



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

抢出口还有多少空间？

基本内容

1-2 月中国美元出口同比 2.3%，低于去年四季度 9.9% 的增速水平。我们认为年初出口增速下行主要受到临时性因素影响，比如 1) 今年 1-2 月工作日比去年少 2 个工作日；2) 今年春节靠前，部分出口已经前置至去年 12 月；3) 24 年 1-2 月出口基数较高等原因。

本轮“抢出口”开始时的库存绝对水平相对较高，批发商、制造商库销比分别处于 81%、69% 的历史分位数，均高于 2017 年时 50% 左右的历史分位数。而且本轮贸易摩擦起步就针对全部商品，从 2 月 1 日宣布“2 月 4 日加征 10% 关税”到 3 月 3 日宣布“3 月 4 日再加征 10% 关税”，期间仅相隔 1 个月时间，压缩了企业持续补库的窗口期。综合以上原因，本轮“抢出口”的跨度和高度，可能低于 2018-2019 年。参考 3.8 个月的历史平均水平和上一轮贸易摩擦 11 个月的历史最高水平，预计这一次“被动补库存”持续期在 6 个月左右。由此推断，今年一季度到二季度，出口增速依然有望维持韧性。如果关税再加码或美国经济超预期走弱，会影响中国出口节奏。

风险提示

特朗普的贸易政策存在不确定性；“抢出口”结束后，出口压力加大；美国需求或受贸易政策影响，大幅下滑。



1-2 月中国美元出口同比 2.3%，低于去年四季度 9.9% 的增速水平。

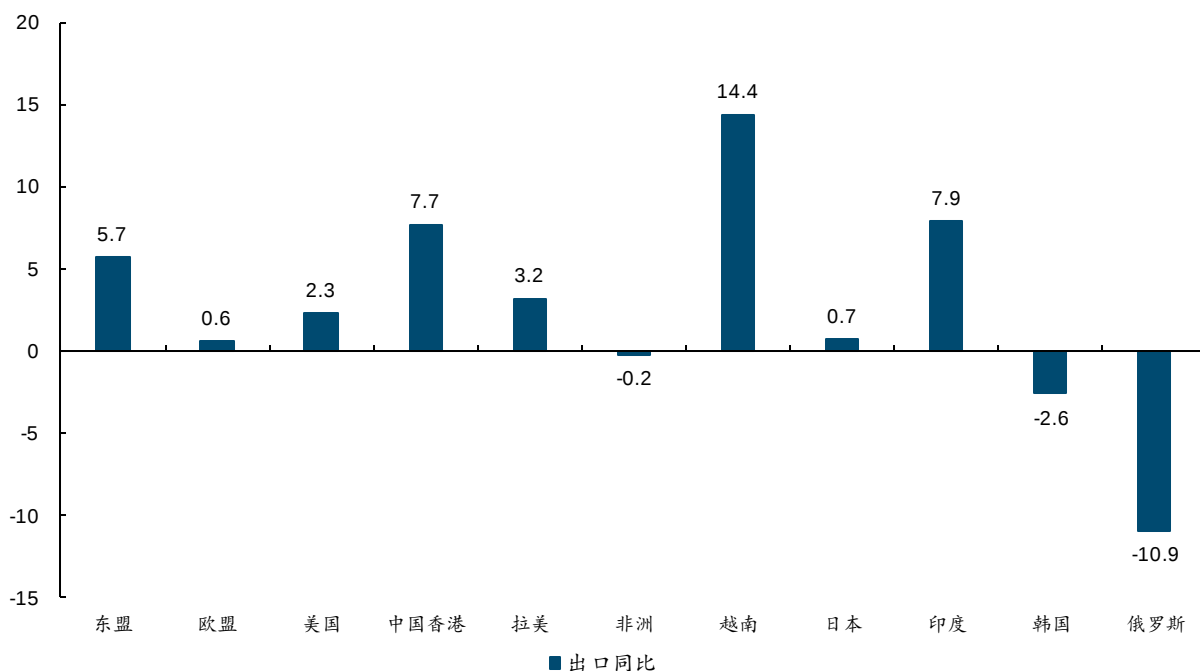
我们认为年初出口增速下行主要受到临时性因素影响，比如 1) 今年 1-2 月工作日比去年少 2 个工作日¹；2) 今年春节靠前，部分出口已经前置至去年 12 月；3) 24 年 1-2 月出口基数较高等原因。

而市场更加关心的是，贸易战带来的“抢出口”结束了吗？如果尚未结束，“抢出口”还有多少空间？

对于第一个问题，我们从 1-2 月出口分国别的情况看，中国对俄罗斯、韩国、非洲出口同比分别下滑 10.9、2.6、0.2 个百分点，但是对美出口和转口贸易的表现并不弱。

一方面，1-2 月中国对美出口增速虽然回落至 2.3%，但是 1 月美国自中国进口增速上行至 16.3%，增速差的背后可能是转口贸易再度开始活跃。另一方面，1-2 月对中国香港和越南的出口增速为 14.4%、7.7%，这还是在去年的高基数下实现的，而这两者也是传统贸易转口地。

图表1：中国对主要国家和地区出口增速（单位：%）



来源：统计局，国金证券研究所（注：按照出口结构占比排序）

所以截至目前，中国依然处于“抢出口”的窗口期，随着高基数、工作日减少、春节错位等临时因素结束后，我们预计后续出口同比增速或有所反弹。

而对于“抢出口”的持续性问题，可以根据 2018-2019 年的经验做个大致推断。

回顾 2018-2019 年的贸易摩擦，中国“抢出口”的开始时间取决于确定的贸易摩擦事件（如特朗普上任、关税调查开始等），“抢出口”的力度和时长则取决于美国企业补库存的空间。

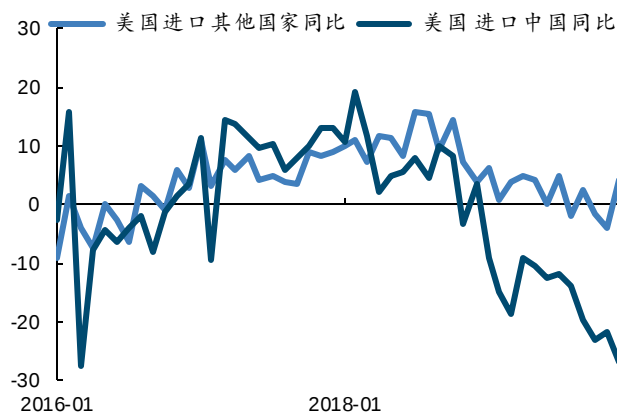
2017 年美国正处于主动补库存阶段，当年 8 月美国启动对中国的 301 调查，企业开始提前囤货，美国自中国的进口增速维持高位。

2018 年贸易战发酵，美国居民消费意愿走弱，当年 6 月企业进入被动补库存阶段，且持续时长将近一年（大幅高于 3.8 个月的平均水平）。期间美国进口增速尚能维持韧性，中国对美出口虽然开始走弱，但转口贸易又开始走强，2018 年中国出口增速也达到了 9.9%。2019 年 2 月之后，中国出口才开始明显走弱，“抢出口”的透支效应出现，此时美国的被动补库存也进入了尾声。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/dje-eBZDgJinaTa7DTW9Nw>

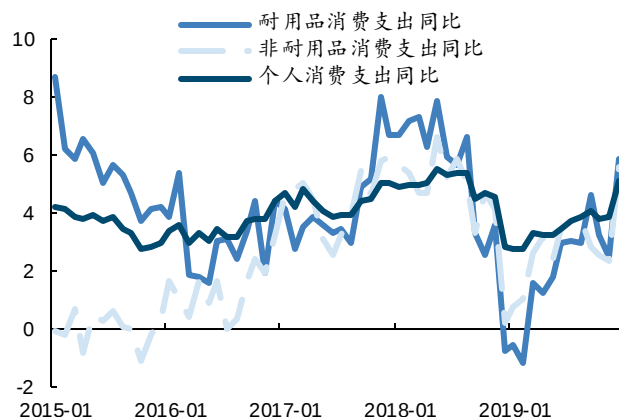


图表2: 美国自中国进口增速持续显著高于自其他国家进口增速



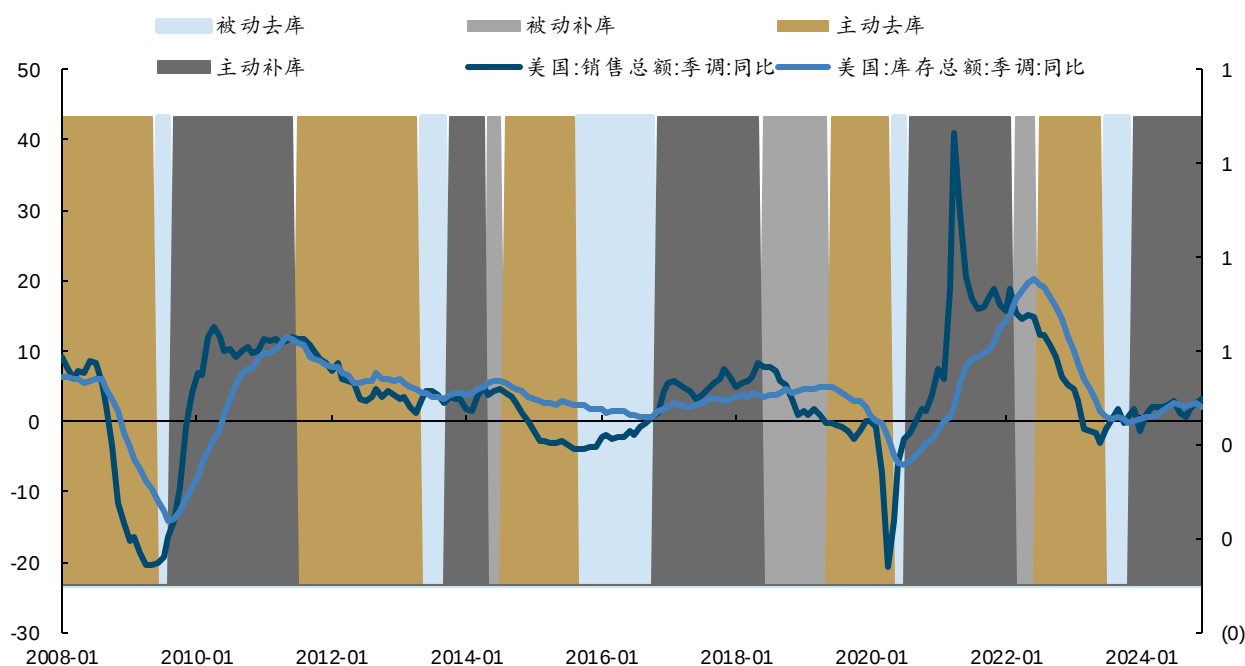
来源: 同花顺 iFIND, 国金证券研究所

图表3: 美国居民消费在 2018 年下半年大幅下行



来源: 同花顺 iFIND, 国金证券研究所

图表4: 美国库存周期回顾 (单位: %)

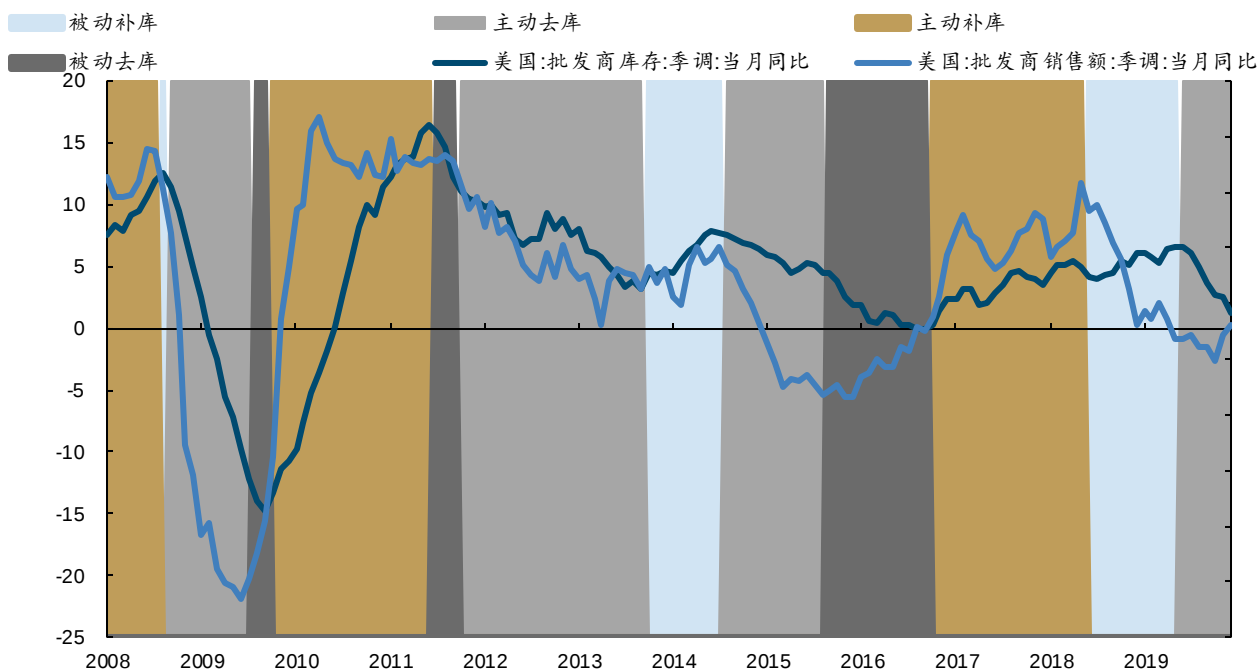


来源: wind, 国金证券研究所

注: 2021 年 4 月受基数影响, 销售增速出现异常, 从两年复合增速上看, 这一阶段销售增速依旧处于上行阶段, 我们依旧认定这一阶段处于主动补库存。(自 2008 年以来, 美国大致经历了 5 轮库存周期, 每轮库存周期在 3 年左右, 其中主动补库、被动补库、主动去库、被动去库的平均持续时长为 16、3.8、15、6 个月。)

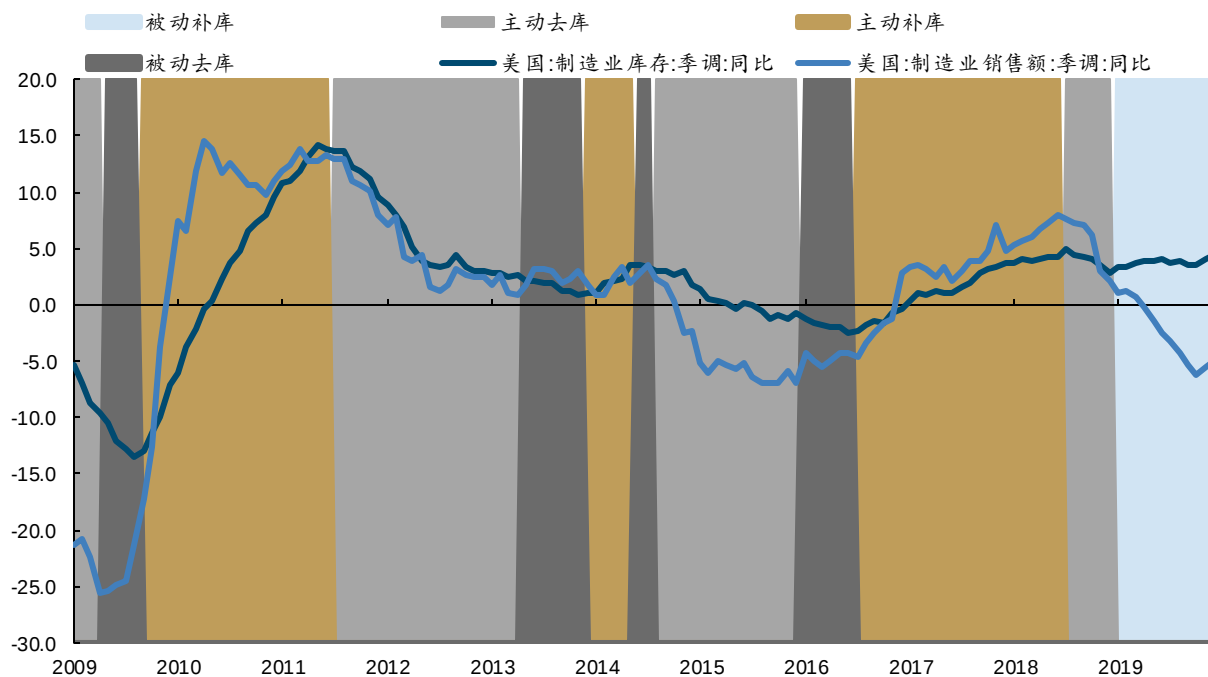


图表5: 批发商库存变动 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

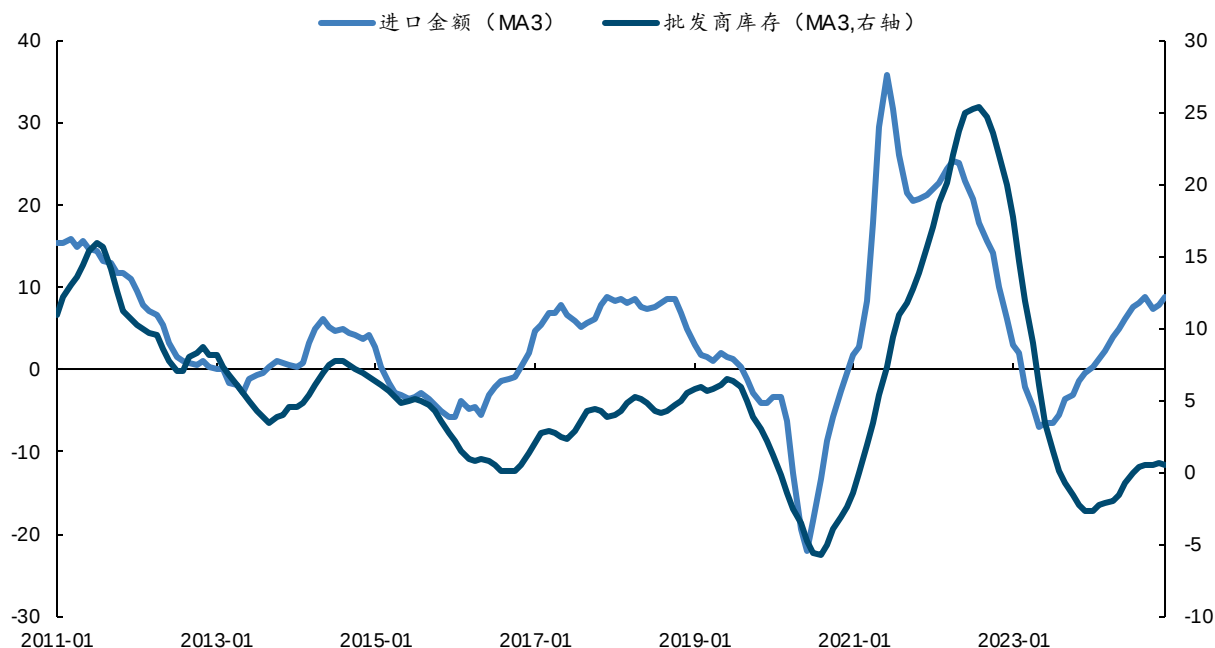
图表6: 制造商库存变动 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所



图表7：美国进口与库存增速正相关（单位：%）



来源：同花顺 iFIND，国金证券研究所

上一轮贸易摩擦时期，“被动补库存”的主要是制造商和批发商，补库时间较长的主要是机械设备、金属矿产、汽车及零件等耐用品，持续约 10 个月，这可能与以上行业受关税影响较大有关。非耐用品的被动补库时长相对较短，除了服装及服装面料以外，药品、农产品等行业并未表现出明显的被动补库。

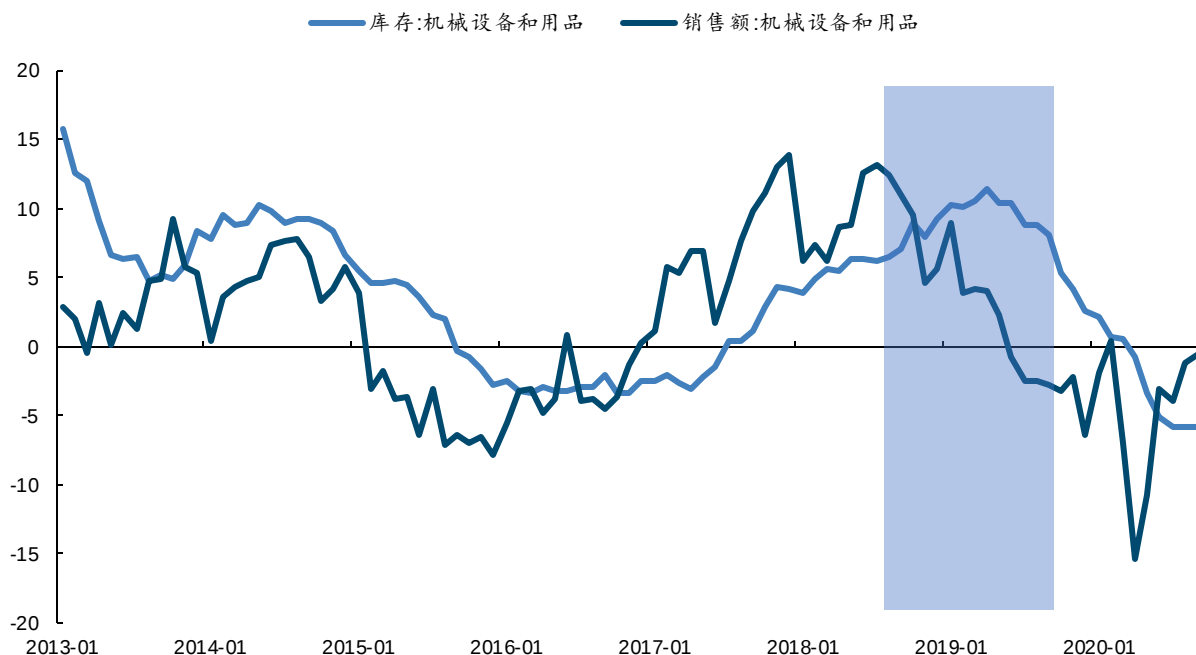
图表8：制造商库存变动（单位：%）

	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存
耐用品	2018.01-2018.07	2018.08-2019.05	2019.06-2020.04	
汽车及汽车零件和用品	2018.01-2018.06	2018.07-2019.07	2019.08-2020.05	
家具及家居摆设		2018.10-2019.06	2018.02-2018.09	
木材及其他建材	2018.01-2018.07	2018.07-2019.01	2019.02-2019.05	
专业及商业设备和用品		2018.06-2019.09	2019.09-2020.05	2018.01-2018.05
电脑及电脑外围设备和软件		2018.01-2019.01	2019.02-2020.02	2018.01-2018.06
金属及矿产,石油除外	2018.01-2018.05	2018.06-2019.02	2019.03-2020.06	
电气和电子产品		2018.08-2019.04	2018.04-2018.07 2019.04-2020.04	2018.01-2018.03
五金、水暖及加热设备和用品	2018.01-2018.09	2018.10-2018.12	2019.07-2020.03	2019.01-2019.06
机械设备和用品	2018.01-2018.06	2018.08-2019.06	2019.07-2020.04	
耐用品杂项	2018.01-2018.05	2018.06	2018.07-2019.07	
非耐用品	2018.01-2018.5	——	2018.06-2020.04	
纸及纸制品			2018.01-2018.10 2019.02-2019.12	2018.11-2019.01
药品及杂品	2018.06-2018-12		2019.04-2019.09	2018.01-2018.05
服装及服装面料	2009.01-2019.04	2018.07-2018.12 2019.05-2019.09	2018.02-2018.06	
食品及相关产品		2018.10-2019.08	2018.02-2018.09	
农产品原材料	2018.01-2018.04	——	2018.07-2019.07	2018.05-2018.06
化学品及有关产品	2018.01-2018.06	2019.01-2019.03	2018.09-2018.12 2019.03-2020.04	2018.07-2018.08
石油及石油产品	2018.01-2018.07		2018.10-2019.10	2018.08-2018.09
啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	2018.08-2019.01	2018.02-2019.10		2018.01-2018.07
非耐用品杂项	2018.01-2018.04	2018.07-2019.05		

来源：wind，国金证券研究所（注：这里的库存时间从 2018 年开始计算；在划分时，并未严格按照最高点和最低点进行划分，考虑基数因素导致的个别节点高增）



图表9：制造商库存变动（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

最近密歇根大学消费者信心指数快速从24年12月的74下滑至2025年2月的64.7，美国“被动补库存”已经开始。

2018年的“被动补库存”之所以持续近1年：原因之一是此前库存水平较低，企业囤货意愿高。原因之二是加关税的时间跨度较长，从2018年4月公布第一批加征名单到2019年9月第三批3000亿商品落地，跨度一年半的时间。原因之三是加征关税范围从500亿依次扩大到3000亿，也让企业有充足的时间完成补库。

而本轮“抢出口”开始时的库存绝对水平相对较高，批发商、制造商库销比分别处于81%、69%的历史分位数，均高于2017年时50%左右的历史分位数。而且本轮贸易摩擦起步就针对全部商品，从2月1日宣布“2月4日加征10%关税”到3月3日宣布“3月4日再加征10%关税”，期间仅相隔1个月时间，压缩了企业持续补库的窗口期。**综合以上原因，本轮“抢出口”的跨度和高度，可能低于2018-2019年。**

参考3.8个月的历史平均水平和上一轮贸易摩擦11个月的历史最高水平，预计这一次“被动补库存”持续期在6个月左右。

由此推断，今年一季度到二季度，出口增速依然有望维持韧性。如果关税再加码或美国经济超预期走弱，会影响中国出口节奏。

考虑到本轮对全部商品普征关税，补库力度主要受到库存周期所处位置的影响。

补库空间较大的主要是电气和电子产品、电脑及电脑外围设备和软件、五金水暖及加热设备、服装及服装面料等，相关行业的销售增速维持高位，但行业库销比相对较低或连续下行，因此还有较大的补库空间。

2024年末，美国电气和电子产品的销售同比增速达到了28%，行业库销比下滑至0.95，处于2000年以来的最低历史分位数水平，对应中国电气和电子产品的行业出口有望维持韧性。

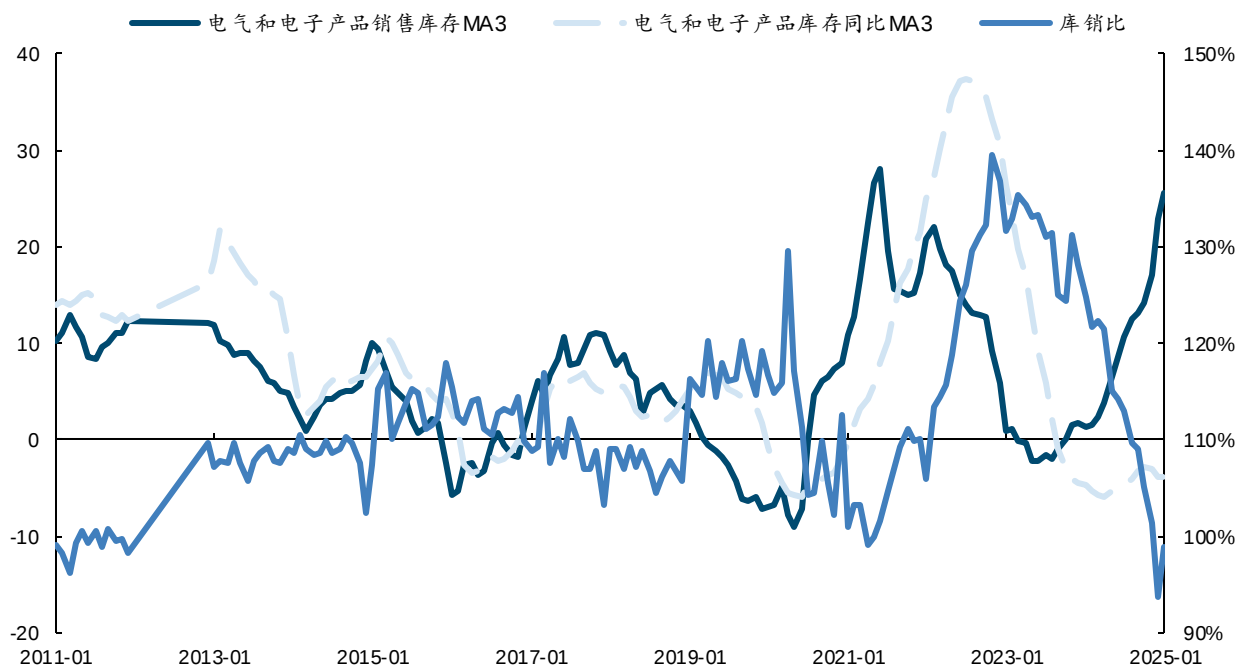


图表10: 制造商库存变动 (单位: %)

	批发商库存同比		批发商销售同比		库销比	
	12月	历史分位数	12月	历史分位数	12月	历史分位数
耐用品	-0.09	18%	6.71	62%	1.75	88%
耐用品:汽车及汽车零件和用品	0.36	27%	1.01	23%	1.81	93%
耐用品:家具及家居摆设	4.57	44%	-3.40	15%	2.00	94%
耐用品:木材及其他建材	2.43	38%	-2.26	25%	1.81	100%
耐用品:专业及商业设备和用品	0.21	20%	6.46	70%	1.24	92%
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	6.70	60%	12.14	90%	0.93	98%
耐用品:金属及矿产,石油除外	-7.46	24%	-13.44	12%	2.29	90%
耐用品:电气和电子产品	-5.22	8%	28.03	100%	0.99	0%
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	1.12	21%	11.17	79%	2.10	75%
耐用品:机械设备和用品	3.73	32%	1.91	37%	3.13	99%
耐用品:杂项	-2.49	23%	-3.82	27%	1.54	65%
非耐用品	-0.05	16%	-0.64	22%	0.95	53%
非耐用品:纸及纸制品	-1.35	27%	-2.30	24%	1.05	51%
非耐用品:药品及杂品	4.69	45%	6.45	43%	0.97	1%
非耐用品:服装及服装面料	-9.59	16%	12.90	93%	2.03	71%
非耐用品:食品及相关产品	3.64	45%	6.12	76%	0.71	80%
非耐用品:农产品原材料	-4.58	34%	-2.37	42%	1.31	71%
非耐用品:化学品及有关产品	-1.10	25%	-3.22	22%	1.18	69%
非耐用品:石油及石油产品	-3.52	35%	-12.33	20%	0.32	19%
非耐用品:啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	1.28	23%	-3.67	3%	1.63	97%
非耐用品:杂项	-2.06	15%	-5.59	8%	1.92	100%

来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 制造商库存变动 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所



风险提示

- 1) 近期特朗普的贸易政策反复，关注后续贸易政策的变化；
- 2) “抢出口”以及透支效应或导致后续出口波动加大，关注二季度前后的出口下行压力；
- 3) 美国国内政策或导致经济进入混乱期。受此影响，美国进口需求或大幅下滑。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究