

宏观研究/专题研究

2020年10月27日

易峘 SAC No. S0570520100005
 研究员 SFC No. AMH263
 evayi@htsc.com

朱洵 SAC No. S0570517080002
 研究员 021-28972070
 zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：就业——政策锚及估算》2020.06
- 2 《宏观：疫情下的库存：从被动积压去往何方？》2020.06
- 3 《宏观：可选明显改善，必选维持景气》2020.05

中国出口：强者或将更强

我国出口的强韧性成为今年经济亮点之一，超出几乎所有机构在上半年的预期（据 Wind 一致预期与实际值的对比）。上半年全球贸易受到较大冲击，而我国出口二季度后迅速修复，以美元计价，今年第三季度出口同比增速均值为+8.9%，9月出口额同比增长近10%。这与全球贸易双位数的同比萎缩形成强烈对比。国内生产重启后，4-9月我国贸易顺差较去年同期明显扩大、三季度较二季度环比上升。今年前三季度净出口对GDP增速的贡献率（均值）升至14.7%。

近期，出口高频指标大幅走强，预示四季度我国出口增长可能再创年内高点、甚至可能成为过去几年的高点。目前欧美整体消费需求不弱，而正值4季度出口旺季，“中国制造”是今年最有能力承接圣诞节出口订单的产业链。目前出口运价指数、港口吞吐量等高频指标大幅走强，综合一系列数据迹象判断，不排除今年4季度出口同比两位数增长的可能性。

分解今年出口持续超预期的原因，除了医疗物资加大出口供给外，全球疫情肆虐下，中国产业链的完整性和稳定性也大幅拉动中国出口份额上升。在WTO口径下，2019年1-7月中国出口占全球总量的比例为13.8%，而今年1-7月为15%、7月单月为15.5%，从中国和主要发达经济体8-9月出口同比增速对比来看，整个三季度这一占比或将上升更多。贸易份额上升对今年1-7月我国出口增速的边际贡献约7.8个百分点，在一定程度上对冲了全球贸易总量萎缩的负面影响。

此外，中国主要出口门类对应的海外消费需求，也最直接受益于欧美发达国家财政刺激的“外溢效应”——尽管面临疫情影响需求和美国提高部分产品关税的双重影响，但中国对美国出口同比增速在今年第三季度仍大涨18%、对美贸易差额累计同比从今年上半年的-13.8%收窄至-1.2%。今年二三季度，疫情补贴/失业救济等财政转移支付显著拉动了美国居民收入增速，托底必选消费、并带动可选消费加速修复。往前看，今年以来发达国家居民储蓄率上行，风险偏好正逐渐好转，而疫情对高净值人群财富冲击有限，其总体消费增长及由中国进口的需求有望得到支持。

我国在全球贸易份额中的占比提高未必能一直持续，但我们判断，全球外贸总量有较大的回补空间，且中国出口全球占比难言很快回落至疫前水平。我们判断接下来2-3个季度出口增速仍可能“居高不下”。同时，受海外二次疫情叠加财政补贴效应影响，三季度以来外需修复速度明显快于海外生产恢复节奏，海外供需缺口扩大；部分海外中低端制造业产能退出后短期难以恢复，我国有望成为一些商品的主要供应商。

出口“强者更强”，将支撑中国总需求增长进一步修复。往前看，我们预计地产投资或有边际回撤，但Q4出口增长可能再上台阶，内需当中以汽车为代表的可选消费/体验式消费、制造业转型升级、以及服务业产业回补有望进一步推高总需求增速，整体增长结构更为均衡；我们对四季度的同比及环比总需求增长仍持乐观态度。

风险提示：疫情二次高峰对海外经济生产、需求的影响程度超预期。

正文目录

出口一再超预期、成为今年我国经济增长亮点	3
今年出口的韧性受益于哪些要素?	5
医疗物资出口大幅增加	5
全球疫情肆虐下，中国产业链的完整性和稳定性大幅拉动出口份额上升	6
三季度以来，海外经济基本面回升，支撑经贸活动复苏	7
我国主要出口门类直接受益于发达国家财政刺激的“外溢效应”	9
出口“强者更强”，预计内外需双驱动支持总需求进一步修复	11
风险提示	12

图表目录

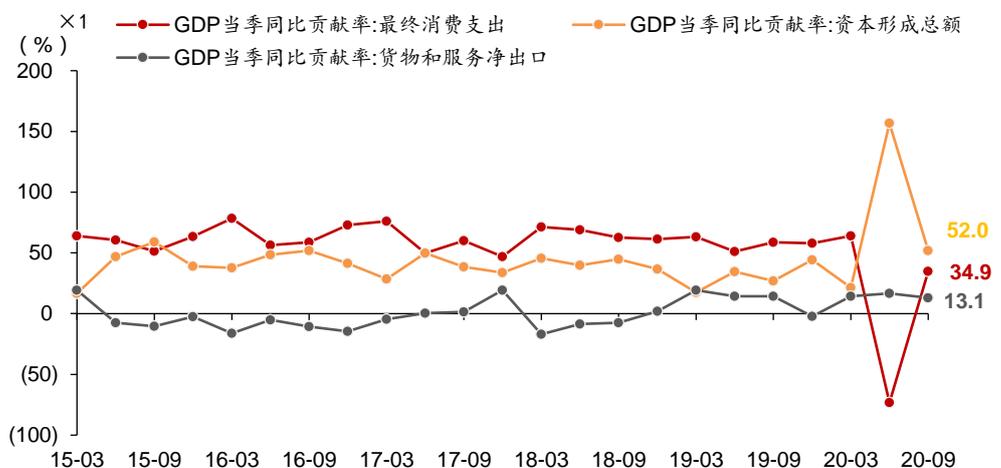
图表 1: 今年前三个季度，净出口对 GDP 增速的贡献率平均达到 14.7%	3
图表 2: 二季度以来中国在全球贸易中的占比全面提高	4
图表 3: 1-7 月全球出口同比萎缩 11.9%，份额占比的提升使得中国出口保持相对韧性	4
图表 4: 海外疫情爆发以来，防疫物资成为拉动中国出口的重要动力	5
图表 5: 海外疫情的首轮高峰是 4 月份，二季度海外医疗防疫物资需求大增	5
图表 6: 各类主要防疫物资对中国出口的同比拉动率（百分点）	6
图表 7: 中国生产重启明显快于海外主要国家	6
图表 8: 除防疫物资、消费电子外，纺织、家具等低端制造业产品出口同样表现强势	7
图表 9: 主要汽车出口国占全球份额（HS 分类二位码 87 条目）	7
图表 10: 主要家具出口国占全球份额（HS 分类四位码 94 条目）	7
图表 11: 美国零售数据恢复较好	7
图表 12: 韩国 9 月份出口金额环比表现已超过往年同期水平	7
图表 13: 不仅是对美国，我国对欧盟、东盟、韩国等地的出口均在复苏	8
图表 14: OECD 9 月经济展望上修 2020 年全球经济增速	8
图表 15: IMF 10 月经济展望上修 2020 年全球经济增速	8
图表 16: 7-9 月中国对美出口的高增长，带动对美贸易差额降幅大幅收窄	9
图表 17: 2020 年 1-8 月中国对美国出口商品结构与增速	9
图表 18: 2020 年 1-8 月中国从美国进口商品结构与增速	9
图表 19: 疫情补贴/失业救济等财政转移支付显著拉动了 4-8 月美国居民收入增速	10
图表 20: 受益于财政刺激的外溢性，美国必选消费得到托底、可选消费也在加速修复	10
图表 21: 我国出口高频指标大幅走强	11
图表 22: 中国出口运价指数连续上行	11
图表 23: 美国新屋销售的回暖与我国对美出口的改善有较强正相关性	12

出口一再超预期、成为今年我国经济增长亮点

今年上半年，受新冠疫情冲击，在全球需求萎缩、生产供给能力不足、疫情疾控政策影响物流等多方面因素共振下，全球贸易活动一度受到较大冲击；对应的，在今年二季度，对于我国出口可能承受较大下行压力的议题受到较高关注。但从4月份以来，我国出口迅速从一季度的“深坑”当中修复，连续多月表现强于预期（对比基准为 Wind 一致预期），尤其是三季度以来，出口贸易修复进一步加快。

根据中国海关数据，以美元计价，今年一季度我国出口累计同比-13.4%；上半年累计同比修复到-6.2%；前三季度累计同比已修复到-0.8%；7月~9月，出口同比增速分别为+7.2%、+9.5%和+9.9%，出口的强韧性成为经济亮点之一。三季度我国 GDP 不变价增速回升到+4.9%，今年前三个季度，净出口对 GDP 增速的贡献率平均达到 14.7%；在消费累计增速仍在负增长区间的背景下，净出口的超预期对经济增长贡献良多。

图表1：今年前三个季度，净出口对 GDP 增速的贡献率平均达到 14.7%

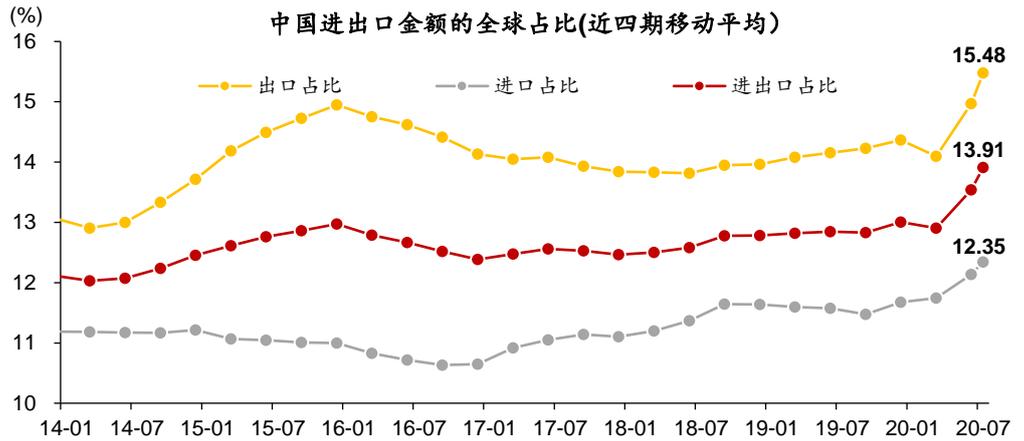


资料来源：ITC，华泰证券研究所

我们认为，这一方面是因为主要经济体在努力恢复正常经济活动——三季度欧美国家新冠疫情新增病例整体回落，外需呈现向好预期；另一方面，国内的企业生产、社会生活都基本恢复到往年正常水平，部分行业产能甚至呈现补偿式回升，体现出强大的生产供应能力，医疗防疫物资、消费电子、设备制造等行业表现较为突出，较为完善的产业链供给能力使得我国占据了更大的全球贸易份额。

在 WTO 口径下，以美元计价，2019 年 1-7 月中国出口占全球总量的比例为 13.8%；2019 全年为 14.4%；2020 年 1-7 月这一比例小幅上至 15%。分季度看，今年二季度以来，我国出口贸易份额上行较为明显。以近四个季度移动算术平均值衡量，在一季度中国疫情较为严重的时期，中国出口占全球比例下滑至 14.1%，而二季度则升至 15%，略微超过 2015 年四季度的峰值；今年 7 月份（当月）该比例进一步上升至 15.5%。我国进口份额同样呈现二季度以来逐渐提升的趋势。在我国进口、出口占全球比例双双提升的背景下，以近四个季度移动平均值衡量，今年二季度我国进出口贸易总额占全球比例达 13.5%；7 月份进一步上升至 13.9%。

图表2：二季度以来中国在全球贸易中的占比全面提高

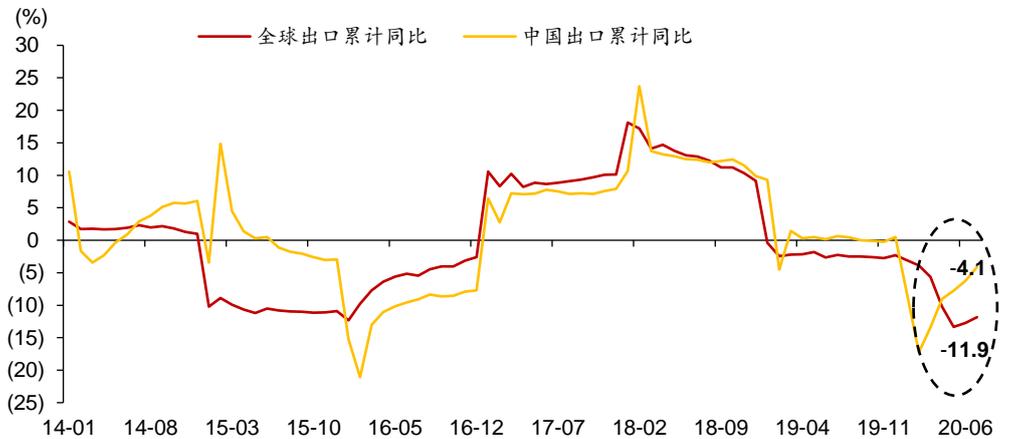


注：1、先计算各期中国进（出）口金额的当期全球占比，再取近四期的算术平均值；2、由于WTO国际贸易统计数据最新只公布至2020年7月份，所以我们的最后一期数值为2020年7月份当月占比，其他各期均为当季占比

资料来源：WTO，华泰证券研究所

我国出口占全球比例的提升，一定程度上对冲了全球贸易总量萎缩的负面影响。根据WTO数据，今年1-7月，全球贸易金额累计同比下降11.9%。我们测算，若维持去年同期的贸易份额，我国1-7月出口累计增速将在-4.1%左右（2019年1-7月我国出口累计同比+0.6%）；对比实际表现，我国贸易份额的提升，对今年1-7月出口增速的边际贡献为约7.8个百分点。考虑8-9月我国出口增速（美元计价）均有接近两位数增长，而同期美国、欧元区、日本出口增速均仍有两位数左右的负增长、差距较大，整个三季度，我国在全球出口份额中的占比或将上升更多。

图表3：1-7月全球出口同比萎缩11.9%，份额占比的提升使得中国出口保持相对韧性



注：出口金额均为美元计价

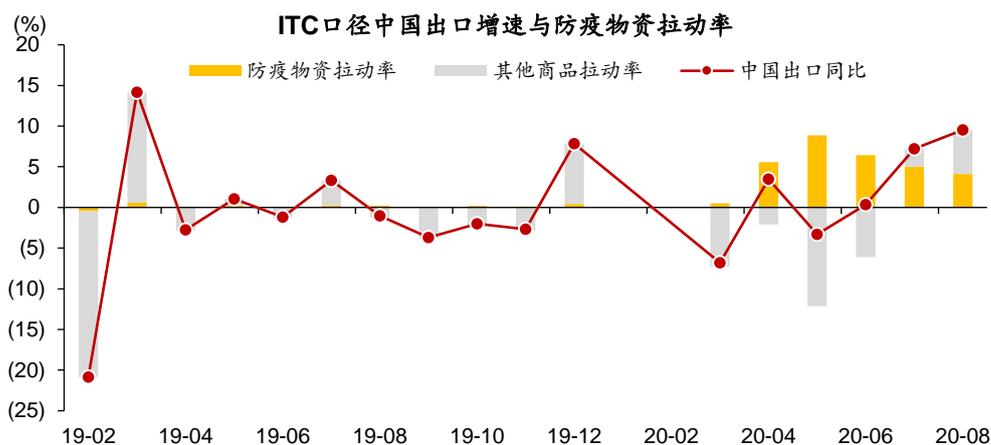
资料来源：WTO，华泰证券研究所

今年出口的韧性受益于哪些要素？

医疗物资出口大幅增加

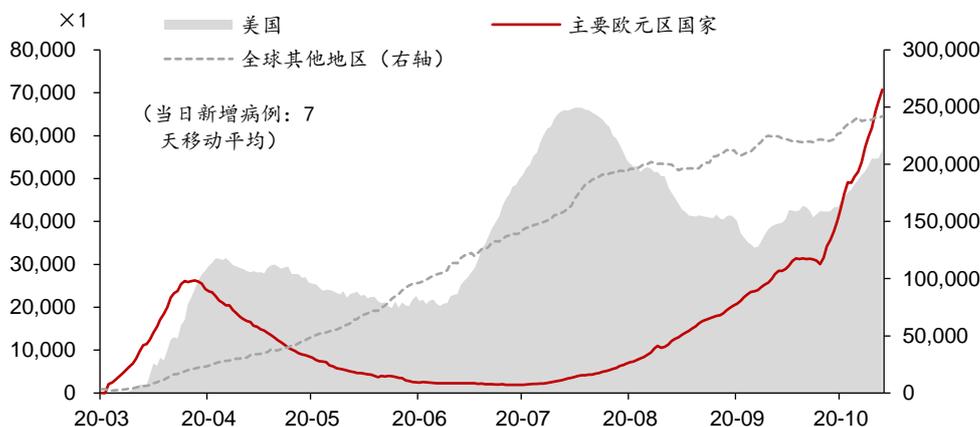
今年4月以来，随着全球范围内疫情呈现蔓延态势、口罩/呼吸机等医疗物资需求量大，而较多国家由于本国生产供应链不完善，并不能满足自身需求，只能通过进口来保障供给；医疗防疫物资对我国出口增速的拉动率明显提高。今年4至6月，受海外经济明显下行冲击、外需低迷影响，除防疫物资外的其他商品对我国出口的同比拉动率大幅转负，但防疫物资需求不降反升。在ITC分类口径下，包括口罩等人工纺织品、防护服在内的53类防疫物资，成为拉动二季度我国出口的重要动能。7-8月份，各国逐渐复工复产，防疫物资需求有所下降，其他商品需求上升、对我国出口的拉动率由负转正，但防疫物资对我国出口仍有正向拉动。

图表4：海外疫情爆发以来，防疫物资成为拉动中国出口的重要动力



资料来源：ITC，华泰证券研究所

图表5：海外疫情的首轮高峰是4月份，二季度海外医疗防疫物资需求大增



资料来源：Wind，华泰证券研究所

具体来看，口罩等易耗品仍是防疫物资出口增长的主要贡献来源。进一步拆分防疫物资大类，可以发现口罩等人工纺织品的贡献率领先其他物资较多。更具耐用品属性的呼吸机、空气净化设备等医疗器械的拉动率则相对较低。从商品属性上看，口罩等易耗品需持续消耗，需求量与疫情发展阶段密切相关。在10月以来，全球新增确诊人数高居不下、欧洲二次疫情高峰感染人数已超过4月份的背景下，我国偏易耗品属性的医疗物资出口可能具有一定韧性。

图表6： 各类主要防疫物资对中国出口的同比拉动率（百分点）

商品类别	HS6位编码	8月	7月	6月	5月	4月	3月
防疫物资总计	-	4.13%	5.03%	6.45%	8.86%	5.58%	0.52%
口罩等人工纺织品	630790	2.24%	2.85%	3.75%	6.37%	4.14%	0.34%
防护服	621010	0.64%	0.79%	1.08%	0.82%	0.38%	0.02%
其他塑料制品	392690	0.26%	0.23%	0.15%	0.11%	0.11%	0.02%
塑料手套	392620	0.25%	0.21%	0.23%	0.16%	0.03%	0.00%
呼吸机	901920	0.08%	0.20%	0.28%	0.21%	0.11%	0.01%
医用消毒剂	380894	0.13%	0.19%	0.23%	0.18%	0.10%	0.01%
橡胶手套	401519	0.10%	0.09%	0.09%	0.06%	0.03%	0.00%
免疫药剂	300215	0.03%	0.08%	0.15%	0.24%	0.08%	0.02%
空气净化设备	842139	0.06%	0.07%	0.08%	0.06%	0.11%	0.08%
测温计	902519	0.06%	0.07%	0.11%	0.25%	0.14%	0.02%
诊断试剂	382200	0.06%	0.06%	0.06%	0.11%	0.13%	0.06%
监护仪器	901819	0.03%	0.05%	0.06%	0.08%	0.04%	0.00%
外科医疗设备	901890	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.02%	0.00%
塑料袋与包装	392329	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%
药棉、纱布、绷带等	300590	0.01%	0.02%	0.03%	0.02%	0.01%	-0.01%
护目镜	900490	0.07%	0.02%	0.03%	0.07%	0.03%	-0.01%
导管	901839	0.01%	0.02%	0.03%	0.04%	0.02%	0.00%
酒精（浓度80%及以上）	220710	0.00%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.00%

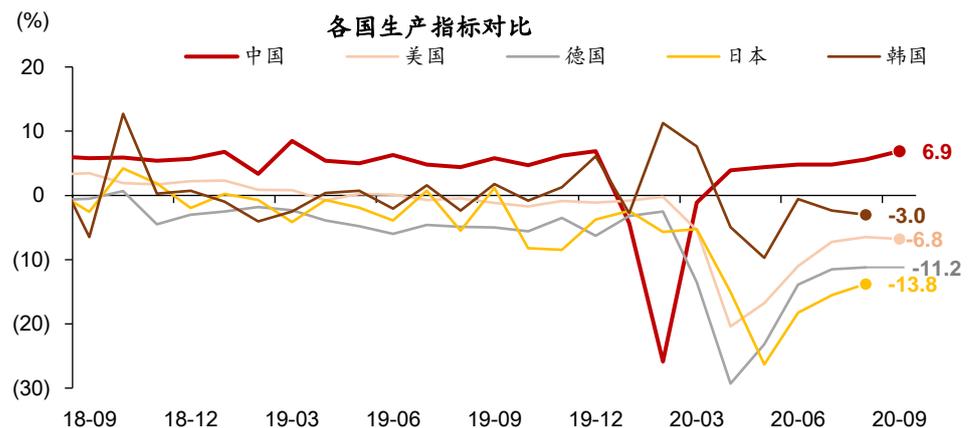
注：标粉色商品为易耗品属性，标黄色商品为耐用品属性

资料来源：ITC，华泰证券研究所

全球疫情肆虐下，中国产业链的完整性和稳定性大幅拉动出口份额上升

但在国内组织有序的抗疫工作应对下，3月以来，国内主要工业企业已先后复工复产，国内原发疫情几乎未出现过大规模的二度爆发。而海外主要经济体疫情大都是3月份开始集中爆发，各国的疫情防控措施效力不一，海外工业生产受影响的持续时间、冲击程度均要大于我国。

对比各国工业生产指标，我国工业增加值同比自2月触底之后快速反弹，在4月回归正增长，目前已基本恢复到疫情前水平。而海外主要经济体工业生产指数同比普遍仍为负增长（截至8~9月各国数据）。受二次疫情的影响，三季度以来，外需修复速度明显快于海外生产恢复节奏，海外的供需缺口在扩大。

图表7： 中国生产重启明显快于海外主要国家


注：中国数据为工业增加值当月同比，其余国家数据均为工业生产指数当月同比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

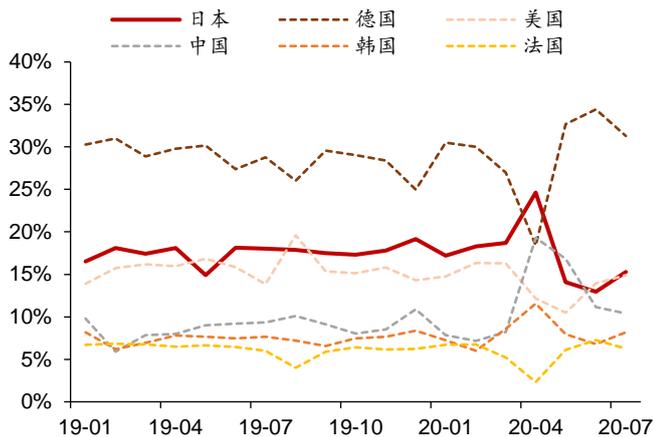
全球疫情肆虐下，中国产业链的完整性和稳定性大幅拉动出口份额上升。由于其他国家生产能力尚未恢复，部分贸易需求的生产订单可能转移到中国来完成。以汽车、家具等代表性商品为例，中国在疫情期间的出口份额占比均出现了明显提升。全球最大汽车出口国——德国的出口份额在今年4月明显下滑，其他美国、日本、韩国各国的份额也出现下降；而中国的占比一度在今年4-5月呈现上行。再以家具为例，中国长期保持全球最大出口国的地位，在今年3月份出口短暂下滑后，6-8月中国的出口份额占比大幅回升，高于疫情前水平。

图表8：除防疫物资、消费电子外，纺织、家具等低端制造业产品出口同样表现强势

商品类名 (HS分类)	当月同比拉动率	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2019全年	2019-08
机电、音像设备及其零件、附件	%	5.09	5.17	1.05	0.02	3.64	-3.90	-0.32	-0.83
纺织原料及纺织制品	%	2.27	1.75	2.03	2.68	1.15	-1.17	-0.27	-0.75
家具等杂项制品	%	1.19	1.40	0.40	-0.63	-0.66	-1.01	0.40	1.09
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	%	0.35	0.47	0.37	0.33	0.23	-0.29	0.07	0.05
车辆、航空器、船舶及运输设备	%	0.28	-0.50	-0.92	-0.92	-0.22	-0.53	-0.26	-0.46
化学工业及其相关工业的产品	%	0.11	0.01	0.04	0.12	1.05	0.76	-0.27	-0.32
武器、弹药及其零件、附件	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
贱金属及其制品	%	-0.20	-0.45	-0.50	-1.39	-0.32	-0.13	-0.18	-0.44
鞋帽伞等已加工的羽毛及其制品	%	-0.42	-0.51	-0.64	-1.01	-0.90	-0.38	0.08	0.12
矿产品	%	-0.42	-1.08	-1.04	-0.82	-0.12	-0.06	0.03	-0.75

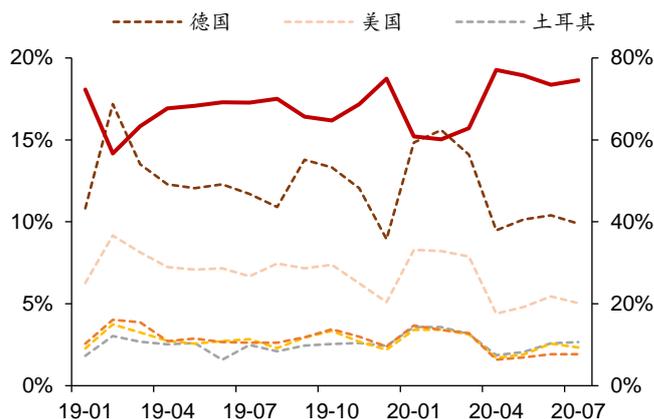
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：主要汽车出口国占全球份额 (HS 分类二位数 87 条目)



资料来源：ITC，华泰证券研究所

图表10：主要家具出口国占全球份额 (HS 分类四位数 94 条目)



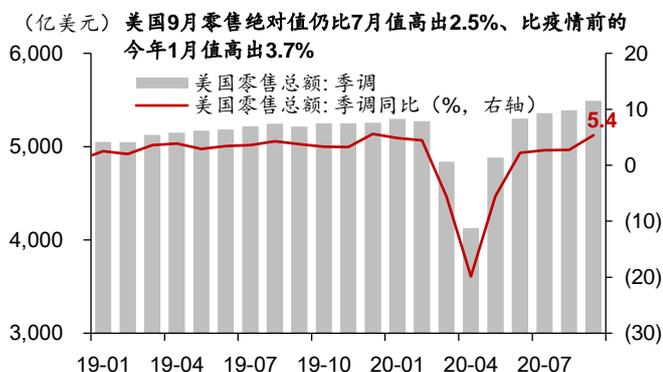
资料来源：ITC，华泰证券研究所

三季度以来，海外经济基本面回升，支撑经贸活动复苏

海外经济基本面回升，对全球经贸活动复苏构成较强支撑。主要经济体 8-10 月份制造业 PMI 环比都基本持平、或较前值小幅上行，说明生产和消费信心正在修复；作为全球贸易需求较好的先行指标的韩国出口金额，8-10 月份（10 月为前 20 天数据）环比已经接近或超过了 2017-19 年同期水平。韩国 9 月份整月出口数据显示，其对美国/欧洲/中国出口同比、半导体和汽车出口同比均转正。

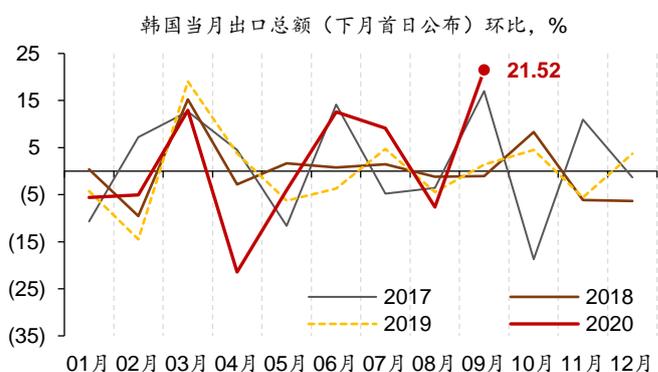
二次疫情风险仍值得关注，但我们认为，相对上半年的一次疫情，新冠确诊滚动死亡率已大幅回落，目前二次疫情对经济活动和预期的影响远不及一次疫情，发达国家服务业和消费仍在重启过程中。我们判断，全球外贸总量或将在未来数个季度内大幅回升。

图表11：美国零售数据恢复较好



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：韩国9月份出口金额环比表现已超过往年同期水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从我国出口数据看，不仅是对美国，对欧盟、东盟、韩国等地的出口均在复苏，而全球经济增长预期也在逐步上修。9月16日 OECD 发布中期经济展望，将2020年全球GDP增长预期从-6%上调至-4.5%，而对2021年的预测则为增长5%；10月7日 IMF 发布全球经济展望，将2020年全球GDP增长预期从-5.2%上调至-4.4%，对2021年的预测则为增长5.2%。我们认为，如果拜登当选新任美国总统，可能也会逐步恢复美国在国际贸易体系中与他国的合作、商讨，有助于重新加深国际贸易联系。

图表13：不仅是对美国，我国对欧盟、东盟、韩国等地的出口均在复苏

出口当期同比 环比变动：百分点	美国	欧盟	东盟	日本	韩国	中国香港	越南
	0.5	-3.5	1.5	-1.9	8.8	3.0	26.8
2020-09	20.5	12.0	14.4	-2.7	14.8	0.0	38.3
2020-08	20.0	15.5	12.9	-0.8	6.0	-3.0	11.5
2020-07	12.5	17.0	14.0	-2.0	1.2	6.6	19.5
2020-06	1.4	13.6	1.6	-10.5	-3.9	-11.1	10.6
2020-05	-1.2	14.1	-5.7	11.2	-4.0	-12.1	-0.6
2020-04	2.2	8.6	4.2	33.0	8.4	-0.9	11.0
2020-03	-20.8	-12.4	7.7	-1.4	1.4	-12.6	14.3
2019-12	-14.2	13.4	27.4	-3.1	-5.3	1.9	24.3
2019-11	-23.0	-2.5	16.7	-7.9	0.5	-7.2	19.5
2019-10	-16.2	2.6	15.8	-7.9	5.5	-15.5	15.5
2019-09	-21.9	1.4	9.7	-5.0	-5.1	-12.6	6.7
2019-08	-16.0	3.2	11.2	1.5	2.0	-7.2	25.8
2019-07	-6.5	6.6	15.7	-4.1	9.3	-15.7	19.2
2019-06	-7.8	-1.9	12.9	2.4	3.0	-8.2	15.9
2019-05	-4.1	6.1	3.5	0.5	1.8	-3.1	23.0
2019-04	-13.1	6.6	0.7	-16.3	-7.6	-5.0	6.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：OECD 9月经济展望上修2020年全球经济增速

OECD:GDP预测 (2020全年)	2020年6月 预测值(%)	2020年9月 预测值(%)	上调幅度 (百分点)
中国	-2.6	1.8	4.43
美国	-7.3	-3.8	3.50
加拿大	-8.0	-5.8	2.17
法国	-11.4	-9.5	1.88
德国	-6.6	-5.4	1.20
意大利	-11.3	-10.5	0.78
日本	-6.0	-5.8	0.25
韩国	-1.2	-1	0.23
欧元区	-9.1	-7.9	1.17
世界	-6.0	-4.5	1.48

资料来源：OECD，华泰证券研究所

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_1851



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn