中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观专题报告

2021-04-12

出口增长 4 月加快，但后期预计放缓

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

疫情背景下我国出口增长强劲有三个原因，最主要的是疫情使得海外供应受限。3 月份出口运价跌幅大于季节性水平、财新制造业 PMI 回落、美欧日供应加快恢复等三方面证据显示 3 月我国出口增长略有放缓。近期全球疫情恶化和美国财政刺激可能使得我国 4 月出口增长加快，最近两周出口运价上涨可以印证。疫苗的接种会使得全球疫情趋势性缓解，海外供应进一步恢复，5 月之后我国出口增长会趋势放缓。



宏观研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

摘要：

一、疫情背景下我国出口增长强劲的三个原因。首先，疫情使得海外供应受限，我国出口替代其它国家的供应。其次，美欧经济刺激使得商品消费需求超过疫情前水平，这带动了我国出口超预期增长。最后，疫情背景下防疫物资和宅经济相关的电子消费品出口拉动了我国出口增长。**比较而言，这三个因素对我国出口贡献依次递减**。

二、3 月我国出口增长略有放缓的三方面证据。第一，3 月份我国出口运价下跌 9.5%，跌幅大于季节性水平，反映我国出口增长略有放缓。第二、3 月份财新制造业 PMI 回落以及统计局制造业 PMI 新出口订单略低于前高均显示我国出口增长可能略有放缓。第三，3 月份美欧日制造业 PMI 均远高于此前高点，美国商品生产部门就业亦创新高，这意味美欧日供应加快恢复，这可能使得我国出口增长动力略有减弱。

三、4 月我国出口增长加快的两个原因和一个证据。我们预计 4 月我国出口将有所加快。一是近期全球疫情明显恶化，这会使得海外供应受到一定抑制，而我国出口增长有望加快。二是美国发放 1400 美元/人的一次性财政救助会提振 4 月商品消费，对我国出口也会有一定拉动作用。最近两周，上海出口集装箱运价指数分别上涨 0.57%、2.58%；中国出口集装箱运价指数先涨 0.44%后回落 0.75%，但表现亦强于季节性规律。这可以印证 4 月我国出口增长加快。

四、预计 5 月之后我国出口增长将趋势放缓。3 月份我国出口增长略有放缓说明海外供应已经恢复到抑制我国出口增长的程度。发达经济体制造业产能利用率已经接近恢复到疫情前水平。比如，1 月份美国制造业产能利用率仅比疫情前略低 0.5 个百分点。尽管近期疫情明显反弹，但疫苗的接种会使得全球疫情趋势性缓解，未来海外供应有望进一步恢复。美国 1400 美元/人的一次性财政救助的影响也是暂时的。在这些短期影响因素消退之后，我们预计 5 月之后我国出口增长趋势放缓。

风险因素：病毒变异导致疫苗失效、中美关系恶化

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：.....1
一、疫情背景下我国出口增长强劲的三个原因.....3
二、3 月我国出口增长略有放缓的三方面证据.....5
三、4 月我国出口增长加快的两个原因和一个证据.....8
四、预计 5 月之后我国出口增长将趋势放缓.....9
免责声明.....10

图目录

图表 1： 我国出口及进口增速.....3
图表 2： 我国出口及进口相对于 3 年前同期的年平均增速.....3
图表 3： 我国出口占主要经济体进口金额的比重.....4
图表 4： 美国零售销售额同比增速与进口金额同比增速.....4
图表 5： 欧元区零售销售增速与商品进口增速.....4
图表 6： 我国防疫相关物资出口增速(%).....4
图表 7： 3 月份我国出口集装箱运价指数明显下跌.....5
图表 8： 中国出口集装箱运价指数在春节后通常会下跌.....5
图表 9： 历年 3 月份中国出口集装箱运价跌幅.....5
图表 10： 历年春节后第 3-6 周中国出口集装箱运价跌幅.....5
图表 11： 3 月份我国与美欧日制造业 PMI 表现分化.....6
图表 12： 统计局制造业 PMI 新出口订单指数.....6
图表 13： 3 月新出口订单指数相对于上一年 11 月的变化.....6
图表 14： 3 月份我国与美欧日制造业 PMI 表现分化.....7
图表 15： 3 月份美国制造业 PMI 产出与进口指数表现分化.....7
图表 16： 美国不同部门新增非农就业人数（万人）.....7
图表 17： 全球新冠疫情每日新增确诊病例.....8
图表 18： 美国居民收入与消费增速.....8
图表 19： 最近两周上海出口集装箱运价指数连续回升.....9
图表 20： 历年春节后中国出口集装箱运价持续下跌周数.....9
图表 21： 主要经济体产能利用率或产能利用指数.....9

出口强劲是带动我国经济增长的重要动力之一。但是，近期一些指标显示 3 月我国出口增长可能略有放缓。不过，由于全球疫情恶化和美国 1400 美元/人的一次性财政救助，预计 4 月我国出口增长会有所加快。在短暂加速增长之后，随着全球疫情趋势性缓解和海外供应的恢复，预计我国出口增长趋势性放缓。

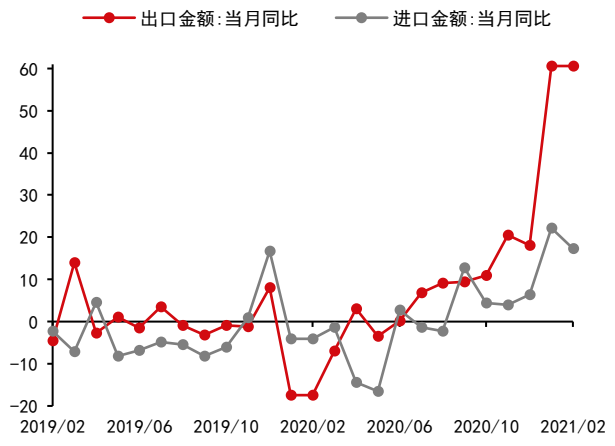
一、疫情背景下我国出口增长强劲的三个原因

分析未来出口会怎么演变，首先需要了解疫情背景下我国出口增长强劲的原因。我们认为这有三个原因。

首先，疫情使得海外供应受限，我国出口替代其它国家的供应。去年 4 月份我国出口快速回升，增速转正。当时，欧美消费和进口因为疫情原因均同比减少。但是，由于疫情使得海外供应受限，我国出口快速抢占市场，占美欧日进口的比例也快速提高，5 月份最高达到 30%、28%、22.3%，显著超过疫情前 19%、20%、25%的水平。去年下半年以来，海外供应虽然有所恢复，但仍明显低于疫情前水平。因此，我国出口替代优势明显，占美欧日进口的比例仍明显高于疫情前水平。

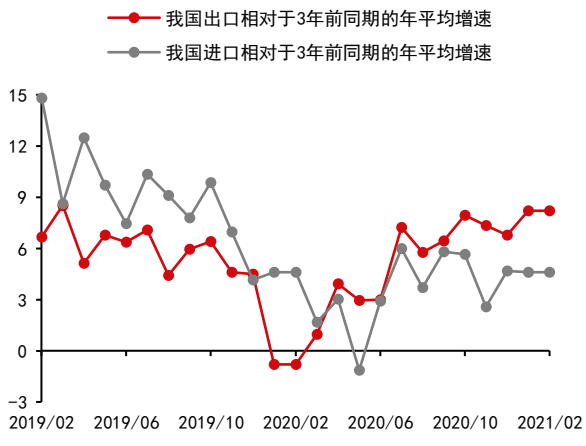
其次，美欧经济刺激使得商品消费需求超过疫情前水平，这带动了我国出口超预期增长。尽管疫情导致美欧 GDP 大幅下降，失业增加，但由于美欧采取了史无前例的经济刺激，商品消费反而超过疫情前水平。美国的财政刺激规模尤其较大，去年下半年商品消费明显超过疫情前水平。欧元区财政刺激相对较小，去年四季度消费才超过疫情前水平。美欧消费超过疫情前水平带动了我国出口的超预期增长。

图表1： 我国出口及进口增速



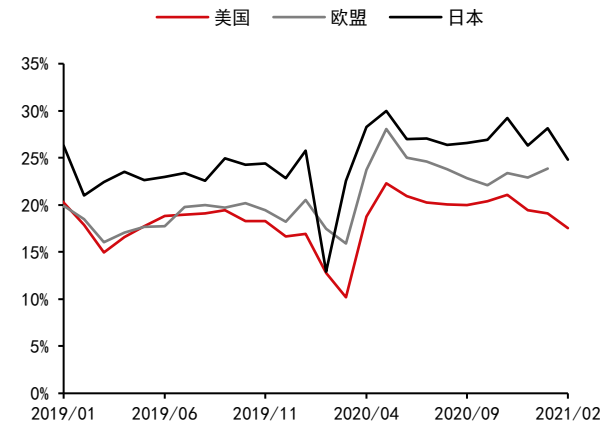
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2： 我国出口及进口相对于 3 年前同期的年平均增速



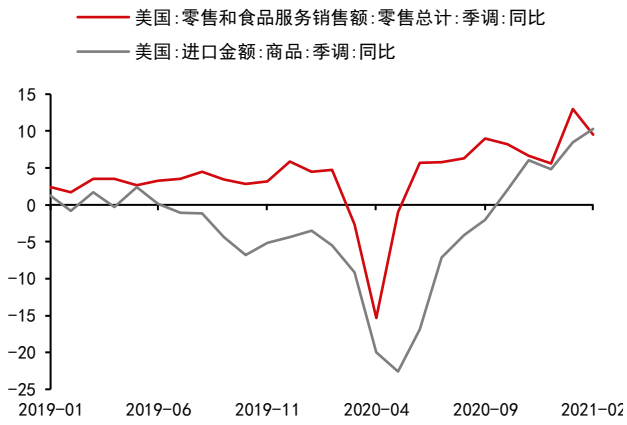
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3： 我国出口占主要经济体进口金额的比重



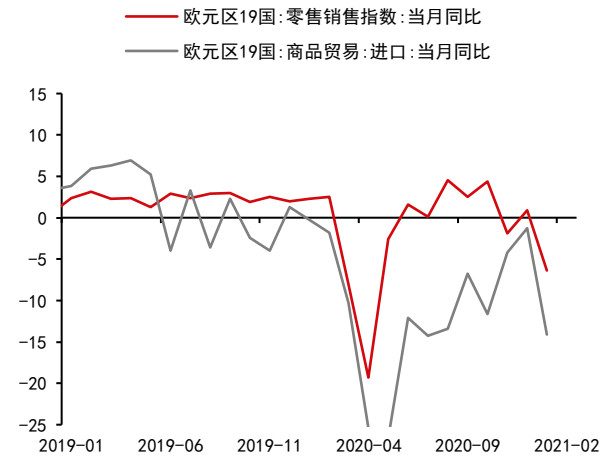
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 美国零售销售额同比增速与进口金额同比增速



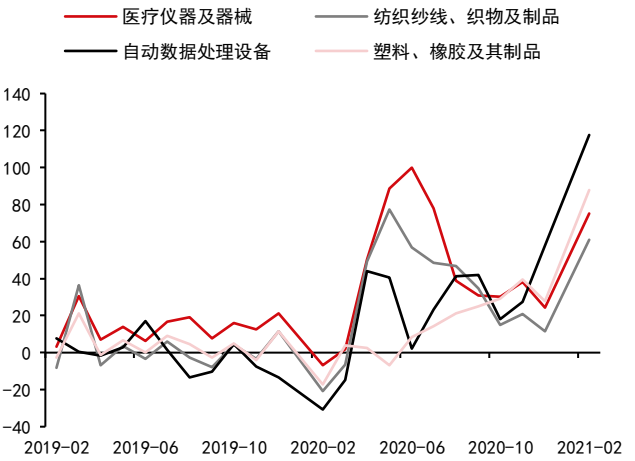
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 欧元区零售销售增速与商品进口增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 我国防疫相关物资出口增速(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

最后，疫情背景下防疫物资和宅经济相关的电子消费品出口拉动了我国出口增长。去年 4 月份之后，我国医疗仪器、纺织纱线制品（包括口罩）、塑料及橡胶制品（包括医疗手套、防护服）等出口大幅增加。疫情背景下居民更多呆在家里增加了对电子消费品的需求。这些消费的增加也拉动了我国出口的增长。

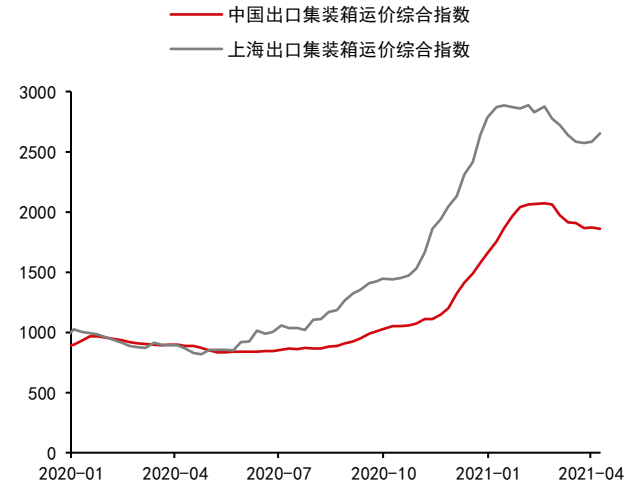
比较而言，以上三个因素对我国出口贡献可能依次递减。去年 8 月份之后我国防疫物资出口增速显著下滑，但是整体出口增速进一步上行，这说明防疫物资出口是一个较为次要的原因。11 月份美国商品零售增速并未进一步增长，但我国出口增速再创新高，这主要因为当时海外疫情进一步扩散使得我国供应链优势进一步显现。因此，疫情使得海外供应受限才是我国出口强劲增长的最主要原因。

二、3 月我国出口增长略有放缓的三方面证据

根据最新的一些经济数据变化，我们认为今年 3 月份我国出口增长略有放缓。这有三方面的证据。

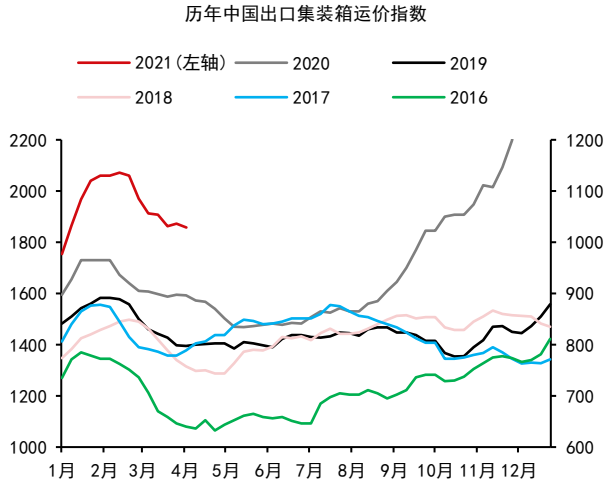
第一，3 月份我国出口运价跌幅偏大，反映我国出口增长略有放缓。2 月下旬以来，我国出口运价明显下跌，其中 3 月份运价跌幅达到 9.5%。每年春季海外进口和我国出口均会季节性减少，出口运价也会季节性回落。近期出口运价的下跌有季节性的因素。我们分别用两种方式统计了季节性跌幅。一是不考虑我国春节影响，直接对比历年 3 月份运价跌幅；二是考虑春节影响，对比春节后第 3-6 周（今年刚好是 3 月）的运价跌幅。按这两种方式统计，今年 3 月份我国出口运价跌幅偏大。这说明我国出口增长略有放缓。

图表7： 3 月份我国出口集装箱运价指数明显下跌



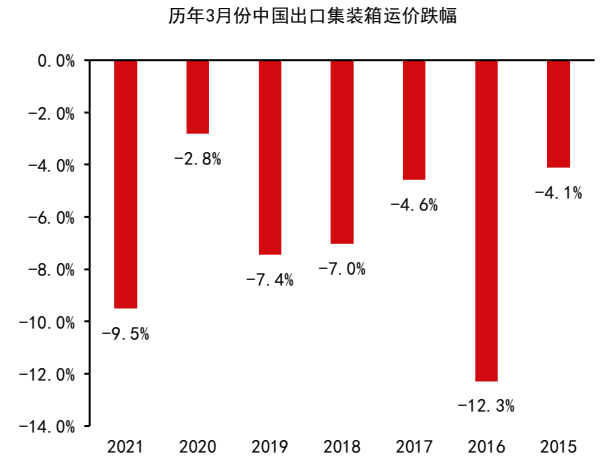
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 中国出口集装箱运价指数在春节后通常会下跌



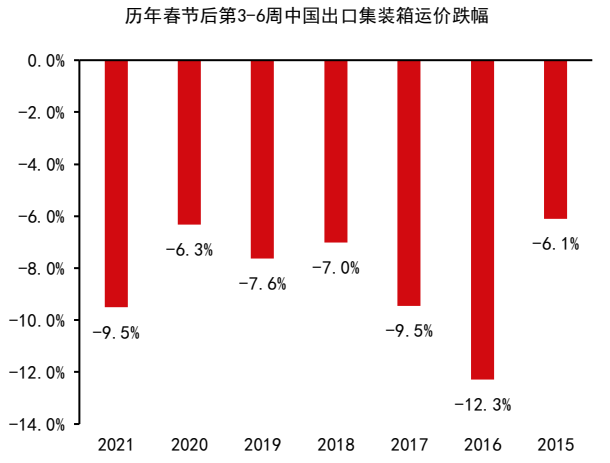
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 历年 3 月份中国出口集装箱运价跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究部

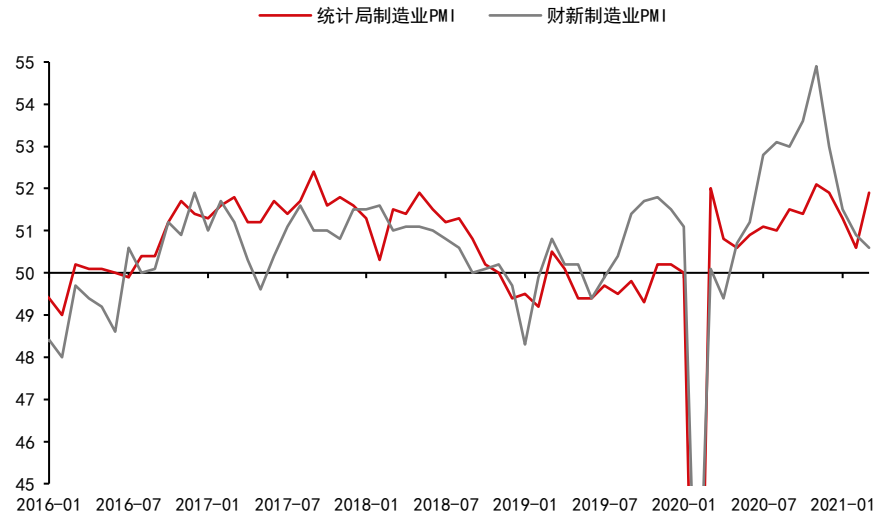
图表10： 历年春节后第 3-6 周中国出口集装箱运价跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究部

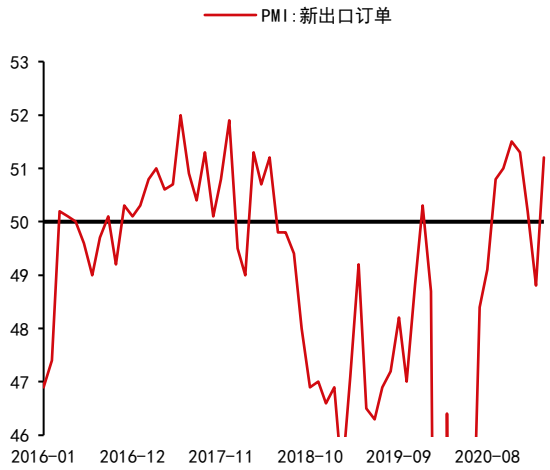
第二、3 月份财新制造业 PMI 回落以及统计局制造业 PMI 新出口订单略低于前高均显示我国出口增长可能略有放缓。3 月份统计局制造业 PMI 回升 1.3 个百分点至 51.9，但是财新制造业 PMI 回落 0.3 个百分点至 50.6。财新 PMI 的统计样本以东部沿海地区的中小企业为主，这些企业对出口的依赖相对较大，因此对外需变动更为敏感。因此，财新 PMI 回落暗示我国外需增长动能可能有所减弱。更仔细地分析统计局制造业 PMI，我们也能得出这一结论。尽管 3 月份统计局制造业 PMI 新出口订单指数回升 2.4 个百分点至 51.2，但略低于去年 11 月份的高点 51.5。尽管 PMI 指标经过了季节性调整，但春节因素较难全面剔除。由于春节后复工影响，3 月份 PMI 新出口订单一般较 2 月明显回升。从历史经验来看，多数年份 3 月份 PMI 新出口订单指数较上一年 11 月份也是回升的。但今年并非如此。这也说明我国出口增长可能略有放缓。

图表11： 3 月份我国与美欧日制造业 PMI 表现分化



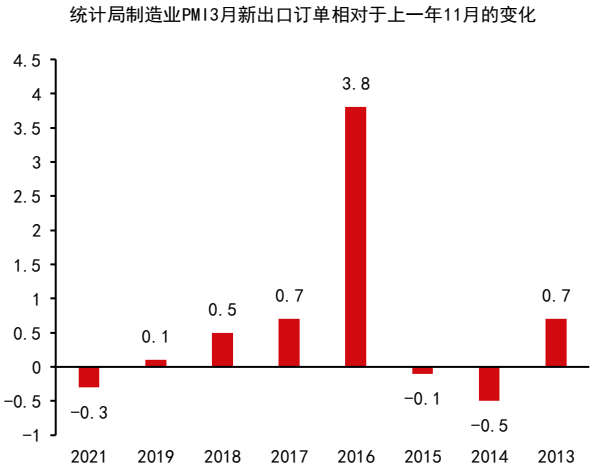
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 统计局制造业 PMI 新出口订单指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

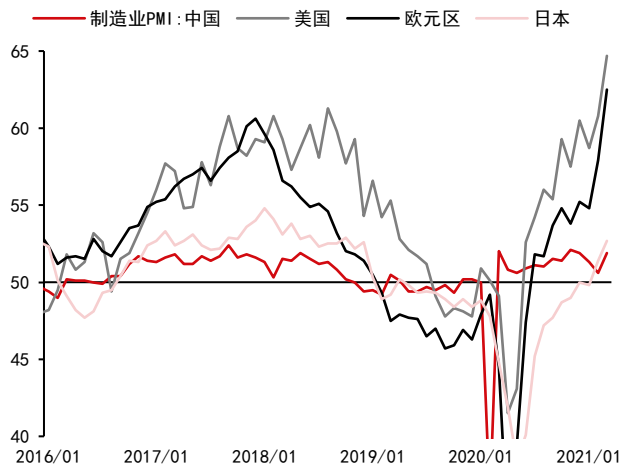
图表13： 3 月新出口订单指数相对于上一年 11 月的变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

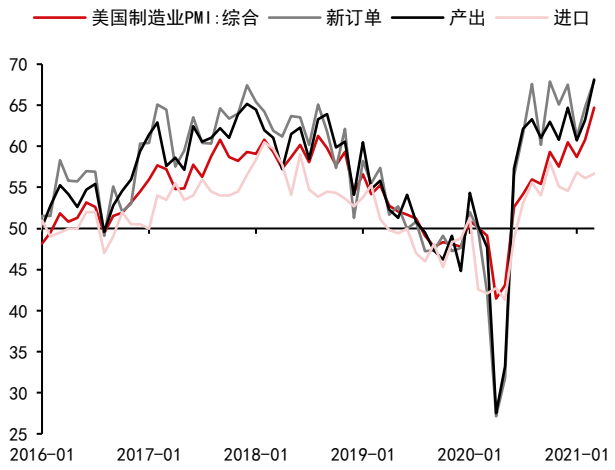
第三，3 月份美欧日供应加快恢复可能使得我国出口增长动力略有减弱。3 月份美欧日制造业 PMI 分别为 64.7、62.5、52.7，均显著高于去年四季度的最高值 60.5、55.2、50.0，反映美欧日供应加快恢复。这与我国制造业 PMI 未创新高是相反的。具体看美国制造业 PMI 分项指标，产出指数高达 68.1，显著高于去年四季度高点 64.7，但进口指数 56.7 明显低于产出指数，较去年四季度高点 56.8 也略有降低。PMI 是定性指标，可能不够精确；美国非农数据更为准确。3 月份美国商品生产部门新增就业 18.3 万人，显著高于去年四季度的高点 10.7 万。这也反映美国商品供应加快恢复。考虑到海外供应受疫情抑制是我国出口高增长的最重要原因，海外供应的加快恢复会使得我国出口增长动力减弱。

图表14： 3 月份我国与美欧日制造业 PMI 表现分化



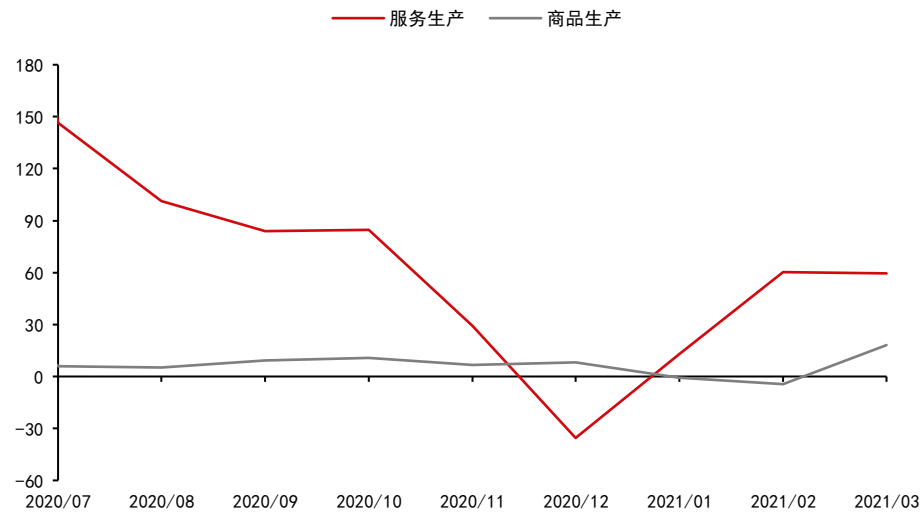
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 3 月份美国制造业 PMI 产出与进口指数表现分化



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16： 美国不同部门新增非农就业人数（万人）



资料来源：Wind 中信期货研究部

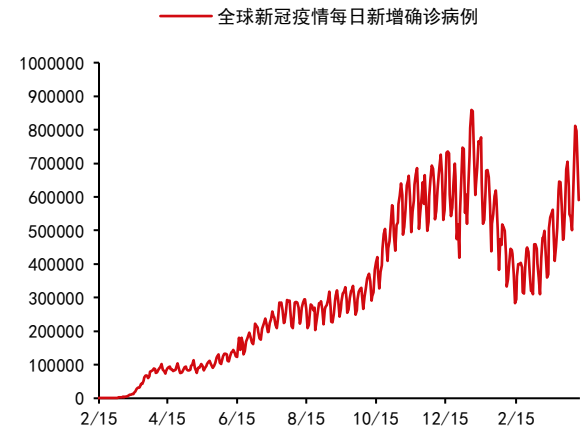
三、4 月我国出口增长加快的两个原因和一个证据

尽管 3 月我国出口增长略有放缓，但我们预计 4 月我国出口将有所加快，这有两个原因。

一是近期全球疫情明显恶化，这会使得海外供应受到一定抑制，而我国出口增长有望加快。近期全球每日新增确诊病例持续升高，疫情明显恶化。我国出口供应优势有望暂时强化。

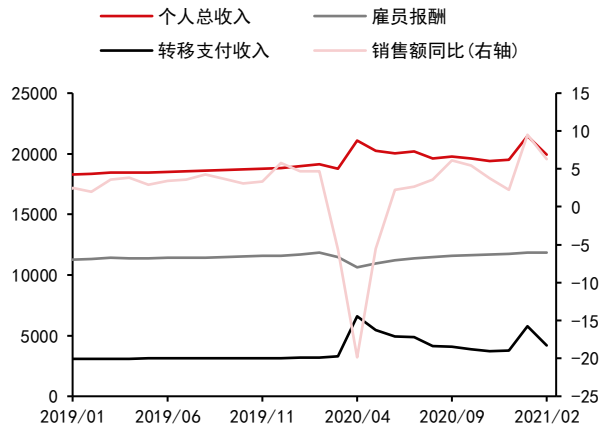
二是美国 1400 美元/人的一次性财政救助提振 4 月商品消费，对我国出口也会有一定拉动作用。去年 12 月底美国发放 600 美元/人的一次性财政救助，这推升了 1 月份的个人总收入和消费增速。3 月中旬美国通过 1.9 万亿美元的财政救助计划。其中，1400 美元/人的一次性财政救助在 3 月份基本发放完毕，很多消费者会在 4 月份使用。我们预计这会显著提振 4 月份的商品消费，并对我国出口有一定拉动作用。

图表17： 全球新冠疫情每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

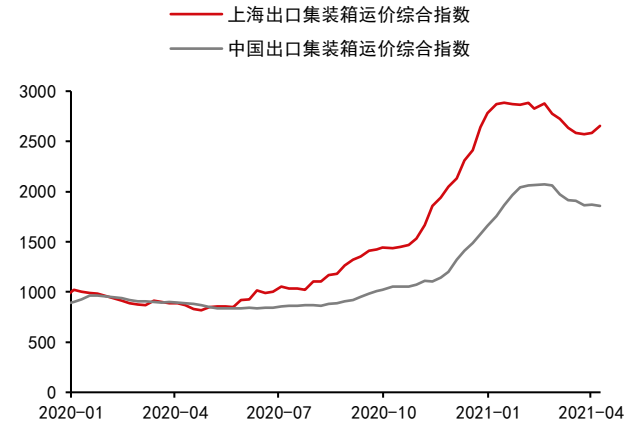
图表18： 美国居民收入与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

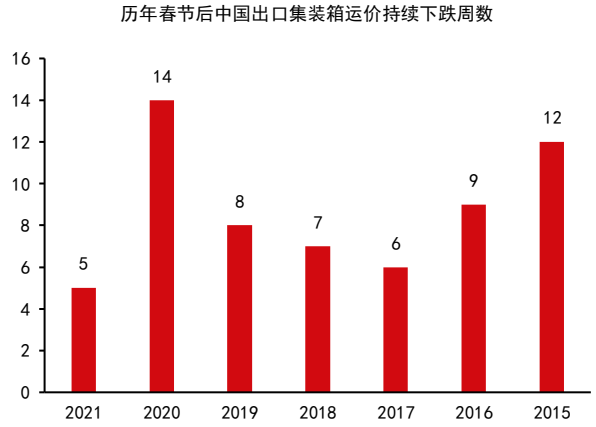
最近两周我国出口集装箱运价逆季节性上涨可以印证 4 月出口增长加快。3 月 29 号-4 月 9 号的两周，上海出口集装箱运价指数分别上涨 0.57%、2.58%；中国出口集装箱运价指数先上涨 0.44%后回落 0.75%。上海出口运价指数对外需变动更为敏感，波动更大，有一定领先性，其连续两周上涨显示出口需求增长有所加快。中国出口集装箱运价指数虽然先涨后回落，但也比季节性表现偏强。从过去 6 年的历史经验来看，春节后中国出口集装箱运价指数下跌的趋势通常是较强的，一般会持续 6 周以上，并且在下跌过程中一般不会出现反弹（在过去 6 年中仅有一年在下跌趋势中短暂反弹）。但今年仅下跌 5 周之后就有所回升，而且这种回升从统计上来讲一般也不会是短暂（1-2 周）反弹。因此，我们认为不管是上海出口集装箱运价指数，还是中国出口集装箱运价指数，它们的表现都强于季节性规律。这可以印证 4 月我国出口增长加快。

图表19： 最近两周上海出口集装箱运价指数连续回升



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表20： 历年春节后中国出口集装箱运价持续下跌周数

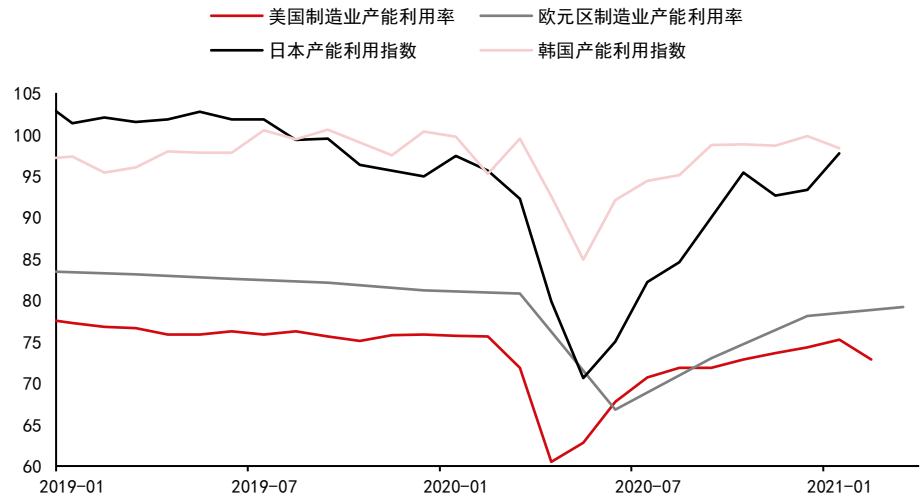


资料来源：Wind 中信期货研究部

四、预计 5 月之后我国出口增长将趋势放缓

尽管 4 月我国出口增长会有所加快，但我们预计 5 月之后我国出口增长会趋势性放缓。最核心的原因是全球疫情趋势性缓解，海外供应基本恢复。3 月份我国出口增长略有放缓说明海外供应已经恢复到抑制我国出口增长的程度。从数据来看，发达经济体制造业产能利用率已经接近恢复到疫情前水平。1 月份美国制造业产能利用率仅比疫情前略低 0.5 个百分点。欧元区恢复相对慢一些，但制造业产能利用率也接近疫情前水平。尽管近期疫情明显反弹，但疫苗的接种会使得全球疫情趋势性缓解，尤其是发达国家疫苗接种较快，疫情有望得到较好控制，未来海外供应有望进一步恢复。因此，4 月份疫情扩散对出口的支撑是暂时的。美国 1400 美元/人的一次性财政救助的影响也是暂时的。在这些短期影响因素消退之后，我们预计 5 月之后我国出口增长趋势放缓。

图表21： 主要经济体产能利用率或产能利用指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com