2021 年 01 月 14 日

出口结构正在切换

——宏观经济点评

宏观研究团队

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

● **12 月出口小幅回落；消费品出口普遍下滑，中间品及资本品出口加速增长**

12 月出口小幅回落；出口结构大幅分化，消费品出口普遍下滑，中间品及资本品出口加速增长。12 月出口同比增长 18.1%，不及上月 21.1%、好于预期 15%。主要出口商品中，除了防疫物资相关商品出口继续回落外，前期表现强势的玩具、家具、服装等消费品出口全面下滑。不同于消费品，以集成电路、钢材为首的资本品或中间品出口加速增长；其中，集成电路出口增长 39.4%，创近 2 年新高。**国别视角来看，12 月仅对东盟出口有所改善，对美国、欧盟及其他新兴经济体出口普遍回落。**12 月，中国对美国、欧盟出口增速分别由 46.1%、8.6%回落至 34.5%、4.3%，未能延续此前连续 4 个月的改善态势。对新兴市场出口方面，中国对东盟出口增速由 10%抬升至 18.4%，但对非洲、拉美出口增速分别由 20.3%、29.3%降至 4.4%、4.6%。其中，中国对金砖四国出口增速由 19.3%大降至 2.4%。

● **出口结构分化背后，是美欧圣诞需求消退及复产推进；未来重点关注复产逻辑**

12 月出口结构分化背后，与美欧圣诞需求消退及有序复产下、生产加速修复有关。一方面，从美国零售销售最新表现来看，随着大部分家庭完成圣诞购物需求，家具、家电、服装、玩具等前期热卖商品的销售纷纷下滑。同时，虽然疫情反弹，但凭借着应对疫情的能力持续提升，美、欧复产有序推进。10 月以来的经济数据显示，美、欧工业生产加速改善，对中国中间品及资本品进口较前期明显增加。

未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；重点关注服务于美欧生产修复的出口贸易行为。美国等主要经济体的库存回补，以及疫苗的大规模推广，将推动全球经济加快修复。伴随疫情压制缓解、其他经济体生产逐渐恢复，中国出口的支撑或过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端修复的弹性较大，未来重点关注中国服务于美欧生产活动的出口贸易行为等。

● **多数大宗原料进口增速持续回落，或反映国内生产端的修复节奏正在边际放缓**

12 月进口增速抬升，主要大宗原料进口持续放缓，农产品、汽车底盘等进口改善。12 月进口同比增长 6.5%，好于前值 4.5%及预期 5.7%。主要进口商品中，铁矿砂进口增速继续下滑，原油进口萎缩加剧。同时，农产品进口增速小幅反弹，汽车及汽车底盘进口由-6.4%大增至 56.3%。考虑到铁矿砂等大宗品进口主要反映国内生产需求，进口增速的持续回落或反映国内生产修复的节奏正边际放缓。

重申观点：未来一段时间，美国等主要经济体库存回补，以及疫苗的大规模推广，有望带动全球经济加快修复。伴随疫情“错位”影响的消退，中国出口链的核心支撑，将由订单“替代效应”的驱动过渡至“需求效应”的支持。考虑到美欧等生产端修复的弹性较大，重点关注服务于美欧生产活动出口贸易行为等。

● **风险提示：**疫苗有效性不及预期。

相关研究报告

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之三：银行“表”与“里”，二十年之大变局》-2021.1.13

《宏观经济点评-信用“收缩”加速》-2021.1.12

《宏观经济点评-输入型通胀风险，不足为虑》-2021.1.12

目　录

1、 出口表现：消费品出口回落，资本品及中间品出口加速改善.....3
2、 出口结构分化背后：美欧圣诞需求消退、生产加速修复.....4
3、 未来一段时间，重点关注服务于美欧生产修复的出口活动.....5
4、 风险提示.....6

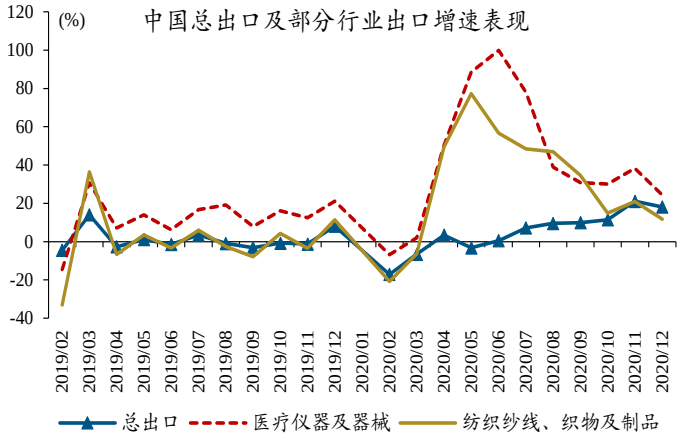
图表目录

图 1: 12 月，防疫物资相关商品出口继续回落.....3
图 2: 12 月，家具、灯具等消费品出口下滑.....3
图 3: 12 月，钢材、肥料出口加速增长.....3
图 4: 12 月，集成电路、液晶显示板出口高增.....3
图 5: 12 月，中国对美国、欧盟出口增速回落.....4
图 6: 12 月，中国对东盟出口回升、对金砖国家出口回落.....4
图 7: 伴随圣诞需求消退，美国家具、家电等销售回落.....4
图 8: 11 月以来，美、欧疫情形势依然严峻.....4
图 9: 美国工业生产持续改善，受疫情扰动有限.....5
图 10: 欧盟工业生产持续改善，受疫情扰动有限.....5
图 11: 2020 年 12 月以来，美国等开启疫苗接种工作.....5
图 12: 相比商品消费，美国生产端修复弹性更大.....5
图 1: 美国制造业中，多个中上游行业的产成品及原材料库存处于历史低位.....6

1、 出口表现：消费品出口回落，资本品及中间品出口加速改善

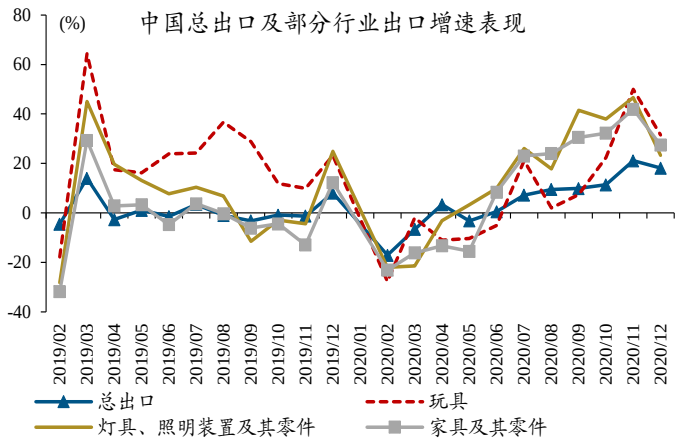
12 月出口增速小幅回落；主要商品的出口表现大幅分化，家具、灯具等消费品出口下滑，钢材、集成电路等资本品或中间品出口加速改善。12 月出口同比增长 18.1%，不及上月 21.1%、好于预期 15%。主要出口商品中，除了医疗仪器、纺织纱线等防疫物资相关商品出口继续回落外，前期表现强势的玩具、家具、灯具、服装等消费品出口全面下滑。与消费品表现相反，以集成电路、液晶显示板、钢材为首的资本品或中间品出口加速改善。数据显示，12 月集成电路、液晶显示板出口同比分别增长 39.4%、27.8%，均刷新 2019 年以来高位；钢材同比增长 19.7%，远超前值 2.1%。

图1：12 月，防疫物资相关商品出口继续回落



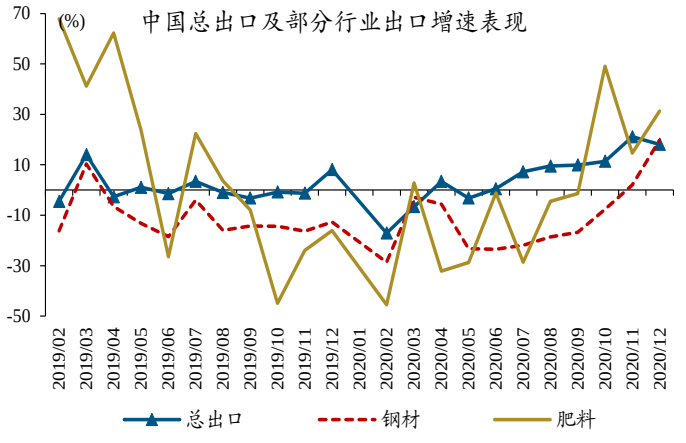
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：12 月，家具、灯具等消费品出口下滑



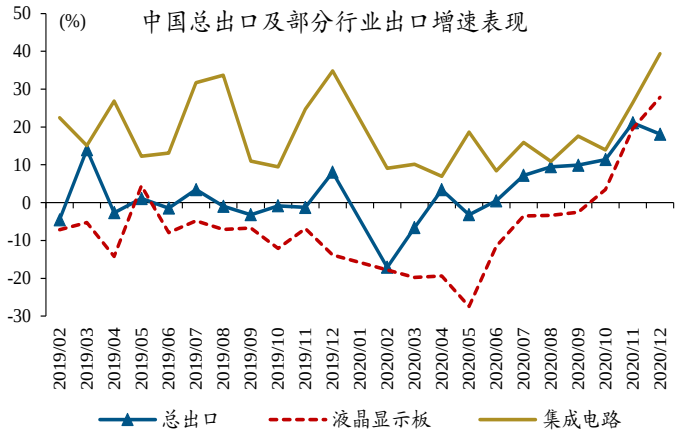
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12 月，钢材、肥料出口加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

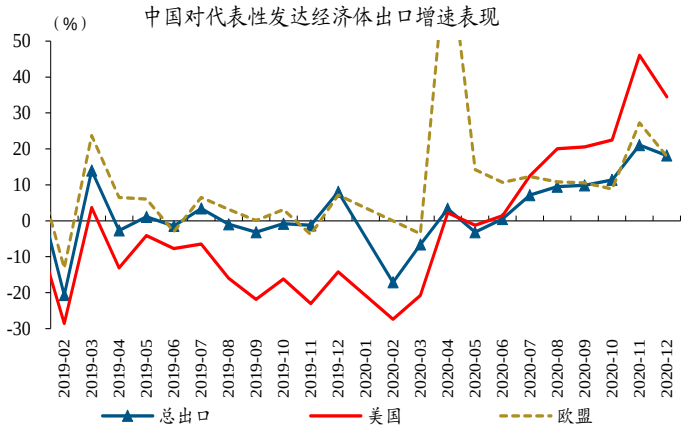
图4：12 月，集成电路、液晶显示板出口高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

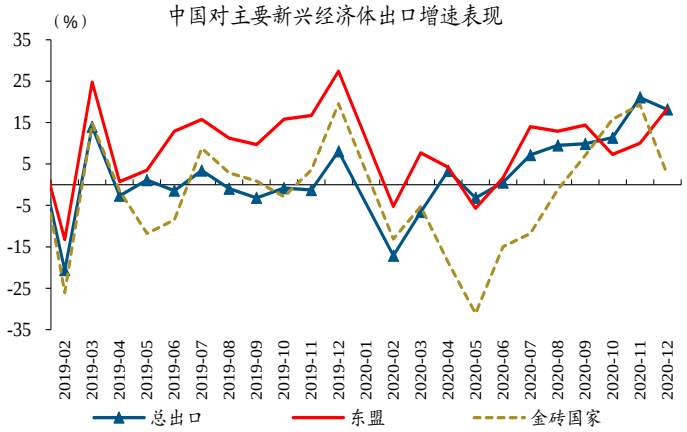
国别视角来看，对美国、欧盟出口下滑，是中国 12 月出口回落的主因。12 月，中国对美国、欧盟出口增速分别由 46.1%、8.6%回落至 34.5%、4.3%，未能延续此前连续 4 个月的改善态势。对新兴市场出口方面，中国对东盟出口增速由 10%抬升至 18.4%，但对非洲、拉美出口增速分别由 20.3%、29.3%降至 4.4%、4.6%。其中，中国对金砖四国出口增速由 19.3%大幅下滑至 2.4%。

图5：12 月，中国对美国、欧盟出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：12 月，中国对东盟出口回升、对金砖国家出口回落

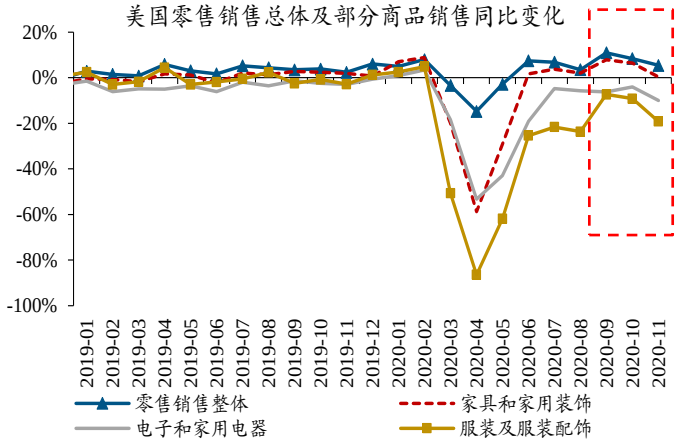


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 出口结构分化背后：美欧圣诞需求消退、生产加速修复

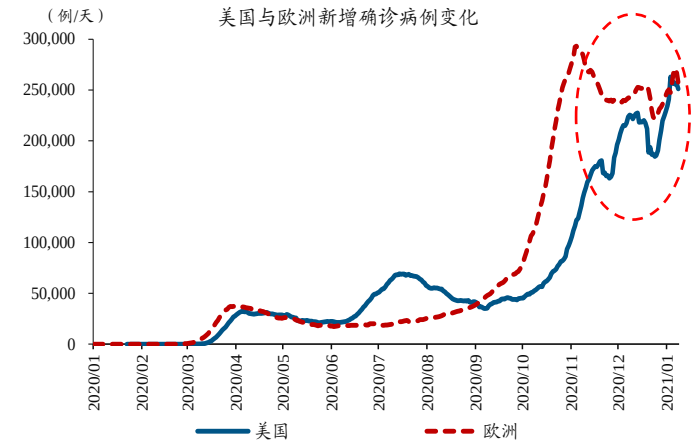
中国 12 月消费品出口回落、中间品及资本品出口抬升，或与美欧圣诞需求消退及生产加速修复等有关。中国消费品出口回落，或与美、欧圣诞需求消退有关。从美国零售销售最新表现来看，随着大部分家庭完成圣诞购物需求，家具、电子及家用电器、服装及服装配饰等前期“热卖”商品的销售均有所回落。与之对应的是，美、欧有序复产，带动了中国资本品或中间品出口的加速改善。虽然疫情再度反弹，但凭借着应对疫情的能力持续提升，美、欧复工复产有序推进，工业生产加速修复。

图7：伴随圣诞需求消退，美国家具、家电等销售回落



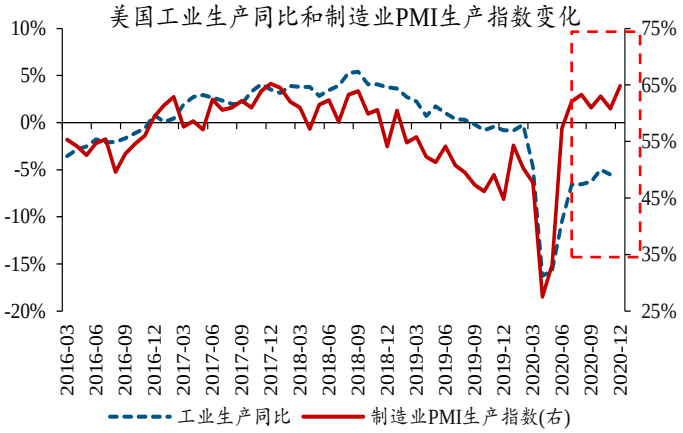
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：11 月以来，美、欧疫情形势依然严峻



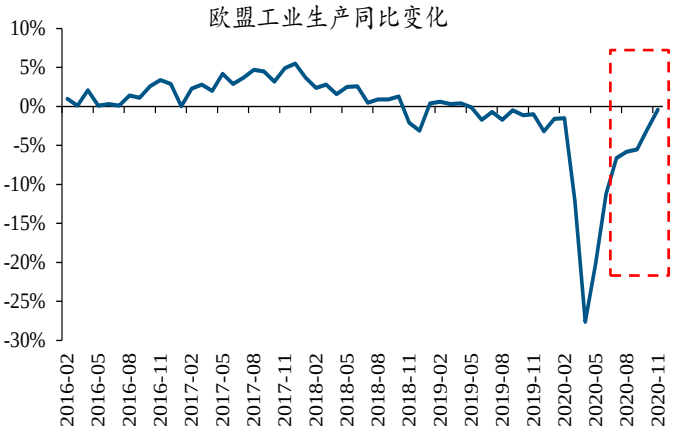
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国工业生产持续改善，受疫情扰动有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：欧盟工业生产持续改善，受疫情扰动有限

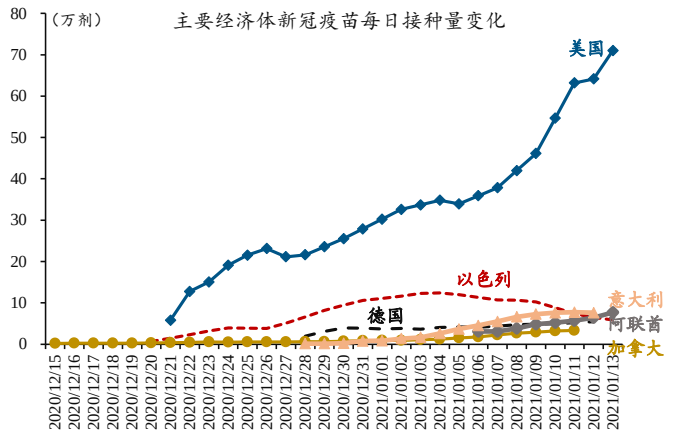


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 未来一段时间，重点关注服务于美欧生产修复的出口活动

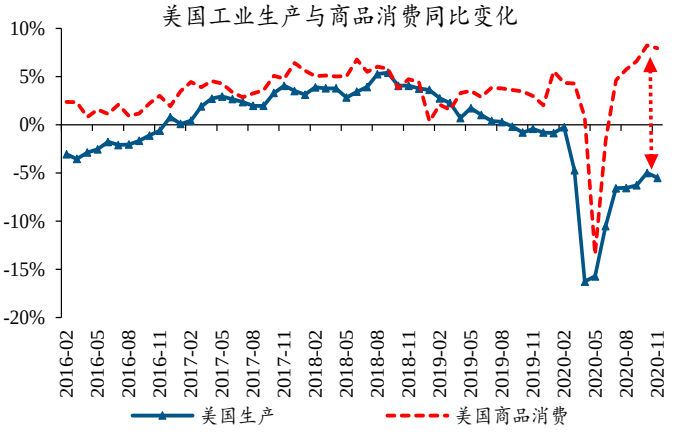
未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，将带动全球经济加快修复。需求扩张下，随着疫情压制逐渐消退、美欧以及其他生产型经济体生产加快修复，中国出口的支撑或将由前期的“替代效应”过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端的修复弹性较大，以及生产需求对应的中国部分中上游行业出口的“替代效应”已基本消失，未来重点关注中国这些服务于美欧生产活动的行业出口表现。

图11：2020 年 12 月以来，美国等开启疫苗接种工作



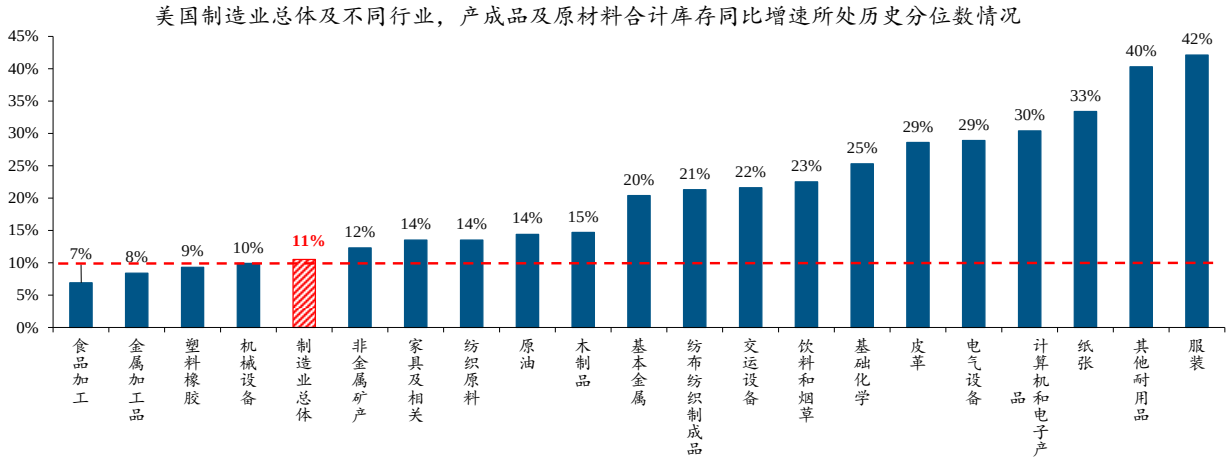
数据来源：WHO、CDC、开源证券研究所

图12：相比商品消费，美国生产端修复弹性更大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：美国制造业中，多个中上游行业的产成品及原材料库存处于历史低位



数据来源：BEA、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