



2022.02.21

进出口贸易分析手册

——宏观分析手册之十五

报告作者



董琦(分析师)



021-38674711



dongqi020832@gtjas.com

证书编号 S0880520110001

相关报告

金融数据分析手册	2022.02.21
美国 GDP 分析手册	2022.02.21
美国私人投资分析手册	2022.02.21
CPI 分析手册	2022.02.21
PPI 分析手册	2022.02.21

本报告导读:

外需是拉动中国经济增长的三驾马车之一，外需的变动不仅会直接影响经济增长，还会对投资、利润等数据产生明显影响。本手册将重点介绍出口相关指标的含义、分析、微观基础和预测。

摘要:

- 海关进出口统计数据分为快讯、月报、在线查询数据、年鉴四类数据，市场最为关注的是每月中上旬公布的快讯数据，因为该指标时效性最强，同时还包含各类产品信息，方便分析进出口的趋势和结构变化。
- 出口与 GDP、制造业投资和工业企业利润高度相关：
 - ✓ 虽然净出口占比较小，但出口占 GDP 的 18%，同时与消费和投资相比，净出口波动更大，能够对 GDP 产生较为显著的影响；
 - ✓ 出口领先制造业投资约 2 到 3 个季度，28 个主要制造业行业中，有 13 个行业外需占比超过 10%，其中 5 个占比超过 20%；
 - ✓ 制造业企业利润增速与出口增速具有较强的同步性，其中中游制造业的相关性最明显，与中游制造业外需占比较高有关。
- 出口分为人民币计价和美元计价两种方式，汇率波动是造成两种计价同比数据差异的主要原因，但市场关注更多的是以美元计价的进出口数据。以美元计价的进出口增速，可以拆分为“量的变动+价的变动+汇率变动”，并分析出口对 GDP 的实际拉动作用的强弱。以 2021 年下半年为例，出口保持高增速，但其中约一半都由价格因素贡献，出口在保持强韧性的同时，对实际经济增长的拉动作用已经下降。
- 进出口的结构分析：
 - ✓ HS 与 SITC 编码分类：为国际通行的贸易商品编码制度，优点在于可以进行国际比较，但缺点在于时效性不强。
 - ✓ 重点商品分类：优点在于更加直观，时效性更强，但部分商品之间存在交叉重合，也不能进行国际比较。
 - ✓ 贸易对象：美国、欧盟、东盟是中国前 3 大出口目的地，约占中国出口的一半，这些经济体的需求直接决定了中国外需景气度。
 - ✓ 贸易方式：一共有 17 种贸易方式，其中最主要是一般贸易和加工贸易，适合长周期分析，但短期分析的信息量十分有限。
- 出口的预测：短期看高频与领先，长期看海外经济走势：
 - ✓ 短期预测主要是通过高频和领先指标还原出口走势，包括：PMI 新出口订单、CCFI 价格指数、韩国越南出口、舱位利用率等。
 - ✓ 长期预测主要看海外经济走势，利用各主要经济体 GDP 增速与其从中国进口的相关性，对中国出口进行预测。
- 出口的行业影响体现在何处：
 - ✓ 从上市公司营收来看，电子、家用电器、纺织服装等行业海外营收占比较高，航运业也与出口直接相关，受出口景气度的影响较大。
 - ✓ 从工业行业来看，中游设备制造业外需占比较高，其营收、利润和投资受外需变动影响较大。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1.	进出口的介绍.....	4
1.1.	统计范围：什么是进出口	4
1.2.	统计资料来源及统计流程	5
1.3.	统计数据的发布	6
2.	进出口的总量分析	6
2.1.	进出口与 GDP 的关联.....	6
2.2.	出口与制造业投资的关联.....	8
2.3.	出口与工业企业利润的关联.....	9
2.4.	计价方式	10
2.5.	季节性特征	11
2.6.	对外贸易指数：价值、价格、数量	14
3.	进出口的结构分析	18
3.1.	HS 与 SITC 编码分类	18
3.2.	进出口重点商品分类	21
3.3.	贸易方式	22
3.4.	贸易对象	25
3.5.	中国作为制造业大国所形成的进出口结构特征仍将长期延续	29
4.	出口的预测	30
4.1.	出口的短期预测	30
4.2.	出口的长期预测	32
4.2.1.	世界整体出口金额与中国所占份额	33
4.2.2.	主要经济体 GDP 增速与中国出口的相关性.....	34
5.	其他进出口数据	35

5.1.	外管局公布的国际货物与服务贸易数据	35
5.2.	外管局公布的国际收支平衡表	37
5.3.	统计局公布的 GDP 项下的进出口及其预测	38
5.4.	出口交货值	39
6.	进出口的微观数据与行业影响	40
6.1.	进出口的微观数据	41
6.1.1.	进出口企业的结售汇行为与人民币汇率波动密切相关	41
6.1.2.	中国对美欧出口增速与其消费增速高度相关	42
6.1.3.	国内周期行业景气度与进口密切相关	43
6.2.	进出口的高频数据	43
6.3.	进出口的行业数据	45
6.4.	其他微观数据	48

1. 进出口的介绍

进出口数据有很多，本文不做特殊说明的情况下，进出口数据指的是海关总署每月发布的进出口货物贸易统计。值得注意的是该数据进出口的统计口径仅包括货物贸易，而不包括服务贸易。

1.1. 统计范围：什么是进出口

根据海关总署发布的《海关统计月报编制说明（2021 年）》，“海关统计包括实际进出中华人民共和国关境并改变我国境内物质资源存量的货物”。根据该编制说明和海关统计的一般原则，进出口的判定必须同时满足两个条件：

- **“进出关境”**：货物贸易需要实际进出关境才能被统计在内，中国海关总署统计的进出口关境指的是除了港澳台以外的所有领土（注意，进出口统计口径中并不包括港澳台地区）；
- **“改变境内物质资源存量”**：货物在跨境后还必须要在实际上改变境内的物质资源存量，例如过境货物、转运货物虽然实现了跨境，但最终还会运往境外，并不会实质上改变境内的物质资源存量，所以不会被海关统计入进口。

具体而言，海关特殊监管区域、保税监管场所或经济特区进出境的货物、加工贸易进出口的货物、租赁期一年及以上的租赁贸易货物、外商投资企业进出口的货物、国际间无偿援助的物资以及捐赠品等均列入海关统计。**海关统计不包括**暂时进出口货物、租赁期一年以下的租赁进出境货物、进出境旅客的自用物品（汽车除外）、进出境运输工具在境外添装的燃料、物料和食品以及经过中国领土的直接过境货物等。

图 1：不列入进出口货物贸易统计的货物

序号	不列入进出口货物贸易统计的货物
1	过境货物、转运货物和通运货物
2	暂时进出口货物
3	用于国际收支手段的流通中的货币以及货币用黄金
4	租赁期在1年以下的租赁货物
5	由于货物残损、短少、品质不良或者规格不符而由该进出口货物的承运人、发货人或者保险公司免费补偿或者更换的同类货物
6	退运货物
7	中国籍船舶在公海捕获的水产品
8	中国籍船舶或者飞机在境内添装的燃料、物料、食品
9	中国籍或者外国籍的运输工具在境外添装的燃料、物料、食品以及放弃的废旧物料等
10	无商业价值的货样或者广告品
11	海关特殊监管区域之间、保税监管场所之间以及海关特殊监管区域和保税监管场所之间转移的货物
12	检测、修理物品
13	打捞物品
14	进出境旅客的自用物品（汽车除外）
15	我国驻外国和外国驻我国使领馆进出境的公务物品以及使领馆人员的自用物品
16	其他以有形实物方式进出境的服务贸易项下货物
17	其它不列入海关统计的货物

数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

1.2. 统计资料来源及统计流程

海关总署的进出口货物贸易统计原始资料包括报关单、备案清单、申报清单等，其中报关单是最主要的统计资料来源。进出口货物在通过海关时，收发货人需要填写报关单，包括货物的各种基本信息，如货物产地、目的地、总价、数量等。进口货物按海关放行的日期进行统计；出口货物按海关结关的日期进行统计。海关再根据这些原始资料进行清洗筛选，最后直接汇总成各类进出口数据。

图 2：进出口货物贸易统计原始资料

序号	进出口货物贸易统计原始资料
1	《中华人民共和国海关进（出）口货物报关单》
2	《中华人民共和国海关进（出）境货物备案清单》
3	《中华人民共和国海关跨境电子商务零售进（出）口商品申报清单》
4	《中华人民共和国海关进（出）境快件货物报关单》
5	边民互市进（出）境货物申报单证
6	其他经海关确认的与进出口货物相关的单证及资料
7	海关公布的其他统计调查表式
8	其他编制进出口货物贸易统计所需要的资料

数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

图 3：中国海关进口货物报关单（样本）

中华人民共和国海关进口货物报关单

预录入编号： 海关编号：

收发货人		进口口岸		进口日期		申报日期	
消费使用单位		运输方式		运输工具名称		提运单号	
申报单位		监管方式		征免性质		备案号	
贸易国（地区）		启运国（地区）		装货港		境内目的地	
许可证号		成交方式		运费		保费	
合同协议号		件数		包装种类		毛重（千克）	
集装箱号		随附单据				净重（千克）	
用途							
标记唛码及备注							
税费征收情况							

数据来源：海关总署。

1.3. 统计数据的发布

海关进出口统计数据分为快讯、月报、在线查询数据、年鉴四类数据，前三类按月发布，年鉴每年发布一次：

- “快讯”是海关统计月度初步汇总数据，一般在每月的7日至14日之间公布上个月的数据，市场对进出口数据的分析基本在快讯公布后就开始了。
- “月报”是以进一步修正差错后形成的月度正式数据为基础编制的系列报表，一般在每月的23日公布上个月的数据。
- “在线查询数据”是海关总署对社会公众开放查询的月度正式数据，可通过海关统计数据在线查询平台，系统提供商品编码（最详细可以达到HTS8位编码）、进出口收发货人注册地、贸易国别、贸易方式下任意组合的统计数据查询，可以根据具体需求，导出定制化的数据，但该数据只提供了2017年之后的数据，2017年以前的数据还不能查询。（在线查询系统网址：<http://43.248.49.97/>，建议使用谷歌浏览器）。
- “年鉴”指以上一年度的海关统计正式数据为基础编制的系列报表。年鉴公布后对上年度数据不再更正。

图 4：2020 年中国海关统计数据公布时间表

时间	快讯	月报	在线查询数据	年鉴	时间	快讯	月报	在线查询数据	年鉴
1月	14日 星期二	23日 星期四	31日 星期五		7月	14日 星期二	23日 星期四	25日 星期六	31日 星期五
2月	7日 星期五	23日 星期日	25日 星期二		8月	7日 星期五	23日 星期日	25日 星期二	
3月	7日 星期六	23日 星期一	25日 星期三		9月	7日 星期一	23日 星期三	25日 星期五	
4月	14日 星期二	23日 星期四	25日 星期六		10月	13日 星期二	23日 星期五	25日 星期日	
5月	7日 星期四	23日 星期六	25日 星期一		11月	7日 星期六	23日 星期一	25日 星期三	
6月	7日 星期日	23日 星期二	25日 星期四		12月	7日 星期一	23日 星期三	25日 星期五	

数据来源：海关总署。

2. 进出口的总量分析

2.1. 进出口与 GDP 的关联

根据支出法 GDP 的定义，外需体现为净出口，但从实际数据来看，海关统计的货物进出口与支出法 GDP 中的货物与服务进出口存在较大差异。一般来说海关统计的货物贸易顺差高于支出法 GDP 中的货物与服务贸易顺差，这主要是因为海关只统计货物贸易，而不统计服务贸易，但支出法 GDP 不仅包括了货物贸易，还包括了服务贸易，同时中国服务贸易一般处于逆差。本文后面还会详细分析这部分内容。

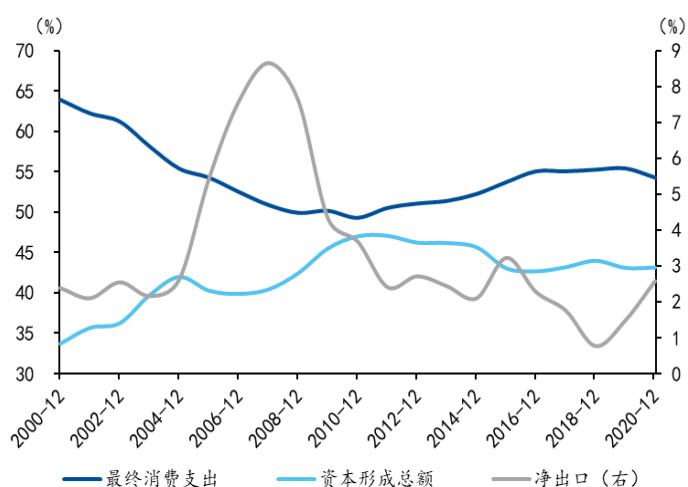
按支出法 GDP 口径，2008 年金融危机之后，净出口占 GDP 比例快速下降，由 2007 年 8.7% 的高位下降到 2019 年 1.5% 的低位，2020 年由于疫情导致的海外防疫物资

需求激增和供需错配,净出口占 GDP 比重回升至 2.6%。出口占 GDP 比重也在 2006 年达到 35%后快速下行,到 2020 年占 GDP 比重约为 18%。进口占 GDP 比重在 2006 年达到 29%的高峰后也快速下行,到 2020 年占 GDP 比重约为 15%。

净出口占 GDP 比重虽然较小,但依然能够对 GDP 产生重要影响:

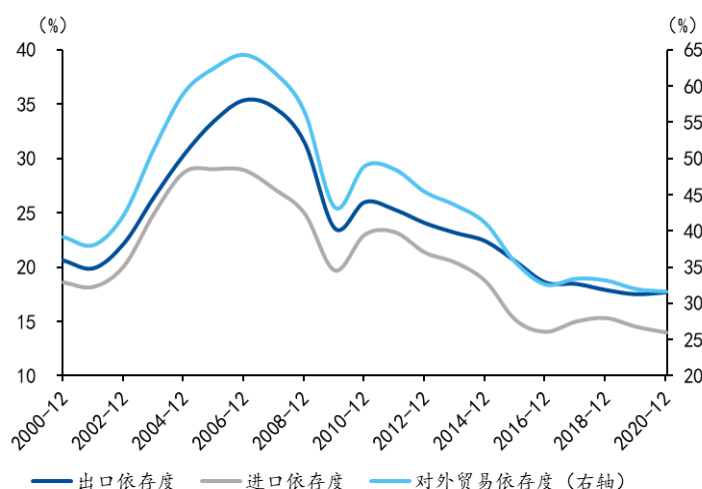
- 虽然净出口占比较小,但出口占 GDP 的 18%,外需的变动能够对 GDP 产生重要影响;
- 与消费和投资相比,净出口波动更大,能够对 GDP 产生较为显著的影响;
- 对 GDP 影响更大的制造业投资,与出口关联度较大,出口增速领先制造业投资增速约 3 个季度。

图 5: 金融危机后净出口占 GDP 比例快速下降



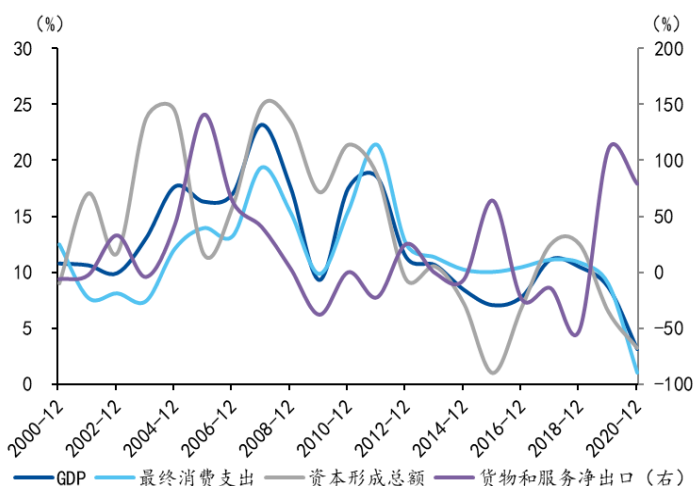
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 对外依存度在 2006 年达到峰值后出现趋势性回落



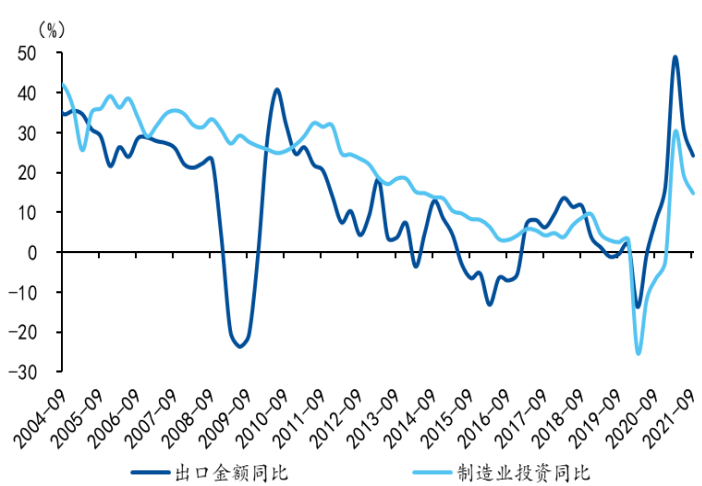
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 与消费和投资相比,净出口波动更大



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

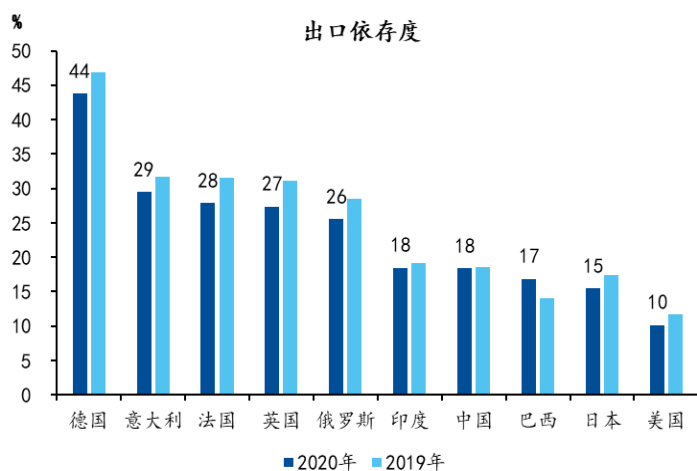
图 8: 出口领先制造业投资约 3 个季度



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

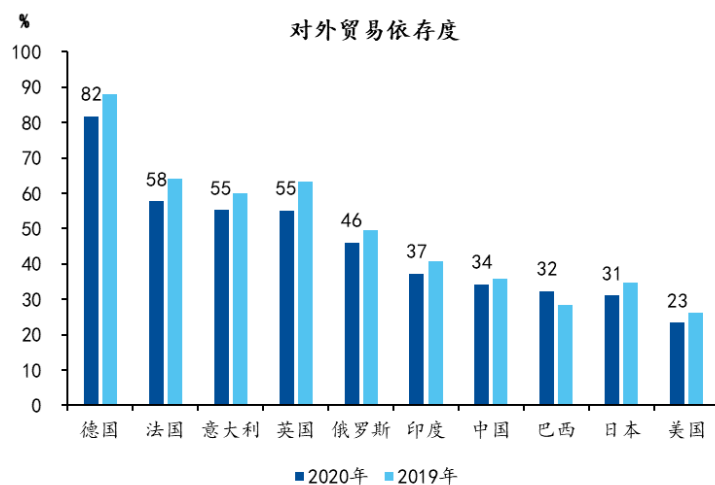
从对外依存度的横向比较来看,2020 年中国出口依存度(出口/GDP)约为 18%,对外贸易依存度(进出口/GDP)约为 34%,与其他主要经济体相比,处于中等偏低的水平,与我国金融危机之后经济增长动力由外需拉动转向内需拉动有关。

图 9：2020 年中国出口依存度约为 18%



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10：2020 年中国对外贸易依存度约为 34%

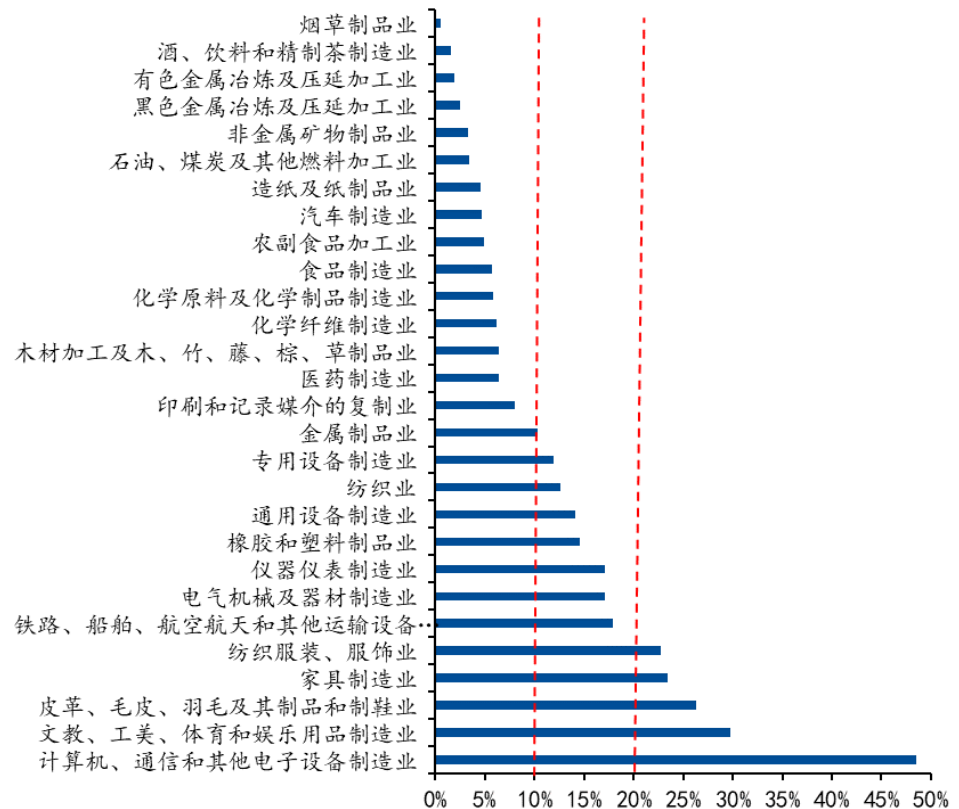


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 出口与制造业投资的关联

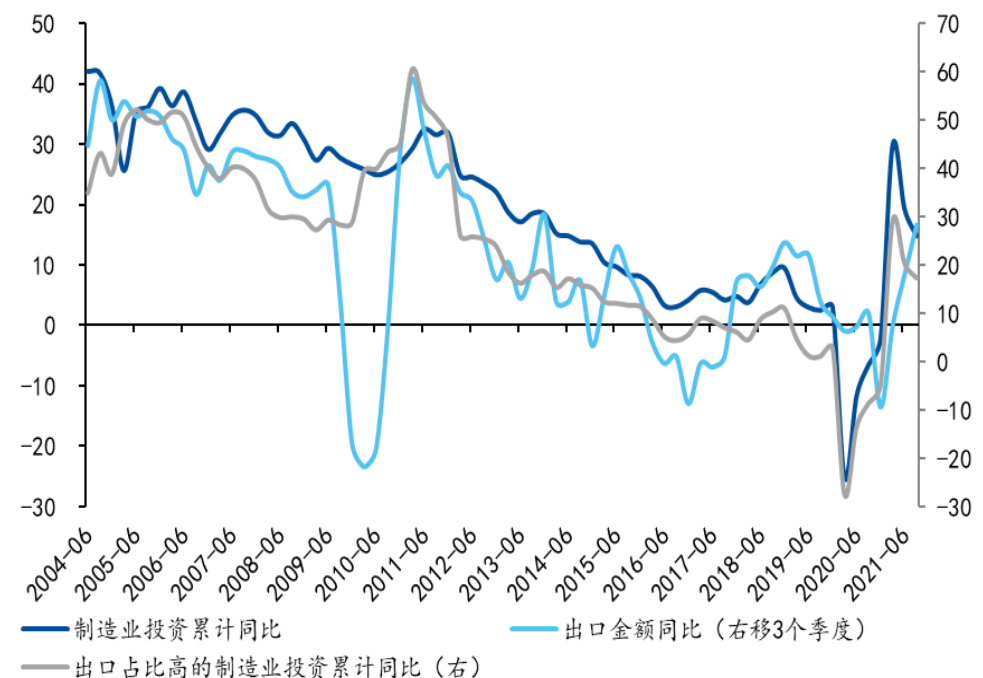
出口领先制造业投资约 2 到 3 个季度，部分制造业行业外需占比高。以 28 个制造业行业出口交货值与营业收入之比衡量其外需占比，以疫情前 2019 年数据为例，出口交货值占营业收入比重约为 11.8%，其中有 13 个行业外需占比超过 10%，有 5 个行业外需占比超过 20%，因此外需的变化能够对国内制造业投资产生显著影响。出口增速领先制造业投资约 2 到 3 个季度，并且对出口占比较高的制造业行业投资领先作用更明显。

图 11：13 个制造业行业外需占比超过 10%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 12：出口领先制造业投资约 2 到 3 个季度



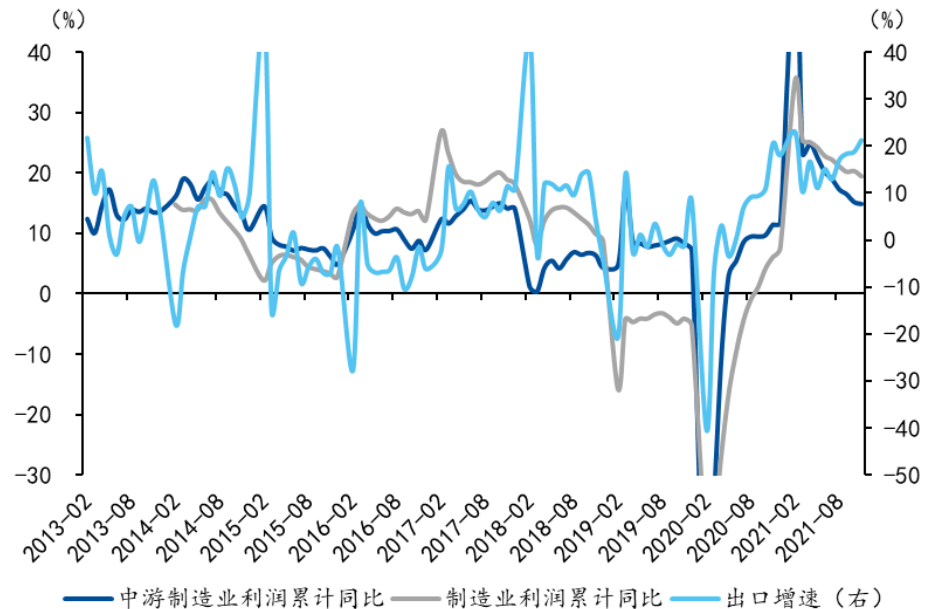
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

2.3. 出口与工业企业利润的关联

制造业工业企业利润增速与出口增速相关性较强，其中中游制造业与出口相关性

最明显。制造业工业企业利润增速短期波动受出口影响较大，相关系数约为 0.43，其中中游设备制造业与出口相关性更高，约为 0.46，主要是因为外需在中游设备制造业的营收占比更高，基本都在 10%以上，其中计算机、通信和其他电子设备制造业外需占比接近 50%。

图 13：中游设备制造业利润增速与出口增速相关性较强，相关系数约为 0.46



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，2021 年数据为两年平均增速

2.4. 计价方式

中国进口货物按到岸价格（CIF）统计，出口货物按离岸价格（FOB）统计。到岸价格包括货价、货物运抵中国关境内输入地点起卸前的包装费、运费、保险费和其他劳务费等费用。离岸价格不包括货物离开中国关境后的运费、保险费和其他费用。这种计价方式也是造成中国从其他国家的进口，并不完全等于其他国家对中国出口的重要原因之一。

在计价货币方面，从 2013 年以来，中国海关总署公布两种货币计价的进出口数据，一种是美元，一种是人民币。2013 年以前只公布美元计价的进出口数据，因为美元是全球贸易中更通用的计价货币，中国的进出口贸易也主要以美元计价，但在 2013 年之后，为了与国内其他经济数据更好的进行衔接，海关总署也开始公布人民币计价的进出口数据。

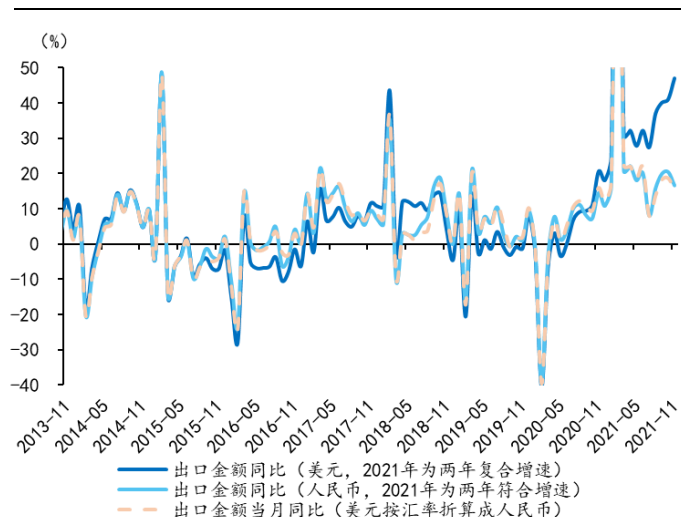
进出口货物的价格以其他外币计价的，则需要分别按照海关征税使用的央行折算价及外管局按月公布的各种外币对美元的折算率，折算成人民币值和美元值进行统计。其中，**海关征税适用的汇率为上一个月第三个星期三（该时点如逢法定节假日，则顺延采用第四个星期三）的央行公布的外币对人民币的基准汇率**，以基准汇率币种以外的外币计价的，采用同一时间央行公布的现汇买入价和现汇卖出价的中间值；各种外币对美元折算率采用外管局发布的《统计用各种外币对美元折算率表》。

汇率的波动造成人民币计价和以美元计价计算的同比数据并不完全一致，有时这种差异会非常明显，例如 2016 年 7 月以美元计价的出口降低了 6.5%，而以人民币计价的出口反而增加了 0.6%，这主要是由人民币大幅贬值造成的。若将美元计价的金额按汇率折算成人民币，计算后的同比数据与人民币计价的同比数据基本一致。

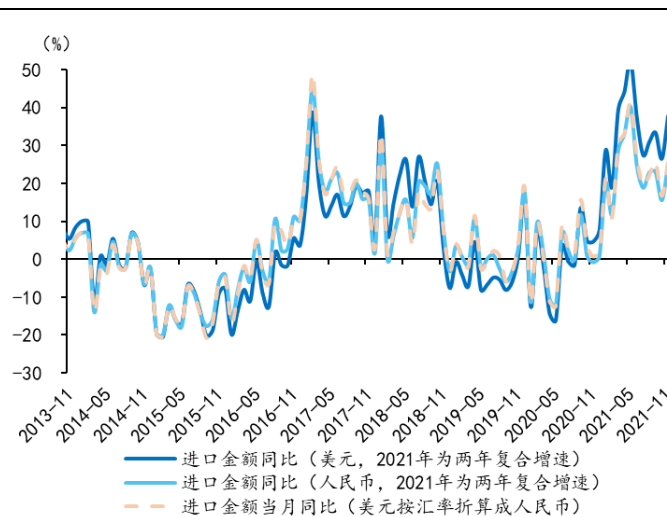
以美元计价的进出口数据具有更重要的参考价值，下文如果没有特别说明，均默认采用美元计价的进出口数据。因为美元仍是货物贸易的主要计价货币，目前多数进出口货物还是以美元申报为主，更加贴近原始数据，也更加准确客观。但两种计价方式很容易转换，用美元计价的进出口金额乘以上个月美元对人民币平均汇率（注意并非当月汇率，而是上个月汇率，因为海关征税适用的汇率一般为上一个月的汇率），然后计算出的同比数值，可以很好的拟合人民币计价的进出口同比。

图 14：汇率换算后的两种计价出口金额同比基本一致

图 15：汇率换算后的两种计价进口金额同比基本一致



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

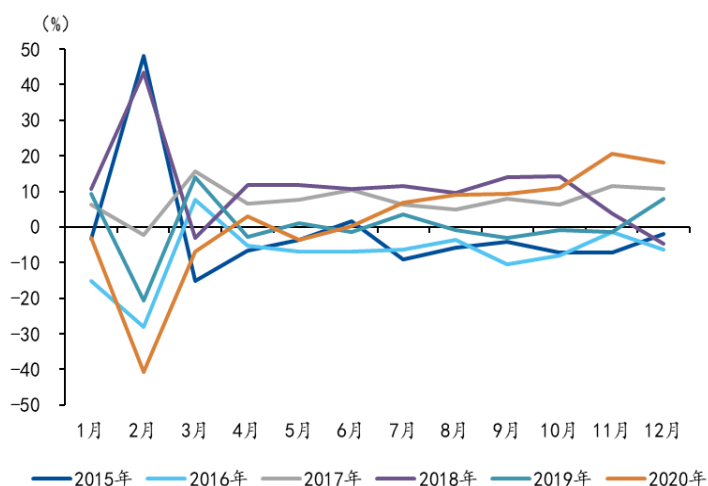


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

2.5. 季节性特征

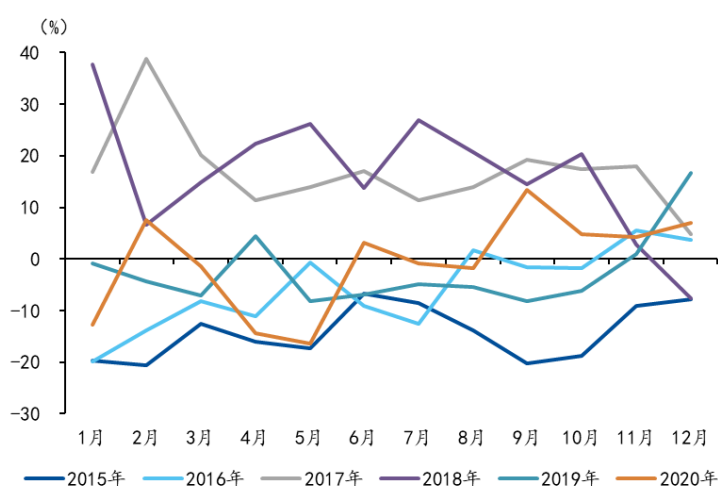
从同比数据来看，进出口数据除了年初的春节效应外，其余月份并没有明显的季节效应，且波动幅度一般较大。

图 16：出口金额除春节效应外，没有明显季节规律



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 17：进口金额除春节效应外，没有明显季节规律



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

出口具有明显的春节效应。一般而言，春节对出口会有两方面的影响，一方面是春节期间的休假会导致出口增速下降，另一方面春节前夕还会有抢出口效应，即赶在春节来临前加快出口节奏。由于春节并不固定在某一个月份，同时叠加上述两种相反力量的影响，使得一季度出口增速波动很大。从历史数据来看：

- 若春节落在 1 月份，则出口增速的高点一般在上一年 12 月，低点在今年 1 月份；
- 若春节落在 1 月底或 2 月上旬，则出口增速高点一般落在今年 1 月份（抢出口效应），低点则在 2 月份（休假效应）；
- 若春节落在 2 月中下旬，则出口增速高点在今年 2 月份，而 1 月份和 3 月份则出现低点。

图 18：出口增速受抢出口效应和休假效应双重影响

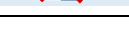
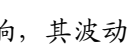
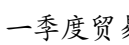
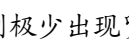
年份	春节时点	出口单月增速				一季度出口增速走势	走势规律
		去年12月	1月	2月	3月		
2004年	1月22日	50.7	19.8	39.5	42.9		高点在上一年12月，低点在今年1月
2012年	1月23日	13.3	-0.6	18.3	8.8		
2001年	1月24日	8.5	0.1	28.4	14.3		
2009年	1月26日	-2.9	-17.6	-25.8	-17.2		
2017年	1月28日	-6.3	6.4	-2.4	15.6		高点在今年1月，低点在今年2月
2006年	1月29日	18.2	28.1	22.2	28.3		
2014年	2月1日	4.2	10.5	-18.1	-6.6		
2003年	2月1日	30.2	37.3	27.8	34.7		
2011年	2月3日	17.9	37.6	2.4	35.8		高点在今年2月，低点在今年1月
2019年	2月5日	-4.6	9.3	-20.7	14.0		
2016年	2月7日	-1.9	-15.3	-28.0	7.5		
2008年	2月7日	21.6	26.8	6.3	30.4		
2013年	2月9日	14.0	25.0	21.8	10.0		高点在今年2月，低点在今年1月
2005年	2月9日	32.7	42.1	30.0	32.8		
2002年	2月12日	11.5	29.2	1.8	3.4		
2010年	2月14日	17.7	21.0	45.6	24.2		
2018年	2月16日	10.7	10.7	43.5	-3.0		高点在今年2月，低点在今年1月
2007年	2月18日	24.8	33.2	51.8	7.1		
2015年	2月19日	9.7	-3.5	48.1	-15.2		

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

进口也具有明显的春节效应。从历史数据来看：

- 若春节落在 1 月份，则进口低点出现在 1 月份；
- 但若春节落在 2 月上旬，进口的低点并没有明显规律；
- 若春节落在 2 月中下旬，则进口低点出现在 2 月份。

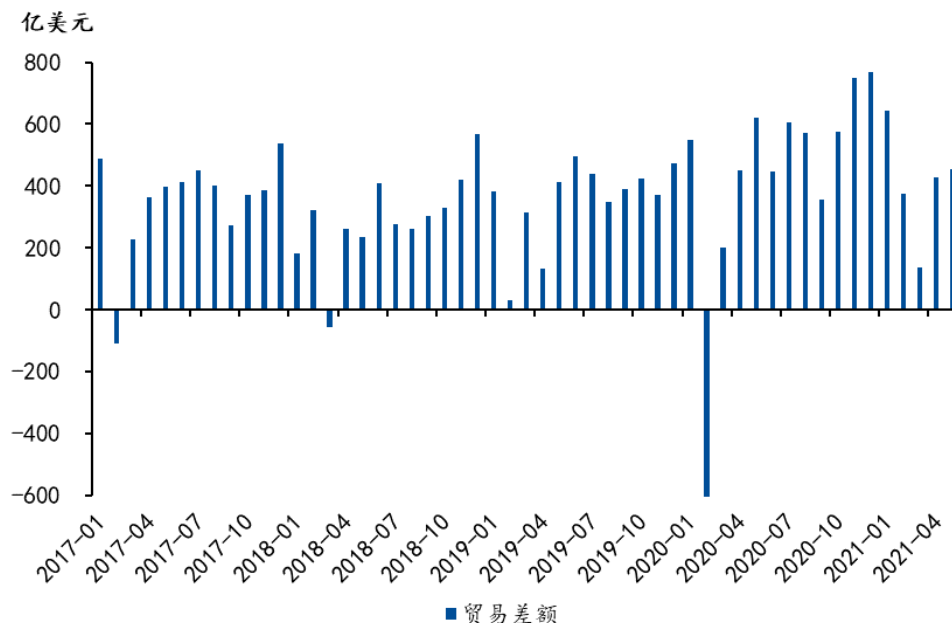
图 19：一般进口低点出现在春节所在月份

年份	春节时点	进口单月增速				一季度进口 增速走势	走势规律
		去年12月	1月	2月	3月		
2004年	1月22日	24.6	15.2	77.0	42.8		低点 在1 月份
2012年	1月23日	11.8	-15.2	40.0	5.3		
2001年	1月24日	22.9	1.9	35.8	16.5		
2009年	1月26日	-21.5	-43.1	-24.1	-25.1		
2017年	1月28日	3.7	16.9	38.7	20.2		
2006年	1月29日	22.2	25.4	29.5	21.1		
2014年	2月1日	8.3	9.9	9.8	-11.5		没有明显 规律
2003年	2月1日	28.4	63.4	49.4	45.1		
2011年	2月3日	25.9	51.7	20.0	27.5		
2019年	2月5日	-7.7	-0.8	-4.3	-7.1		
2016年	2月7日	-7.9	-19.9	-13.8	-8.1		
2008年	2月7日	25.5	27.7	35.6	25.0		
2013年	2月9日	6.3	29.6	-15.0	14.1		低点 在2 月份
2005年	2月9日	24.6	23.9	-5.0	18.6		
2002年	2月12日	4.6	21.9	-12.7	8.5		
2010年	2月14日	55.9	86.0	45.1	66.3		
2018年	2月16日	4.8	37.7	6.6	14.8		
2007年	2月18日	13.5	27.4	12.9	14.7		
2015年	2月19日	-2.5	-19.7	-20.6	-12.5		

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

贸易差额也具有明显的春节效应。贸易差额受基数小的影响，其波动一般较大，所以一般只看其水平值的大小。进出口受春节效应的影响，一季度贸易顺差总体规模较小，且绝大多数逆差都出现在一季度，而其他月份则极少出现贸易逆差。

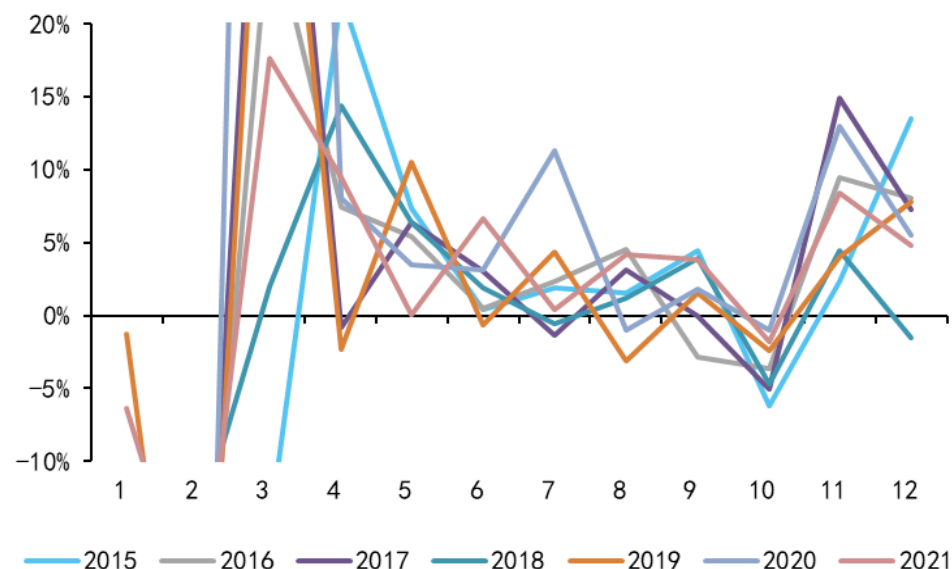
图 20：贸易差额具有明显的春节效应，绝大多数逆差都出现在一季度



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

从环比数据来看，中国出口环比增速具有明显的春节、国庆和圣诞节等季节性特征。年初的1月和2月由于海外圣诞节等节日消费旺季结束已经国内的春节效应，出口环比往往大幅下降，而3月份由于2月份的低基数，环比一般体现出高增长。10月份中国出口环比一般为负，主要由于国内国庆假期，生产在一定程度上放缓，出口收到一定程度影响。而11月和12月则是海外万圣节、圣诞节等节假日消费旺季，带动中国出口环比增速上行，其中由于运输时间、库存等原因，海外进口商一般会提前备货，造成11月环比增速一般比12月高。

图 21：中国出口环比增速具有明显的春节、国庆和圣诞节等季节性特征

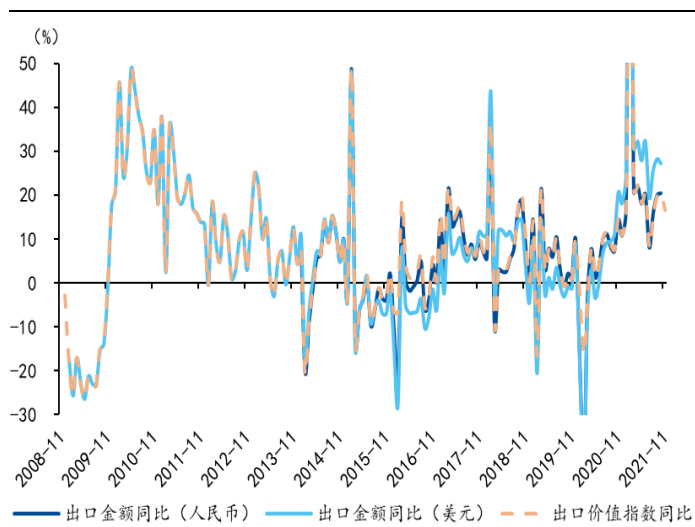


数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

2.6. 对外贸易指数：价值、价格、数量

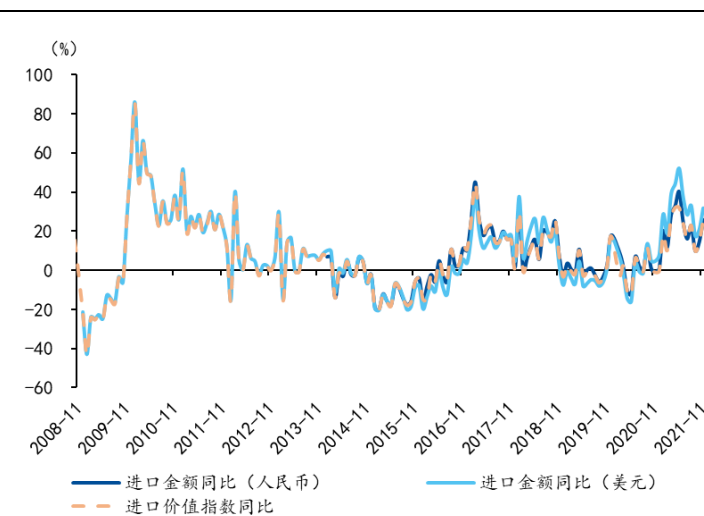
除了分析进出口金额变动外，我们还可以通过海关总署发布的“对外贸易指数”分析进出口的量价变动。对外贸易指数在1994年开始编制，而又在2003年启用新版对外贸易指数编制体系。对外贸易指数在2014年之前，数据是以美元计价作为标准的统计口径，2014年起改用人民币为标准的统计口径。对外贸易指数包括三类：价值指数、价格指数、数量指数。价值指数代表了进出口金额的增速，其数值变动与进出口金额变动基本一致（2014年以前与美元计价的进出口金额变动更一致，2014年之后与人民币计价的进出口金额变动更一致），价格指数代表了单位商品的价格，数量指数代表了进出口商品的数量。价值指数的变动等于数量指数变动+价格指数变动，所以可以将进出口金额的变动拆分为量和价两部分。若分析以美元计价的出口，还可以将出口金额进一步拆分为“量的变动+价的变动+汇率变动”。

图 22：出口价值指数变动与出口金额变动基本一致



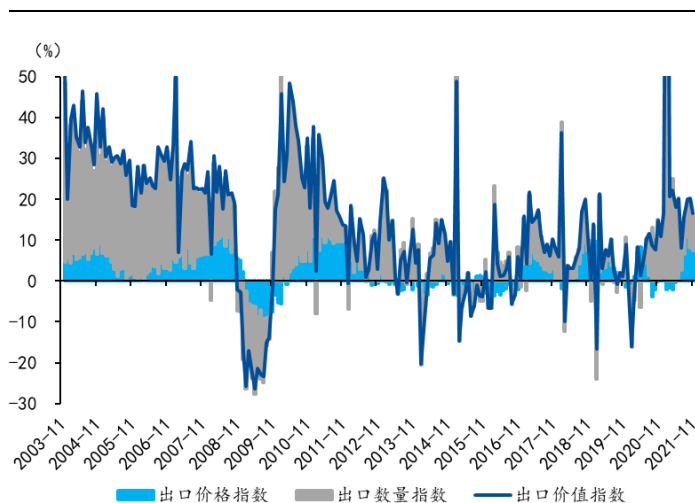
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 23：进口价值指数变动与进口金额变动基本一致



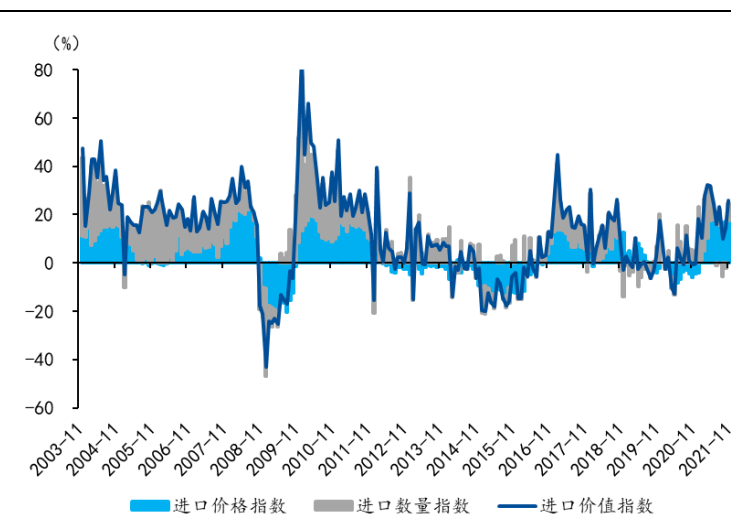
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 24：出口价值指数变动可拆分为价格变动和数量变动



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 25：进口价值指数变动可拆分为价格变动和数量变动



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

以2020年和2021年出口数据为例，2020年下半年以来数量是出口的最主要拉动力，但价格对出口的贡献度从2021年7月份开始提升，并在9月份提升至56%，

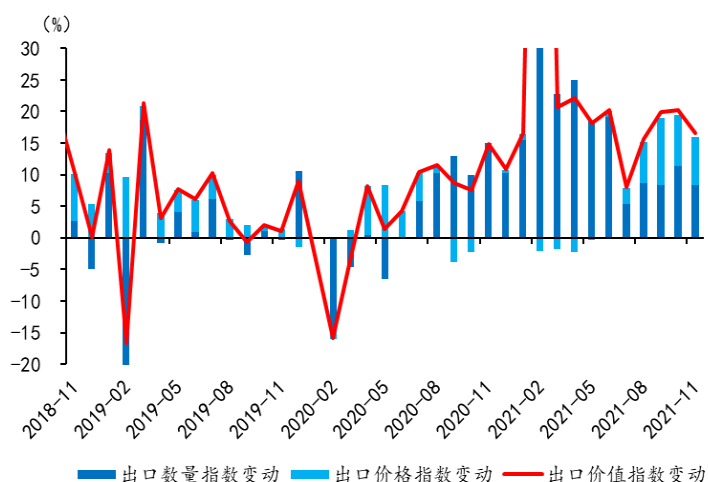
此后稳定在 50%左右。虽然数量对出口的贡献度占比下降，但我们认为这并不能说明中国出口动能出现了明显的衰退，因为在出口价格上涨的背景之下，8 至 10 月份中国占主要经济体出口份额均超过了 2020 年同期，侧面显示出中国出口韧性维持强劲。

出口价格上涨是出口企业对市场供需关系变动的正常反应，价格对出口贡献占比的上升、数量贡献占比的下降，并不能说明中国出口动能出现了明显衰退。具体到微观出口企业层面，其营收来自于两方面，一方面是出口数量的提升，一方面是出口价格的上涨，仅从数量贡献占比下降的角度，并不能说明中国出口动能出现明显衰退，因为价格的上涨也是出口企业营收的来源之一。我们认为出口价格上涨是企业对市场供需关系变动的正常反应：

- 从供给端来看，由于全球供应链短缺，全球商品价格都出现明显上涨，中国出口价格上涨也是在供应链短缺（国内主要为“双控”）、上游产品价格上涨的背景下进行的，与全球商品价格上涨的逻辑和趋势相同。
- 从需求端来看，在出口价格上涨的背景之下，8-10 月份中国占主要经济体出口份额依然超过了 2020 年同期，侧面反映出外需弹性较低（或中国产品价格在国际市场上依然具有较强竞争力），出口企业能够将上游产品价格上涨的压力传导出去，中国的出口依然维持较强韧性，出口价格上的上涨是对市场供需关系变动的正常反应。

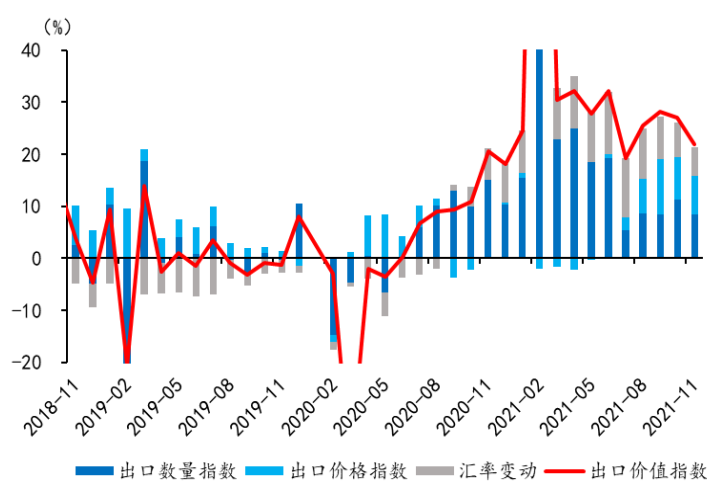
价格和汇率贡献度的上升，使得出口的强韧性对实际经济增长拉动已经下降。在价格和汇率的支撑下，虽然 7-11 月份以美元计价的出口增速基本维持在 20%以上的增速，但在剔除价格因素和汇率因素后，出口数量的增速已经降至 8%左右，较 2021 年上半年和 2020 年下半年已经出现明显下降，对实际经济增长的拉动已经下降。

图 26：价格对出口贡献度从 7 月份开始上升



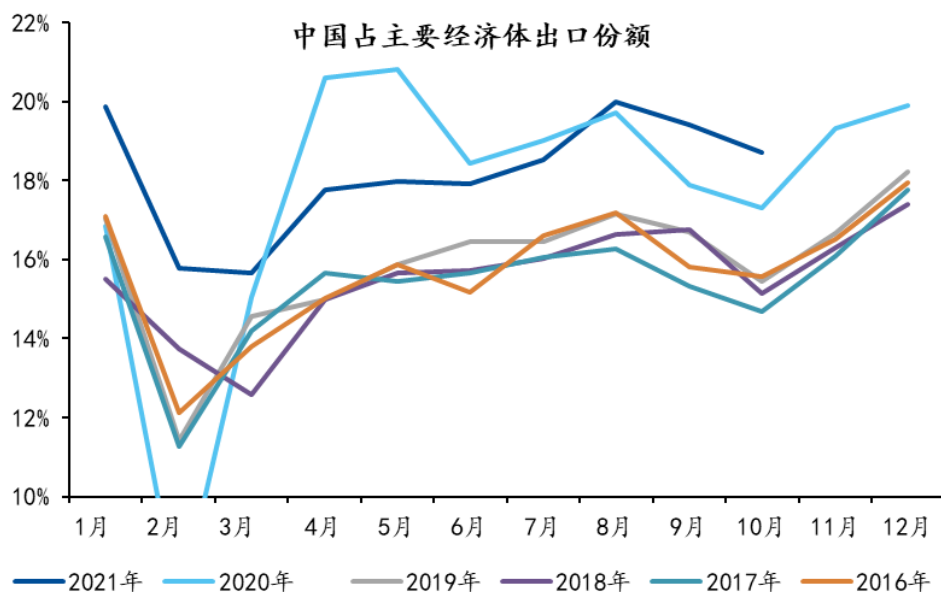
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 27：以美元计价的出口金额可以拆分为“量+价+汇率”



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 28: 8 至 10 月份中国占主要经济体出口份额均超过去年同期

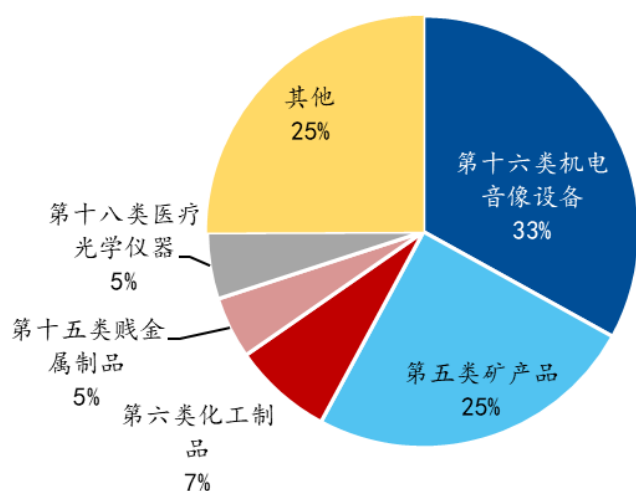


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 主要经济体包括中国、美国、欧盟、日本、韩国、印尼、泰国、马来西亚、菲律宾、越南、印度、俄罗斯、土耳其、南非、墨西哥、巴西、阿根廷等。

由于中国进口产品中原油、铁矿石等大宗商品占比较高,同时这些大宗商品的价格波动比较大,所以经常能够对进口价格指数产生重要影响,与进口价格指数有很高的相关性,并进而影响进口金额的波动。以疫情前的 2019 年数据为例,中国进口铁矿石占总进口比例约为 25%。

以 2021 年 6 至 11 月数据为例,中国进口总体呈现“价涨量跌”,以美元计价进口增速基本维持在 20%以上,但主要贡献来源于价格的上涨,进口数量甚至出现下跌。再例如 2015 年中国进口出现明显的“量涨价跌”,进口金额出现大幅下滑,主要是由于石油、铁矿石等国际大宗商品大幅下跌所致,而进口数量上并未出现明显的大幅缩减。

图 29: 疫情前 2019 年中国进口矿产品占总进口约 25% 图 30: 出口价值指数变动可拆分为价格变动和数量变动

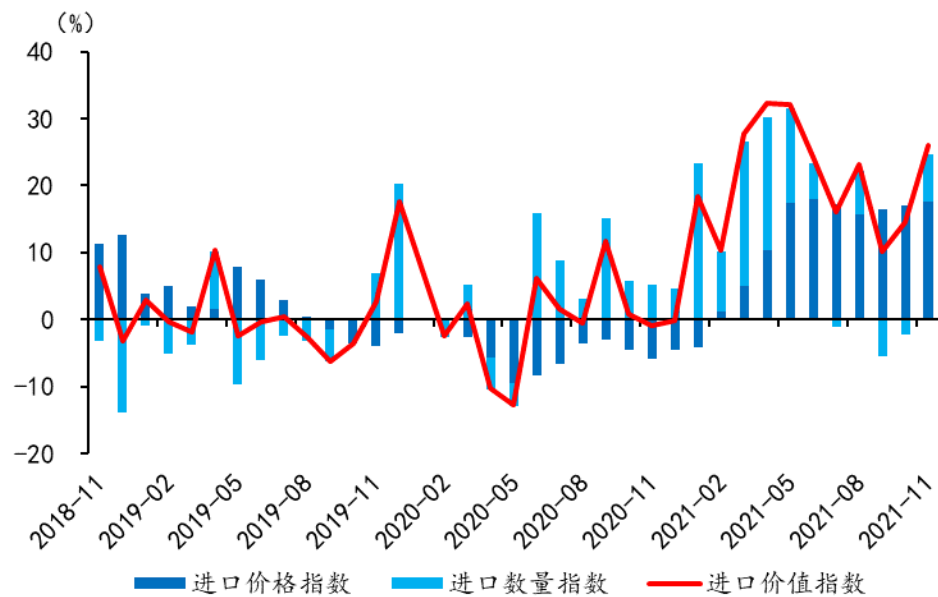


资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31：2021 年 6 月至 11 月，中国进口总体呈现“价涨量跌”



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

3. 进出口的结构分析

从海关总署公布的数据来看，进出口贸易的主要分类方法有：HS 编码分类、SITC 编码分类、主要进出口商品分类、贸易方式分类、贸易对象分类等。下面我们将对这些分类方法逐一进行介绍，深入探究进出口的结构及其变化趋势。

3.1. HS 与 SITC 编码分类

HS 编码由世界海关组织编制，是一种国际通行的贸易商品编码制度，也是中国海关对进出口货物进行分类的最重要的标准之一，海关总署的“海关统计数据在线查询平台”就是按照 HS 编码进行编制的。SITC 编码由联合国编制，可以与 HS 编码进行相互转换。HS 分类与 SITC 编码分类重合度较高，同时还是中国和世界其他经济体更为通行的分类标准，所以我们分析将会以 HS 编码为主。

使用 HS 或 SITC 编码分析中国进出口的优点在于可以进行国际比较，方便长视角下的分析研究，但缺点在于时效性不强，中国按 HS 和 SITC 编码分类的进出口数据，滞后于每个月 7 日至 14 日之间公布的包含“主要进出口商品”分类的快讯数据。

国际通行的 HS 编码共有 6 位，其中前两位是“章”，一共有 99 章。第 3-4 位是每一章后面的“目”，一共有 1228 目。第 5-6 位是每一目后面的“子目”，一共有 5393 个子目。在 HS6 位编码后面，不同国家还会根据本国进出口货物的实际情况继续增加后面几位数，来确定具体的商品。我国目前增设到了 10 位编码，其中前 8 位是最主要的编码。以 HS 编码为“8501510010”的“发电机”为例，其各个编码的含义如下：

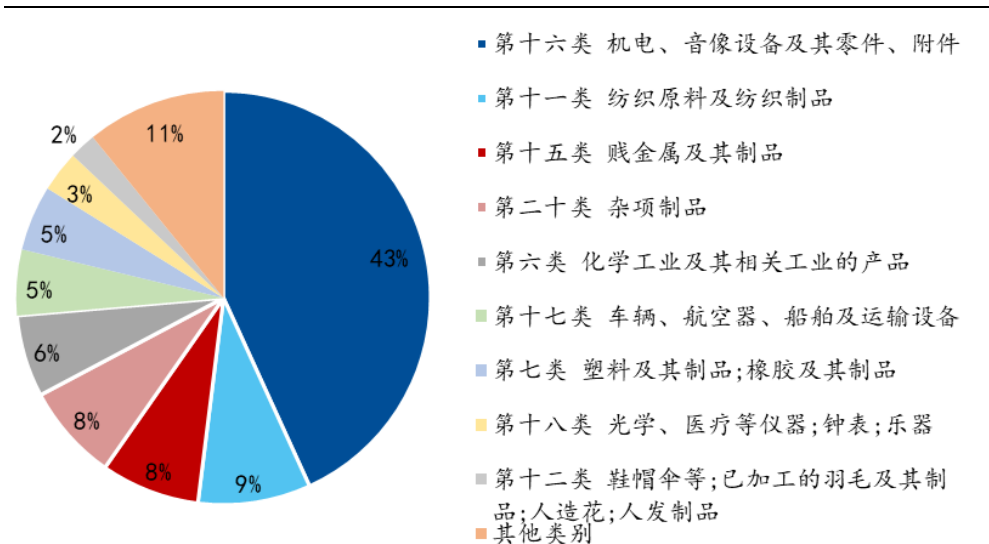
图 32：发电机的 10 位 HS 编码拆解

国际通行 HS 前 6 位编码						中国增设的后 4 位 HS 编码			
8	5	0	1	5	1	0	0	1	0
85 章 电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件						85015100 商品类 电动机及发电机（不包括发电机组）：其他多相交流电动机			
						8501510010 商品 电动机及发电机（不包括发电机组）：其他多相交流电动机：输出功率不超过 750 瓦			

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

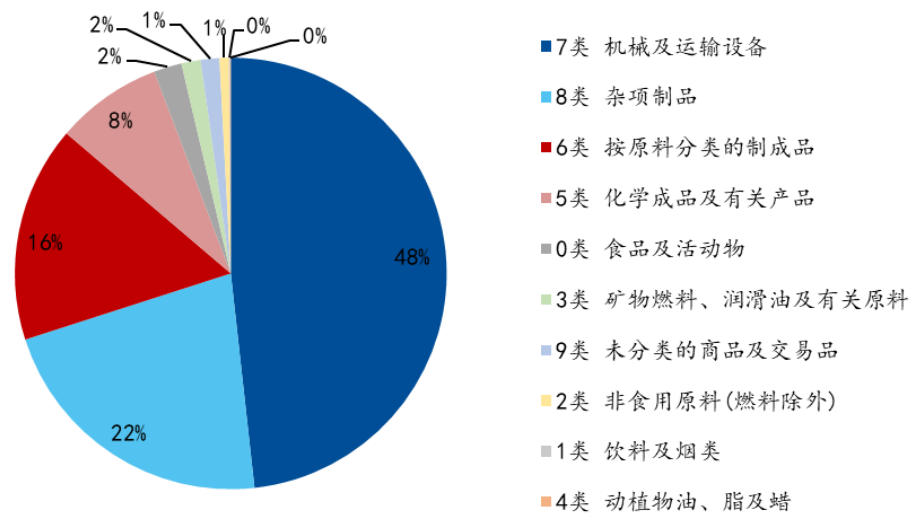
无论是进口还是出口，第十六类机电设备类产品都占据主导地位，以 2021 年上半年为例，机电设备类在出口中占比高达 43%，在进口中占比 33%，均远超其他类别产品。中国的出口以工业品为主，占比约为 96%，包括机电设备、贱金属、化工等重工业产品，也包括纺织服装等轻工业产品，初级产品占出口比例的约 4%。与出口相比，中国的进口除了工业品之外，还有矿产品、农产品等初级产品，初级产品占进口比重约为 32%。

图 33：按 HS 编码分类，2021 年上半年各类产品出口占比



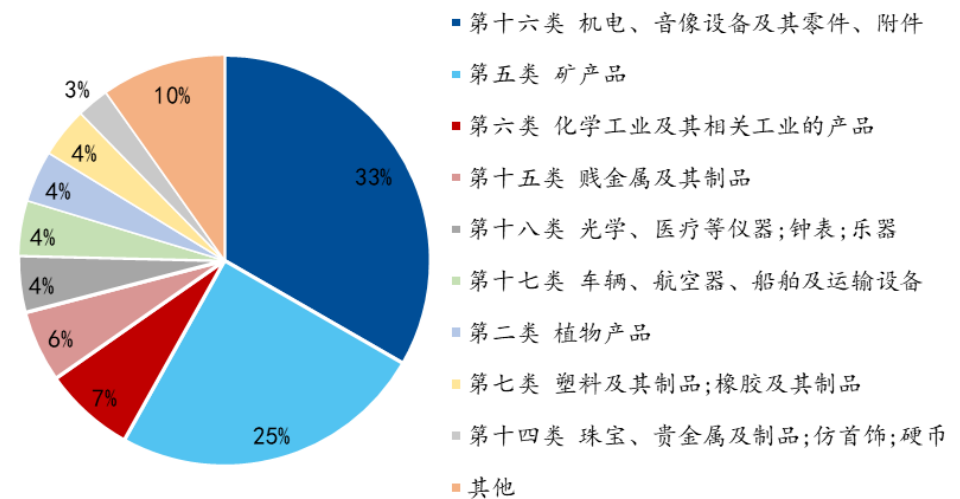
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 34：按 SITC 编码分类，2021 年上半年各类产品出口占比



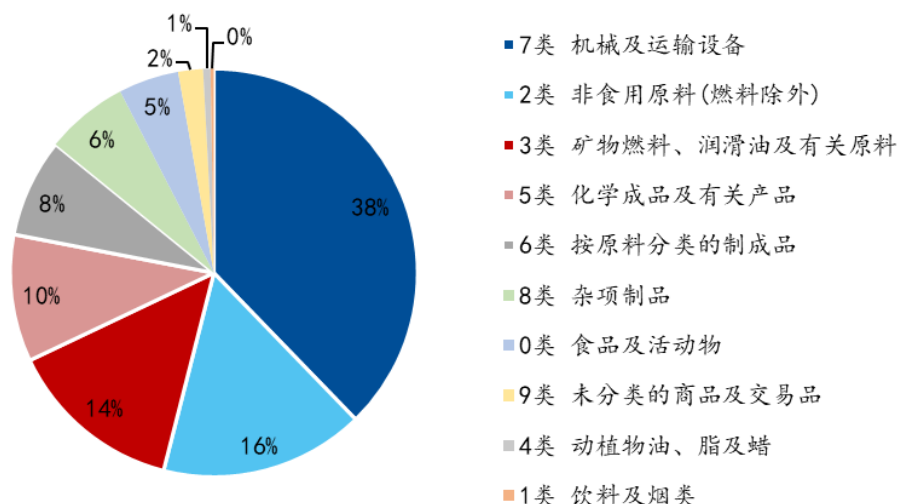
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 35：按 HS 编码分类，2021 年上半年各类产品进口占比



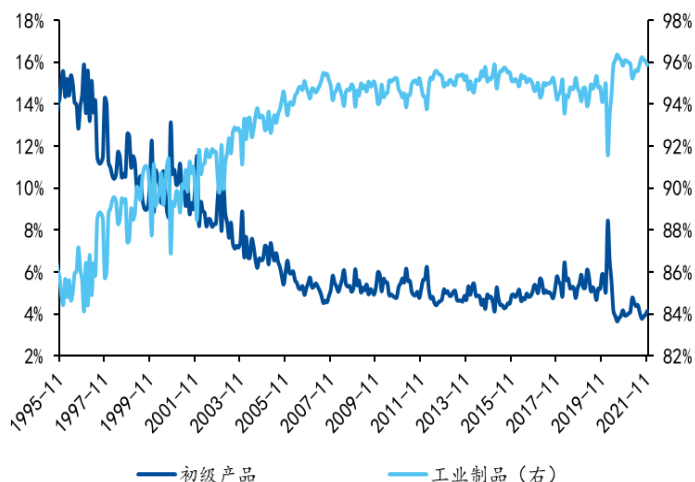
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 36：按 SITC 编码分类，2021 年上半年各类产品进口占比



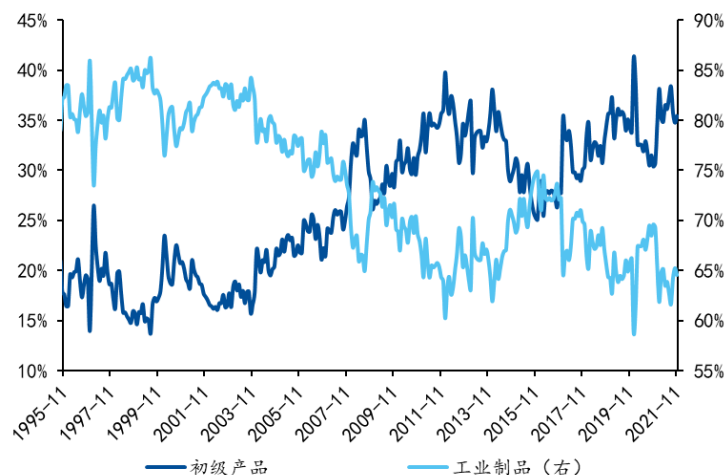
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 37：中国出口产品中初级产品及工业制品占比



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 38：中国进口产品中初级产品及工业制品占比



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

3.2. 进出口重点商品分类

除了上述按照 HS 和 SITC 编码分类之外，中国海关总署还公布“重点商品”分类，并且由于进出口的商品构成有较大差异（例如初级产品占进口比重为 32%，而仅占出口的 4%），所以海关披露的进出口重点商品种类并不完全一致，例如进口重点商品中有“天然气”，但出口重点商品中就没有。此外，海关总署每年也会根据进出口结构的变化和增长动能的实际情况，对重点商品的种类进行调整，例如 2019 年公布了 33 个重点出口商品，2020 年和 2021 年则调整成了 31 个，删去了“煤及褐煤”和“焦炭及半焦炭”。

与 HS 和 SITC 分类标准相比，“重点商品”更加直观，且随每个月的快讯一起公布，时间比按照 HS 和 SITC 分类更早，时效性更强，所以市场会更加关注“重点商品”分类，通过对“重点商品”的解读来分析进出口的结构性变化和主要动能。

同时“重点商品”也是 HS 编码分类产品的重新合并，例如农产品就包括了 1 至 24 章，还包括个别其他章的细分产品。此外，重点商品里的部分项目也有重合或包含关系，例如机电产品本身就是一项重点商品，但还包括了通用机械设备、手机、家用电器等其他重点商品。高新技术产品和机电产品也存在重合关系。

2021 年 31 个重点出口商品包括：

- ✓ 农产品：水产品、粮食；
- ✓ 消费品：家用电器、灯具照明装置及其零件、玩具、家具及其零件、陶瓷产品、鞋靴、服装及衣着附件、纺织品、箱包、手机、自动数据处理设备及其零部件（主要为电脑）、音视频设备及其零件、汽车及其零配件等；
- ✓ 资本品和中间品：成品油、稀土、中药材、肥料、塑料制品、钢铁、铝材、通用机械设备、集成电路、船舶、液晶显示板、医疗仪器等。

2021 年 33 个重点进口商品包括：

- ✓ 农产品：肉类、干鲜瓜果、粮食、大豆、食用植物油；
- ✓ 消费品：化妆洗护品、纺织品、自动数据处理设备及其零部件、汽车及其零配件；
- ✓ 资源品：铁矿砂、铜矿砂、煤、原油、天然气；
- ✓ 资本品和中间品：成品油、医药材、肥料、塑料制品、橡胶、木材、纸浆、钢材、铜材、机床、液晶显示板、医疗器械等。

在做短期分析时，一般会计算各个重点商品对总出口和总进口的拉动，来判断背后主导的经济逻辑，进而判断下一步出口动能的强弱变化。

3.3. 贸易方式

除了按照商品分类外，中国海关还会按照贸易方式进行分类，一共有 17 种贸易方式，其中出口有 12 种贸易方式，进口有 15 种（与出口有重合部分）。

上述 17 种贸易方式中，一般贸易和加工贸易（包括来料加工装配贸易、进料加工贸易）是最主要的贸易方式，2021 年上半年中国一般贸易占出口总额的约 61%，加工贸易占比约为 22%。改革开放初期，加工贸易在中国对外贸易中占据主导地位，在促进经济增长、带动周边产业发展、技术转移与扩散、增加就业、增加政府税收等方面发挥了重要作用。但在中国加入 WTO 之后，由于中国经济结构的持续优化、自主创新能力提升、产业转型升级、劳动力成本上升、相关优惠政策收紧等因素，加工贸易在中国对外贸易中的比重持续下降，而一般贸易占比持续上升，并占据主导地位。

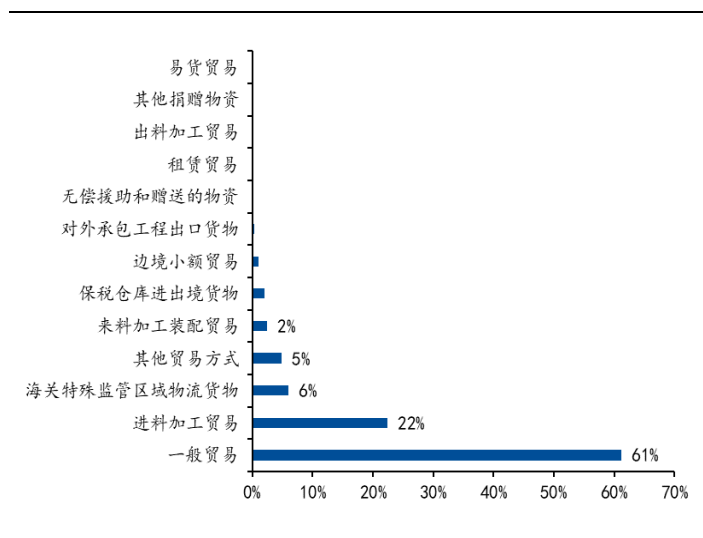
同时近几年随着中国各保税区、保税仓库、跨境电商等的快速发展，此前占比比较小的贸易方式，如“海关特殊监管区域物流货物”、“保税仓库进出境货物”、“其他贸易方式”等的占比也在快速提升，是后续中国对外贸易结构进一步优化的关注点。

一般而言，对贸易方式的分析更适用于长期，而并不适用于短期，因为对外贸易方式根源于经济体内部的自主创新能力、产业结构、劳动力成本、政策导向等长期因素，适合从长期视角分析贸易方式转变背后所蕴含的经济逻辑，但短期内这

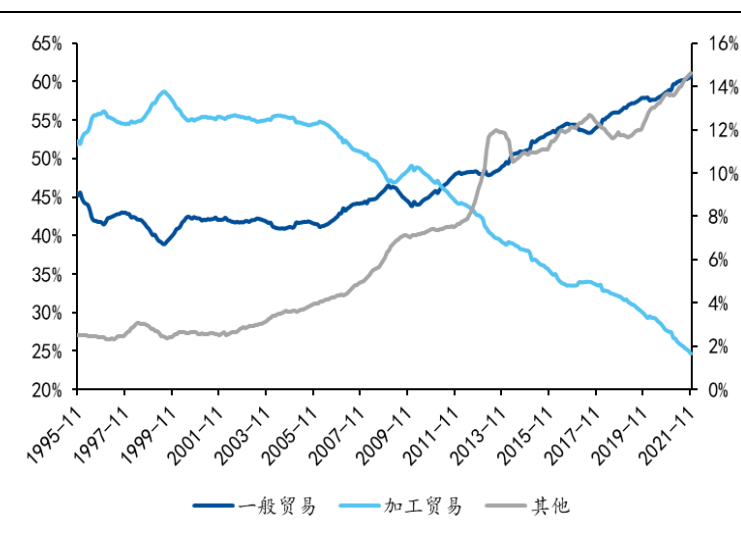
些因素和各类贸易方式占比的变动并不大，短期分析的信息量十分有限。

图 39：各类贸易方式占出口总额的比重

图 40：一般贸易在我国出口比重中稳步提升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

(1) 一般贸易：指有进出口经营权的企业**单边**进口或**单边**出口的贸易，其交易的货物是企业**单边**售定的正常贸易的进出口货物。例如一家有出口经营权的服装企业，将服装出售给海外消费者。

(2) 来料加工贸易：指由外商提供全部或部分原材料、辅料、零部件、元器件、配套件和包装物料，必要时提供设备，由中方按对方的要求进行加工装配，成品交对方销售，中方收取工缴费。包括海关特殊监管区域企业以来料加工贸易方式进口及出口的货物。例如国内某精密设备制造 A 企业，其生产所用的设备、原材料、元器件等都由国外 B 企业提供，生产完成后再将成品交给 B 企业，A 企业只赚钱加工生产的费用。

(3) 进料加工贸易：指中方用外汇购买进口的原料、材料、辅料、元器件、零部件、配套件和包装物料，加工成品或半成品后再外销出口的交易形式。包括海关特殊监管区域企业从境外进口的用于加工的料件以及加工后出口的成品。例如某国内精密设备制造 A 企业，其生产所用的设备、原材料、元器件等都由 A 企业自行在国际市场上采购，生产完成后再自行将产品在国际市场上出售。

(4) 国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资：指中国根据两国政府间的协议或临时决定，对外提供无偿援助、捐赠品或中国政府、组织基于友好关系向对方国家政府、组织赠送的物资，以及中国政府、组织接受国际组织、外国政府或组织无偿援助、捐赠或赠送的物资。

(5) 其他捐赠物资：指捐赠人（政府和国际组织除外）以扶贫、慈善、救灾为目的捐赠的直接用于扶贫、救灾、兴办公益福利事业的物资。

(6) 边境小额贸易：指中国沿陆地边界线经国家批准对外开放的边境县（旗）、边境城市辖区企业，通过国家指定的陆地边境口岸，与毗邻国家边境地区的企业或其他贸易机构之间进行的贸易活动，包括易货贸易、现汇贸易等各类形式，还

包括边境地区企业与毗邻国家边境地区开展承包工程和劳务合作项下出口的工程设备、物资和在境外获取运回境内的设备、物资。

(7) 加工贸易进口设备: 指加工贸易项下对方提供的机械设备, 包括以工缴费(或差价)偿还的作价或不作价设备。

(8) 对外承包工程出口货物: 指经国家商务主管部门批准有对外承包工程经营权的公司为承包国外建设工程项目和开展劳务合作等对外合作项目而出口的设备、物资, 不包括边境地区经国家商务主管部门批准有对外经济技术合作经营权的企业与中国毗邻国家开展承包工程和劳务合作项下出口的工程设备、物资。

(9) 租赁贸易: 指承办租赁业务的企业与外商签订国际租赁贸易合同, 租赁期为一年及以上的租赁进出口货物。

(10) 外商投资企业作为投资进口的设备、物品: 指外商投资企业以投资总额内的资金(包括中方投资)所进口的机器设备、零部件和其他物料(其他物料指建厂(场)以及安装、加固机器所需材料), 以及根据国家规定进口本企业自用合理数量的交通工具、生产用车辆和办公用品(设备)。

(11) 出境加工贸易: 指将中国关境内原辅料、零部件、元器件或半成品交由境外厂商按中方要求进行加工或装配, 成品复运进口, 中方支付工缴费的交易形式。也称“出料加工贸易”。

(12) 免税外汇商品: 指由经批准的收发货人进口、销售专供入境的中国出境人员, 华侨、外籍华人、港澳台同胞等探亲人员, 出境探亲的中国公民和驻华外交人员的免税外汇商品。

(13) 免税品: 指设在国际机场、港口、车站和过境口岸的免税品商店进口, 按有关规定销售给办完出境手续的旅客的免税商品, 供外国籍船员和我国远洋船员购买送货上船出售的免税商品, 供外交人员购买的免税品, 以及在我国际航机, 国际班轮上向国际旅客出售的免税商品。对应监管方式为“免税品”(1741), 仅适用于进口。2014 年之前, 海关对免税品实施单项统计; 自 2014 年起, 免税品列入海关统计。

(14) 保税监管场所进出境货物: 指从境外直接存入海关保税监管场所(包括保税仓库、出口监管仓库、保税物流中心 A 型、保税物流中心 B 型、保税工厂等)和从海关保税监管场所运往境外的仓储、分拨、配送、转口货物, 包括流通领域的物流货物及供区内加工生产用的仓储货物

(15) 海关特殊监管区物流货物: 指从境外直接存入海关特殊监管区域(包括保税区、保税物流园区、出口加工区、综合保税区、保税港区等)和从海关特殊监管区域运往境外的仓储、分拨、配送、转口货物, 包括流通领域的物流货物及供区内加工生产用的仓储货物。2011 年之前称为“保税区仓储转口货物”。

(16) 海关特殊监管区域进口设备: 指从境外直接运入海关特殊监管区域(保税区、保税物流园区除外)用于区内业务所需的设备、物资, 以及区内企业和行政管理机构从境外进口自用合理数量的办公用品等。2011 年之前称为“出口加工区进口设备”。

(17) 其他贸易：适用于上述列名贸易方式之外的进出口货物，包括市场采购货物、边民互市商品、C 类快件及邮快件电商包裹等。自 2018 年起，补偿贸易、寄售代销和易货贸易项下货物不再具体列名，并入“其他贸易”项下。

3.4. 贸易对象

进出口结构分析的第四个视角——贸易对象，即出口国和进口国。在海关统计中，出口国是按照“最终目的地”来统计，进口国按照“原产地”来统计，但全球价值链分工给“最终目的地”和“原产地”的确定带来困难。

根据海关统计月报编制说明（2021 年），**最终目的国（地区）**指出口货物已知的消费、使用或进一步加工制造的国家（地区）。最终目的国（地区）不能确定时，按货物出口时尽可能预知的最后运往国（地区）统计。举例来说：

- 情况一：中国将货物直接出口到美国，而不需要第三国转运，则美国就是最终目的地国；
- 情况二：中国将货物先出口到香港进行中转，然后再出口至美国，则最终目的地国（地区）是美国，而不是香港；
- 情况三：中国将货物先出口至香港进行中转，但最终不能确定这批货物最终是出口地，那就只能按照尽可能预知的最后运往国（地区）统计。

根据海关统计月报编制说明（2021 年），**原产国**指进口货物的生产、开采或加工制造的国家。对经过几个国家加工制造的进口货物，以最后一个对货物进行经济上可以视为**实质性加工**的国家作为该货物的原产国。原产国确实不详时，按“国别不详”统计。在中国海关的具体实践中，“实质性加工”分为两种类型：一种是适用的关税税则发生改变（即 HS 编码前 4 位发生变动），一种是加工增值的部分占新产品总价值的比重超过 30%。举例来说：

- 情况一：该货物全部在菲律宾生产，之后出口至中国，不涉及其他经济体，则该货物的原产地为菲律宾；
- 情况二：该货物最初在泰国生产，然后出口至菲律宾进行加工，之后出口至中国，但在菲律宾加工后这批产品的所适用的关税税则**没有改变**，且加工增值部分**未超过**这批产品总价值比重的 30%，则这批货物的原产地为泰国，而不是菲律宾；
- 情况三：该货物最初在泰国生产，然后出口至菲律宾进行加工，之后出口至中国，但在菲律宾加工后这批产品的所适用的关税税则**发生改变**，或加工增值部分**超过**这批产品总价值比重的 30%，则这批货物的原产地为菲律宾，而不是泰国。

虽然上述对最终目的地国和原产国的界定较为清晰，但在具体实践中，有时候很难准确地确定最终目的地国或原产国，**所以就造成了一国对另一国的出口并不完全等于另一国对该国的进口。**

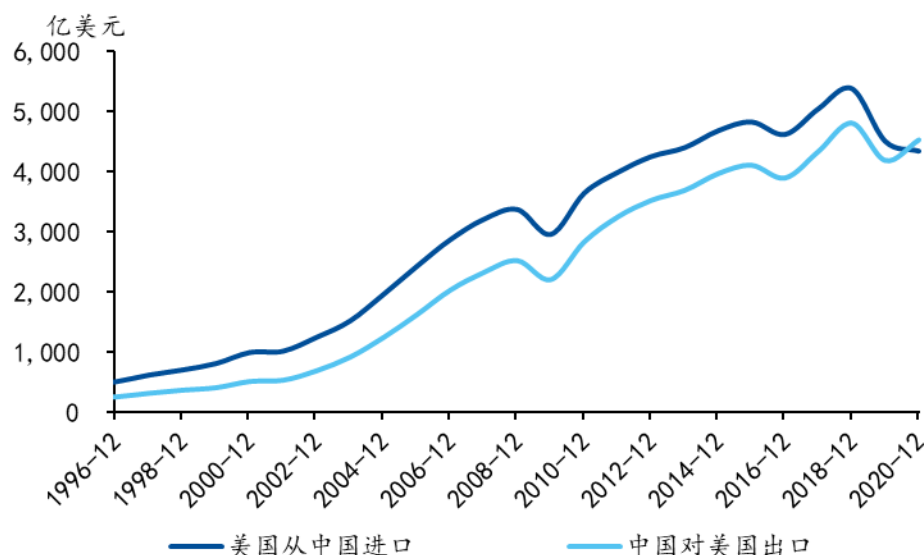
例如，在绝大多数的时间里，中国对美国的出口金额要低于美国从中国的进口金额，这可能由三个原因造成的，其中对原产国和最终目的地的认定可能是最主要的原因：

- **对原产国和最终目的地的认定不同：**例如最典型的，中国内地将一批货物运送至香港进行转口贸易，但并不能确定最终目的地国是哪国，所以中国海关

就把这批货物认定为出口至香港。之后这批货物又被香港出口至了美国，在美国统计口径下，就把这批货物认定为从中国内地进口。由此导致的统计差异可能是美国从中国进口高于中国对美国出口的最主要原因；

- **计价规则不同：**中国对美出口用的是离岸价，美国从中国进口用的是到岸价，中间相差了运输费用、保险费用、包装费用等，这个因素可能也会导致美国从中国进口高于中国对美国出口，但该因素可能还不足以解释如此持续的大额差异，所以并不是主要原因
- **货物通关时间和汇率折算差异：**货物从中国出口运输至美国需要一定时间，这段时间内汇率的波动可能也会造成这种差异。但该因素过于牵强，一方面是由于这段时间内波动不会发生特别大的波动，不足以解释如此大额的差异；另一方面是 2015 年之后人民币兑美元已经进入了双向波动阶段，但美国从中国进口依旧高于中国对美国出口，并没有因为汇率的双向波动而发生方向性扭转。

图 41：绝大多数年份，美国从中国进口高于中国对美国出口



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

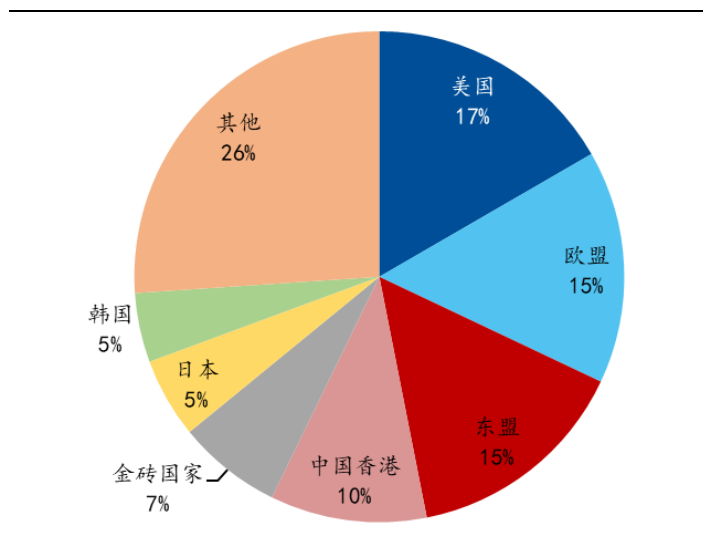
由于 2020 年 1 月 30 日欧盟正式批准英国脱欧，中国海关从 2020 年 2 月开始统计的“欧盟”的数据中剔除了英国，欧盟统计范围调整为 27 国，不包括英国。以 2021 年上半年数据为例，中国对英国出口约占总出口的 2.6%，对英国+欧盟的出口占比达到 18%，超过美国的 17%，是中国最大的出口目的地，但在剔除英国之后，中国对欧盟的出口占比下降到约 15.4%，美国仍是中国最大的出口目的地。以下如无特殊说明，欧盟的数据均是剔除了英国之后的数据（包括 2020 年 2 月之前的数据）。

出口目的地方面，以 2021 年上半年数据为例，美国、欧盟、东盟、中国香港、金砖国家、日本和韩国是中国前 7 大出口目的地，占中国总出口的接近四分之三，其中前三大出口目的地美国、欧盟和东盟占总出口的约 47%。所以上述经济体的需求变化将直接影响中国的对外出口，例如 OECD 领先指标是我们预测出口数据的重要依据之一。

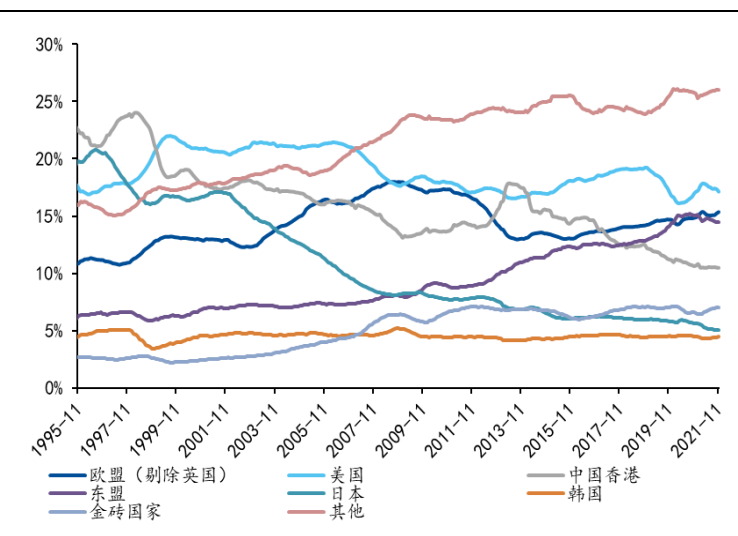
从动态视角来看，中国对日本、美国、中国香港的出口占比呈现下降趋势，而对东盟、金砖国家、欧盟和其他经济体的出口占比总体呈现上升趋势，对韩国的出口占比则相对保持稳定。中国出口目的地占比的这种变化也是对中国对外经贸关系的反映，如 2010 年中国-东盟自贸区启动、内地各种自贸区的成立（削弱了中国香港的转口贸易优势）、2019 年中美贸易摩擦升级、中国与欧盟和金砖国家等其他发展中国家经贸关系改善等。

图 42：美国是中国 2021 年上半年最大的出口目的地

图 43：东盟占中国出口比重稳步上升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究，欧盟剔除了英国

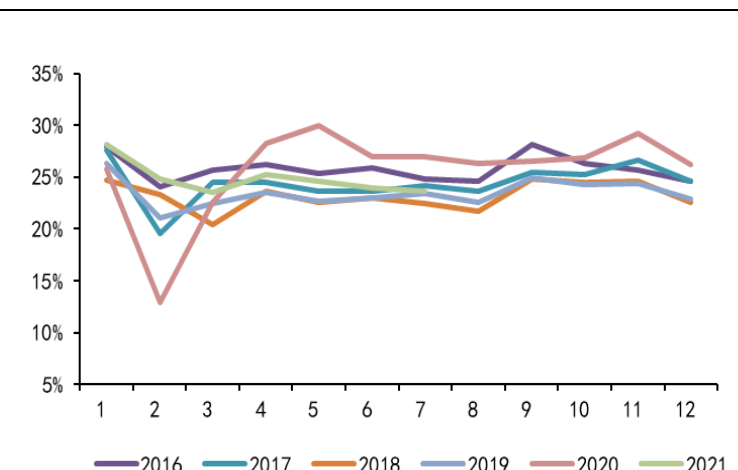
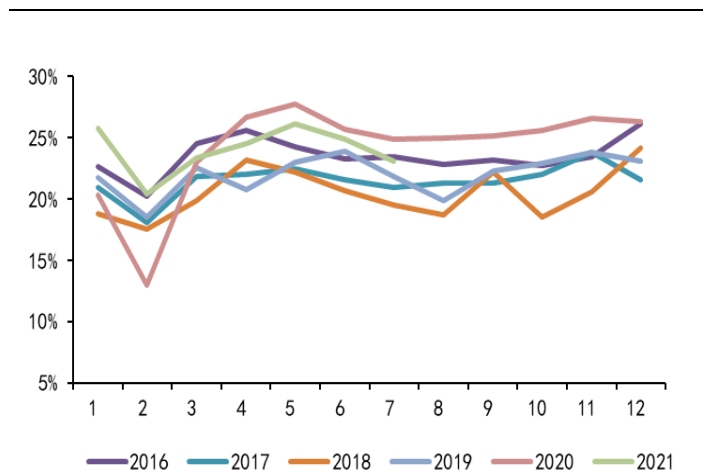


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

中国出口占各国总进口份额的比重也是判断中国对各主要经济体出口动能强弱的关键指标之一。例如 2020 年疫情发生后，由于出口替代效应的强化，中国对其他各经济体出口占其进口份额均出现较大幅度提升，出口动能不断强化，但进入 2021 年之后，由于全球疫情总体缓解，出口替代效应逐渐走弱，中国出口份额又开始缓慢下降，但总体仍高于疫情前水平。截至 2021 年 7 月数据，除了对日韩加份额基本回落到疫情前水平外，在欧盟、美国生产大幅修复的背景下，对这些经济体出口份额仍明显高于疫情之前，出口份额依然维持在长期占比提升的状态中。

图 44：中国对韩国出口占其进口份额基本回到疫情前

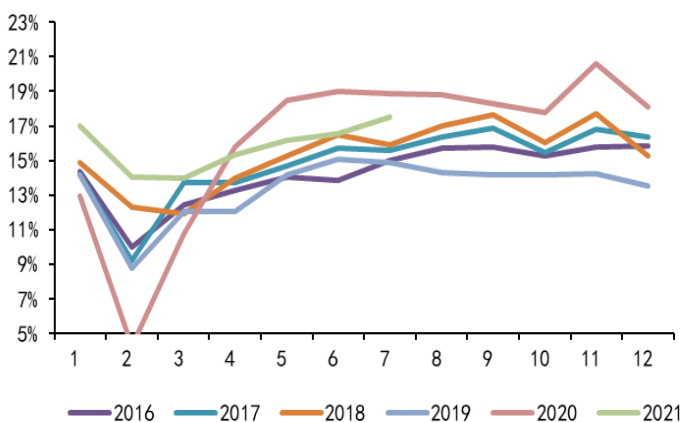
图 45：中国对日本出口占其进口份额基本回到疫情前



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究, 欧盟剔除了英国

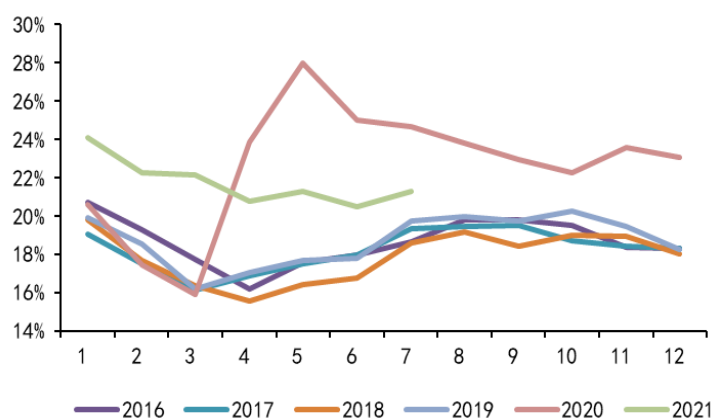
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 46: 中国对美国出口占其进口份额仍高于疫情前



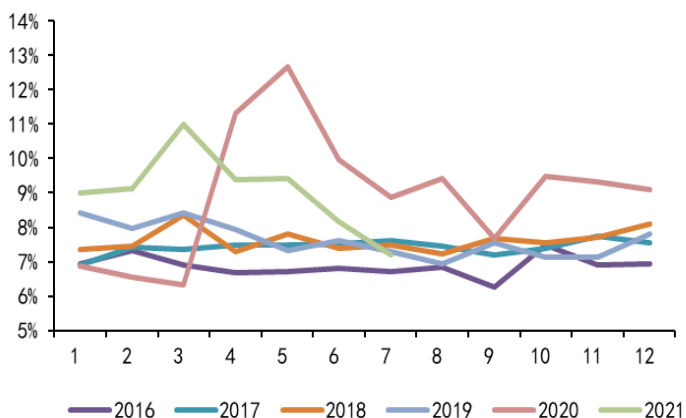
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究, 欧盟剔除了英国

图 47: 中国对欧盟出口占其进口份额仍高于疫情前



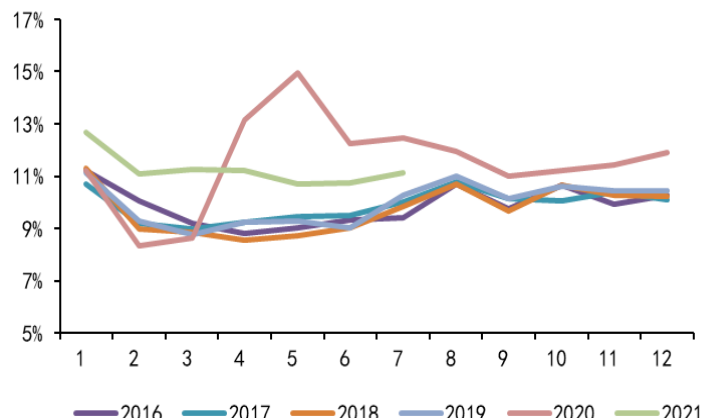
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 48: 中国对加拿大的出口份额基本恢复至疫情前



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究, 欧盟剔除了英国

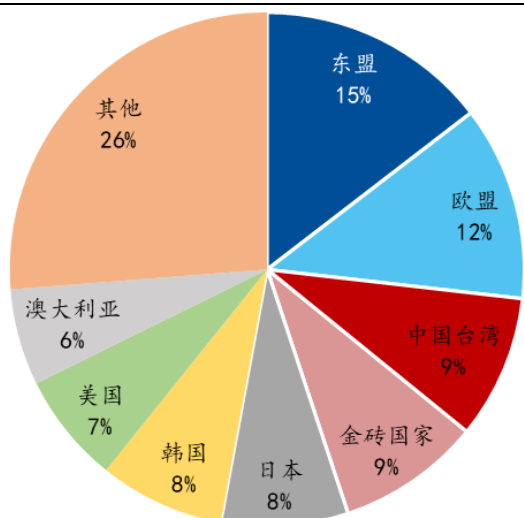
图 49: 中国对德国出口占其进口份额仍高于疫情前



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

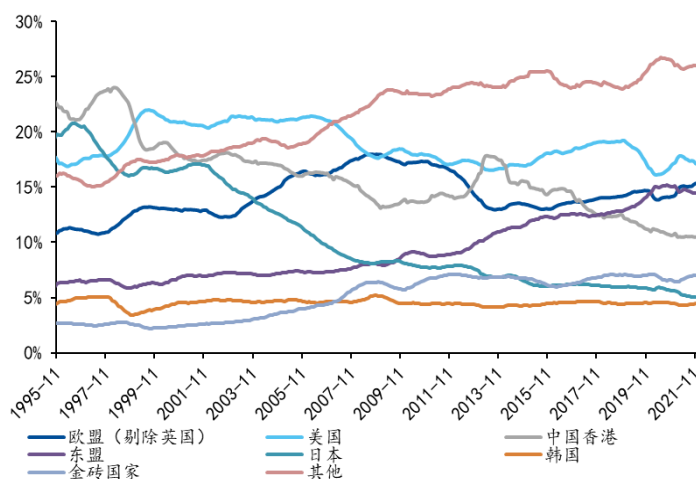
进口原产地方面, 以 2021 年上半年数据为例, 东盟、欧盟、中国台湾、金砖国家、日本、韩国、美国、澳大利亚是中国前 8 大进口原产地, 占中国总进口的接近四分之三, 其中前三大进口原产地东盟、欧盟和中国台湾占总进口的约 36%。从动态视角来看, 中国对日本、美国的进口占比呈现下降趋势, 而对东盟、金砖国家、欧盟、澳大利亚的进口占比总体呈现上升趋势。

图 50：东盟是中国 2021 年上半年最大的进口原产地



资料来源：Wind，国泰君安证券研究，欧盟剔除了英国

图 51：中国从东盟进口占比逐渐上升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

3.5. 中国作为制造业大国所形成的进出口结构特征仍将长期延续

中国进出口上述的商品结构和国别结构特征反映出中国在全球价值链分工体系中的地位——制造业大国。中国进口产品中的资源品、资本品、中间品等占比较高，而出口的产品中消费品、制成品的占比较高。例如矿产品、农产品等是中国从东盟、金砖国家和澳大利亚进口的主要产品之一，集成电路是中国大陆从中国台湾进口的主要产品之一，而消费品、制成品等是中国大陆对美国、欧盟等发达经济体的主要出口产品。

中国作为制造业大国所形成的这种进出口的商品结构和国别结构特征仍将得到延续，甚至在一定程度上继续强化。与美国经济中服务业占据绝对主导地位、制造业呈现“空心化”的特征不同，中国的产业政策选择更像是“德国模式”（不是刻意地模仿德国模式，只是发展道路的巧合与相似），在发展服务业的同时，仍在强力支持制造业发展，尤其是高端制造业的发展，以避免出现美国制造业“空心化”的现象，使得国民经济的发展建立在更加坚实的基础之上。此前所谓的产业转移也主要是劳动密集型等低端制造业的转移，中国高端制造业的发展仍具有很强的竞争优势，这点从中国高新技术产品、机电产品等产品的出口占比不断提升中得到体现。

制造业的发展需要良好的配套设施，成本因素只是制造业发展的考量因素之一。劳动力价格是制造业，尤其是低端制造业发展的重要因素之一，但除了劳动力成本之外，制造业（尤其高端制造业）发展还需要有良好的基础设施、稳定的政治环境和社会秩序、完整的上下游产业链等等一系列配套措施，而这些因素在印度、东南亚等其他发展中国家都是相对缺乏的，即便这些发展中国家能够凭借较低的劳动力成本吸引低端制造业的转移，但对高端制造业的发展并不具有吸引力。美国也由于国内缺乏完整的上下游产业链、劳动力价格较高、不完善的基础设施等因素，“制造业回流”更像是一句吸引选民的政治正确的口号，但在实际实施过程中也将困难重重，成本甚至超过受益。所以从这个角度来看，中国凭借自身良好的基础设施、稳定的政治环境和社会秩序、完整的上下游产业链等一系列配套措施，依旧能够维持制造业大国的地位，由制造业大国所形成的这种进出口的商品

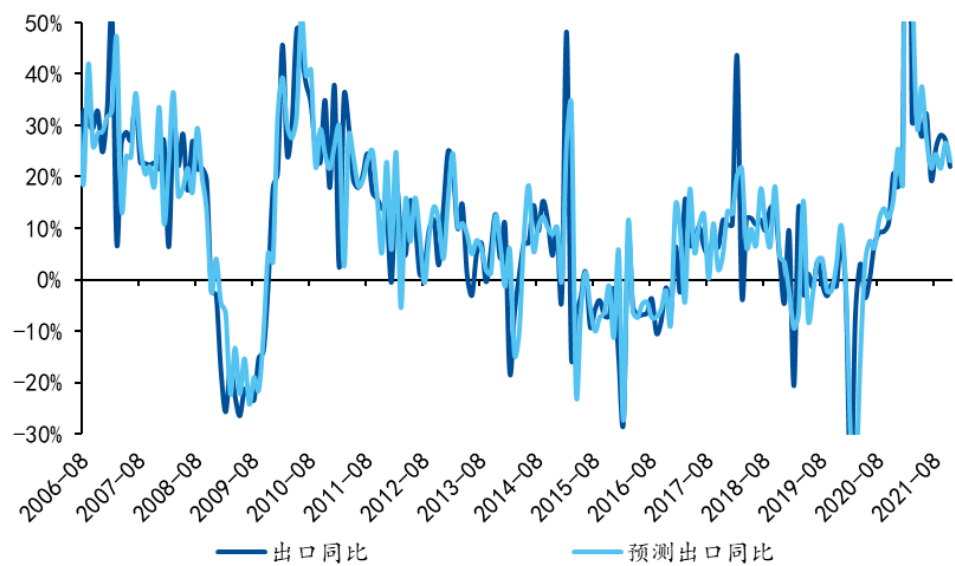
结构和国别结构特征仍将长期延续，甚至在一定程度上继续强化。

4. 出口的预测

4.1. 出口的短期预测

预测短期出口数据一般使用高频数据或领先数据，如 PMI、OECD 领先指标、CCFI 价格指数、波罗的海干散货指数（BDI）、邻国出口增速、国内部分港口集装箱吞吐量等数据。根据上述高频或先行指标，我们构建了出口预测模型，从实际预测效果来看，模型预测的出口同比数据与实际出口同比高度一致。

图 52：模型预测的出口同比数据与实际出口同比高度一致

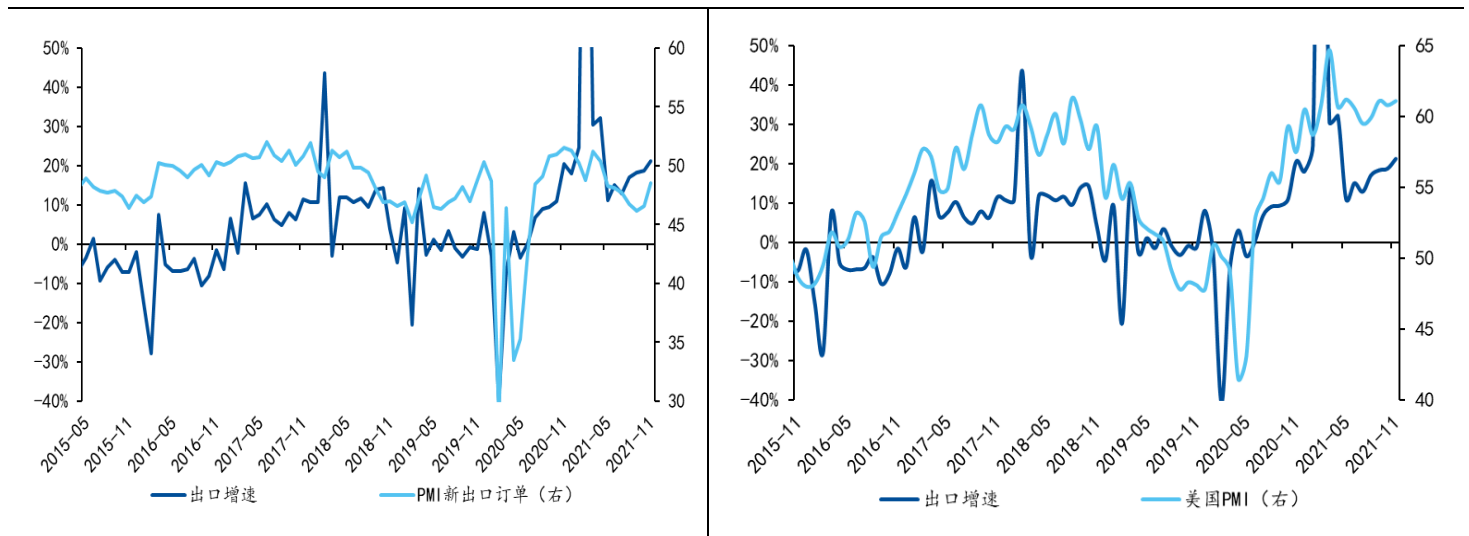


数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

PMI 一般在月末或月初的时候公布，时间上领先进出口公布的时期，所以可以通过 PMI 的强弱，大致判断短期出口增长。具体而言，有国内的 PMI 新出口订单和海外的入美国、欧盟、日本的 PMI，上述这些指标都代表了外需的角度。虽然 PMI 大体走势与出口增速一致，具有一定的相关性，但用 PMI 进行短期预测的效果并不好，有时两者甚至还反向变动。

图 53: PMI 新出口订单与出口增速具有一定相关性

图 54: 美国 PMI 在疫情后相对滞后于中国出口增速



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

OECD 综合领先指标是预测短期出口增速的又一个领先指标, OECD 领先指标总体上可以看成海外经济和需求的走势, 其上升代表着海外经济和需求的上行, 利好中国的出口。但从历史数据来看, OECD 领先指标与中国的出口增速相关性较差, 所以一般是通过 OECD 领先指标来判断海外经济和需求的总体变化, 而不直接用该指标预测短期出口变化。

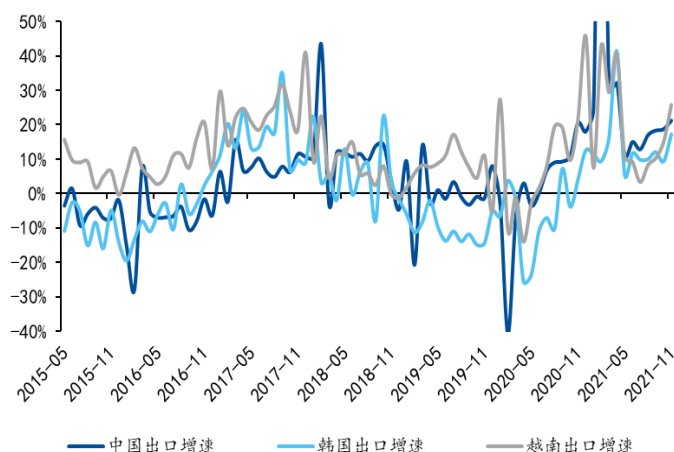
图 55: OECD 综合领先指标与中国出口增速相关性较差



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

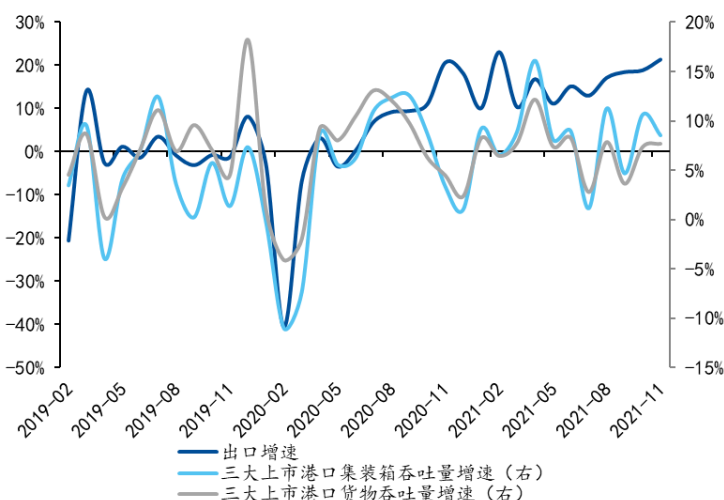
韩国和越南的进出口公布时间一般早于中国进出口的快讯时间, 同时韩国和越南在部分产业上与中国较为相似, 韩国和越南的外需变化能够在一定程度上代表中国外需的变动, 可以通过韩国和越南的出口增速提前对中国进出口数据进行预判。中国部分港口数据(月频)公布的时间略早于中国进出口快讯的时间, 并且数据与出口增速的相关性也较强, 可以通过这些港口数据的变化, 判断出口增速的方向。

图 56：中国、韩国、越南出口增速



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

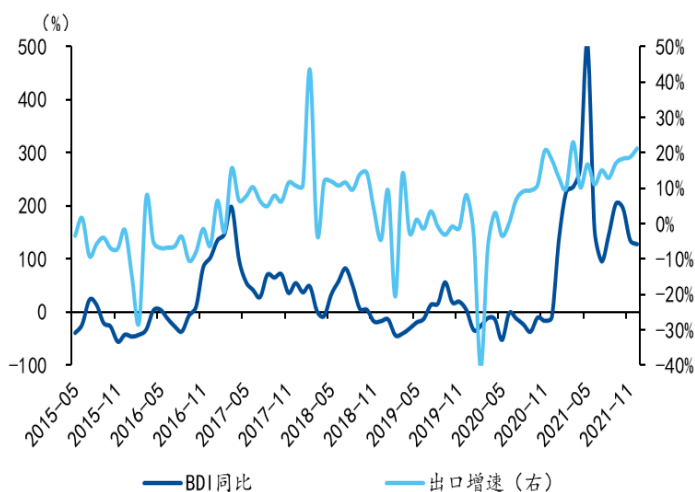
图 57：出口增速与三大上市港口集装箱吞吐量增速



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

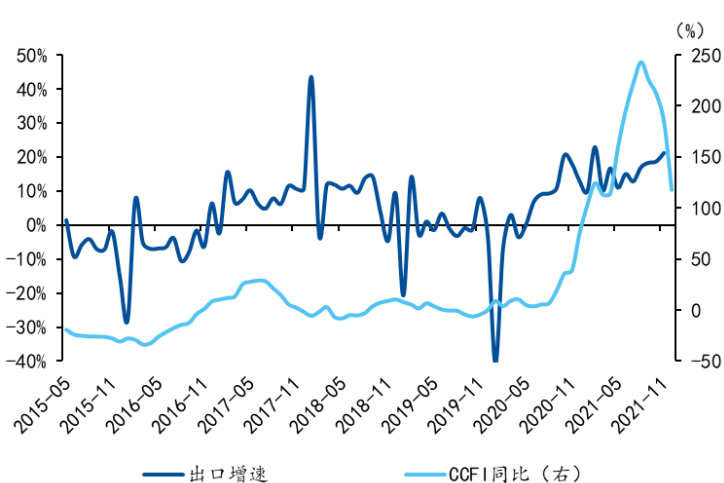
价格领先指标方面有波罗的海干散货指数（BDI）和中国出口集装箱运价指数（CCFI）。BDI 由几条主要航线的即期运费加权计算而成，总体上代表了海外经济，当海外经济景气度和需求变强时，BDI 价格一般会出现上行。CCFI 反映了中国出口集装箱运价走势，价格上升一般对应着中国出口的强势增长，例如疫情后的“一箱难求”就导致集装箱运价不断走高。但从实际历史数据来看，BDI 和 CCFI 与中国出口增速的相关性都不强，只能通过相关价格走势大致预判出口增速的方向。

图 58：BDI 同比与中国出口增速相关性较差



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 59：CCFI 同比与中国出口增速相关性较差



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2. 出口的长期预测

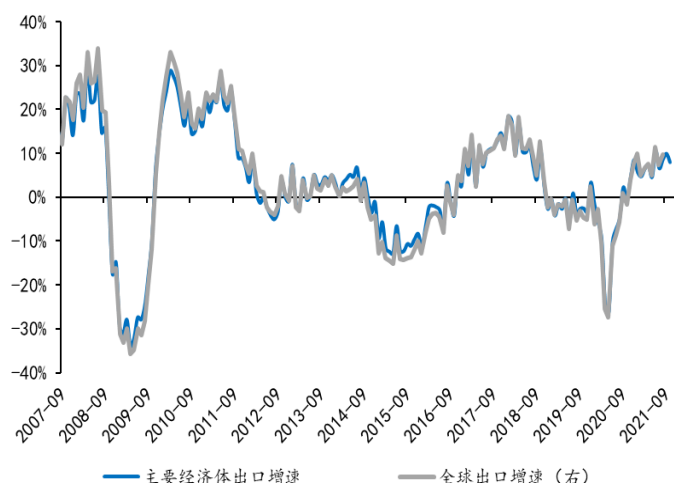
出口的短期预测可以借助领先数据、高频数据等进行大致预判，但出口的长期预测却难以通过这些指标进行预判，并且受外需变动、汇率变化、关税政策等因素的影响较大，所以市场上对出口的长期预测一般会采用分解的方式，来尽可能地减少预测误差。长期预测有两种方法：第一是将出口的长期预测分解为全世界整体的出口金额或出口增速，以及中国占全世界的出口份额，进而测算出中国的出

口金额和出口增速中枢。第二是根据引力模型，利用各主要经济体 GDP 增速与其从中国进口的相关性，对中国出口进行预测。

4.2.1. 世界整体出口金额与中国所占份额

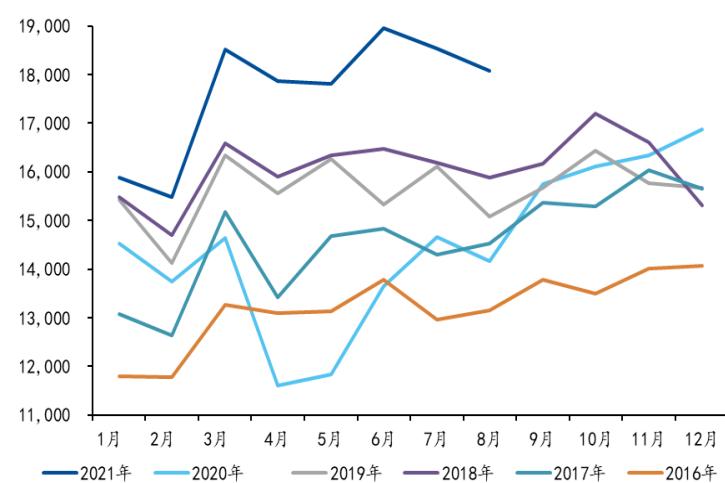
世界整体的出口增速：影响世界整体出口增速主要有两方面因素，一方面是海外经济形势，经济向好时需求增加，世界整体出口增速提升；另一方面是供给与需求的匹配程度，匹配度提高时，世界整体出口增速下降，反之则反是。例如 2020 年疫情导致海外主要发达经济体生产受限，供给萎缩，同时大量财政刺激又刺激了消费需求，供需之间的匹配度急剧下降，导致世界出口金额连续突破新高，中国出口也迎来高速增长时期。站在当前时点，随着海外主要经济体逐步复苏，一方面可能使得需求增加，带动中国对外出口；但另一方面随着主要发达经济体财政刺激退坡和生产的逐步恢复，供需匹配程度将逐步上升，中国出口也将承压。综合来看，由于前期世界整体出口的快速上升主要得益于发达国家内部的供需不匹配，所以后续随着主要发达国家生产的逐步恢复，供需匹配问题仍将是影响世界整体出口增速的主导力量，中国对外出口总体承压。

图 60：疫情后全球出口增速快速攀升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究，2021 年为两年复合增速

图 61：全球出口金额仍显著高于疫情前水平

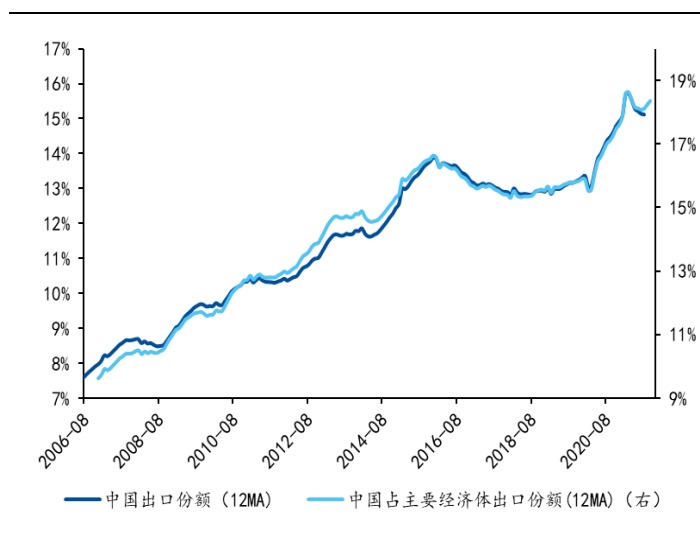


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

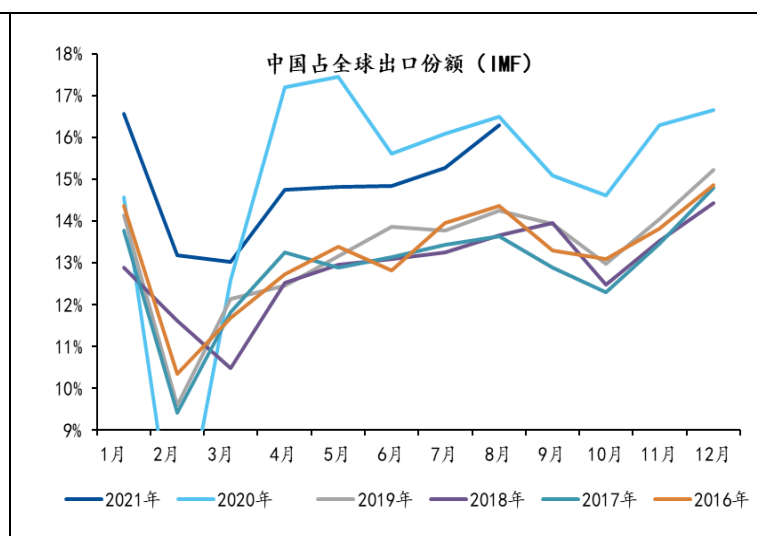
中国出口份额：与世界出口增速相比，中国的出口对出口份额的敏感度更高，出口份额的微小变化可能都会引起中国出口增速的大幅变化。中国在世界出口份额大体保持稳定，但疫情发生以来，中国的出口份额快速上升，当前仍高出疫情前约 2%，后续随着海外生产的逐步复苏和供需匹配度的提升，中国出口份额大概率也将缓步下降至疫情前水平，或略高于疫情前水平，中国的对外出口也将进一步承压。

图 62：中国的出口份额仍高于疫情前水平约 2%

图 63：疫情后中国出口份额显著上升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

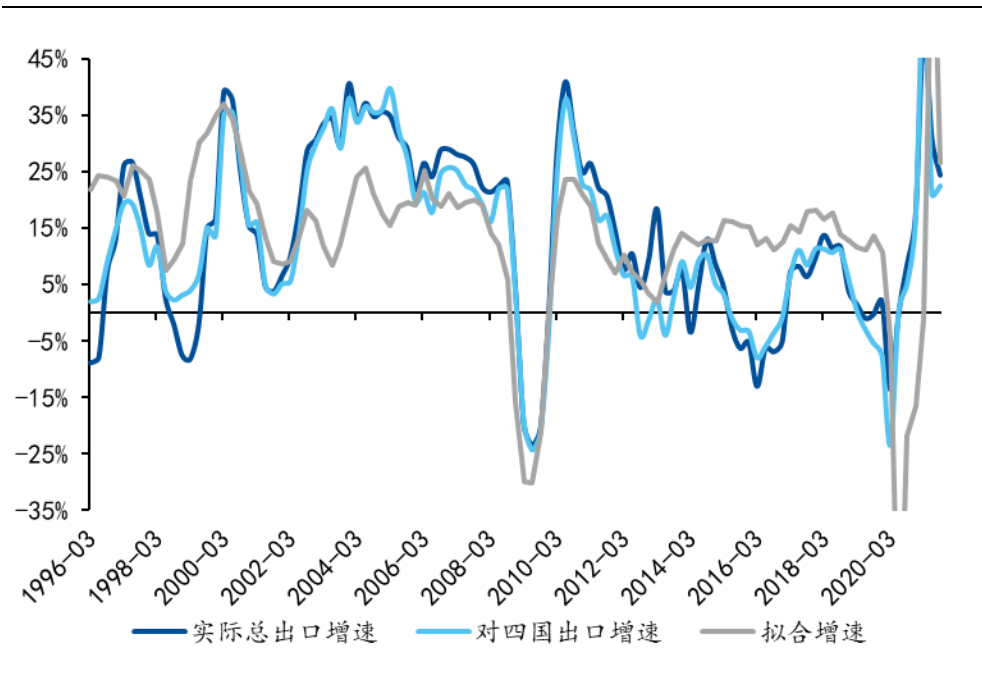


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2.2. 主要经济体 GDP 增速与中国出口的相关性

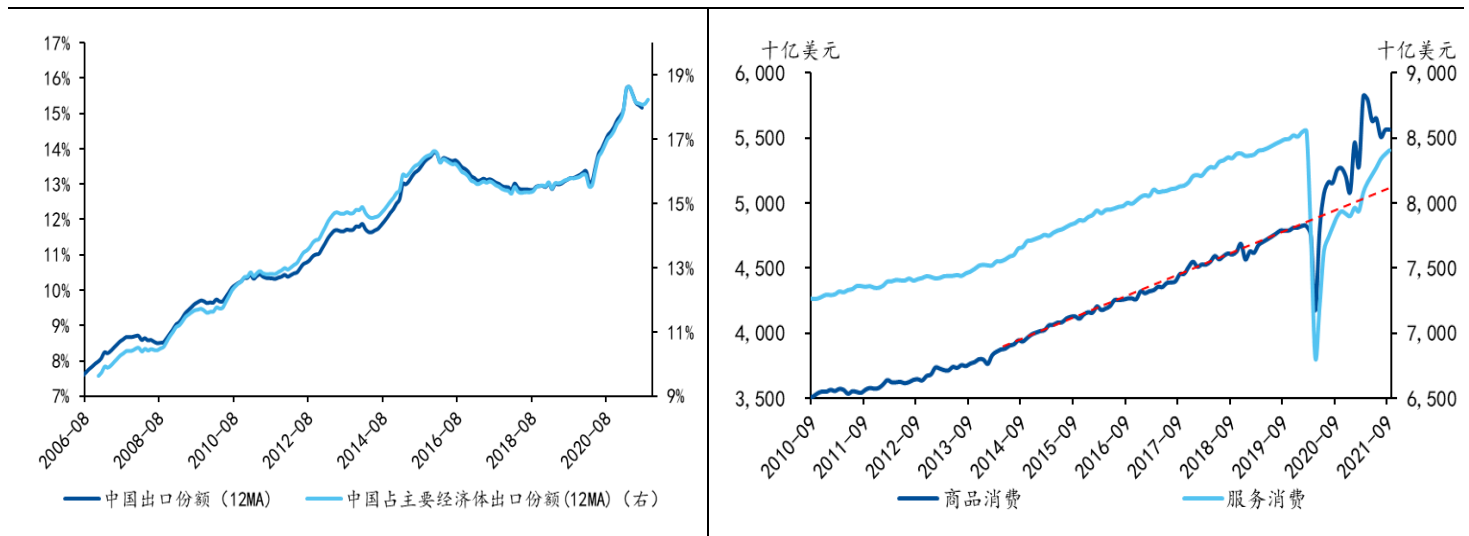
通过各主要经济体 GDP 增速与从中国进口增速的相关性，对中国出口增速进行预测。具体而言，我们选取了美、欧、日、韩四个主要发达经济体，因为中国对上述四国出口增速与中国总出口增速高度相关，相关系数为 0.95。通过测算美、欧、日、韩主要国家经济增速与其从中国进口之间的关系，再通过中国对这些国家的出口占中国总出口的比例，进而推算各国对中国出口的拉动效应。

图：实际总出口增速与模型拟合增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 64: 中国出口份额疫情期间大幅提升, 存在回落压力 图 65: 美国商品消费已超过其趋势水平



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 其他进出口数据

除了海关公布的货物进出口数据之外, 还有其他一些类型的进出口数据, 如外管局公布的国际货物与服务贸易进出口数据和国际收支平衡表、GDP 下的进出口项、工业数据中的出口交货值等。

5.1. 外管局公布的国际货物与服务贸易数据

从 2015 年开始, 外管局也会按月发布“国际货物与服务贸易”数据, 统计范围不仅有货物贸易数据, 还包括了服务贸易数据, 并且还包含了服务贸易的 12 个细分项。外管局发布的“国际货物与服务贸易”数据用借贷的方式表达, 简单来说, 贷方就是出口, 借方就是进口。

外管局统计的货物贸易数据是以海关货物数据为基础的, 并对其进行一些调整, 和海关数据主要有两点调整:

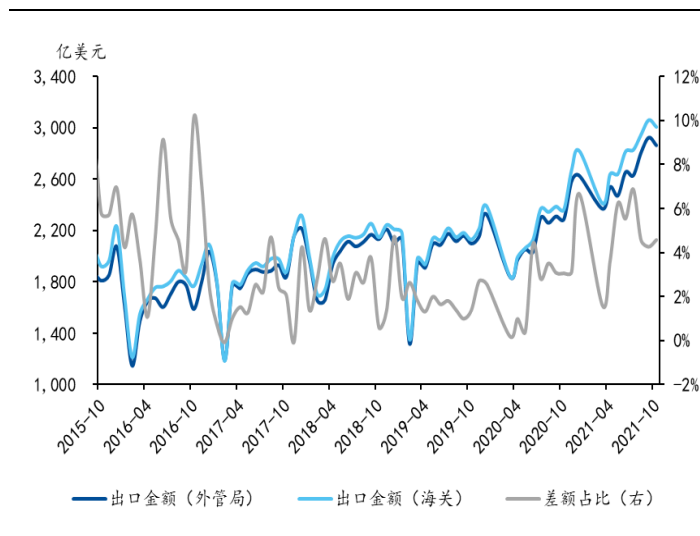
- 外管局统计货物贸易数据的标准在于“所有权变更”, 不同于海关的“跨境”, 若货物仅“跨境”, 但所有权没有变更, 则会被海关统计, 但不会被外管局统计。例如来料加工装配贸易中的进口材料和出口产品的所有权并没有变更, 都属于境外企业, 所以会被海关统计, 但不会被外管局统计, 而来料加工装配贸易所形成的出口
- 外管局统计进出口货物贸易均采用离岸价格, 而海关统计出口货物时使用离岸价格, 进口货物使用到岸价格, 一般进口货物的到岸价比离岸价高, 多了保险费、运输费、包装费等, 所以外管局披露的货物贸易进口数据小于海关统计的进口数据。

总体而言, 海关和外管局公布的进出口货物贸易数据相差不大。出口方面, 从外管局 2105 年公布数据到 2021 年上半年, 海关出口金额均高于外管局出口金额, 平均每月高出 69 亿美元, 占总出口金额约 3.4%; 两者出口增速平均每月相差 2.4%。进口方面, 海关进口金额均高于外管局进口金额, 平均每月高出 90 亿美元, 占

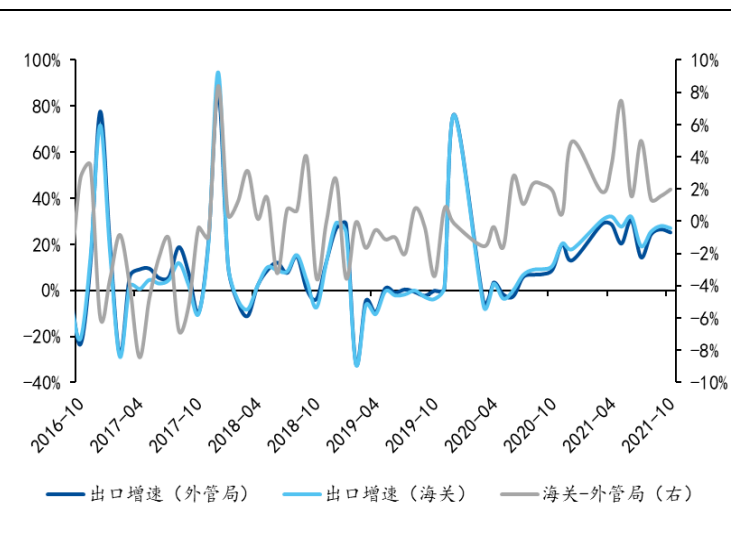
总进口金额约 5.7%；两者进口增速平均每月相差 1.5%。

图 66：海关统计的出口金额略高于外管局

图 67：海关统计和外管局统计的出口增速差异较小



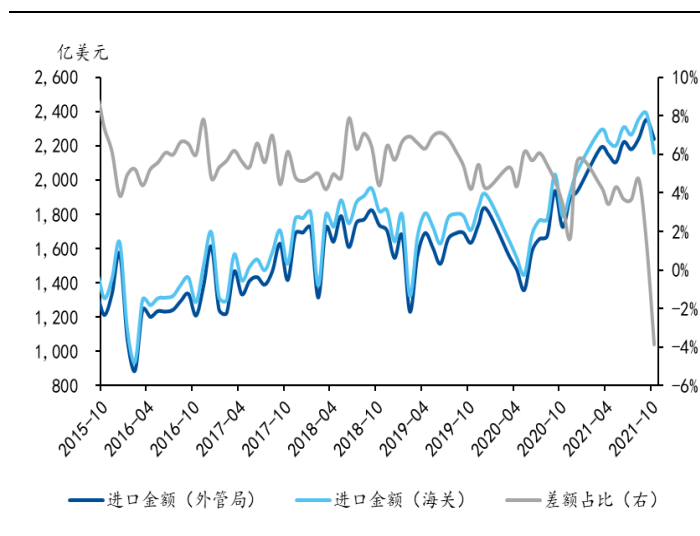
资料来源：Wind，国泰君安证券研究



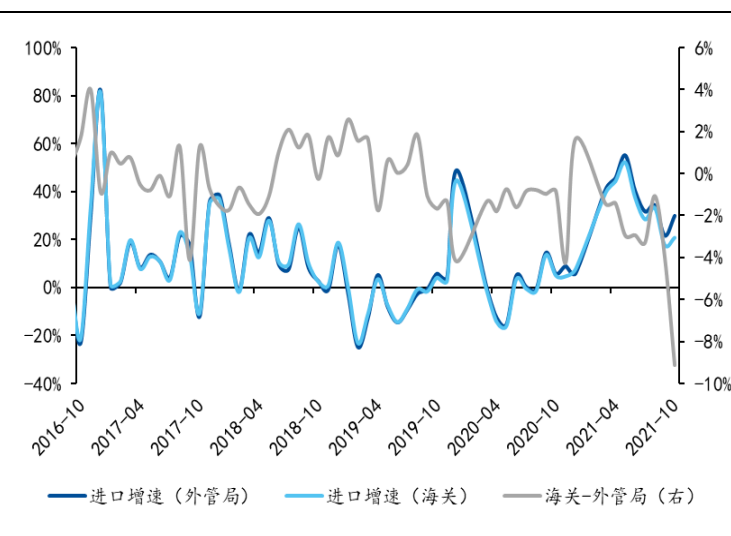
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 68：海关统计的进口金额略高于外管局

图 69：海关统计和外管局统计的进口增速差异较小



资料来源：Wind，国泰君安证券研究



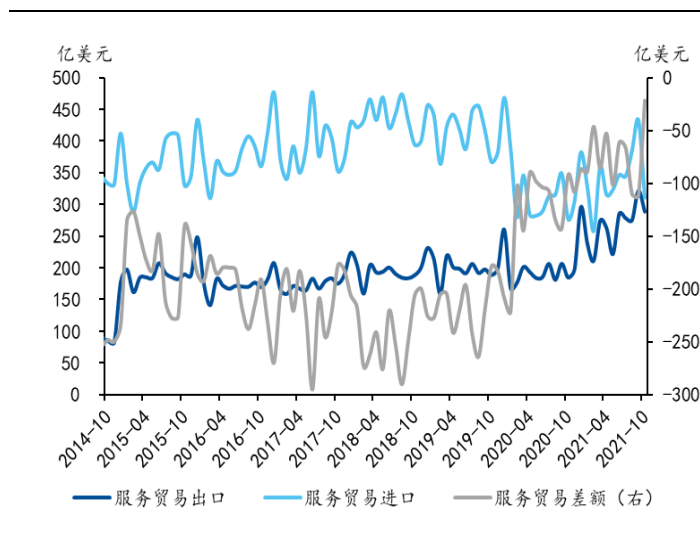
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

除货物贸易外，外管局还统计了服务贸易，共有 12 个细分项。从总量上来看，中国服务贸易持续处于逆差，而逆差的主要来源是旅行项，主要是由于中国海外旅游、出国留学等数量较多。但疫情发生后，旅行项占服务贸易总进口比重已经由 2019 年的 50%，下降到 2021 年上半年的 26%。

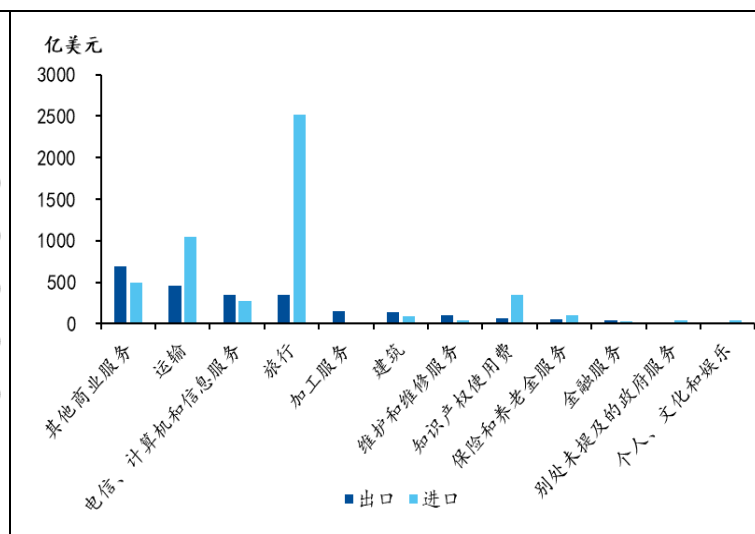
服务贸易占总进出口的比重较小，疫情前 2019 年服务贸易出口占总出口约 9%，服务贸易进口占总进口约 20%；2021 年上半年服务贸易出口占总出口仍约为 9%，服务贸易进口占总进口下降到 13%。

图 70: 中国服务贸易持续处于逆差，疫情以来逆差收窄

图 71: 疫情前旅行、运输等项目是逆差的主要来源



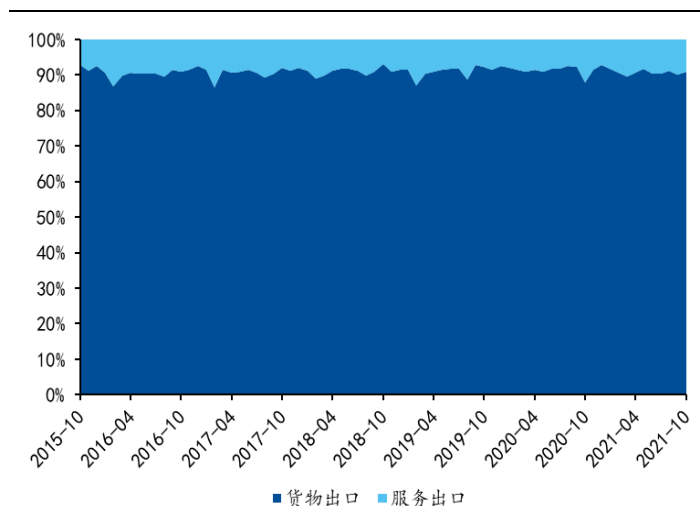
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



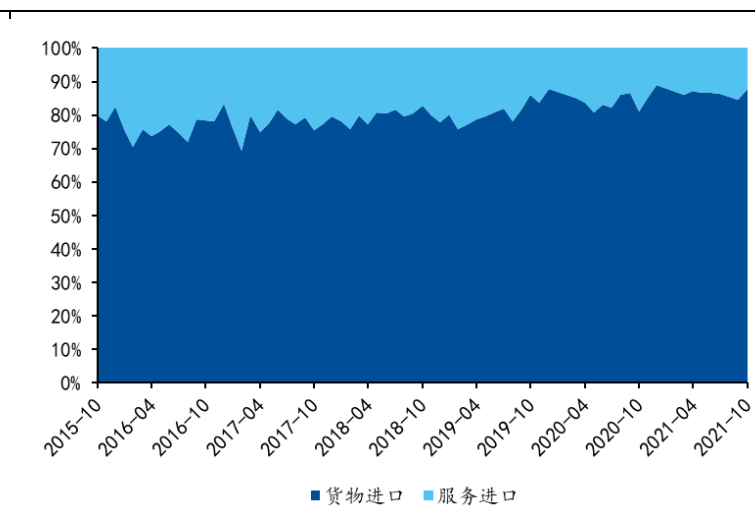
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 72: 疫情前后服务贸易占中国总出口比重保持稳定

图 73: 疫情发生后服务贸易占中国总进口比重下降约 7%



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



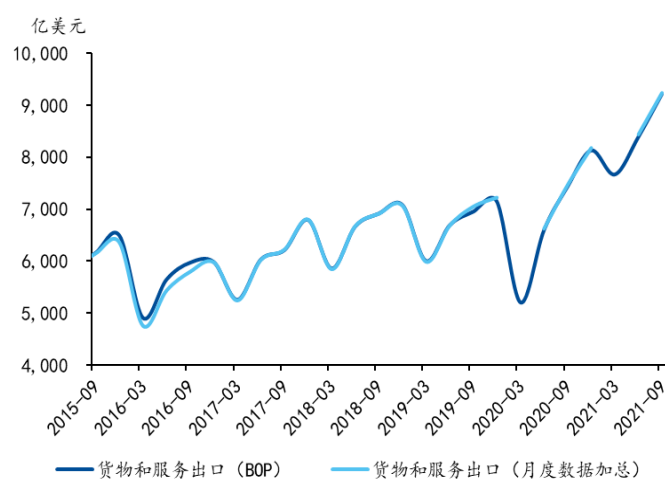
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

5.2. 外管局公布的国际收支平衡表

外管局除了按月公布“国际货物与服务贸易”数据外，还会按季度公布“国际收支平衡表”（BOP），国际收支平衡表中的经常账户也会有“货物与服务贸易”，同时“服务贸易”项下的各分项也与按月公布的“国际货物与服务贸易”中的类似。

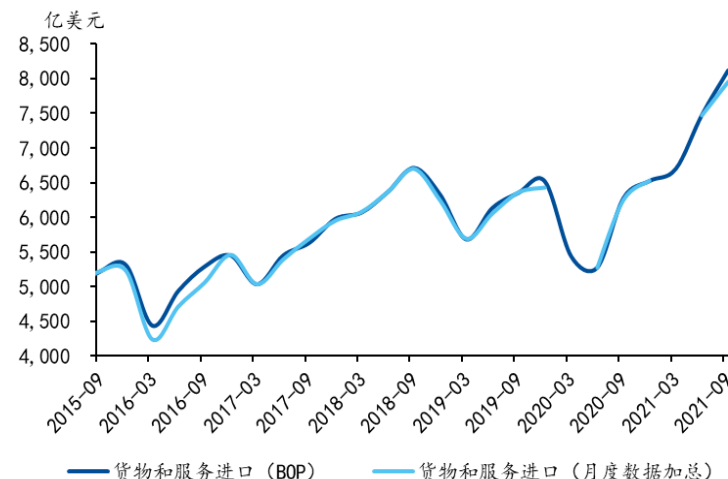
实际上外管局公布的“国际收支平衡表”就是建立在按月公布的“国际货物与服务贸易”的基础之上的，统计标准和口径都是一样的，只不过按月公布的“国际货物和服务贸易”是月度数据、初步数据，而国际收支平衡表为季度数据、修订后的数据。实际上把月度的“国际货物和服务贸易”按季度加总后的数据，与“国际收支平衡表”中的数据非常接近，个别误差是由于数据修订造成的。

图 74：“国际货物与服务贸易”与 BOP 出口数据非常接近



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 75：“国际货物与服务贸易”与 BOP 进口数据非常接近

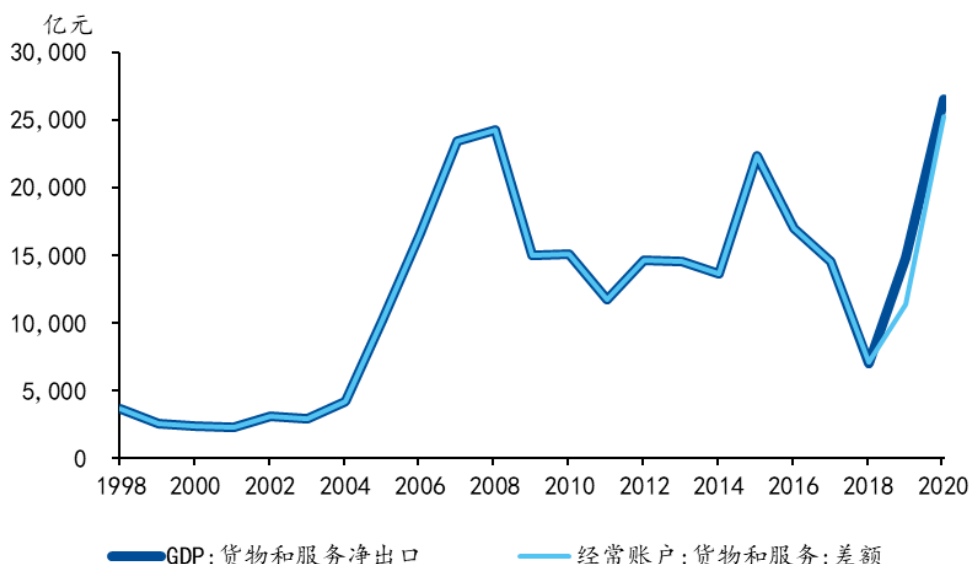


资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

5.3. 统计局公布的 GDP 项下的进出口及其预测

除了外管局公布出口数据外，统计局公布的 GDP 项下也有进出口项目，但 GDP 项下的进出口项也是基于国际收支平衡表中的数据，从 1998 年至 2018 年两个数据完全一样，只在 2019 年和 2020 年出现略微差异，可能是由于数据修订不及时造成的。

图 76：1998 年至 2018 年，GDP 净出口与国际收支平衡表中的货物和服务差额一样



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

由上述四大数据之间的关系，我们可以探究出另一种预测 GDP 下净出口项目的方法，作为对市场常规的“由增速到增速”的预测方法补充、印证和调整：

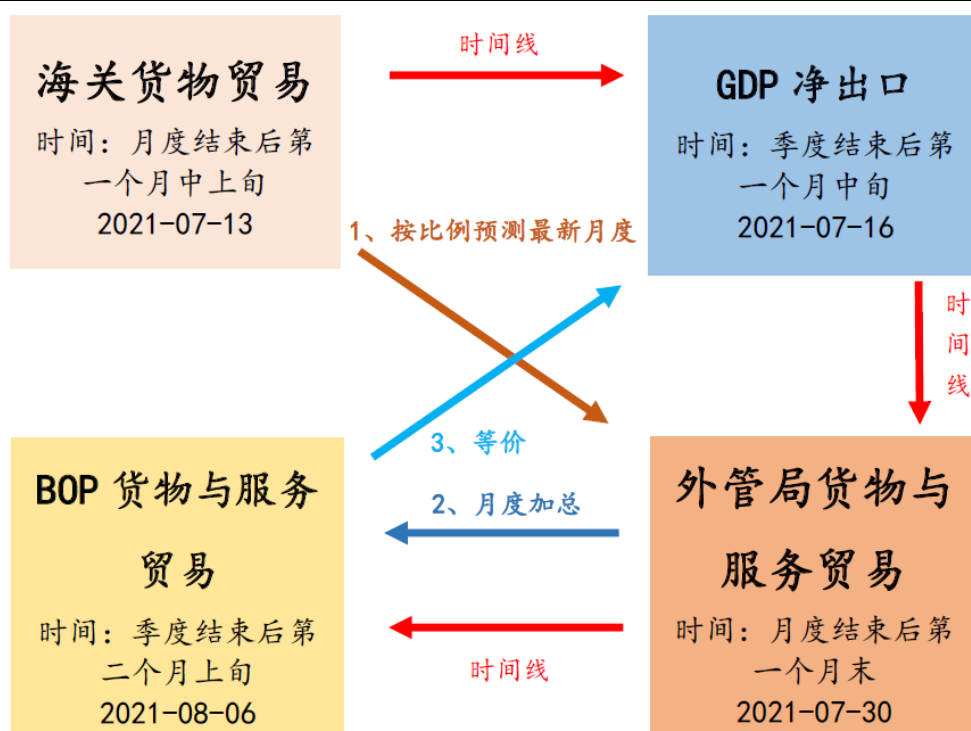
- 在逻辑推演上，GDP 净出口数据和外管局季度 BOP 货物与贸易数据一样（虽然近两年有些差异），外管局季度 BOP 货物与贸易数据可以由月度的“货物

与服务贸易”数据加总而成，外管局月度的“货物与服务贸易数据”可以由海关更早公布的月度货物贸易按比例（货物与服务贸易的比重）推算。

- 在时间线上，海关货物贸易数据早于 GDP 净出口，早于外管局货物与服务贸易数据，早于外管局 BOP 中货物与服务贸易的数据。
- 由于时间线和逻辑推演的顺序不一样（我们需要预测的 GDP 数据在时间线上处于第二的位置），所以我们需要预测外管局每个季度第三个月的货物与服务贸易数据。

以预测 2021 年二季度 GDP 净出口为例，7 月 13 日海关公布 6 月份货物贸易数据后，可以按照货物贸易与服务贸易之间的比例（大体保持稳定），预测外管局 6 月份的货物与服务贸易数据，将该预测数据加上外管局此前已经公布的 4、5 月份的货物与服务贸易数据，得到二季度国际收支平衡表（BOP）中的货物与服务贸易数据，该数据基本与 GDP 进出口一样，进而可以预测 GDP 净出口。

图 77：由海关货物贸易数据预测 GDP 下的净出口项目



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

5.4. 出口交货值

出口交货值随工业增加值数据一起公布，实际上属于工业数据，但该数据公布的时间一般晚于海关公布的进出口数据，所以时效性不强，但也可以作为理解中国出口的一个重要补充数据。该数据与海关的进出口数据主要存在三点差异：

- 与工业增加值数据一样，出口交货值也只统计规模以上（现行标准为年主营业务收入为 2000 万及以上）工业企业，缺少对规模以下企业的统计；但海关的出口数据是统计所有贸易主体的出口数据。
- 出口交货值统计了两部分，一部分是规模以上工业企业直接出口的产品（按出口价计算），这部分与海关统计的出口数据一致。另一部分是卖给外贸公

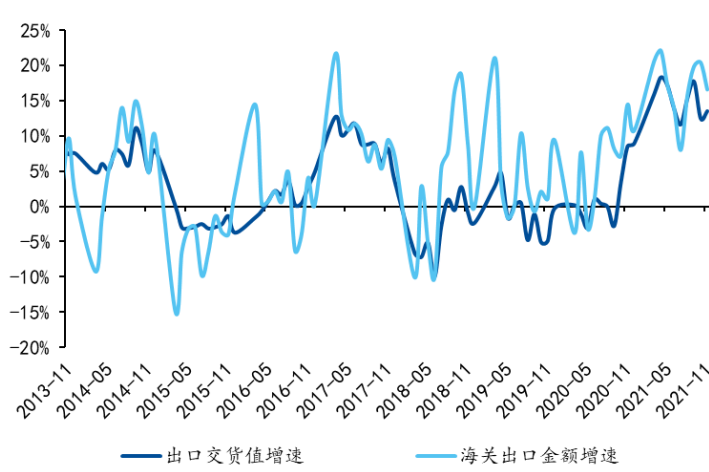
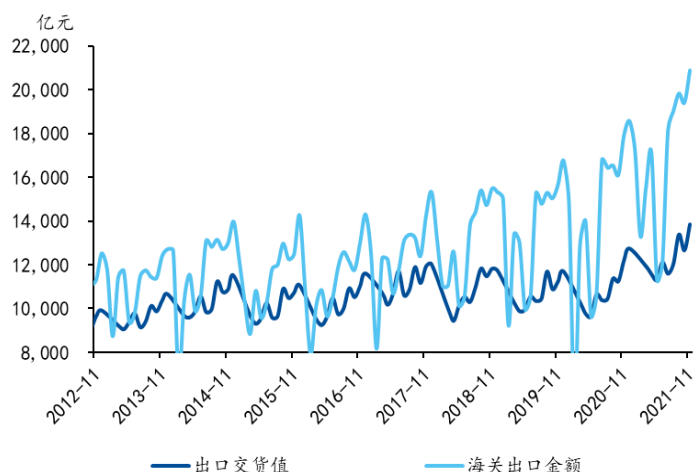
司的产品（按外贸公司收购价计算），这部分统计数据与海关有三点不同：首先，产品在卖给外贸公司之后，外贸公司有可能会将部分或全部产品转为内销，转为内销的产品因为没有“跨境”，所以并不被海关统计；第二是价格不同，海关统计的出口价格是按照外贸公司的出口价格，而不是外贸公司的收购价格，一般前者高于后者；第三是统计时间可能有差异，企业把产品卖给外贸公司后，外贸公司再转出口可能有一定时滞，并且这个时滞可能由于春节而在一季度被放大，如 2015 年 3 月份海关出口金额就低于出口交货值。这段时间内出口交货值增加了，但由于产品还没有“跨境”，还没有被海关统计在内，可能会造成个别月份海关出口金额低于出口交货值。

- 结构划分上，海关数据主要按照商品进行分类，出口交货值则按照行业进行划分，共有 40 个行业 and 193 个行业小类，虽然数据公布时间晚于海关快讯数据，但由于其行业划分更加直接简单、细致，对于判断出口内部结构变化趋势仍具有重要意义。

从数据上来看，海关出口金额和出口交货值数额和增速走势保持一致，但由于上述两种统计范围、方式等方面的差异，多数情况下前者的数额会高于后者的数据，并且这种差异在 2018 年以来有进一步扩大的趋势。可能是由于 2018 年至 2019 年中美贸易摩擦加剧，外贸公司出口转内销的产品增加，同时 2020 年疫情以来外需求旺盛，外贸公司的定价权可能有所上升，两种因素接力导致 2018 年以来海关出口金额较出口交货值的差异走阔。

图 78：海关出口金额多数时间中高于出口交货值

图 79：海关出口金额增速与出口交货值增速走势一致



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

资料来源：Wind，国泰君安证券研究。剔除了 1、2 月数据

6. 进出口的微观数据与行业影响

与进出口相关的微观数据大体可以分为三类：

- 领先指标，这类指标在出口预测部分已经有所提及，本部分不再赘述；
- 高频数据，主要包括价格和航运线等日频或周频数据，能够很好地跟踪出口走势；

➤ 行业数据，这部分数据一般滞后于进出口数据，但能够细分到各行业，可以从进出口的角度看到各行业，也可以从行业角度看待进出口。

6.1. 进出口的微观数据

6.1.1. 进出口企业的结售汇行为与人民币汇率波动密切相关

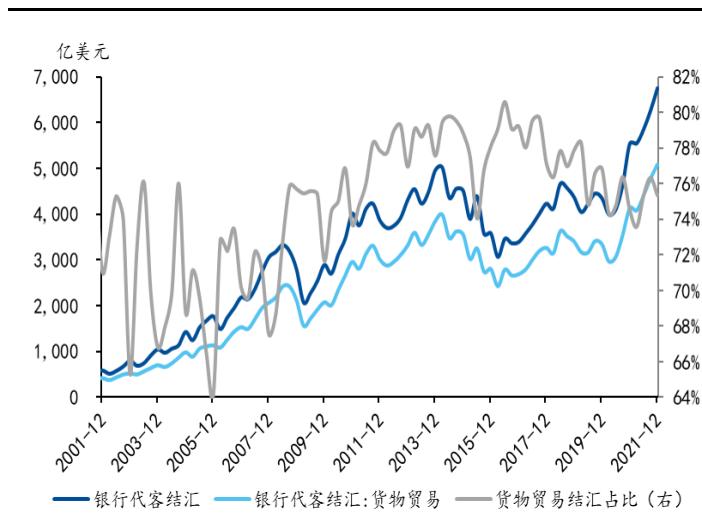
结汇是指外汇持有人将外汇卖给银行换回人民币，而售汇是银行出售外汇，即企业或个人用人民币向银行购买外汇。银行结售汇数据由国家外汇管理局按月度统计公布。银行结售汇数据分为代客结售汇和自身结售汇。自身结售汇主要用于银行支付对外股息红利、海外利润汇回、海外机构注入资本金等。这一部分一般金额较小，分析时主要关注代客结售汇数据。

货物贸易结汇一般占银行代客结汇的 70% 以上，占银行代客售汇的 60% 以上，基本上主导了银行代客结售汇的规模。具体而言，出口金额中仅约一半用于结汇，这可能与部分出口企业同时还从国外进口原材料、设备等有关，留存一部分由出口赚取的外汇，用于支付进口原材料等款项，例如进口加工贸易等。货物贸易售汇有时 would 超过进口金额，但这种情况比较罕见，一般出现在预期人民币大幅贬值时期。

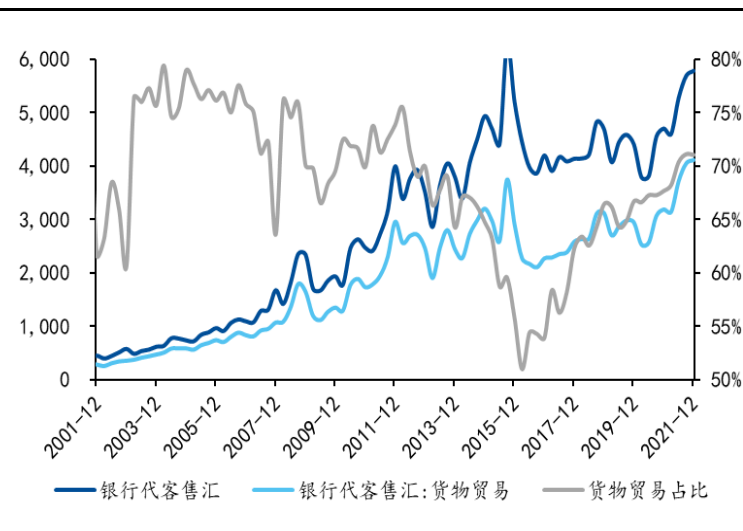
结汇占出口比重与人民币汇率正相关，而售汇占进口比重与人民币汇率负相关。在预期人民币贬值时，企业或个人更倾向于留存更多的美元，甚至主动购买美元，以实现保值增值，导致结汇占出口比重下降，售汇占进口比重上升。这种相关性在人民币汇率出现单边升值或单边贬值预期时更加明显，例如从 2005 年人民币放弃固定汇率至 2015 年“811 汇改”前，人民币出现长期的单边升值预期，结汇占出口比重较 2005 年之前明显提升，售汇占进口比重虽然也有抬升，但并没有结汇明显。而在 2015 年“811 汇改”至 2016 年期间，人民币出现又出现了单边贬值预期，导致结汇占出口比重快速下降，而售汇占进口比重快速上升，甚至一度超过进口金额。往后看，随着美元对人民币汇率双向波动的加强，这种相关性可能逐渐走弱。

图 80：货物贸易结汇一般占银行代客结汇的 70% 以上

图 81：货物贸易售汇一般占银行代客售汇的 60% 以上

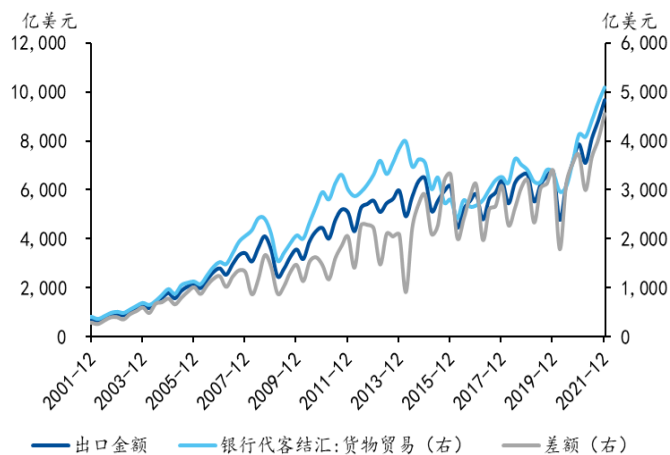


资料来源：Wind，国泰君安证券研究。



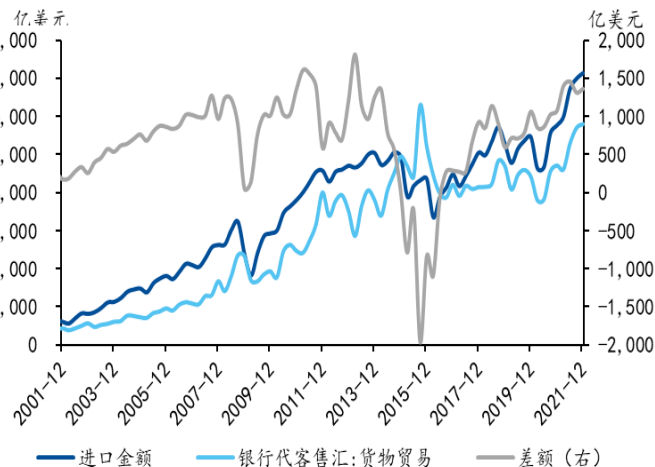
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 82：出口金额中仅约一半用于结汇



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 83：货物贸易售汇有时会超过进口金额



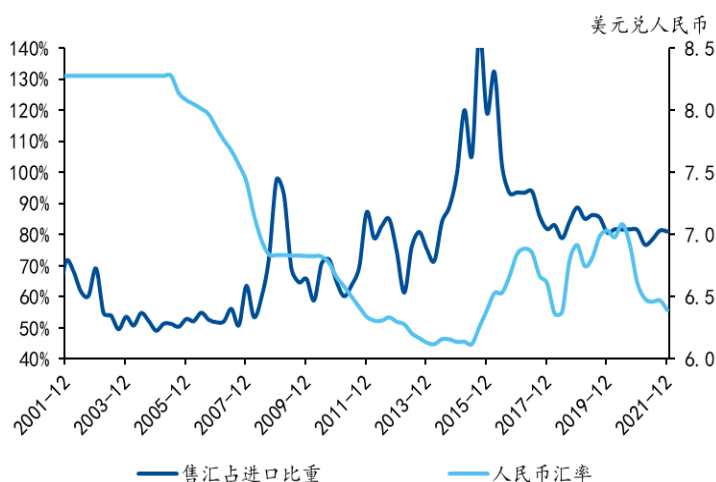
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 84：结汇占出口比重与人民币汇率正相关



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 85：售汇占进口比重与人民币汇率负相关



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

6.1.2. 中国对美欧出口增速与其消费增速高度相关

中国对美欧的出口增速领先其消费增速约 2 到 3 个月，这可能与航运时间有关，中国货物通过海运到美国一般需要 25 到 40 天，到欧洲一般需要 30 天左右，叠加美欧进口商提前备货的时间，所以中国对美欧出口增速一般略领先于其国内消费增速。其中中国对美出口增速领先其消费增速约 3 个月，相关系数约为 0.72，而中国对欧盟出口增速领先其消费增速约 2 个月，相关系数约为 0.48，相关性弱于美国。

图 86：中国对美出口领先美国消费约 3 个月



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 87：中国对欧盟出口领先欧盟消费约 2 个月

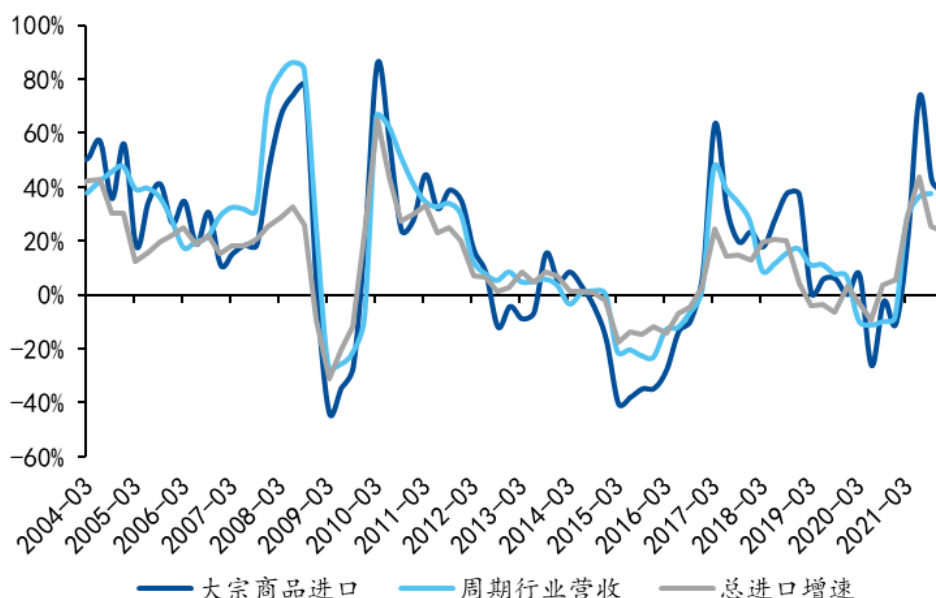


资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

6.1.3. 国内周期行业景气度与进口密切相关

国内周期行业的营收增速与进口密切相关，尤其是大宗商品进口，相关系数分别为 0.82 和 0.89，这主要是由于进口产品中大宗商品占比较高，当国内周期行业景气度较高时，对大宗商品的进口需求就会随之上升。

图 88：中国总进口和大宗商品进口与周期行业营收高度相关



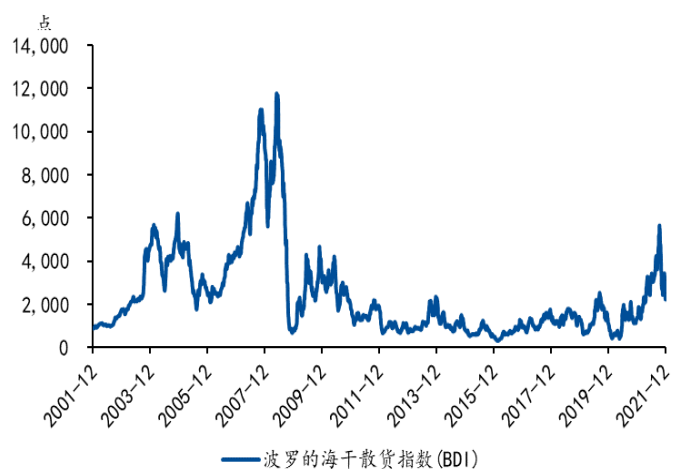
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。注：这里的周期行业主要是与大宗商品相关的石油石化、有色金属、钢铁和煤炭。

6.2. 进出口的高频数据

与进出口相关的高频数据主要为价格数据，包括波罗的海干散货指数（BDI）、中国出口集装箱运价指数（CCFI）、CRB 现货价格指数等，此外还有 Alphaliner 提供的全球集装箱运力数据和上海航运交易所提供的各主要航线的集装箱满载率

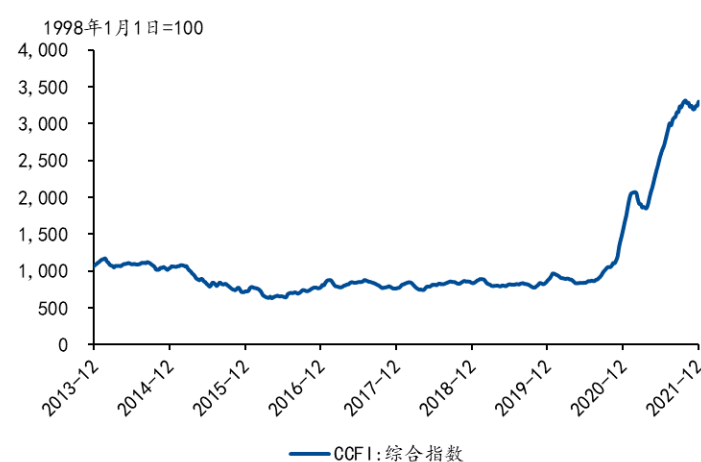
的高频数据。

图 89：BDI 日频数据衡量了外需的变动情况



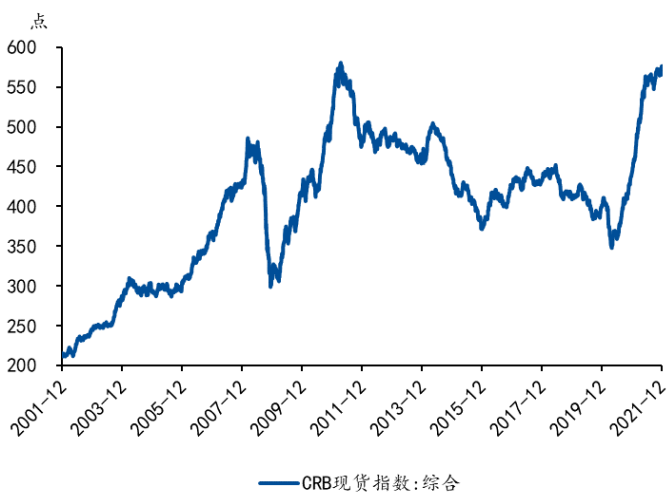
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 90：CCFI 周频数据衡量了中国出口的景气度



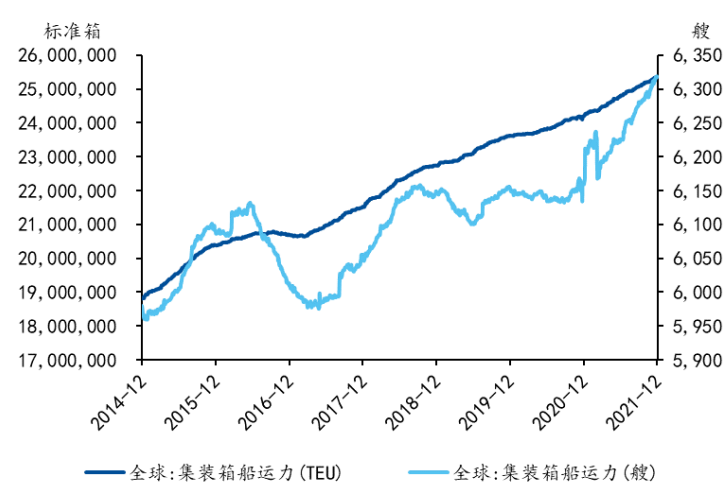
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 91：CRB 日频数据衡量的大宗价格与进口关联度较大



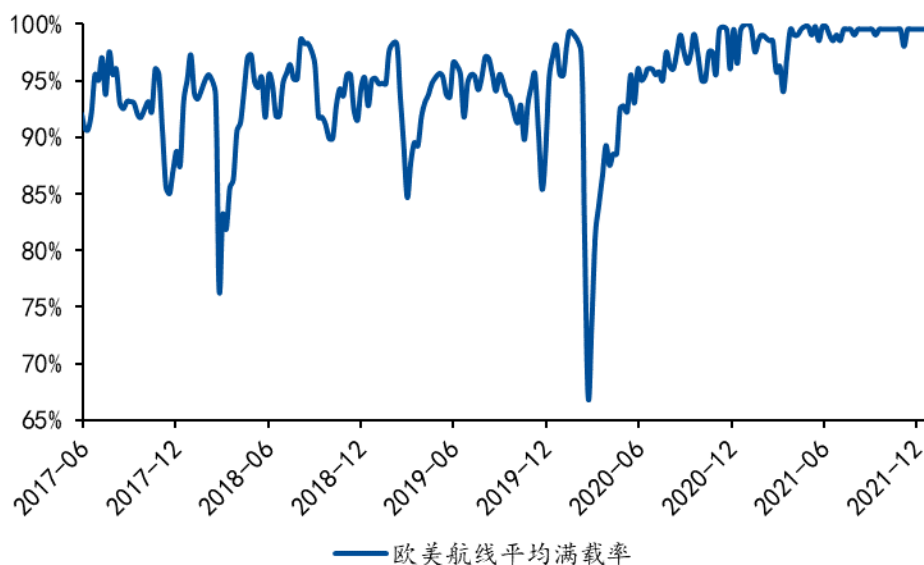
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 92：全球集装箱运力日频数据衡量了全球运力变动



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 93: 中国各主要航线集装箱满载率日频数据衡量了对各主要经济体的出口景气度

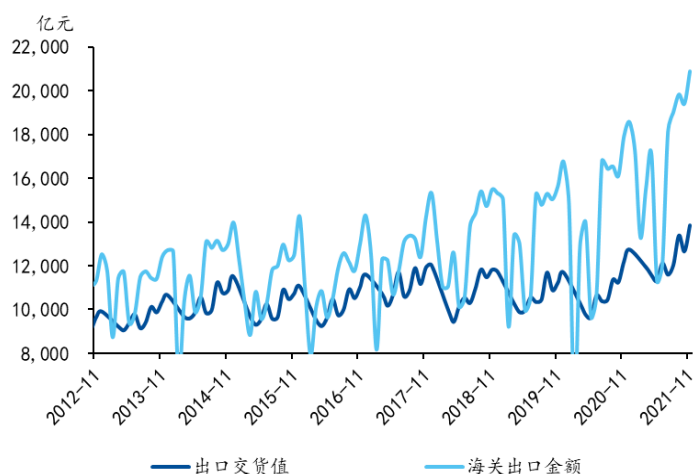


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。

6.3. 进出口的行业数据

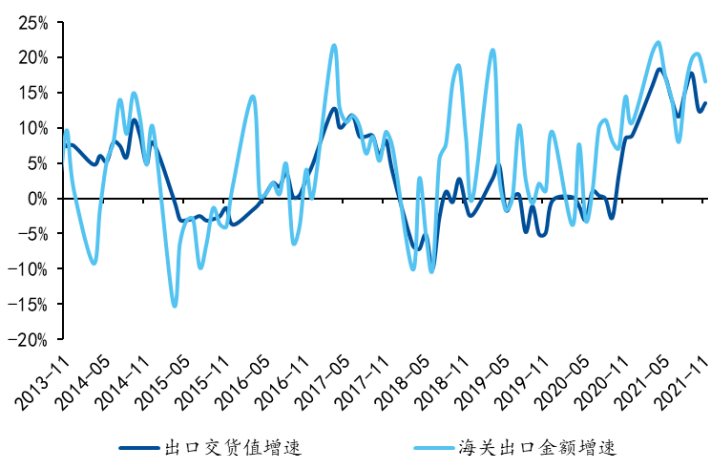
出口交货值在上文已有提及, 实际上属于工业数据, 随工业增加值数据一起公布, 但出口交货值按照行业进行划分, 共有 40 个行业和 193 个行业小类, 可以细化到每个行业的出口数据。将上述 40 个行业再进行分类, 大致可以分为电子计算机通信、电气设备、机械设备等 14 个行业, 以 2021 年 3 月至 7 月份的出口交货值为例, 电子计算机通信出口交货值占总出口交货值的 44%, 其次是电气设备和机械设备, 占比分别为 11% 和 9%。

图 94: 海关出口金额多数时间中高于出口交货值



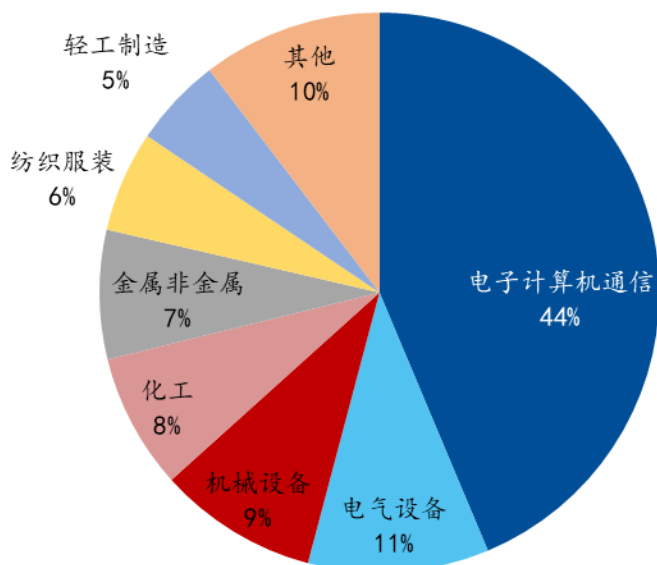
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。

图 95: 海关出口金额增速与出口交货值增速走势一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。别除了 1、2 月数据

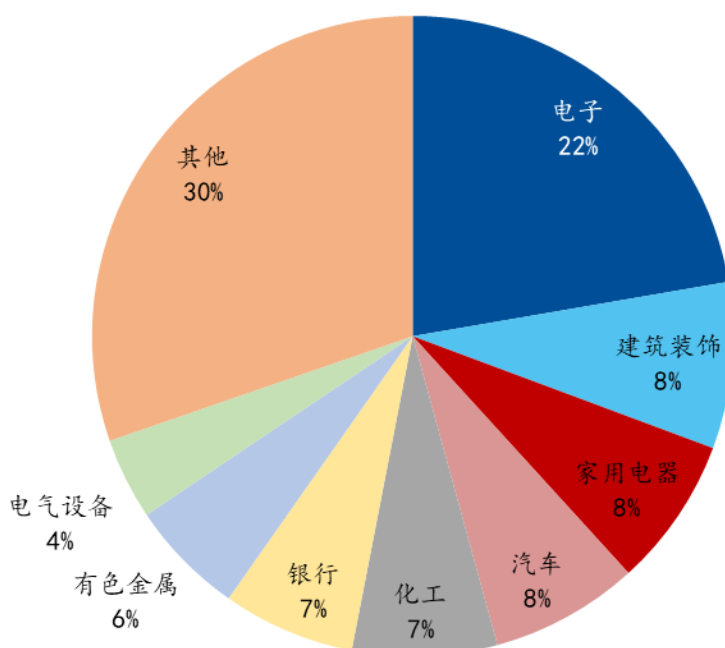
图 96：各主要行业海外营收占整个 A 股上市公司海外营收比例，电子占比最高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

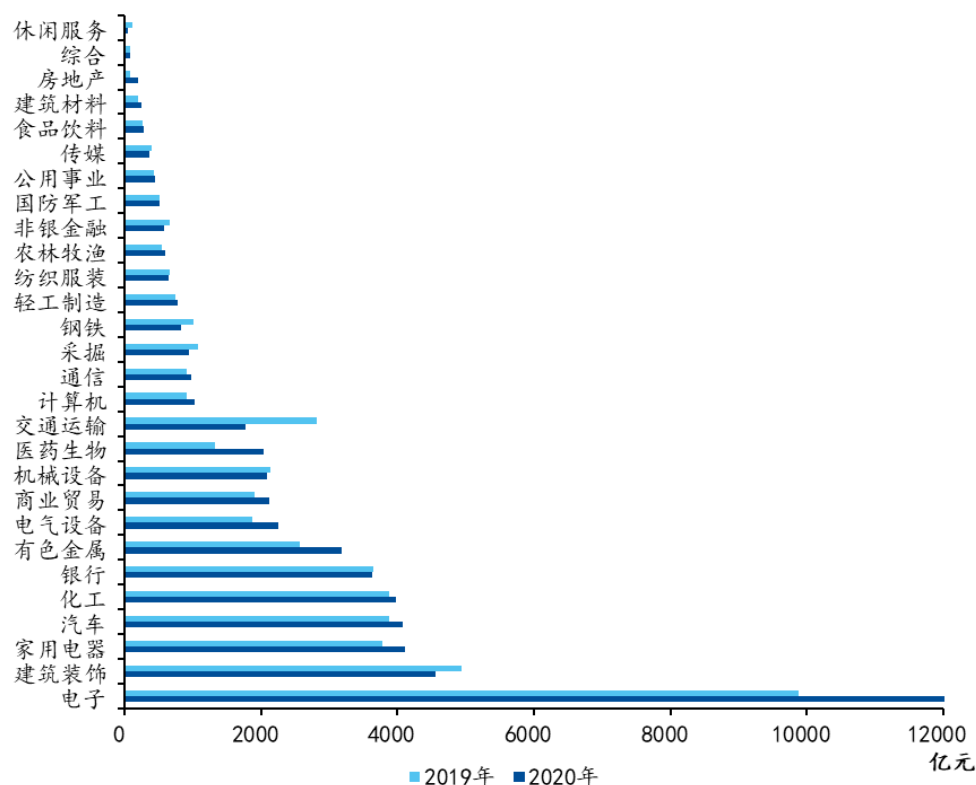
从上市公司来看，公司财报附注中一般会披露海外营收收入，据此可以计算出不同公司和不同行业的海外营收占比，进而判断该公司或该行业与出口的关联度。以 2020 年数据为例，电子、建筑装饰、家用电器、汽车、化工、银行、有色金属和电气设备八大行业的海外营收收入占整个 A 股上市公司海外营收的约 70%，其中电子行业海外营收达 12000 亿元，远超其他行业。从海外营收占比来看，电子（46%）、家用电器（36%）、纺织服装（22%）、电气设备（17%）海外营收占比最高，受出口景气度的影响也会较大。

图 97：各主要行业海外营收占整个 A 股上市公司海外营收比例，电子占比最高



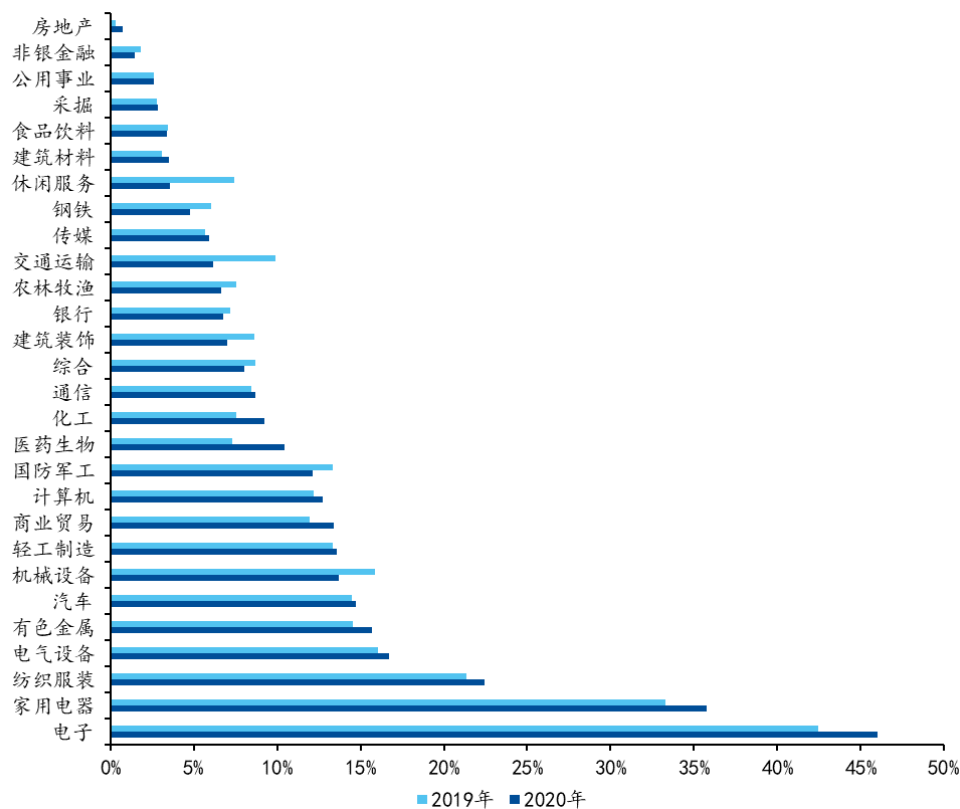
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 98：电子行业海外营收超 12000 亿元，远超其他行业



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 99：电子、家用电器、纺织服装、电气设备等行业的海外营收占比最高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

6.4. 其他微观数据

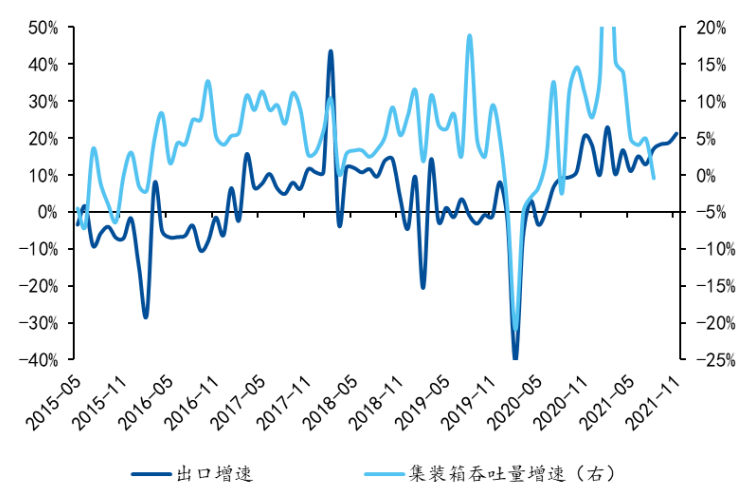
其他微观数据主要是一些港口数据，如中国月频的八大枢纽港集装箱吞吐量、美国主要港口进口集装箱吞吐量和洛杉矶港月频的集装箱进口空箱比率等。

图 100：月频的八大枢纽港集装箱吞吐量



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 101：月频的集装箱吞吐量（滞后约三个月）



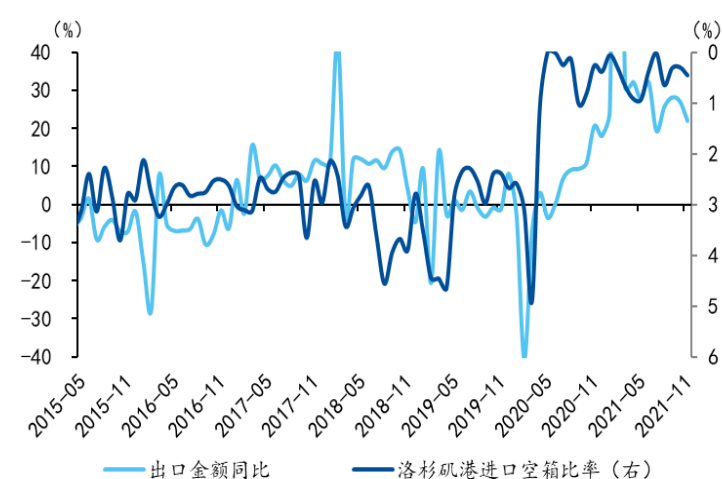
资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 102：美国月频的主要港口进口集装箱吞吐量



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 103：洛杉矶港月频的集装箱进口空箱比率



资料来源：Wind，国泰君安证券研究。

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，需在允许的范围内使用，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		