫情、中美关系恶化超预期

## 内容目录

问题和结论 .....	4
1、 中国出口高速增长的原因探究：美国的案例 .....	5
1.1、 经济重启以来美国货物需求回升与中国份额上升 .....	6
1.2、 供给替代与需求结构变动共同提升中国商品份额 .....	7
2、 其它贸易对象：需求结构与供给替代的影响 .....	12
2.1、 主要贸易伙伴货物需求回升与中国占比上升 .....	12
2.2、 消费结构变化也是重要因素 .....	15
3、 如果全球经济回归常态，2021年出口展望 .....	18
3.1、 需求结构回归疫情之前冲击中国消费品出口 .....	18
3.2、 资本品的替代效应 .....	19
3.3、 不宜过度高估出口粘性 .....	19
4、 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 中国 2020 年 6-11 月出口同比高速增长 .....	4
图表 2: 中国 6-11 月出口同比增速与对美、欧、日、韩出口同比增速 .....	5
图表 3: 中国出口中各国份额占比: 美、欧、日、韩、东南亚 .....	5
图表 4: 进口额与海外工业生产 .....	6
图表 5: 中国对美国出口与其他国家对美国出口增速 .....	7
图表 6: 美国进口结构 .....	8
图表 7: 美国国内私人设备投资尚未回正 .....	8
图表 8: 美元计价中国资本品出口同比增速 (%) .....	9
图表 9: 美国个人可支配收入与个人消费支出 .....	9
图表 10: 中国居民可支配收入和人均消费支出 .....	10
图表 11: 美国耐用品、非耐用品以及服务消费 (名义值) .....	10
图表 12: 美国商品零售增长 .....	10
图表 13: 美国个人消费支出中服务业所占比例最高 .....	11
图表 14: 日本进口、工业产出与零售增速 .....	12
图表 15: 欧盟进口、工业产出与零售增速 .....	12
图表 16: 日本进口与工业产出拟合结果 (至 2020.06) .....	12
图表 17: 欧盟进口与工业产出拟合结果 (至 2020.06) .....	12
图表 18: 欧盟自华进口增速远超过来自其他贸易对象的进口增速 (美元计价) .....	13
图表 19: 日本自华进口增速远高于自其他贸易对象的进口增速 (美元计价) .....	13
图表 20: 韩国自华进口增速超过自其他贸易对象的进口增速 (美元计价) .....	14
图表 21: 印度自华进口增速远高于自其他贸易对象的进口增速 (美元计价) .....	14
图表 22: 泰国自华进口增速超过自其他贸易对象的进口增速 .....	14
图表 23: 日本零售增速达到 2000 来的历史高点 .....	15
图表 24: 欧盟零售已到达高位 .....	16
图表 25: 韩国零售年中起强于 2019 年 .....	16
图表 26: 韩国家庭消费支出同比增速 .....	16
图表 27: 中国出口增速同比 (美元计价) (%) .....	17
图表 28: 中国消费品出口同比: 耐用品、半耐用品以及非耐用品 .....	17
图表 29: 世界主要经济体消费者信心指数 .....	19

## 问题和结论

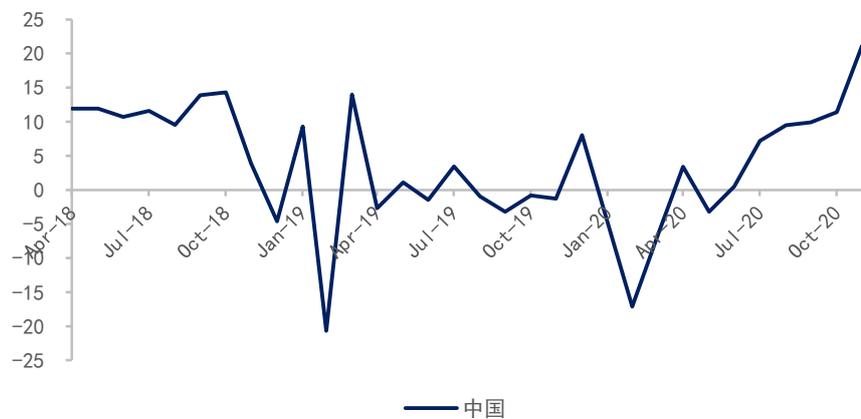
2020 年中国出口的高速增长是最超市场预期一致预期的经济基本面因素之一，特别是 2020 年下半年以来，中国出口出现超两位数的高速增长。2020 年 6 月，中国出口当月同比增速仅为 0.5%；而从 7 月至 11 月，中国出口平均增速则高达 12%。市场对中国出口高速增长的主要解释是伴随着海外需求的复苏，中国的供给替代了其他国家受到疫情影响的供给，而中国出口的份额在全球市场显著上升。

那么在即将到来的 2021 年，中国的出口形势如何？市场认为一方面伴随着全球经济的复苏，全球贸易的蛋糕会更大，但是一方面伴随着海外供应的恢复，中国出口的份额会有所下行。整体而言，出口的增长的不确定性较大。

而我们的研究显示，除了进口的替代效应以外，海外需求结构的变化也是中国出口下半年高增长的主要原因。而如果疫苗有效并且广泛应用，2021 年海外的需求结构和供应都可能向疫情前回归，我们估算显示中国的出口可能在四季度出现负增长——弱于市场预期一致预期。

实际上，美国，欧洲/日本以及发展中国家先后获得集体免疫可能意味着 2021 年中国出口可能面临三轮冲击波。

图表 1：中国 2020 年 6-11 月出口同比高速增长



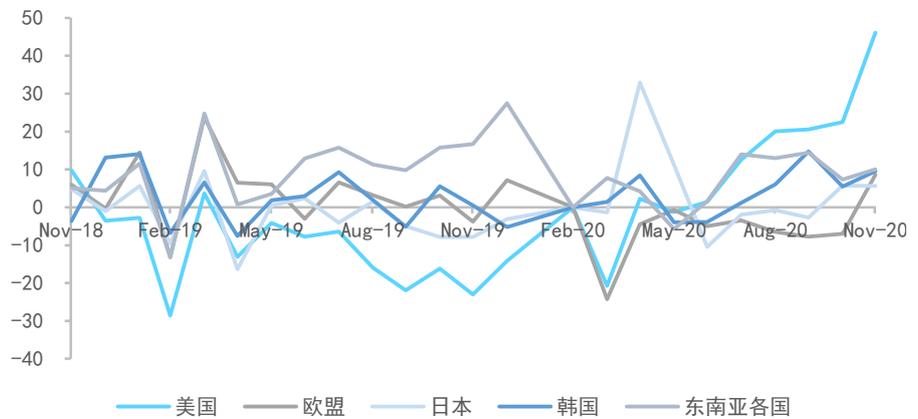
资料来源：Wind, 国海证券研究所

## 1、中国出口高速增长的原因探究：美国的案例

六月份以来，中国对海外的出口出现了明显的改善。6月，中国出口当月同比增速仅为0.5%；而从7月至11月，中国出口平均增速高达12%。

其中对美国的出口同比增速从6月的1.7%增长到7-11月的平均每月24%，对日本的出口同比从6月的-10%上升到7-11月的1.2%，对欧盟从6月的-4.7%上升到7-11月的-3.4%，对香港从6月的-11%上升到7-11月的3.2%，对东盟从6月的1.4%上升到7-11月的11.8%；对韩国从6月的-3.8%上升到7-11月的7.4%，对印度从6月的-27.9%上升到7-11月的1.9%。

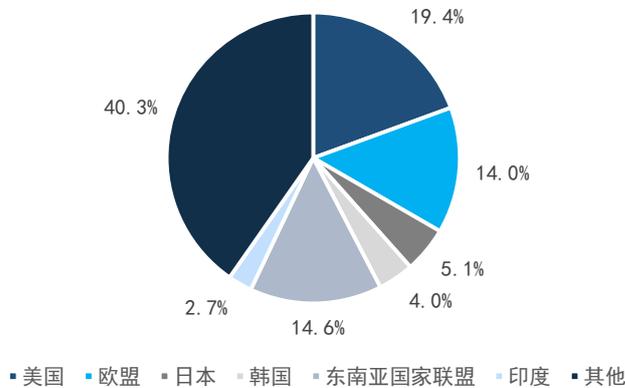
图表 2：中国 6-11 月出口同比增速与对美、欧、日、韩出口同比增速



资料来源：Wind, 国海证券研究所

可以看出，除了欧盟以外，其他主要贸易伙伴都对下半年以来的中国出口改善有明显的贡献。在这些国家中，美国是中国最大的出口贸易伙伴，且从今年六月份以来，中国出口美国同比增速增加尤为显著。因此我们选取美国作为主要研究对象，探究中国对美国出口高速增长的原因。

图表 3：中国出口中各国份额占比：美、欧、日、韩、东南亚



资料来源：Wind, 国海证券研究所

## 1.1、经济重启以来美国货物需求回升与中国份额上升

中国对美货物贸易出口的变动一方面取决于美国本身对于货物的需求，一方面也取决于中国的相对占比。

我们粗略的用美国本土商品和进口商品的供应，即美国本土工业生产，加上美国总体的进口来代表美国对商品的总需求<sup>1</sup>。5 月份经济重启以来，美国对于货物的需求明显回升。同时，我们发现美国国内的货物进口与工业生产名义同比在很长时间内都是同步同幅波动的。这说明美国经济周期的波动对国内和国外的货物产品的需求冲击大致是相仿的。然而，从今年 6 月份以来，二者的关系开始发生显著变化——美国的工业生产增长明显落后于美国的商品进口增速，并且二者的差额目前仍有扩大的趋势。这意味着海外进口商品在美国货物市场上的份额有所上升。

图表 4：进口额与海外工业生产



资料来源：Wind，国海证券研究所

在进口份额占比上升的同时，我们发现来自中国进口商品的份额更是明显上升。从历史上看，美国从中国进口增速与从中国以外其它国家进口增速大致相当，但是今年 3 月以来，这两方面的进口增速出现了非常明显的背离。来自中国进口增速大幅超出了来自其它国家的进口。

<sup>1</sup> 我们忽略了占美国 GDP 不足 1%的农业生产。

图表 5: 中国对美国出口与其他国家对美国出口增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

上述数据说明, 美国的需求恢复带动了国内生产和国外进口的回升, 但是来自中国商品进口的增速远远高于其它供应者——包括本土和海外其它国家, 中国商品在美国商品市场的份额明显上升。

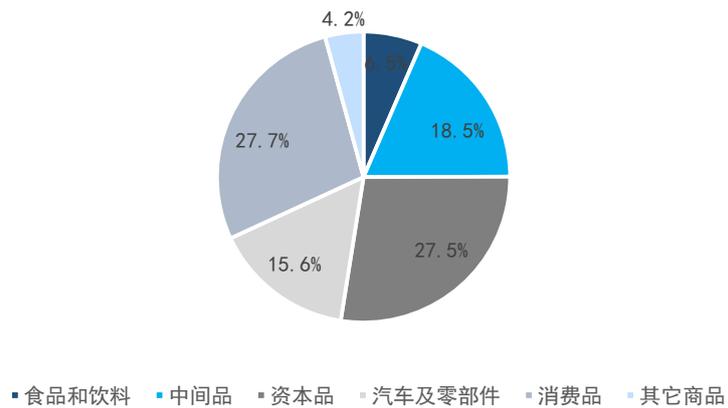
## 1.2、供给替代与需求结构变动共同提升中国商品份额

目前市场上对于中国对美国出口显著强于美国本土供应以及海外其他国家的出口的一致预期是供应的替代效应, 即由于海外疫情的原因其它国家的供应受到限制, 而中国的供应填补了空白, 导致了份额的上升。而我们认为这一结论对于资本品可能大体成立, 而对于消费品则并不完全。

### 1.2.1、供给的替代效应在资本品中或占主导地位

进出口的一种分类方式把进出口产品分为资本品, 中间品以及消费品。其中, 中间品本质上最终还是会用于消费品和资本品的生产, 所以我们在下文中不做单独讨论。

图表 6: 美国进口结构<sup>2</sup>



资料来源: Wind, 国海证券研究所

在资本品领域, 考虑到疫情期间总需求疲弱, 不确定性较大, 包括美国在内的全球资本支出应该都比较疲弱。例如, 数据显示美国的设备产能投资出现了较大幅度的负增长。在这种情况下, 我们认为中国资本品出口仍然能维持较高增长应该与替代效应有关系——中国生产商替代了美国本土和其它国家的出口商。

图表 7: 美国国内私人设备投资尚未回正



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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\\_539](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_539)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn