

2021年出口景气对产业链影响如何？ ——中观产业景气观察

核心观点

2021年出口继续维持景气，三种机制作用不一、共同影响出口，上半年暂时性替代较强，下半年合作补库边际向好，永久性替代可能贯穿全年。我们坚定看好装备制造业受益于永久性替代产生的出口景气具有长期逻辑，低社交属性的海外消费在修复期可能阶段性出现供需错配，有利于我国相关消费制造业的表现。

□ 影响2021年出口景气的三种机制

展望2021年出口，我们认为重点关注三种机制，暂时性替代、永久性替代和合作补库，三种机制的宏观逻辑存在差异，影响机制、作用效果和节奏上也有不同。

暂时性替代表现在我国对附加值较低、标准化程度较高的海外供给进行替代，短期订单转移带来的出口份额提升，永久性替代表现在我国发挥供给优势向中高端制造业领域进行替代，在全球供应链重塑阶段，抢占供给出清的全球市场份额，突破传统的订单周期、标准不一、对外渗透率低等限制，进而提升出口份额。合作补库是指主流经济体补库周期共振，产业链间协同作用对出口产生的拉动，有利于产业内贸易及相似品贸易。

□ 2021年出口维持景气特征

“出口超预期”是2020年重要宏观预期差，出口也是带动经济快速回升的重要拉动力量，站在2020年末的时间点上，我们预计2021年出口仍将维持景气特征。由于疫苗广泛使用并产生实质性影响的时间点在2021年Q2末至Q3，上半年海外供给修复较慢，暂时性替代有望继续支持出口景气，下半年海外供给加速修复有望推动合作补库，永久性替代对出口的拉动可能贯穿全年，预计全年出口维持相对景气特征，节奏上，上半年略高于下半年。

□ 出口景气对中观产业有何影响？

出口景气对中观行业存在差异性影响，看好装备制造业可持续的长期出口景气。

大宗商品价格与全球再通胀与上游采矿业密切相关，我们综合考虑货币、需求和供给逻辑对通胀的影响，预计全球呈现温和通胀概率较大，叠加总需求回升带来贸易量的提升，预计2021年上游采矿业的基本面将边际改善。

中游原材料行业在不同程度上均能受益于三种出口景气机制，既有标准化程度低、附加值低的暂时性替代，又有供给出清后中国企业出海提升全球市场份额的永久性替代逻辑，还有身处产业链中间链条、能受益于上下游拉动的合作补库逻辑，预计2021年出口景气对中游原材料行业的基本面改善有一定积极支撑。

我们坚定看好受益于永久性替代的出口景气对装备制造业具备长期拉动。中国制造“冠绝全球”，中国制造业占全球制造业比重逐年提升，中高端制造业占比稳步上升，在装备制造业领域中国具备突出优势；疫后全球供应链体系重塑，在供给出清格局下，中国领先性修复发挥供给优势，填补海外供需缺口，带动装备制造业突破既定约束，实现对海外供给的永久替代。未来在人口质量红利、资本与科技相结合的宏观逻辑，和传统制造业升级、高技术制造业不断发展的中观逻辑的共同支撑下，我们看好永久性替代对装备制造业的长期拉动。

中国消费需求呈现分化修复特征，可供判断疫情后海外消费需求的分化走势，由于必需品消费、“宅经济”消费和高社交属性的可选消费品及服务消费难以出现较大的供需错配，对我国相关行业的出口利好有限。而低社交属性的海外消费在修复期可能阶段性出现较强的供需错配，有利于我国文体娱、家具、汽车、家用设备等消费制造业表现，目前美国的消费及工业生产数据和我国出口已有一定印证关系。

风险提示：中国疫情超预期扩散，中美博弈超预期恶化，全球爆发经济、金融危机，经济封锁及社交隔离政策全面重启。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《10月数据预测：社融增速赶顶》
2020.11.01
- 2 《盈利转正在即，未来补库关注什么？》
2020.10.27
- 3 《三季度GDP增速接近合理区间》
2020.10.03
- 4 《出口持续强劲，顺差提振增长》
2020.09.07
- 5 《再议出口超预期》
2020.08.07

报告撰写人：李超

正文目录

1. 2021 年：出口维持景气特征	4
2. 2021 年：影响出口景气的三种机制	5
2.1. 暂时性替代：中国领先性复苏，承接订单转移	5
2.2. 永久性替代：供给优势借机兑现，中国出口份额提升	6
2.2.1. 两种替代作用的定量估测	7
2.3. 补库共振	8
3. 出口景气对中观产业有何影响？	9
3.1. 上游采矿业：低油价掩盖价格上行，黑金链条修复较快	9
3.2. 中游原材料：出口景气仍有支撑	12
3.3. 装备制造：关注永久性替代的长期出口景气	13
3.4. 下游消费：中国消费分化修复，海外消费	16
3.4.1. 疫后我国消费呈现分化修复特征	16
3.4.2. 海外耐用品消费需求修复较快，中国经验适当兑现	17

图表目录

图 1：美国新冠疫苗分配框架	4
图 2：2020 年出口超预期是重大宏观预期差	5
图 3：关注影响 2021 年出口景气的三种机制	5
图 4：中国对美国出口减少，东南亚国家对美国出口增多	6
图 5：贸易摩擦期间，中国出口平稳，对东南亚国家出口增加	6
图 6：2013 年至 2019 年我国占全球贸易份额相对平稳	7
图 7：我国各品类出口占全球出口比重	7
图 8：欧盟自身生产回升则对我国进口依赖下降	8
图 9：美国库存触底开始有补库迹象	8
图 10：出口与库存周期	8
图 11：全球库存有望共振	8
图 12：海外主流经济体经济修复相对较慢	9
图 13：全球原油消费结构（2018 年）	9
图 14：铁矿石价格创 2014 年以来新高（美元/吨）	10
图 15：钢材价格快速上探到 2019 年 5 月的水平（元/吨）	10
图 16：2021 年石油需求将显著提振	10
图 17：全球原油钻井平台数量大幅下降	10
图 18：上游采矿业价格渐进修复，库存继续下降	11
图 19：上游采矿业营收适当回升	11
图 20：10 月利润加速上行源于涨价提振和低基数	12
图 21：价格上行，库存蓄力，有望开启补库	12
图 22：化工品价格从 Q2 起渐进回升	12

图 23: 黑金、有色等领域价格修复较快	12
图 24: HS 分类下, 2019 年主要经济体出口金额占全球份额比重	13
图 25: Q2 起营业收入、企业盈利开始加速修复	14
图 26: Q3 起逐步进入补库周期	14
图 27: 中国制造业占全球制造业比重接近 30%	14
图 28: 高新技术产品、机电产品出口	14
图 29: 海外企业倒闭、破产案例	15
图 30: 疫情发生之后, 消费结构表现出较强的分化特征	16
图 31: 必需品增速依然较快, 但 Q3 相较 Q2 有所下降	16
图 32: 高社交属性的可选消费 Q3 修复斜率加大	16
图 33: 美国耐用品消费快速回升	17
图 34: 耐用品消费中, 美国汽车、家具、娱乐消费回升较快	17
图 35: 美国耐用品工业生产相对低迷	18

1. 2021 年：出口维持景气特征

我们预计 2021 年出口仍有较强表现，前文所叙述的三种力量将在不同阶段发挥不同作用，判断不同阶段的重要前提是判断疫情走势、海外供需修复进程、疫苗广泛使用的时间点等关键变量。

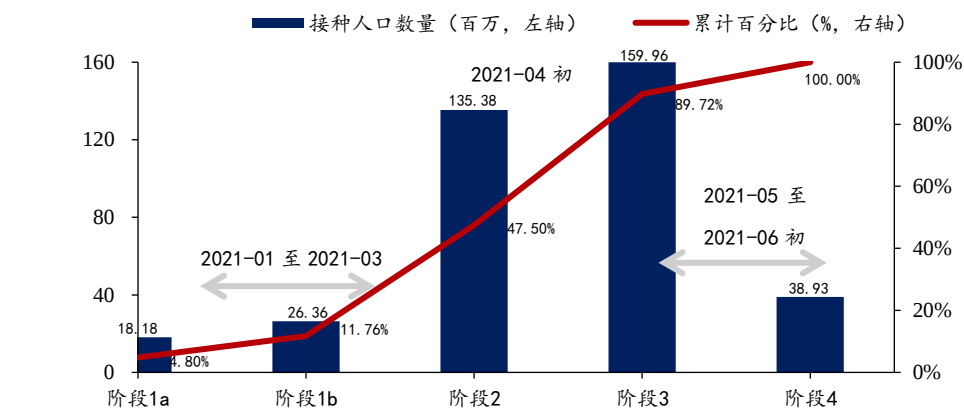
从节奏上来看，明年全球需求将率先修复，而影响供给节奏的核心变量仍是疫苗，当前疫苗订购以及注射安排在世界范围内存在结构性差异。当前各国疫苗订购对人口的覆盖率存在较大差距，已确认订购疫苗覆盖率超过 100% 的经济体依次是加拿大 527%、英国 288%、澳大利亚 266%、美国 223%、欧盟 182% 和日本 115%。而东南亚、非洲和拉丁美洲中部分中低收入国家的疫苗覆盖率则不足 100%。鉴于新兴市场是全球范围内主要的上游原材料以及中低端制造业出口国，新兴市场国家疫苗订购规模不足将使得发达国家需求恢复速度领先于新兴市场国家供给恢复速度。

根据当前美国医药协会预测，Q1 美国将开始一阶段疫苗注射，一季度末计划疫苗注射覆盖人群比例超过 20%；Q2 为美国疫苗注射速度的高峰期，Q2 末计划疫苗注射覆盖的人群比例超过 80%；预计欧、日等经济体均将保持类似进度。此后新兴市场国家将根据疫苗生产进度或各国财政条件逐步开展注射，但对于此类国家而言，由于其当前国内疫情未见大面积复发，明年 Q1-Q2 生产能力的修复主要凭借疫情的自然消退和社交距离控制。预计疫苗广泛使用的时间点在 2021 年 Q2 末至 Q3。

结合疫情和疫苗的前瞻判断，我们认为 2021 年海外供给的修复将是渐进、缓慢的，主要发达经济体的工业生产大概率在 Q3 修复至疫情前水平。需求端，受益于经济内生修复动力和偏消费的逆周期托底政策影响，虽然基数效应有影响，但经济需求恢复相对较快，考虑供需修复的节奏不同，我们预计上半年海外供需缺口仍存，下半年随着疫苗兑现和海外生产体系的修复，海外供给能力有望显著改善。

综合疫情、疫苗和海外供需的基本判断，我们预计，三种机制结构分化，将共同支撑出口表现较强，2021 年全年（以人民币口径）出口增速为 7.5%，节奏上，上半年略高于下半年，Q3 弱于 Q4。

图 1：美国新冠疫苗分配框架



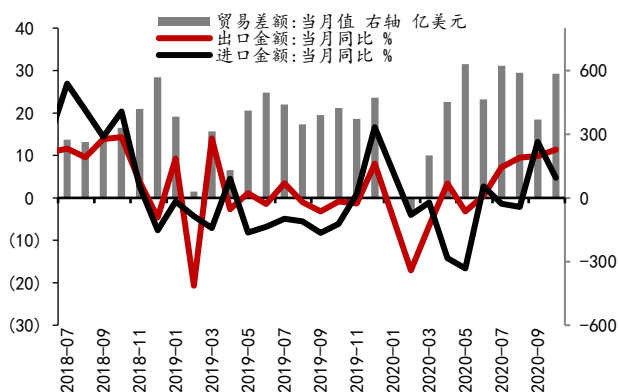
资料来源：National Association of Medicine，浙商证券研究所

2. 2021 年：影响出口景气的三种机制

2020 年“出口超预期强劲”是宏观重大预期差，4 月，在市场对外贸一片悲观预期的背景下，我们在 4 月出口数据点评中坚定提出“中国供给填补海外供需缺口将带动中国出口超预期回升”。截至 12 月，4 月至 11 月的八个月中出口景气不断兑现，成为拉动经济回升的重要逻辑。随着前期观点的不断验证，Q3 起市场开始广泛接受这一判断，并逐步成为投资主线。事实上，能够把握住本轮“出口超预期强劲”预期差的关键在于理解国内外供给对出口的影响机制，海外供给不畅、中国发挥供给优势形成出口的持续景气。

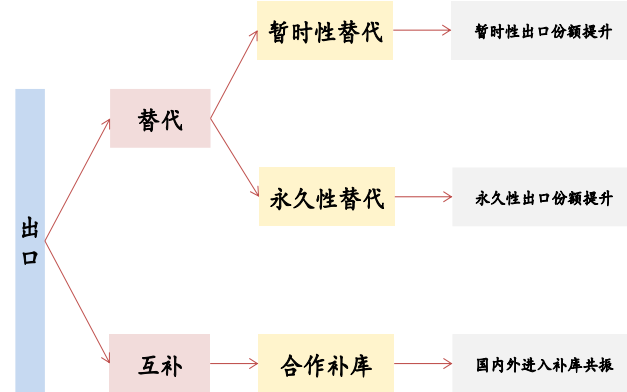
当下，展望 2021 年出口走势，我们提出需重点关注三种机制，暂时性替代、永久性替代和合作补库，三种机制的宏观逻辑存在差异，在影响机制、作用效果和趋势节奏上不尽相同。

图 2：2020 年出口超预期是重大宏观预期差



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：关注影响 2021 年出口景气的三种机制



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1. 暂时性替代：中国领先性复苏，承接订单转移

在两国的贸易关系中，存在两种状态，其一是替代，其二是合作互补，根据替代发生的内在机制不同，我们可以将其分为暂时性替代和永久性替代。

暂时性替代的实质是短期订单转移。海外疫情冲击导致供需缺口产生。疫情对供给和需求均有冲击，冲击阶段，由于隔离、防控措施的存在，疫情对供给的冲击更强；疫后修复阶段，由于疫情的反复、各项防控措施是分阶段渐进取消的、复工成本较高、财政货币政策刺激偏“消费”等原因，海外供给的修复慢于需求。

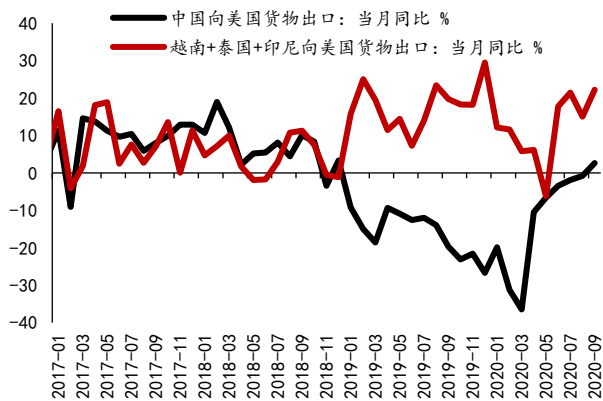
可以看到，不论是在疫情冲击阶段还是疫后修复阶段，海外均存在供需缺口，中国正是通过填补海外的供需缺口实现了出口的持续超预期，这其中有大量订单是以订单转移的方式流向我国的。其中，由于疫情冲击短期流向我国、未来随着海外供给能力修复订单会回流的，便是受益于暂时性替代的出口品。

我们认为，受益于暂时性替代的出口品主要集中在标准化程度较高、附加值较低、位于产业链较低位置的商品或产业。

历史上，中美贸易摩擦期间阶段性发生过出口的暂时性替代。2018 年起中美贸易摩擦逐步加剧，关税税率的增加导致外贸订单受到冲击，部分外贸型企业面临较大经营压

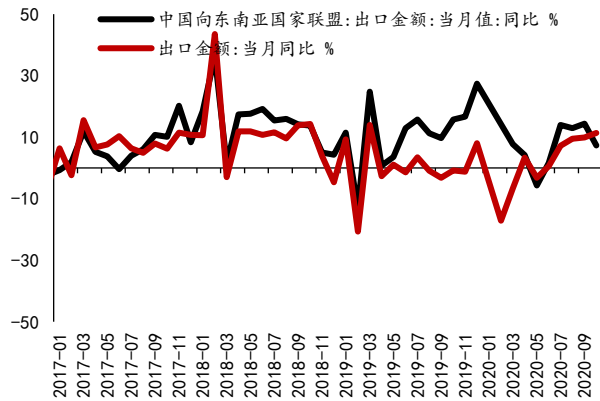
力。彼时，我国出现了较为明显的暂时性替代，虽然我国对美国的出口增速大幅下降，但通过订单转移或者产业转移至东南亚国家的方式，间接完成了出口，从“中-美”转向“中-东南亚-美国”，由此部分消除了关税税率变化对贸易的扰动。

图 4：中国对美国出口减少，东南亚国家对美国出口增多



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：贸易摩擦期间，中国出口平稳，对东南亚国家出口增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 永久性替代：供给优势借机兑现，中国出口份额提升

全球供应链重塑，中国供给优势奠定永久性份额提升。与暂时性替代相反的是永久性替代，永久性替代指一旦发生了出口的供给替代，即便未来海外供给修复，也不会出现大面积的订单回流导致出口份额大幅下降。

我们认为，永久性替代背后的根本逻辑是产品、产业的核心竞争力，宏观上与一国的生产要素禀赋是否存在积极的增长逻辑相关，中观上产业在全球产业分工中的角色有关。事实上，受订单周期长、刻板印象、提升产品对外渗透率慢等因素影响，永久性替代的发生相对较慢，出口份额的变化相对有限。本轮疫情冲击导致全球供应链断裂，得益于强大的危机应对能力、制度优势、全门类工业行业等供给优势的支撑，我国在后疫情时代经济领先性修复占据优势地位，成为全球供应链重塑阶段的重要支撑力量，在这其中永久性替代在高端装备制造等领域表现显著。

疫后全球供应链重塑阶段，中国拥有供给优势以支撑永久性替代。宏观层面，中国具有突出的生产要素优势。我们曾在《新供给价值重估》系列报告中明确表示，海外主流经济体面临生产要素困境，中国在人口质量红利、投资结构优化、效率提升、科技创新等方面具备较为突出的增长潜力，有望进一步夯实我国供给侧优势。中观层面，传统制造业加速升级，工业数字化、智能化程度提升，高技术制造业不断发展，高技术劳动力潜力兑现，叠加降成本政策和营商环境的改善，强大的中国制造奠定供给优势。

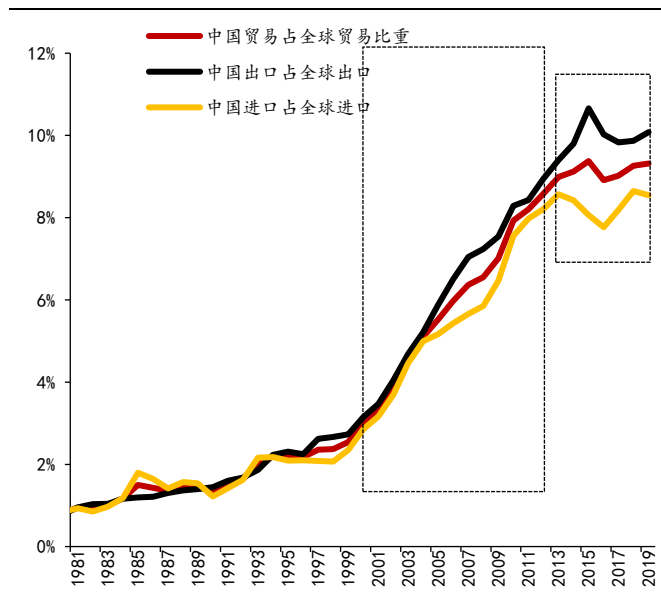
“万事俱备，只欠东风”，疫情加速永久性替代的发生。首先，疫情扩散对企业形成“现金流量表”冲击，企业营收受挫、现金不足，进而演变成资产负债表冲击并出现倒闭和破产，疫情导致全球出现一轮供给出清，这为我国企业出海提升国际市场份额提供了机遇，由此形成永久性替代。其二，疫情导致海外经济体出现工业生产低迷、工业库存低的特征，主要依赖进口，得益于供应链的稳定性和产品竞争力的不断提升，突破了刻板印象、订单周期长等传统约束，我国企业和产品的对外渗透率提升，由此带来永久性替代的发生。我们认为，疫情带来的全球范围内的供给侧冲击，为我国供给优势的兑现带来了重要机遇期，结合2020年数据和行业表现来看，受益于永久性替代，机电产品、

高技术产品等出口景气度较高，家用电器、通用机械设备、医疗器械、专用设备等行业也已有表现。

2.2.1. 两种替代作用的定量估测

2020 年中国供给产生的替代作用是实现“出口超预期”的关键变量，带动我国出口份额在全球范围内提升，事实上在 2013 年至 2019 年之间，我国出口、进口及贸易总量占全球份额的比重相对稳定，我们尝试通过出口份额的变化对 2020 年替代作用为我国带来的出口规模进行判断，并在此基础上，我们根据产业链环节的高低和出口品的标准化程度，将替代作用分为暂时性替代与永久性替代，尝试初步计算暂时性替代和永久性替代的规模。

图 6：2013 年至 2019 年我国占全球贸易份额相对平稳



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

图 7：我国各品类出口占全球比重印证供给能力不断提升

图表：2010-2019 年中国各品类出口占比一览

HS 代码	名称	2010	2015	2019
第一类	活动物；动物产品	4.42	5.29	5.12
第二类	植物产品	4.43	4.81	5.87
第三类	动、植物油、脂及其分解产品；精制的食用油脂；动、植物蜡	0.46	0.76	1.36
第四类	食品；饮料、酒及醋；烟草及制品	4.41	5.03	5.74
第五类	矿产品	1.21	1.60	2.62
第六类	化学工业及其相关工业的产品	5.43	6.70	8.22
第七类	塑料及其制品；橡胶及其制品	7.63	11.52	14.26
第八类	生皮、皮革、毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包	25.77	29.80	30.10
第九类	木及制品；木炭；软木；编结品	10.35	12.25	11.68
第十类	木浆及其他纤维状纤维素浆；纸及纸板的废碎品；纸、纸板及其制品	4.80	9.35	10.73
第十一类	纺织原料及纺织制品	31.12	33.79	32.20
第十二类	鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人造制品	39.67	42.29	39.58
第十三类	石材、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃及其制品	19.51	30.65	30.68
第十四类	珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	2.85	4.71	3.19
第十五类	贱金属及其制品	10.12	15.82	16.41
第十六类	机电、音像设备及其零件、附件	18.61	22.48	25.51
第十七类	车辆、航空器、船舶及有关运输设备	5.86	5.70	5.95
第十八类	光学、医疗等仪器；钟表；乐器	10.91	13.16	12.94
第十九类	武器、弹药及其零件、附件	0.76	1.00	0.84
第二十类	杂项制品	31.90	40.57	46.94
第二十一类	艺术品、收藏品及古物	0.91	1.93	2.55

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：蓝色代表越大，红色代表越小

不考虑替代作用的基础情形下，全球总需求与全球贸易走势高度相关，中国贸易份额占全球贸易份额相对固定，中国出口及贸易走势与全球出口、贸易走势高度相关，假设不存在替代作用，2020 年我国美元计价出口增速可能为-6%至-10%。1-11 月美元计价出口增速为 2.5%，预计 2020 年全年可达 4%以上，通过与基础情形的对比，可以初步测算出替代效应为我国带来了 2500 至 3200 亿美元出口规模。

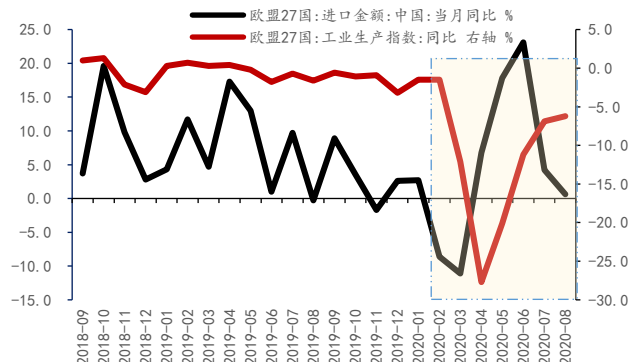
在此基础上，根据 HS 分类，将动物、植物、矿产品、烟草、化工产品、皮毛制品、纺织原料等附加值较低、标准化程度较高的产品划分为暂时性替代，将机电设备、车辆、航空器、医疗器械等非标准化程度较高、附加值较高的品类划分为永久性替代，可以计算出暂时性替代与永久性替代大概比例为 1:2.25。

可以看到，在经济领先性修复的背景下，中国发挥供给优势形成了较强的替代作用，其中永久性替代的占比较高。

2.3. 补库共振

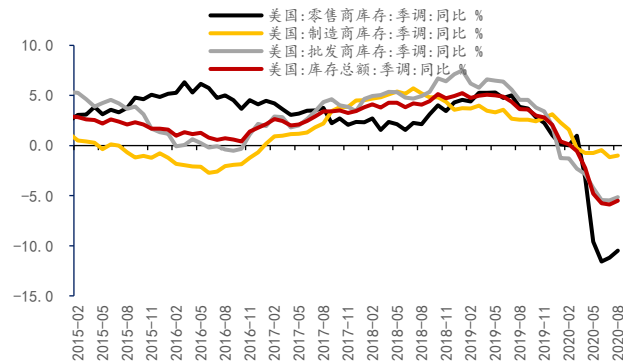
“全球化”推动全球库存出现周期性共振特征。由于全球经济、金融一体化程度的加深，叠加金融危机的全球化和各国逆周期政策的协同，全球经济、贸易表现出一定周期性共振特征，主要经济体之间的库存周期也伴生共振。

图 8：欧盟自身生产回升则对我国进口依赖下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：美国库存触底开始有补库迹象



资料来源：Wind，浙商证券研究所

疫情导致海外经济体集体“降库存”。本次疫情导致中国与海外主要经济体出现显著背离，海外疫情反复导致海外经济体供给受挫，工业生产持续低迷，整体库存持续下降，财政和货币政策刺激带动消费需求回升较快，需求强、供给差导致海外经济体被动提升进口依赖度，贸易赤字恶化。而中国疫情有效防控，截至 Q4 经济已经基本回升至疫情前水平，库存周期进入蓄力阶段，即将进入弱补库周期。

全球经济修复阶段，补库共振有望提振我国出口。随着疫情逐步可控、疫苗逐步兑现，海外经济体供给能力的修复有望加速，或促使海外补库周期的出现，全球补库周期共振有望对我国出口产生一定积极影响。我国处于全球产业链的中间环节，连接着原材料国和消费国，国内外补库共振将带动产业链上下游贸易增多，全球补库“合作共赢”自然会利好我国参与全球产业协作较多的领域，利好产业内贸易和相似贸易品的出口，特别是我国在全球产业分工体系中对外渗透率较高的行业。

图 10：出口与库存周期



图 11：全球库存有望共振



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_902

