



2021.12.07

当前出口的结构性亮点在哪

——11月贸易数据点评

报告作者



董琦(分析师)



010-83939823



dongqi020832@gtjas.com

证书编号 S0880520110001

相关报告

稳增长成为阶段性重点

2021.12.07

猪价的冲击会持续吗

2021.12.05

债务周期行至尾途

2021.12.04

消费的近观与远望

2021.12.03

人民币韧性磨顶，“先贬后稳”格局将至

2021.12.03

本报告导读:

11月出口再超预期,对欧盟和新兴经济体出口表现亮眼。我们预计四季度出口增速中枢大约为23%,往后看,出口的峰值虽然已过,但设备类产品(机械设备、电气设备、交运设备等)是结构性亮点,同时“量价并重”格局将至少延续至2022年初,出口强韧性对实际经济增长的支撑已经开始减弱。

摘要:

- **出口方面**,同比增速22.0%(前值27.1%),两年平均增速21.3%(前值18.7%)。从量价的角度来看,截止10月份数据,价格对出口的贡献度从9月的56%下降到10月的42%,11月预计仍将延续“量价并重”的格局。
 - ✓ **产品方面**,纺织服装鞋帽等出行相关商品出口增速维持高位,同时剔除手机后,机电产品和高新技术产品出口增速依然保持较强韧性。11月新兴经济体疫情缓解,发达国家继续推行“与疫情共存”政策,出行相关商品出口增速维持高位。此外,11月份剔除手机后,机电产品和高新技术产品出口仍维持较强韧性,机械设备、运输设备、集成电路等产品出口均保持高位。
 - ✓ **分国别来看**,中国对欧盟出口增速维持高位,对新兴经济体出口有所提升,但受基数效应影响,对美国出口增速大幅下行,剔除基数效应后对美出口增速为21%,较10月小幅下降。中国对欧盟出口增速维持高位,一方面是由于欧盟疫情出现明显恶化,带动防疫物资出口,另一方面欧盟内部设备短缺,带动设备类出口。新兴经济体疫情整体缓解,带动中国对上述经济体出口增速的小幅提升。
- **进口方面**,国内生产端边际修复带动进口超预期上行。11月进口增速31.7%(前值20.6%),两年复合增速17.3%(前值12.4%):
 - ✓ **产品方面**,主要进口产品价涨量跌仍在延续,但受国内生产边际修复影响,进口数量跌幅明显收窄,带动进口超预期上行。11月份原油和铜价涨幅维持高位,铁矿砂价格跌幅扩大,但进口数量方面,受国内生产端边际修复影响,铁矿砂、原油、铜、煤、集成电路等主要进口产品数量同比涨幅明显扩大或跌幅明显收窄。
 - ✓ **从国别来看**,中国从主要经济体的进口增速均有所回升。其中从金砖、拉美和东南亚等资源型国家和美国进口增速回升最明显,一方面与新兴经济体疫情缓解有关,另一方面也与国内生产边际修复有关。中国从欧盟进口增速由负转正,大体保持稳定。
- **往后看**,我们认为出口峰值虽然已过,但疫后中国出口的底层逻辑已经发生改变,2022年出口全年仍有望维持6%的增长,设备类产品(机械设备、电气设备、交运设备等)是结构性亮点:
 - ✓ 疫情以来,设备类产品一直都是支撑中国对美欧出口份额提升的主要产品;
 - ✓ 欧盟当前面临设备短缺和产能不足问题,后续资本开支意愿仍在;
 - ✓ 美国设备类库存仍处于前中期,同时资本开支预期处在历史高位,也将对中国设备类出口构成支撑。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

找报告,上“数据猩河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

目 录

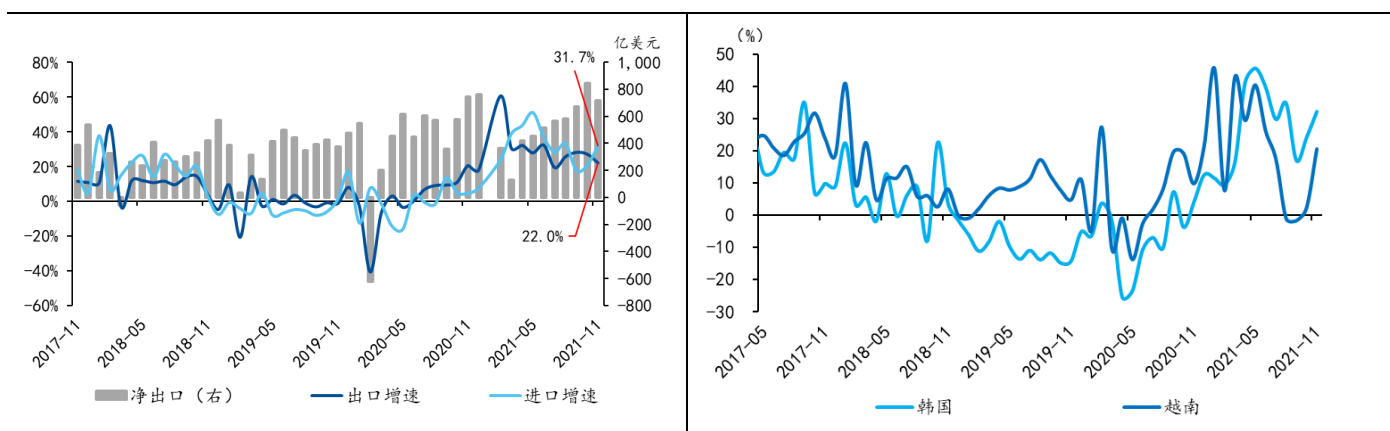
1. 出口再超预期，对欧盟和新兴经济体出口表现亮眼.....	3
2. 国内生产端边际修复带动进口超预期上行.....	5
3. 中国出口的结构性亮点在哪.....	6
4. 风险提示.....	10

1. 出口再超预期，对欧盟和新兴经济体出口表现亮眼

受新兴经济体疫情缓解和欧盟设备短缺影响，中国11月出口再次超市场预期。11月出口同比增速22.0%（市场预期17.2%，前值27.1%），两年平均增速21.3%（前值18.7%）。从量价的角度来看，截止最新10月份数据，价格对出口的贡献度从9月的56%下降到42%，价格的贡献度依旧较高，11月预计仍将延续这种“量价并重”的格局。在国内“双控”限产等供给端约束和海外消费旺季的推动下，这样一个“量价并重”的格局可能将持续至2022年初，出口的强韧性对实际经济增长的拉动有限。

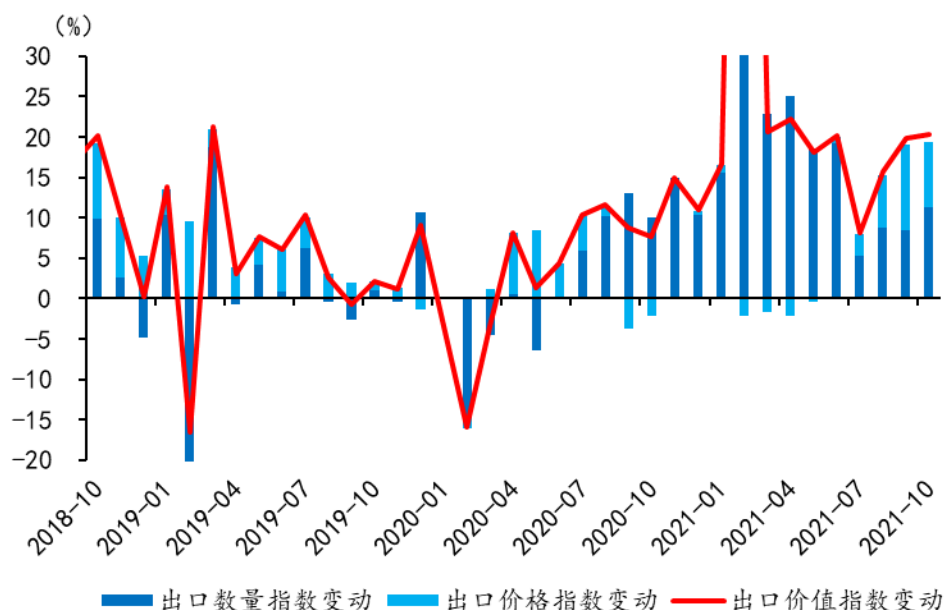
图 1：11 月中国进出口均超预期，贸易顺差有所收窄

图 2：韩国、越南出口增速大幅回升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 3：10 月价格对出口的贡献度从 9 月的 56% 下降到 42%，价格的贡献依旧较高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

分国别和地区来看，中国对欧盟出口增速维持高位，对东南亚和其他金砖国家出口小幅提升，但受基数效应影响，对美国出口增速大幅下行，剔除基数效应后对

美出口增速为21%，较10月小幅下降。中国对欧盟出口增速维持高位，一方面是由于10月中下旬以来欧盟疫情出现明显恶化，中国对欧盟的防疫物资出口增加，另一方面因为欧盟内部设备短缺，从中国进口设备类产品增加。往后看，防疫物资并不能长期支撑中国对欧盟的出口，若疫情有所缓解，设备类产品将再次成为中国对欧盟出口的主要动力。东南亚和其他金砖国家疫情整体缓解（个别国家如越南和南非例外），带动中国对上述经济体出口增速的小幅提升。中国对美出口增速大幅下行，但剔除基数效应后，依旧维持高位。

图 4：对欧盟出口增速提升显著，美国维持高位

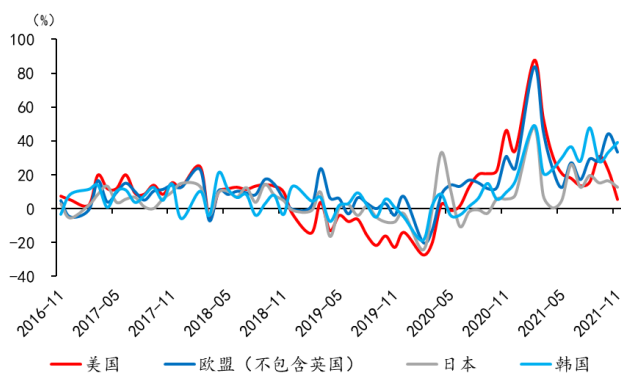
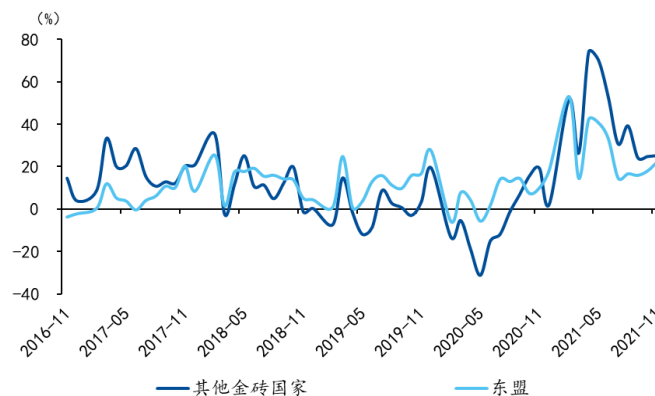


图 5：对东盟和其他金砖国家出口增速有所提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

分产品来看，纺织服装、鞋帽等“外出经济”相关商品出口增速维持高位，同时剔除手机、音视频设备后，机电产品和高技术产品出口增速依然保持较强韧性。11月东南亚等新兴经济体疫情持续缓解，同时发达国家继续推行“与疫情共存”政策，鞋帽、服装、箱包等“外出经济”相关商品出口增速维持高位，另一方面也由于欧盟疫情持续恶化，中国纺织纱线等防疫物资出口增速维持在较高水平。此外，11月份手机出口增速继续大幅下滑至-20%，对机电产品出口构成明显拖累，剔除手机、音视频设备后，机电产品和高技术产品出口仍然维持较强韧性，机械设备、运输设备、集成电路等产品出口均保持高位。

图 6：手机出口增速大幅下行拖累机电、高新技术产品

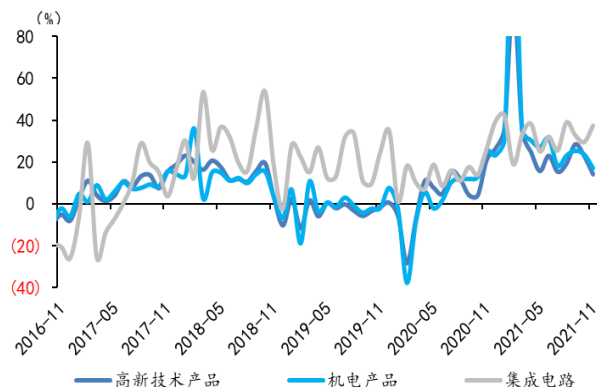
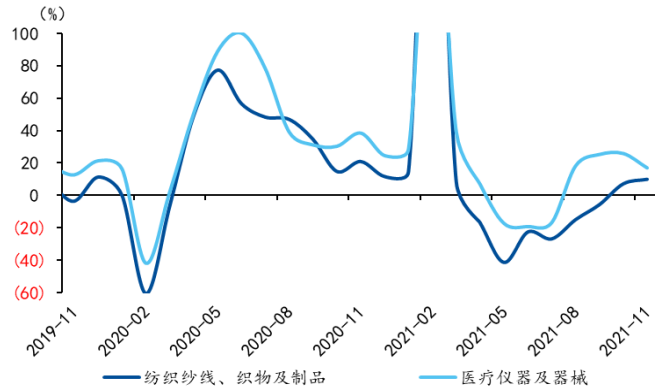


图 6：防疫物资出口增速保持稳定



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

往后看，我们认为出口动力的峰值虽然已过，但疫后中国出口的底层逻辑已经发生改变，2022年出口回落幅度及速度大概率将低于市场预期，出口全年仍有望维

持6%的增长,动能前高后低,从三季度开始下行压力加大,设备类产品是结构性亮点。一方面2022年全球经济依旧会在一定程度上延续复苏趋势,带动全球贸易总额保持正增长。另一方面,疫情期间中国出口份额提升的底层逻辑已经发生改变,提升的份额很大一部分来源于对全球新增出口的抢占,而非挤占了其他经济体的原有订单。同时在设备类、交通运输类等产品的支撑下,我们预计中国占全球的贸易份额将会继续保持强韧性,将使得中国出口下降幅度和速度低于大家的预期。此外,海运运费若出现明显下降,也将带动前期积压的低附加值商品的出口。同时Omicron的出现,加大了2022年海外疫情反复的风险,对新兴市场而言中国出口仍然可能出现替代。

2. 国内生产端边际修复带动进口超预期上行

进口方面,11月国内生产端边际修复带动进口超预期上行。11月进口增速31.7% (市场预期18.2%,前值20.6%),两年复合增速17.3% (前值12.4%)。

分产品来看,主要进口产品价格涨幅仍在延续,但受国内生产端边际修复影响,进口数量跌幅明显收窄,带动进口超预期上行。11月份原油和铜的价格涨幅维持高位,铁矿砂价格跌幅扩大,但进口数量方面,受国内生产端边际修复影响,铁矿砂、原油、铜、煤、集成电路等主要进口产品数量同比涨幅明显扩大或跌幅明显收窄。

分国家与地区来看,中国从主要经济体的进口增速均有所回升。其中从金砖、拉美和东南亚等资源型国家和美国进口增速回升最明显,一方面与新兴经济体疫情缓解有关,另一方面也与国内生产端边际修复有关。中国从欧盟进口增速由负转正,大体保持稳定。

图 12: 加工贸易进口增速下降,大宗贸易上升

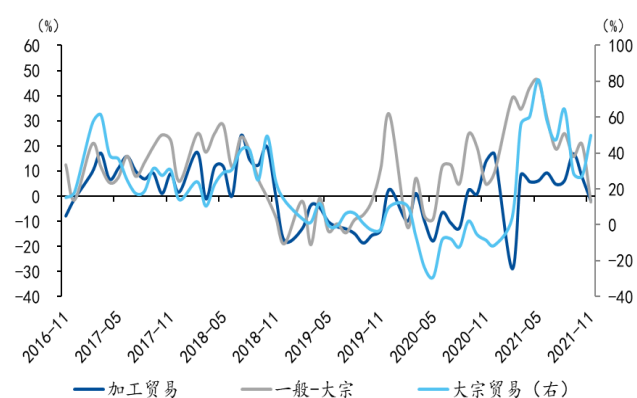
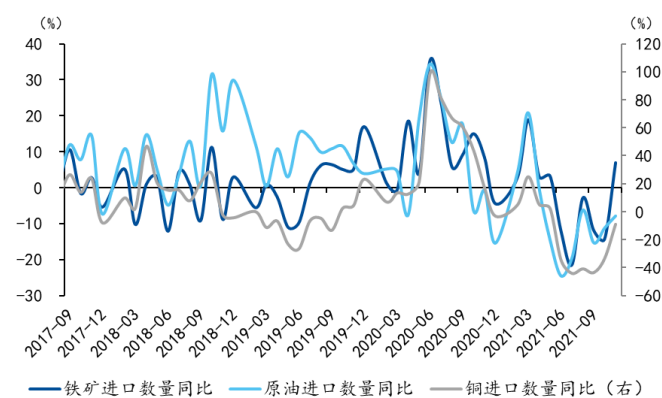


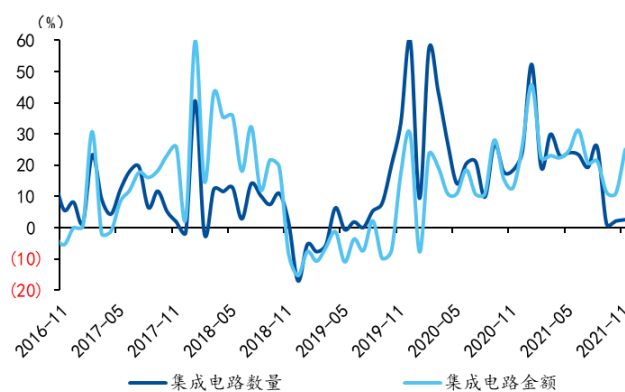
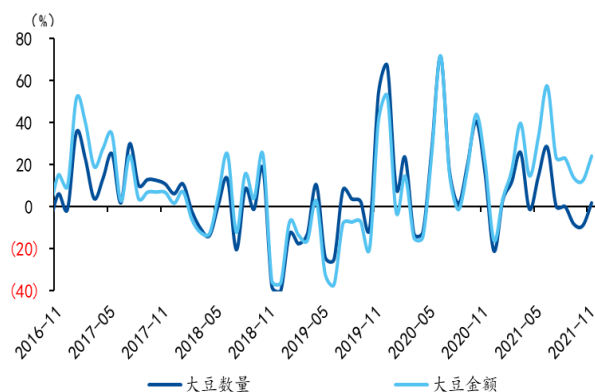
图 13: 铁矿石、原油、铜进口数量跌幅收窄或由负转正



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 14: 大豆进口金额和数量有所提升

图 15: 集成电路进口增速提升



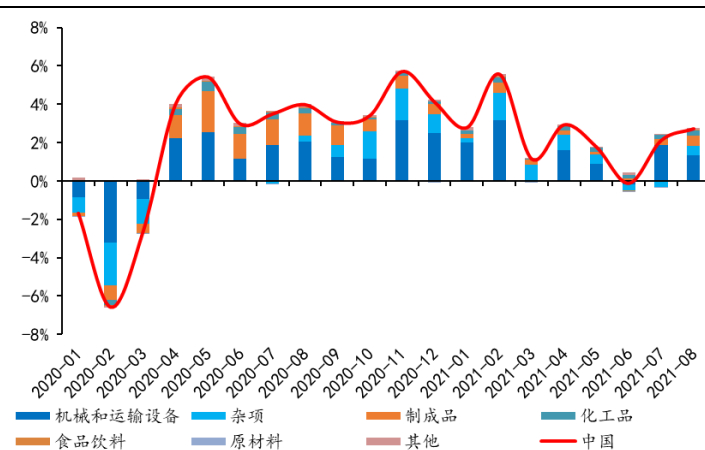
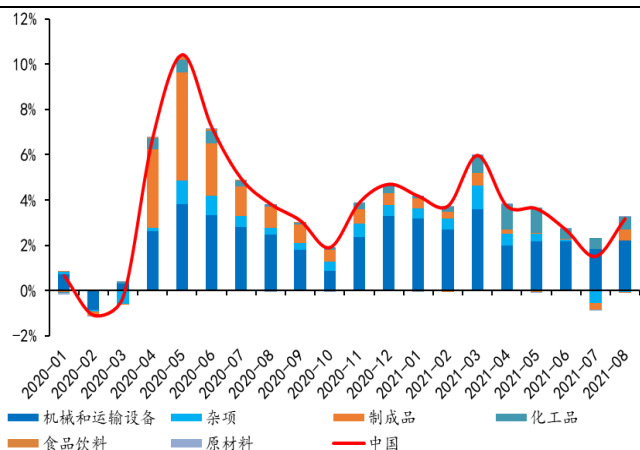
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3. 中国出口的结构性亮点在哪

疫情以来,设备类产品是支撑中国对美欧出口份额提升的主要产品。疫情后,由于海外生产受限,中国对美欧的出口份额均出现大幅提升,通过对产品的拆分,我们发现,设备类(电气设备、机械设备、交通运输设备等)和制成品共同支撑了疫情初期中国对美欧出口份额的提升,但在 2021 年海外主要经济体生产逐步恢复的背景下,前期制成品对份额的提升逐步下降,但设备类产品依旧保持非常强的韧性,是目前支撑中国对美欧出口份额提升的主要动能。我们认为设备类产品将继续成为中国出口的结构性亮点,是中国出口份额强韧性的主要支撑,一方面是由于设备类产品订单粘性较高,不易流失,另一方面是海外朱格拉周期将在疫后重启,美欧均存在较大的资本开支需求。

图 16: 机械和运输设备支撑中国对欧盟出口份额的提升

图 17: 机械和运输设备支撑中国对美国出口份额的提升

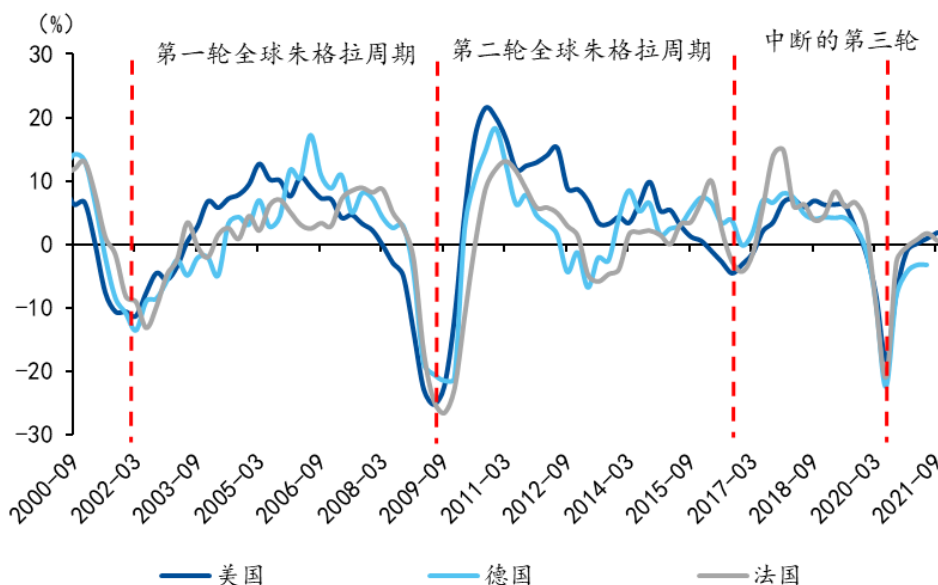


数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：数值为 2020 年和 2021 年对美欧的出口份额减去 2019 年对应月份的出口份额。

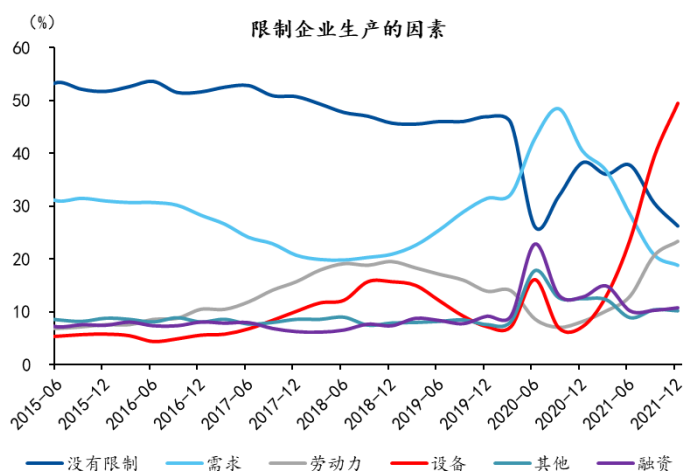
图 18: 被疫情打断的第三轮朱格拉周期, 将在疫后重启



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

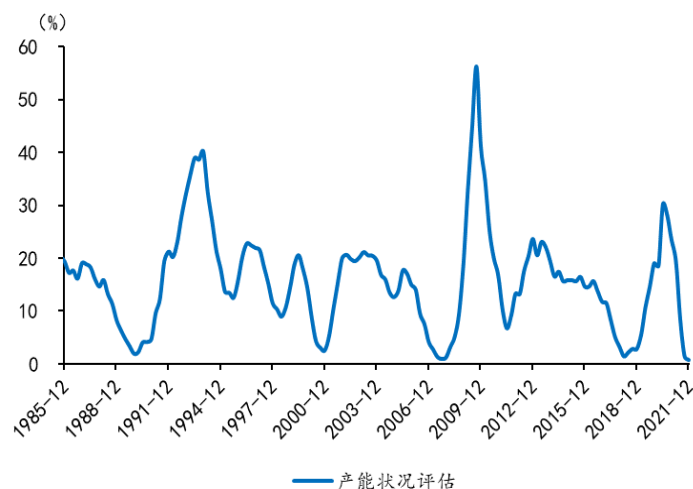
设备短缺和产能不足成为制约欧盟生产的主要因素,后续资本开支意愿强。根据欧盟委员会下属机构的调查,随着疫后复工复产的推进,设备短缺问题逐渐加重,并在2021年第三季度的调查中超过需求不足,首次成为限制生产的最主要因素,四季度设备短缺进一步加剧。同时该机构的另一项调查显示,认为产能充足的企业占比仅约0.8%,为历史最低水平。从产能利用率来看,设备类行业产能利用率较疫情前提升幅度最大,并且均保持高位。从企业盈利来看,欧盟企业盈利二季度同比增长17%,两年复合增速1.8%,并且仍处在复苏阶段,后续对资本开支存在支撑。此外,欧盟委员会预计2022年资本开支增速将保持7.7%的高增长,虽然较2021年有所下滑,但仍处于80%左右的历史分位水平。

图 19: 设备短缺成为限制欧盟企业生产的主要因素



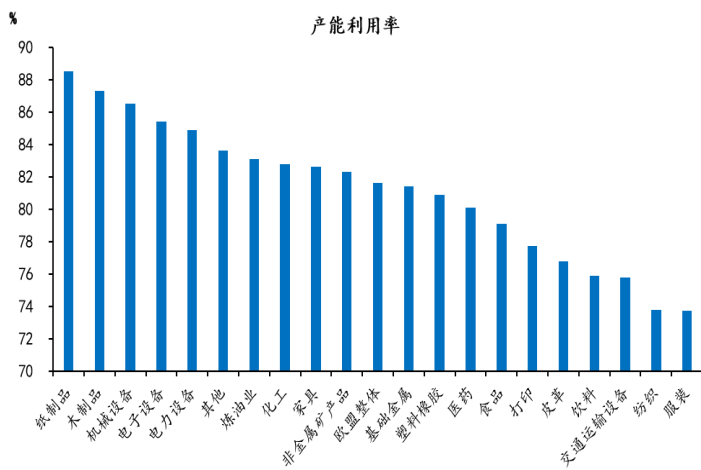
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 20: 认为产能充足的企业占比降至历史最低水平



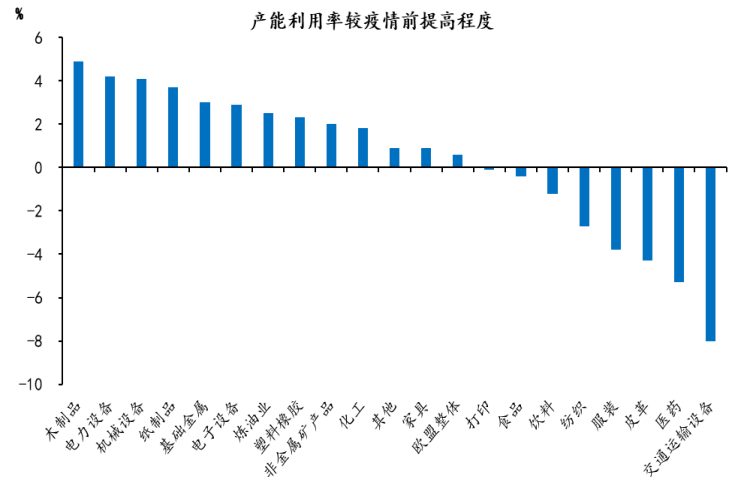
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 21: 欧盟设备类行业产能利用率远高于整体行业水平



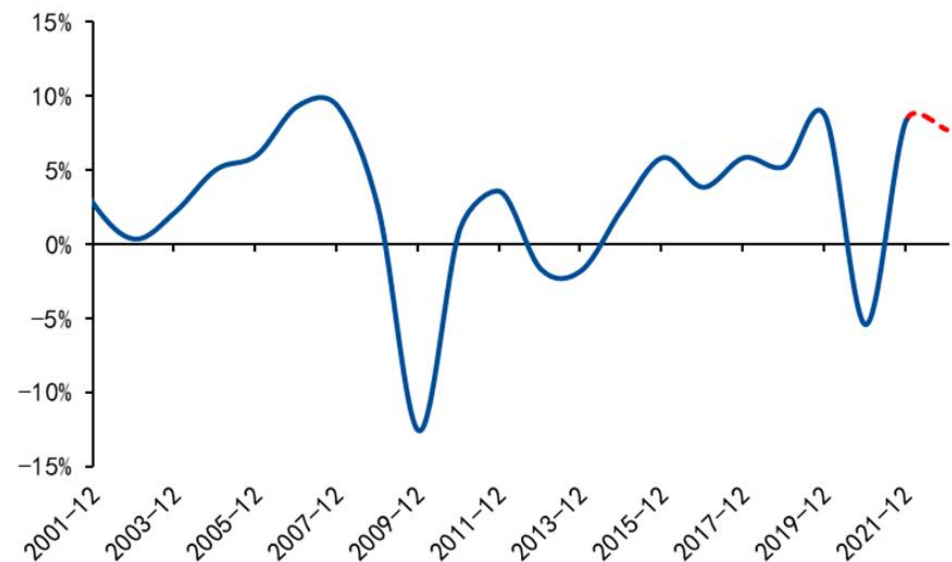
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 22: 欧盟设备类行业产能利用率在疫后提升幅度远高于整体行业水平



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 23: 欧盟委员会预计 2022 年资本开支增速将保持 7.7% 的高增长

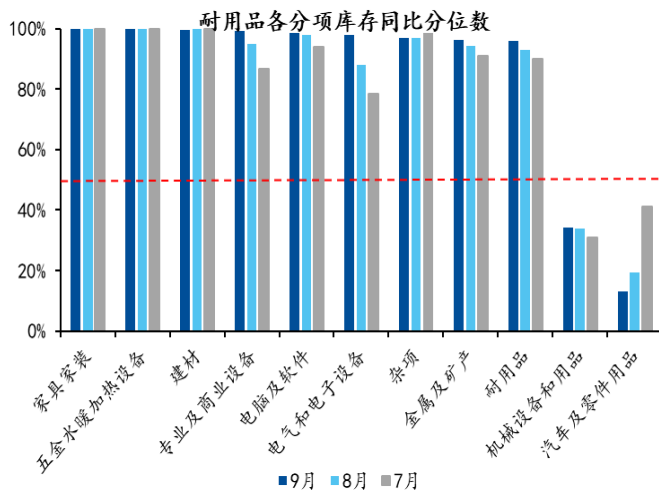


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

美国设备类补库存和资本开支对中国设备类出口构成支撑:

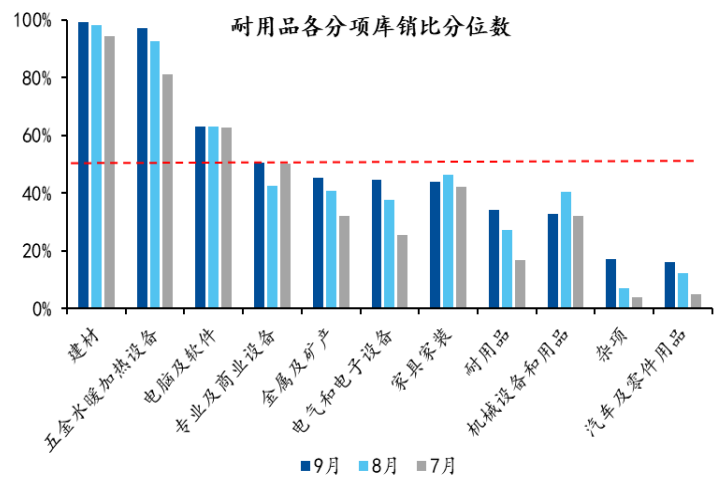
- **库存方面:** 截止 9 月份, 美国机械设备和汽车及零部件库存仍处补库的前中期, 补库进度滞后于其他行业, 同时设备类库销比还都不到 50% 的历史分位, 后续仍有较大补库空间。
- **资本开支方面:** 疫情以来, 美国企业在宽松的金融环境下, 积累了大量现金, 在需求不断恢复阶段, 企业融资增加的动机不断加强。根据纽约联储的调查, 美国未来资本开支的预期处于 98% 的历史分位, 资本开支意愿强烈, 也将对中国对美设备类出口构成支撑。此外, 美国通过的气候与基建法案也将边际利好中国对美的设备类出口, 如机械设备、电气设备等。

图 24: 美国机械设备和汽车及零部件库存同比仍处于低位, 补库仍处在前中期



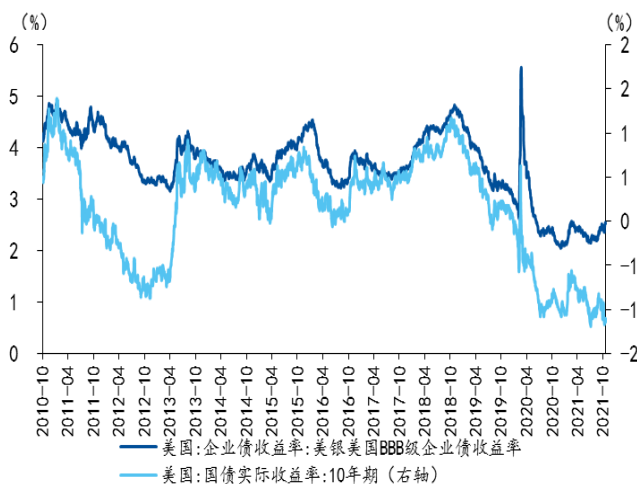
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 25: 美国设备类库销比还都不到 50%的历史分位



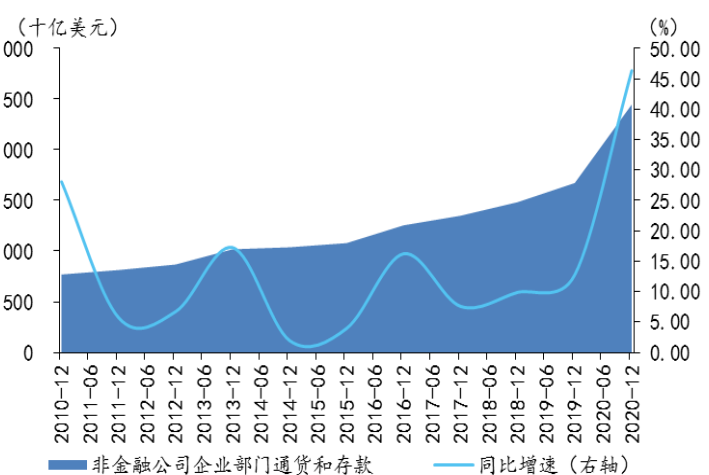
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 26: 疫情后金融条件改善, 企业融资利率下降



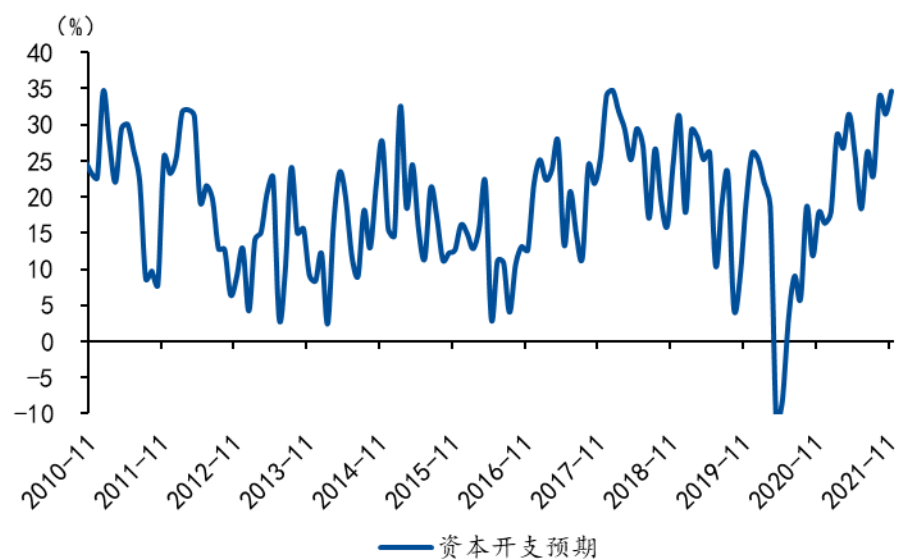
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 27: 宽松的金融条件下企业积累了大量现金



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 28：纽约联储调查的企业资本开支预期处于 98% 的历史分位



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

4. 风险提示

全球疫情发生反复；全球经济复苏不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		