2021 年 04 月 13 日

宏观研究团队

3 月出口回落，结构继续切换

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

● **3 月出口增速回落；消费品出口普遍下滑，部分中间品及资本品出口表现亮眼**

3 月出口增速回落；结构继续分化，消费品出口普遍下滑，部分中间品及资本品出口加速增长。3 月出口同比增长 30.6%，不及预期 38%、较前值回落；剔除基数影响，3 月出口两年复合增速 10.3%，不及前 2 个月的 15.2%。主要出口商品中，防疫物资及消费品出口普遍下滑。相反，包括稀土、集成电路、钢材等在内的资本品或中间品，出口表现较好。其中，集成电路出口复合增速高达 21.3%。

国别视角来看，3 月对美国、欧盟出口维持高位，对日韩、东盟、金砖四国等出口大幅下滑。3 月对美国、欧盟出口的两年复合增速为 23.8%、20.8%，仍然维持高位。相反，对东盟、金砖四国、中国台湾、日韩出口的两年复合增速，分别由 21.6%、21.8%、23.2%、25.3%回落至 3.7%、6.5%、12.5%、15.5%，下滑幅度较大。

● **出口增速下滑及结构切换背后，是替代效应不断衰减、海外产能持续修复**

我国出口中，消费品出口占比最高；海外产能恢复、替代效应衰减等，拖累消费品及总出口增速回落。2020 年，受益于海外主要经济体复工复产缓慢，以及疫情反复、持续提振商品消费等，中国消费品出口持续高增。但 2021 年初以来，海外主要经济体复产的加快，使中国出口中的替代效应持续衰减。同时，伴随疫情改善及长端利率大幅上行，美国等发达经济体的商品消费开始显露“见顶”迹象。

中间品及资本品出口加速增长，缘于海外主要经济体复产进程不断推进。2020 年 3 季度以来，美、欧及主要生产型经济体纷纷加快复工复产。最新数据显示，美国产能利用率水平已达疫情前的 96%；韩国、德国、日本也分别达到 99%、99%、91%。海外产能的修复加快，持续带动了中国部分中间品及资本品的出口增长。

● **替代效应将持续拖累出口表现；关注服务于生产、投资及居民外出的出口行为**

受替代效应衰减影响，中性情景下，2021 年出口全年增速或达 15%上下，分季度来看，呈现逐季下滑态势。综合考虑主要经济体的疫苗推广进度，以及全球经济的复苏节奏等，替代效应对中国出口的支持将在下半年明显减弱。中性情景下，中国 2021 年 2-4 季度出口增速将分别为 21%、5%、-5%，全年增速在 15%上下。悲观、乐观情景下，中国出口增速仍将逐季下滑，全年增速分别在 4%、27%左右。

重点关注服务于海外工业生产、资本开支及居民外出等经济活动的出口贸易行为。伴随疫苗大规模推广，推动海外主要经济体工业生产、资本开支及居民外出等活动修复加快，中国的鞋帽伞、服装服饰、化学原料、通用设备、矿产品等的出口有望逐渐“摆脱”前期疲软表现，进入加速改善通道。数据显示，2020 年 4 季度以来，中国对美欧的鞋帽伞及部分通用设备的出口已连续多个月快速改善。

● **风险提示：疫苗有效性不及预期。**

相关研究报告

目 录

1、 3 月出口表现：出口增速有所回落，出口结构继续切换 3
2、 出口增速回落及结构切换背后，是替代效应衰减、海外产能恢复 4
3、 替代效应将持续拖累出口表现；出口结构的切换仍将延续 6
4、 风险提示 8

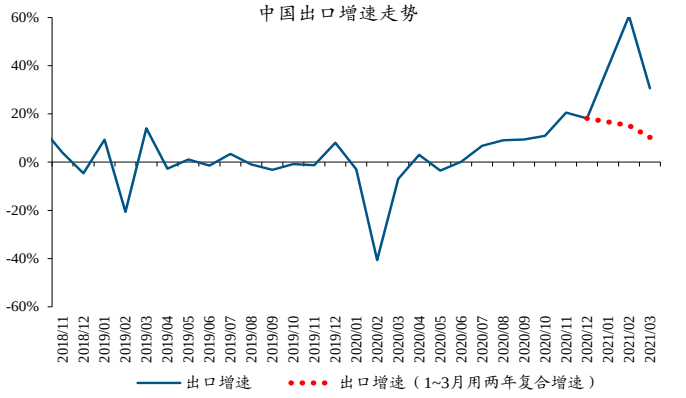
图表目录

图 1： 3 月，中国出口增速有所回落 3
图 2： 1 季度，中国出口增速有所回落 3
图 3： 中国对美、欧出口增速高企，对东盟出口大幅回落 3
图 4： 中国对日韩、金砖四国和中国台湾出口明显回落 3
图 5： 中国主要商品出口增速走势 4
图 6： 美国消费品的进口开始显露“见顶”迹象 4
图 7： 1-2 月，中国在美国进口中的占比加速下滑 4
图 8： 中国对美国机电音像设备、塑料等出口增速回落 5
图 9： 中国对欧盟机电音像设备等出口增速回落 5
图 10： 美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复 5
图 11： 德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复 5
图 12： 韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的 96%以上 5
图 13： 美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种 6
图 14： 美国、欧盟的疫苗接种量领跑 6
图 15： 疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善 6
图 16： 美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫 6
图 17： 中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势（更新） 7
图 18： 中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间 7
图 19： 中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间 7
图 20： 疫情改善下，美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快 7

1、 3 月出口表现：出口增速有所回落，出口结构继续切换

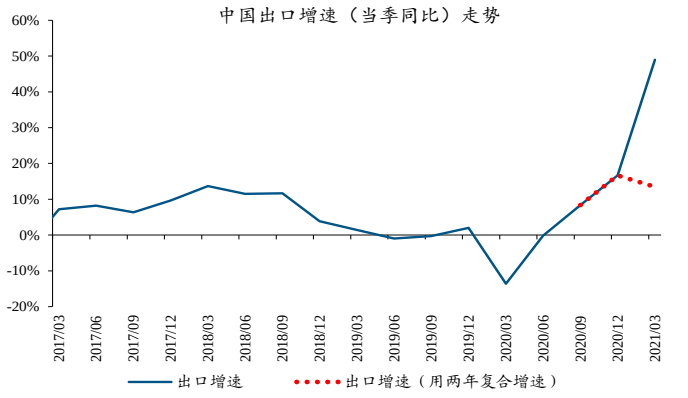
3 月出口增速回落；分国别来看，对美欧出口增速维持高位，对新兴国家出口增速大幅下滑。具体来看，3 月出口同比增长 30.6%，不及预期的 38%。剔除基数影响，3 月出口两年复合增速 10.3%，不及前 2 个月的 15.2%；1 季度总体出口复合增速为 13.5%，也较前 2 个月的复合增速回落。分国别来看，3 月中国对美国、欧盟出口的两年复合增速分别由 36.9%、28%回落至 23.8%、20.8%，仍然维持高位。相反，我国对东盟、金砖四国、中国台湾、日韩出口的两年复合增速，分别由 21.6%、21.8%、23.2%、25.3%回落至 3.7%、6.5%、12.5%、15.5%，下滑幅度较大。

图1：3 月，中国出口增速有所回落



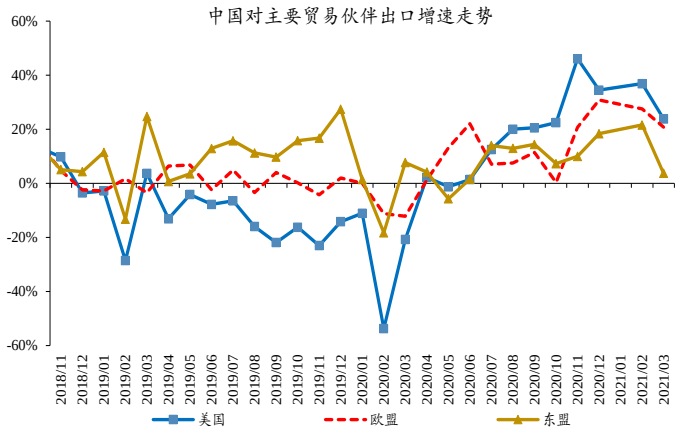
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：1 季度，中国出口增速有所回落



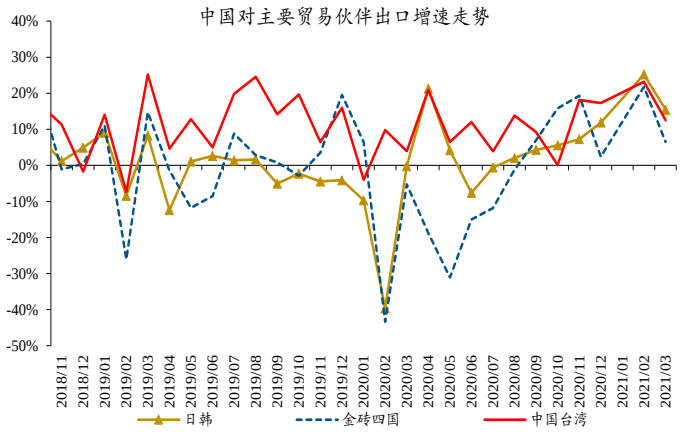
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：中国对美、欧出口增速高企，对东盟出口大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-3 月用两年复合增速）

图4：中国对日韩、金砖四国和中国台湾出口明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-3 月用两年复合增速）

分商品来看，与海外居民消费端相关的出口普遍回落，而与工业生产、资本开支相关的出口表现亮眼。主要商品出口中，除了医疗仪器等防疫物资相关的商品出口继续回落外，玩具、家具、灯具、服饰、箱包等消费品，3 月出口的两年复合增速分别为 16.1%、11.9%、9.7%、5.3%、-5.4%，较前两月明显下滑。相比消费品，包括稀土、集成电路、钢材等在内的资本品或中间品，出口表现较好。其中，稀土、集成电路的 3 月出口复合增速分别高达 26.9%、21.3%。

图5：中国主要商品出口增速走势

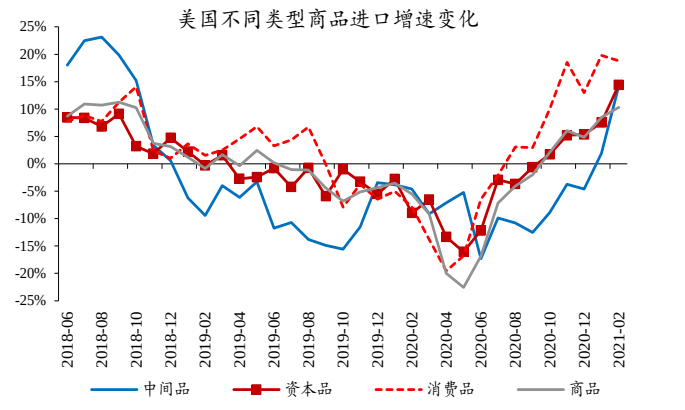
主要商品出口同比增速变化（%）													
	日期	2021/3（复合增速）	2021/1~2（复合增速）	2021/1~3（复合增速）	2020/12	2020/11	2020/10	2020/9	2020/8	2020/7	2020/6	2020/5	2020/4
总出口		10.3	15.2	13.5	18.1	21.1	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4
防疫	纺织纱线、织物及制品	1.5	13.5	9.4	11.7	21.0	14.8	34.7	47.0	48.4	56.7	77.3	49.3
	医疗仪器及器械	19.1	27.7	24.5	24.3	38.2	30.0	30.9	38.9	78.0	100.0	88.5	50.3
消费品	塑料制品	12.9	19.9	17.4	90.2	112.9	97.9	95.9	90.6	90.6	84.1	54.4	63.8
	家具及其零件	11.9	15.7	14.5	27.5	41.9	32.3	30.6	24.0	23.1	8.4	-15.5	-13.3
	玩具	16.1	19.7	18.4	31.5	49.9	22.4	7.4	2.0	21.1	-5.0	-10.4	-11.0
	陶瓷产品	9.8	6.4	7.4	18.6	19.6	3.5	2.2	2.7	20.1	4.6	-15.0	-18.6
	中药材及中式成药	-2.5	5.6	2.5	5.3	-6.8	0.4	-2.0	6.0	-5.2	11.2	4.7	13.7
	水海产品	-5.0	-1.2	-2.5	-2.5	8.2	-6.0	1.9	2.1	-0.6	-9.8	-19.3	-15.6
	汽车（包括底盘）	22.6	42.6	34.8	13.7	38.5	15.1	2.9	-2.7	-8.9	-18.6	-7.7	25.1
	灯具、照明装置及其零件	9.7	31.8	25.3	23.3	46.7	37.9	41.4	17.8	26.0	9.9	3.3	-3.1
	粮食	-5.8	0.8	-2.0	-30.0	-28.6	-28.6	-9.4	-41.0	-30.2	-7.2	1.7	-10.4
	箱包及类似容器	-5.4	0.5	-1.3	-16.6	-9.1	-20.3	-19.1	-23.5	-23.2	-31.9	-43.2	-39.9
	服装及衣着附件	5.3	9.5	8.2	-0.3	3.6	3.7	3.2	3.2	-8.5	-10.2	-26.9	-30.3
	成品油	-9.3	-5.8	-6.8	-46.2	-58.2	-31.5	-55.9	-38.8	-68.2	-62.0	-52.0	-2.4
	鞋靴	-3.3	2.9	1.2	-21.2	-22.2	-23.5	-25.3	-27.4	-28.9	-30.2	-30.6	-26.3
	家用电器	34.5	36.5	35.8	23.5	20.6	16.7	14.2	10.5	6.2	0.7	-4.5	-7
	手机	9.9	16.0	13.9	0.9	-0.9	-5.9	-3.1	5.5	3.0	-3.2	-8.6	-10.5
中间品&资本品	汽车零配件	9.1	16.1	13.6	24.2	41.9	31.3	22.7	12.2	-6.2	-18.1	-29.3	-5.1
	肥料	14.1	-8.4	0.4	31.3	14.6	49.1	-1.4	-4.4	-28.7	-1.2	-28.8	-32.1
	集成电路	21.3	19.2	19.9	39.4	26.4	13.9	17.6	10.9	15.9	8.4	18.7	7.0
	音视频设备及其零件	-16.1	-8.6	-11.2	5.5	4	1.5	-0.5	-3.8	-7.7	-11.9	-14	-14.5
	液晶显示板	7.5	7.8	7.7	27.8	19.5	3.5	-2.5	-3.3	-3.5	-11.5	-27.5	-19.4
	自动数据处理设备及其零部件	11.5	14.5	13.4	11.6	9.5	8.4	7.8	5.1	2.5	-0.6	-1.5	-9.3
	稀土	26.9	3.7	11.8	39.6	-12.8	-23.2	-37.1	-32.4	-48.8	-40.6	-25.0	-19.8
	通用机械设备	9.2	17.4	14.5	7.5	6.7	5.4	4.4	2.9	1.8	1.1	-0.1	1.2
	船舶	-3.7	-2.2	-2.6	-42.5	-2.6	-13.9	16.4	-8.7	1.7	14.3	-40.2	-12.0
	未锻轧铝及铝材	-2.1	3.5	1.5	2.6	1.0	-0.9	-2.1	-15.8	-24.9	-31.2	-30.7	-9.7
	钢材	13.1	1.7	6.1	19.7	2.1	-7.7	-16.8	-18.6	-21.9	-23.5	-23.2	-5.7

数据来源：海关总署、开源证券研究所

2、 出口增速回落及结构切换背后，是替代效应衰减、海外产能恢复

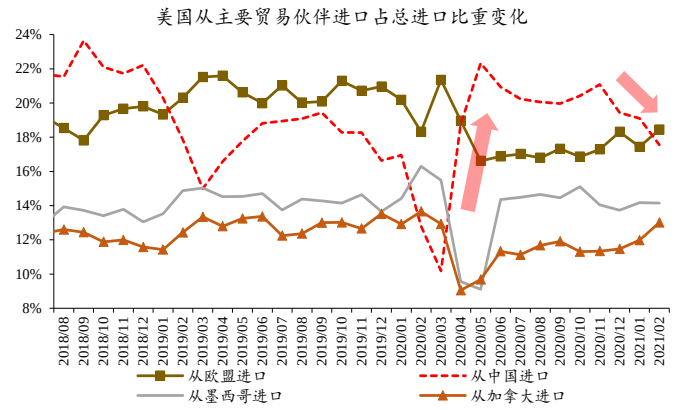
消费品的出口回落，或与替代效应衰减，以及美国等发达经济体的商品消费增速接近见顶等有关。2020 年，受益于海外大部分经济体复工复产缓慢，以及疫情反复、持续提振商品消费等（如疫情催生宅经济相关消费需求，以及疫情爆发后的宽松流动性环境提振地产后周期相关消费需求），中国的消费品出口持续、大幅增长。不过，上述支撑消费品出口高增的逻辑，从 2021 年初开始逐渐发生改变。一方面，伴随疫情形势改善及长端利率大幅上行，美国等发达经济体的商品消费开始显露“见顶”迹象。同时，海外主要经济体复产的加快，使中国出口中的替代效应持续衰减。

图6：美国消费品的进口开始显露“见顶”迹象



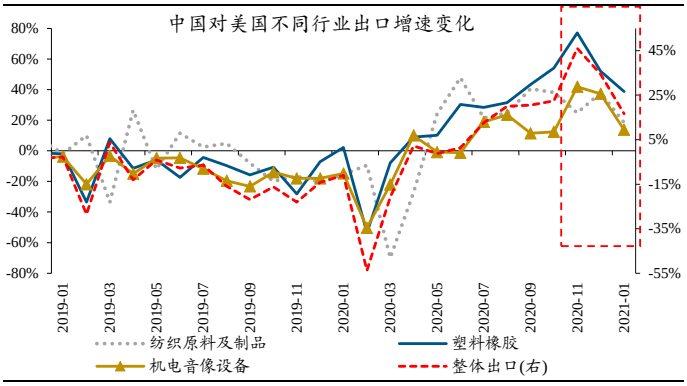
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：1-2 月，中国在美国进口中的占比加速下滑



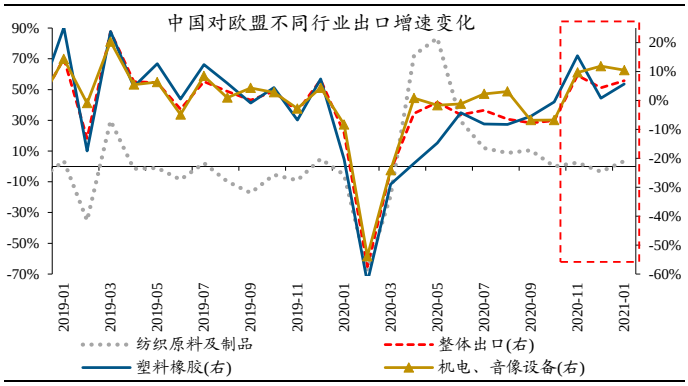
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中国对美国机电音像设备、塑料等出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

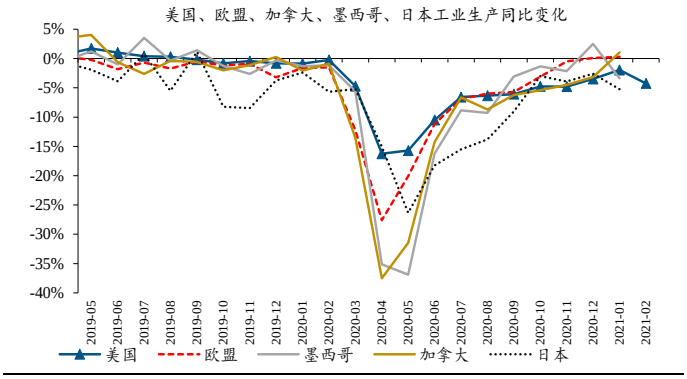
图9：中国对欧盟机电音像设备等出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

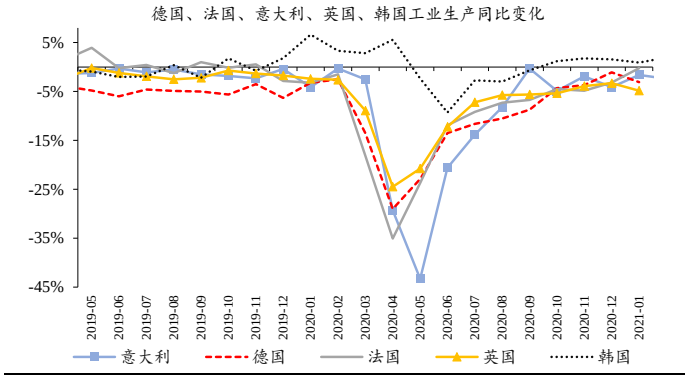
与海外工业生产、资本开支相关的商品出口大增背后，是海外主要经济体的产能修复持续加快。在经历大范围停产、以及疫情反弹拖累复产进程等阶段后，美国、欧盟，以及墨西哥、加拿大、韩国、日本等生产型经济体，在不断提升应对疫情的能力后，自 2020 年 3 季度起，纷纷开始加快推进复工复产工作。最新数据显示，美国产能利用率水平已达疫情爆发前的 96.2%；韩国、德国分别达到 98.8%、98.8%，产能恢复相对较慢的日本也已超过 90%。海外主要经济体产能的加速修复，直接带动了中国与工业生产、资本支出相关的中间品或资本品的出口增长。

图10：美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复



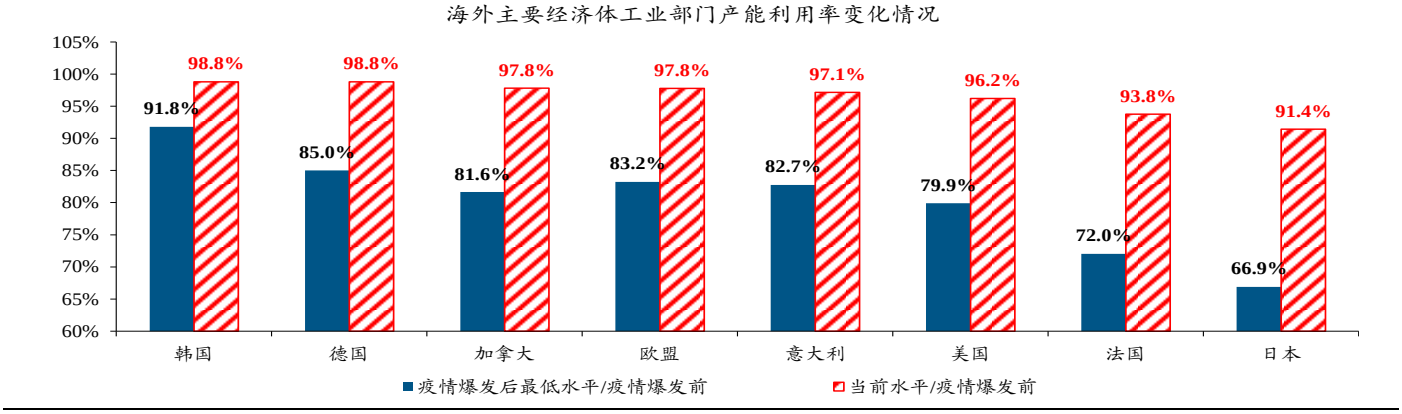
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的 96%以上

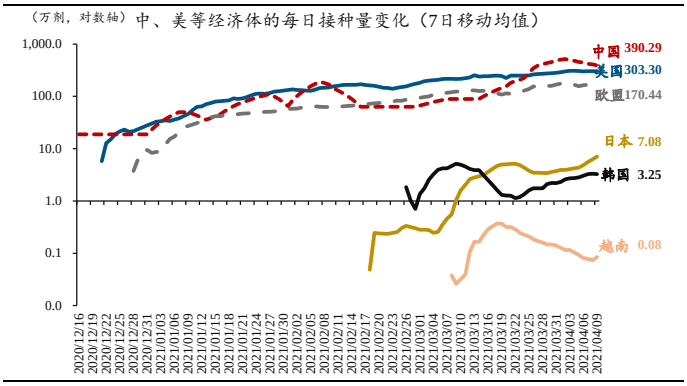


数据来源：Wind、开源证券研究所（将疫情爆发前的产能利用率设定为 100%，进行标准化处理）

3、 替代效应将持续拖累出口表现；出口结构的切换仍将延续

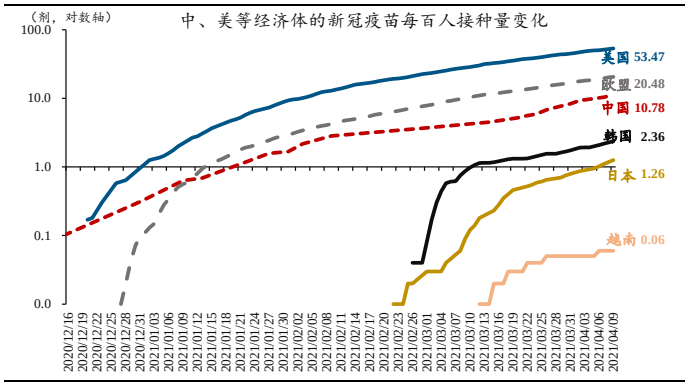
新冠疫苗的大规模推广，将推动美、欧以及主要生产型经济体的复工复产进程进一步加快。2020 年底新冠疫苗入市以来，美国、欧盟、英国、墨西哥、加拿大、韩国等先后开启接种工作。从实际效果来看，疫苗推广进度持续领先的美国、英国，疫情形势均较接种工作开启前明显改善，以工业生产为首的线下经济活动的修复进程也显著加快。基于疫苗供应及接种情况来看，美国、英国分别有望在 6 月、7 月达到群体免疫所需的接种要求，欧盟、韩国、墨西哥、加拿大也将随后跟上。疫苗的大范围推广，将有助于海外主要经济体的产能加速回归正常。

图13：美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种



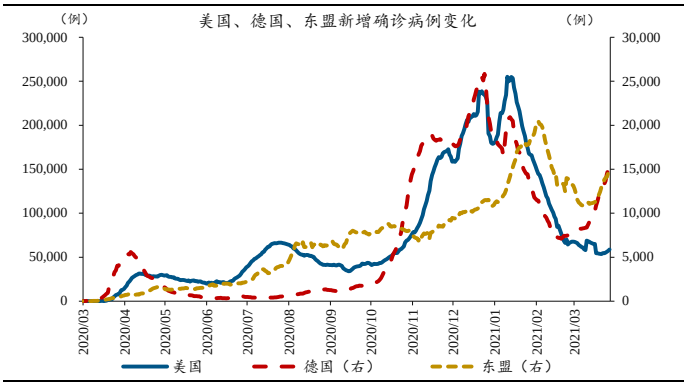
数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图14：美国、欧盟的疫苗接种量领跑



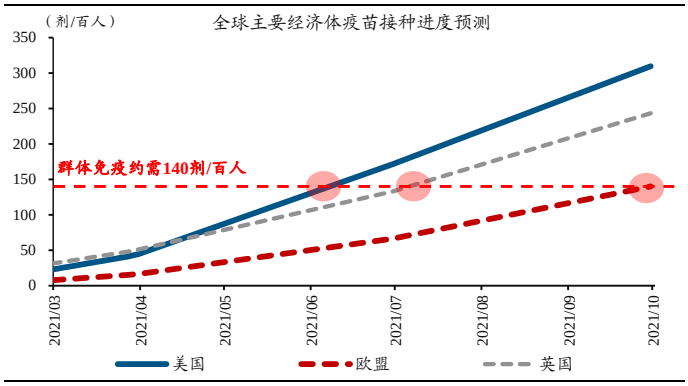
数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图15：疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善



数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图16：美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫

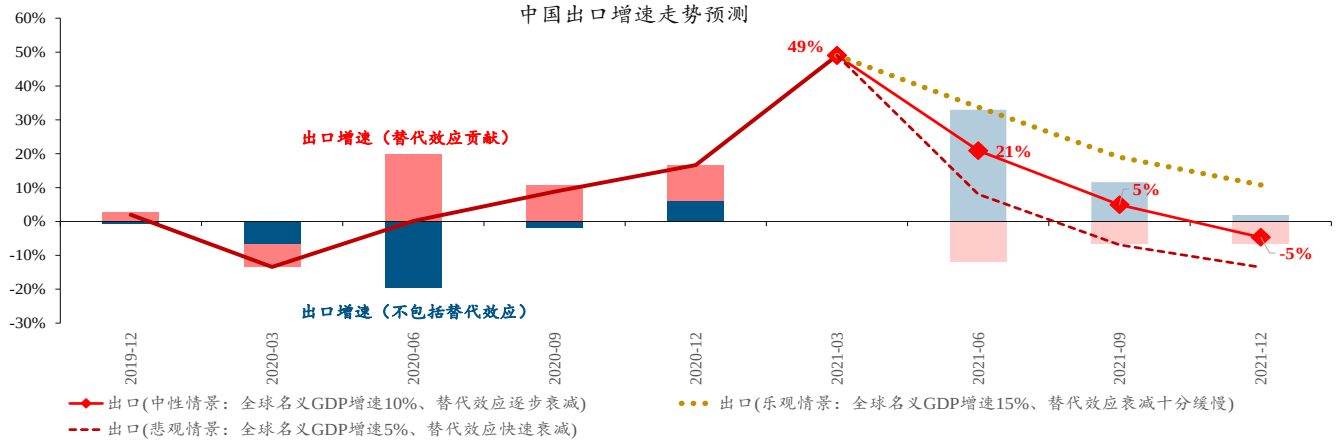


数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

由于消费品出口占比较高，海外产能恢复、推动替代效应不断衰减，将持续拖累中国出口表现；中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势。中性情景下，假设 2021 年全球经济稳步改善，名义 GDP 增速达到 10%左右；同时，伴随主要经济体疫苗加速推广、产能逐渐恢复正常，中国出口中的替代效应将不断衰减。上述背景下，中国 2021 年 2-4 季度出口增速将分别为 21%、5%、-5%，全年增速在 15%上下。悲观、乐观情景假设下，中国出口增速仍然将逐季下滑，全年增速分别达到 4%、27%左右[①]。

[①] 悲观情景下，假设中国出口中的替代效应快速衰减；同时，全球名义 GDP 增速在 5%左右。乐观情景下，假设中国出口中的替代效应衰减十分缓慢；同时，全球名义 GDP 增速在 15%上下。

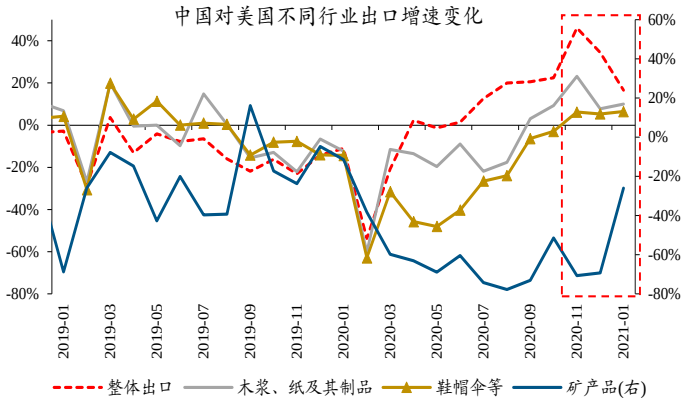
图17：中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势（更新）



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

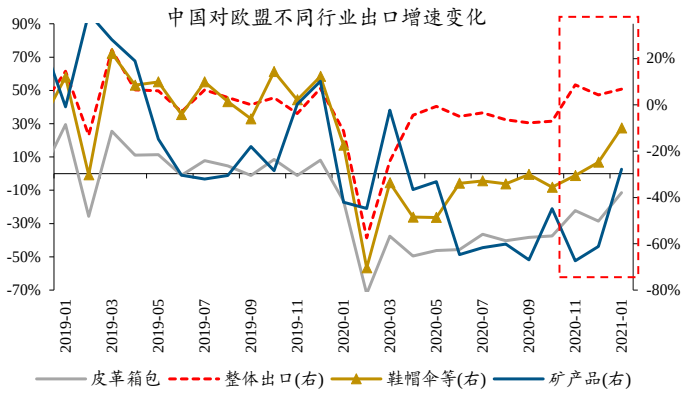
未来一段时间，重点关注服务于海外工业生产、资本开支及居民外出等经济活动的出口贸易行为。伴随疫苗大规模推广，推动海外主要经济体的工业生产、资本开支及居民外出等经济活动修复显著加快，中国的鞋帽伞、服装服饰、化学原料、通用设备、矿产品等行业的出口有望逐渐“摆脱”前期疲软表现，进入加速改善通道。从数据来看，2020 年 4 季度以来，中国对美、欧的鞋帽伞、矿产品等行业的出口已连续多个月快速改善。

图18：中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间



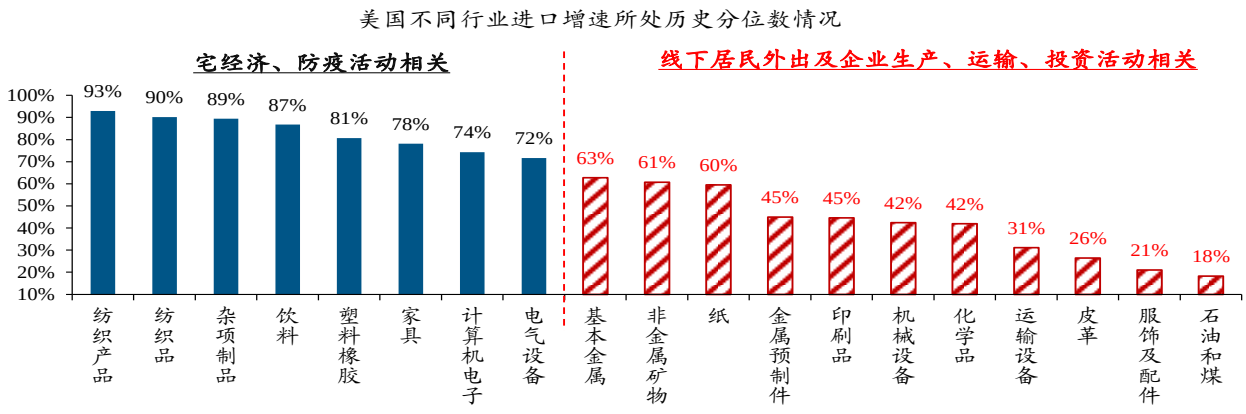
数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

图19：中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

图20：疫情改善下，美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

4、 风险提示

疫苗有效性不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn