

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001

电话

邮箱

ZHONGZHENGSHENG934@PINGAN.COM.CN

薛威

投资咨询资格编号:S1060519090003

电话 021-20667920

邮箱 XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席宏观点评

疫情对中国“制造中心”冲击几何？

事项：

进入四季度，随着中国工业出口订单增加，纺织、轮胎等制造业出口明显好转，市场关注度也较高。但对于出口景气能够维持多久，市场观点出现明显分歧。

平安观点：

■ 内外疫情分化格局下，中国出口恢复早于进口

国内外疫情发展的显著分化带来了中国进出口贸易走势的明显变化。中国出口同比增速在 3 月就显著抬升，4 月即回正，6 月至今就一直维持正值，并持续上行；进口同比增速在 4、5 月分别大幅转负至-14.2%与-16.6%，后显著回升并转正，9 月更是出现两位数（13.2%）的同比增长。

在 2018 年 11 月之前，中国进口增速拐点较出口增速有 1-2 个月的领先性；而在 2018 年底之后，进口增速拐点则逐渐滞后于出口增速 1-2 个月。这与 2018 年 11 月之前，中国对全球经济的“火车头”角色，以及 2018 年 11 月之后中国对全球经济的“火车头”作用趋弱，以及疫情后中国率先复工有关。

■ 此轮回流订单主要来自哪里？

综合国别与行业数据看，中国近期出口的抬升是横跨众多领域的，并非仅限于对印度、印尼等新兴经济体中低端制造业的替代；且从替代程度上看，中国近期出口的上行更多是对欧盟、日本、英国向美国出口的替代所带来的。这与近几个月来欧洲疫情的飙升也相对应。至少从数据上来看，中美进出口贸易的“脱钩”并未看到，将供应链迁出中国也多是“雷声大雨点小”。

■ 中国出口景气能够维持多久？

中国出口在 2020 年一季度大幅回落后，呈现出明显的“分层递进”效应。率先复苏且恢复力度最强的就是医疗卫生相关的“第一层次行业”；居家生活领域作为“第二层次行业”，其出口是第二批复苏的；其他受疫情冲击的行业，即“第三层次行业”之后接过接力棒，在今年三季度增速持续上行。

短期看，中国在第一和第二层次行业的出口增速会在年内继续温和下行，但在海外疫情蔓延的背景下仍能维持正增长，第三层次行业的出口在四季度美欧疫情反弹背景下增速或将放缓。若 2021 年年中能够实现国际范围疫苗的大规模接种，那么中国出口增速将在 2021 年上半年触顶，之后逐渐下行，且 2021 年下半年在高基数作用下将会进一步压制出口同比数据。但是，也需要关注中国营商环境优化与制造业竞争力仍强带来的韧性。

一、前言

进入四季度，随着中国工业出口订单增加，纺织、轮胎等制造业出口明显好转，市场关注度也较高。但对于出口景气能够维持多久，市场观点出现明显分歧。

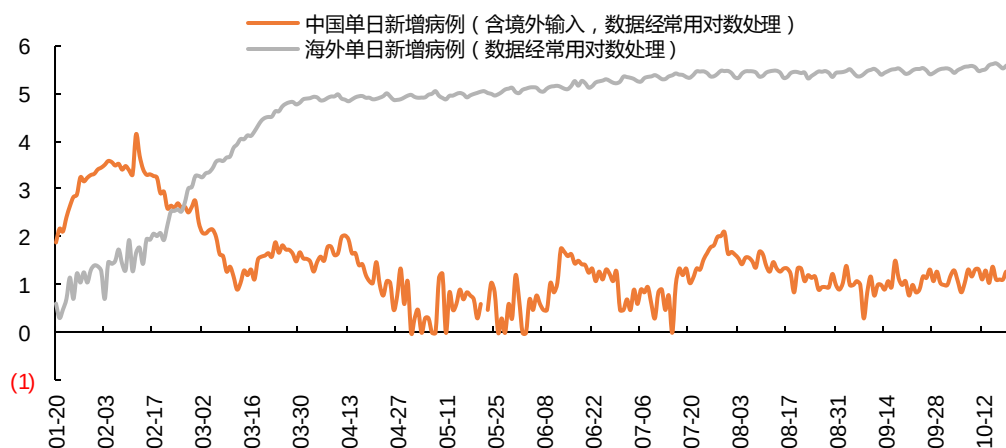
既有市场人士认为，这是印度及部分东盟国家受疫情冲击产能利用率下挫的短期替代效应，一旦这些国家的疫情显著缓解，这些订单又会重新流出，意外的“惊喜”只会是短暂的“惊喜”。也有部分市场观察者认为，近期出口复苏是中国制造业供应链韧性的体现，未来中国的出口竞争力仍然很强，“制造中心”地位仍然稳固。

对此，我们将从出口、产业链两个角度来探讨这一问题。

二、内外疫情分化，中国出口恢复早于进口

2020年新冠疫情爆发后，中国与海外在短短一个季度内发生了显著的疫情分化。中国经历了1月-2月中短暂的疫情上升期后，在严格封锁与协同抗疫之下，中国疫情在2月下半月开始明显好转，进入3月后，疫情基本可控；虽零星有地区出现局部疫情，但均很快得到控制；持续面临的境外输入病例也得到了有效管控。但是，海外疫情从1月下半月出现后，2月中旬之前尚未大规模爆发，但在2月下旬之后就迅速蔓延，单日新增病例数也很快超过国内，并于3月中旬达到日增万例的状态，4月初则进入日增十万例的水平，近期单日新增病例数更是达到接近40万的程度。

图表1 中国与海外单日新增病例数对比（用对数 LOG10(X) 进行平滑处理）



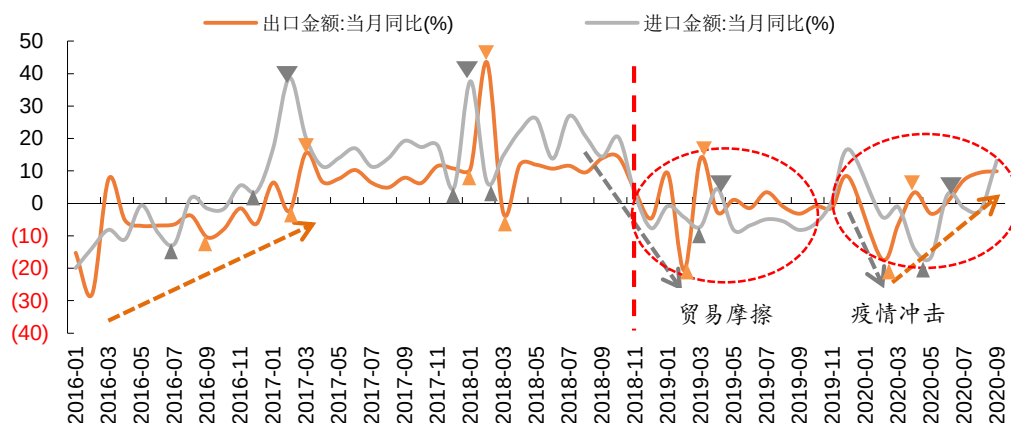
资料来源：WIND，平安证券研究所

国内外疫情发展的显著分化带来了中国进出口贸易走势的明显变化。2020年1-2月，国内疫情爆发后一些国家严格限制与中国之间的人员与物资流动，加上国内在1月下旬-2月实行严格封锁，导致年初中国进出口增速均明显下挫，其中出口同比下滑17.1%，进口同比下滑4.0%。

但是，随着国内外疫情发展的分化，中国疫情得到控制后，复工复产迅速推进，出口需求也得到一定程度的恢复；海外疫情则从欧美国家逐渐蔓延至新兴市场，导致众多海外经济体在 3-5 月实行封锁，生产生活受到极大干扰，这导致了对中国出口的替代性需求有所抬升，进一步加快了中国出口的恢复。同时，中国进口在海外疫情蔓延以及前期国内经济下滑的滞后影响下，在 4-5 月大幅下行，之后随着国内经济企稳与海外疫情阶段缓和逐渐有所回升。疫情错位反映到外贸数据上就是，中国出口同比增速在 3 月就显著抬升，4 月即回正，6 月至今一直维持正值，并持续上行；进口同比增速在 4、5 月大幅转负至 -14.2% 与 -16.6%，后显著回升并转正，9 月更是出现两位数（13.2%）的同比增长。

观察 2016 年至今的中国进出口同比增速数据，可以发现 **在 2018 年 11 月之前，中国进口增速拐点较出口增速有 1-2 个月的领先性；而在 2018 年底之后，进口增速拐点则逐渐滞后于出口增速 1-2 个月。**出现上述情况的原因如下：在 2018 年 11 月之前，全球经济处于常态，即中国的需求领先全球的需求，中国经济的“火车头”角色决定了中国的进口（内需）恢复快于出口（外需），这表现为中国的进口拐点早于出口拐点出现；而在 2018 年 11 月之后，全球经济受到中美贸易摩擦的扰动，中国在全球经济中的“火车头”作用趋弱，之前进口拐点早于出口拐点的特征开始趋弱。加上 2018-2019 爆发的中美贸易摩擦率先带来外需大幅下行，之后才对中国经济产生滞后负面冲击，所以 2019 年中国出口增速的拐点开始领先进口增速的拐点出现。而 2020 年新冠疫情之下，中国复工复产的积极推进，叠加疫情之下医疗物资的出口迅速攀升，导致中国出口恢复的拐点在 3 月出现，而进口恢复的拐点在 5 月出现。我们认为，不同于此前“先内（需）后外（需）”的逻辑，当前“先外（需）后内（需）”的逻辑在更大程度上发挥着作用。

图表2 中国进口与出口金额月度同比走势



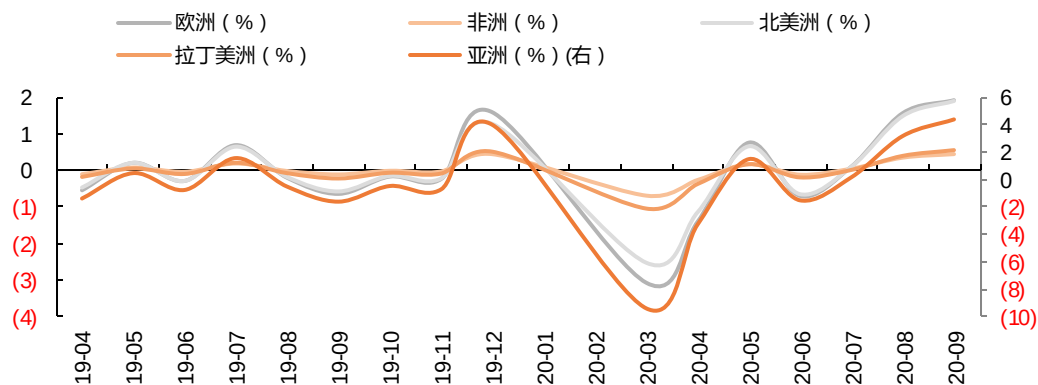
资料来源：WIND，平安证券研究所

三、此轮回流订单主要来自哪里？

从中国对各洲别出口的月度数据看，中国对北美、欧洲以及非洲的出口同比增速恢复较快，而对亚洲与拉美的出口同比增速恢复偏慢。由于对非洲出口占中国总出口比重较低，尽管增速回升较快，但拉动作用有限；所以，主要是北美与欧洲的需求上行带动了中国出口同比增速的抬升。

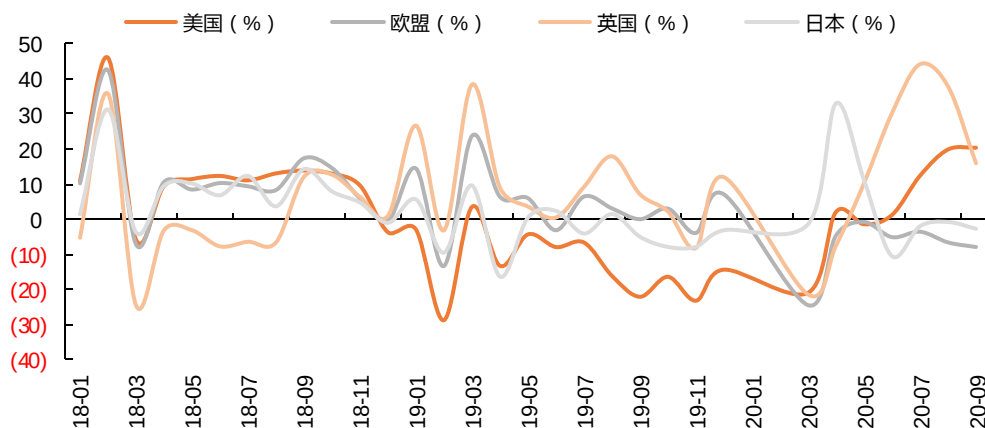
分国别看，在主要发达经济体中，中国对美国与英国的出口同比增速较快，其中对美出口的月度同比在 8-9 月上行至 20% 以上，对英出口增速也回升至 15% 以上，其中 7-8 月甚至升至 40% 左右的水平；相较而言，中国对欧盟与日本的出口增速并未出现显著改善。

图表3 对北美、欧洲与亚洲的出口对我国出口拉动率更高（按中国海关口径）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 中国对美国与英国出口同比增长较快（按中国海关口径）



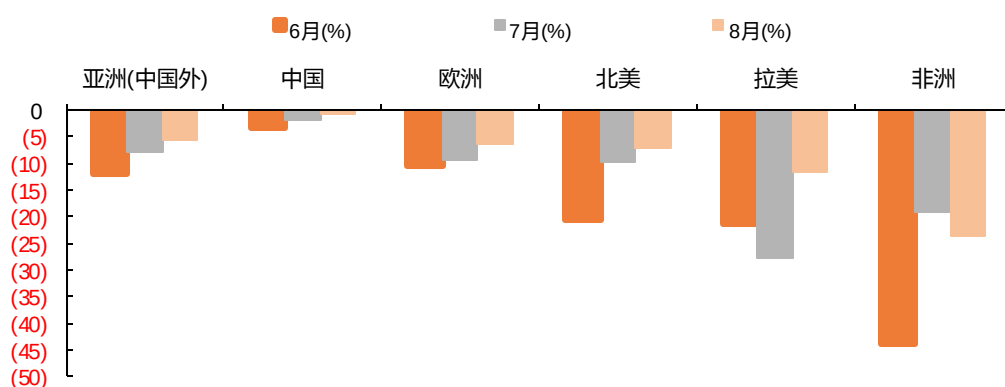
资料来源：WIND，平安证券研究所

以美国为例，美国自华进口的同比增速趋于稳定，并未出现明显波动，自亚洲（中国以外）与欧洲的进口增速波动大于自华进口，但显著小于美国自北美与拉美的进口波动，而美国自非洲的进口增速波动最大。

由于新冠疫情的冲击，美国进口整体增速显著为负，分月度看，美国自亚洲（中国以外）、中国、欧洲、北美进口的月度同比逐月回升；另外，美国自拉美进口的月度同比在 7 月达到最大规模的负增长，8 月显著收窄；美国至非洲进口的月度同比虽然在 7 月显著好于 6 月，但 8 月再度转差。

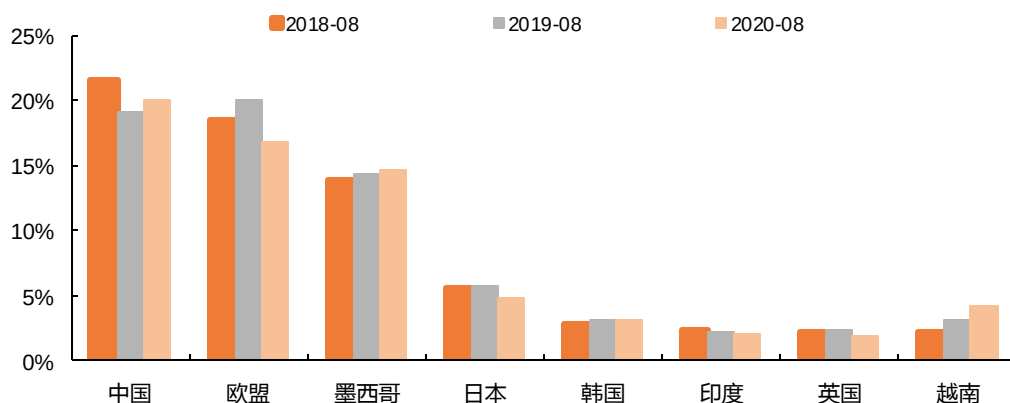
分国别看，观察美国自各国进口规模占美国总进口规模的比重可以发现，在 2019 年 8 月的美国自各国进口占比中，仅有中国与印度低于 2018 年 8 月的水平，欧盟、墨西哥、日本、韩国、英国、越南均有所上行。而在 2020 年 8 月，除了中国与越南明显较 2019 年 8 月水平更高之外，仅有墨西哥小幅上行，其他经济体均显著回落，其中欧盟、日本与英国回落最为明显，而印度与韩国回落程度偏小。

图表5 美国自华进口恢复迅速（数据为美国口径：当月同比）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 美国自中国进口占比明显上行（数据为美国口径）

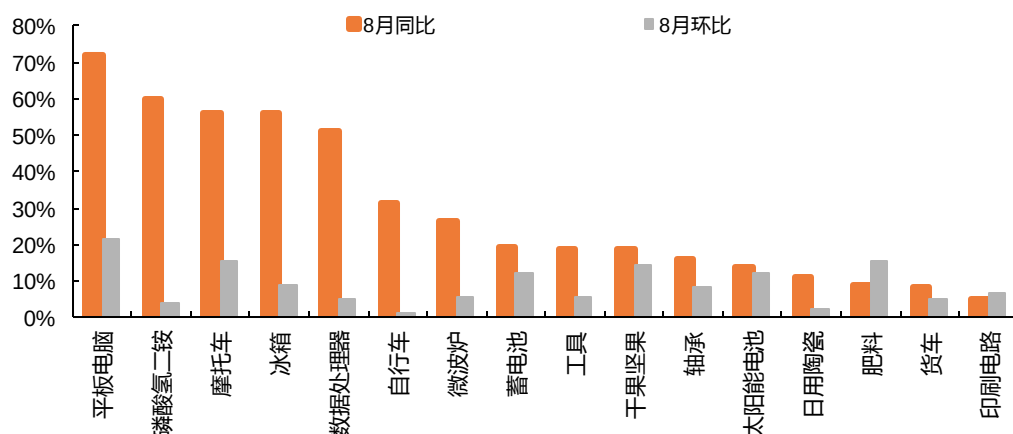


资料来源：WIND，平安证券研究所

基于上述分析可以看出，中国近期出口的好转贡献主要源于对美国、英国的出口，其中对美出口贡献最大。而美国从欧盟、日本、英国进口减少规模较大，从印度、韩国进口也有一定程度的减少，美国自中国与越南的进口比重则有所增加。另外可以发现，在疫情冲击之前，美国自中国进口的占比有所下降；而在疫情冲击之后，美国自中国进口的占比再度回升。至少从数据上来看，中美进出口贸易的“脱钩”并未看到，将供应链迁出中国也多是“雷声大雨点小”。

分行业看，基于数据的可得性（最新细分数据公布到 8 月，仅有少数细分行业公布 9 月数据），中国在电子、电池、化工化肥、交通设备、家电、机械、陶瓷等领域在 8 月的出口不仅在环比上取得了显著上涨，而且在同比上也获得了较大程度的提升。若仅按 8 月环比数据看，除了电子、电池、化工化肥、交通设备、家电、机械、陶瓷等领域之外，还有半导体、金属制品、药材、纺织原料以及众多中间品获得了显著的正增长。

图表7 中国 8 月出口同比与环比均显著为正的细分行业一览



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 中国 8 月出口环比增速在 5%以上的细分行业一览

行业	环比	行业	环比	行业	环比
游戏机	53%	帽类	17%	吸尘器	10%
染料	46%	手表	16%	阀门	9%
磷酸二氢铵	40%	摩托车	16%	冰箱	9%
集装箱	36%	电动摩托车	16%	轴承	8%
硫酸铵	33%	肥料	15%	纺织原料	8%
LED 显示屏	33%	机床	15%	钨品	7%
车用发动机	32%	广播设备	15%	卷烟	7%
烟花	26%	干果坚果	14%	液晶电视机	7%
平板电脑	22%	锂电池	13%	印刷电路	7%
制盐	20%	太阳能电池	12%	铝材	6%
摄像机	19%	蓄电池	12%	微波炉	6%

贵金属	19%	电动汽车	12%	化妆品	6%
压缩机	19%	相机	12%	工具	6%
化纤	18%	内燃机摩托车	10%	中药材	6%
纯电动乘用车	18%	乘用车	10%	货车	5%
洗衣机	17%	液晶监视器	10%	数据处理器	5%

资料来源：WIND，平安证券研究所

综合国别与行业数据来看，中国近期出口的抬升是横跨众多领域的，并非仅限于对印度、印尼等新兴经济体中低端制造业的替代；且从替代程度上看，中国近期出口的上行更多是对欧盟、日本、英国向美国出口的替代所带来的，这与近几个月来欧洲疫情的飙升也相对应。

四、中国出口景气能够维持多久？

若将出口增长较快的领域按照需求划分，可以将疫情下受刺激增长的医疗卫生需求（包括 HS：30 药品、34 洗涤剂等、90 医疗设备及零件等）作为疫情直接带动的产业，我们将其称为“第一层次行业”；将疫情下间接受刺激增长的居家生活需求（包括 HS：49-67 书刊衣帽鞋等、71 珠宝首饰、85 电机电气音像设备、92 乐器、94 家具、95 玩具游戏）作为疫情间接带动的产业，我们将其称为“第二层次行业”；将其他受疫情冲击需求的其他行业综合在一起，称为“第三层次行业”。

按此划分可以明显发现，中国出口在 2020 年一季度大幅回落后，呈现出明显的“分层递进”效应。率先复苏且恢复力度最强的就是医疗卫生相关的“第一层次行业”，其出口同比增速在二季度一直维持在 20% 以上的高位，虽然在三季度有所下行，但 9 月仍处于 14% 以上的水平，是此轮出口好转的第一动力；而作为“第二层次行业”的居家生活领域的出口，虽然其 5 月之前表现偏弱，但之后几个月增速明显上行至 7 月的 13.3%，之后虽有回落，但 9 月仍达到 9.3% 的增速；而其他受疫情冲击的行业，即“第三层次行业”的增速直到 7 月才告别负增长，之后便接过接力棒，在三季度增速持续上行，并于 9 月达到年内最高的 10.2%，超越了“第二层次行业”，直逼“第一层次行业”。

图表9 二季度以来，中国出口呈现明显的“分层递进”效应

— 医疗卫生 (%) — 居家生活 (%) — 其他 (%)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1782

