

## 出口拖累来自何处？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

### 相关报告

- 1 宏观专题 20210322: 政府杠杆率从何处降？
- 2 宏观专题 20210329: 补库存要靠哪些行业？
- 3 宏观专题 20210405: 修路能否致富？——拜登计划的现实与影响
- 4 宏观专题 20210426: 全球疫情反弹，经济迎来拐点？
- 5 宏观专题 20210509: 假期服务恢复，因何被低估？
- 6 宏观专题 20210524: “未富先老”还是“未富先降”？——从经济发展视角看我国人口变化
- 7 宏观专题 20210531: 成本压力来袭，哪些行业堪忧？
- 8 宏观专题 20210620: 消费下半场，中国将接棒？
- 9 宏观专题 20210705: 猪价要见底了么？
- 10 宏观专题 20210724: Delta 变异毒株有多可怕？
- 11 宏观专题 20210816: 地产调控会不会放松？

### 投资要点

- **专题思考：出口拖累来自何处？**
- 从受疫情影响的出口品类来看，前期的出口景气主要靠防疫物资和机电产品支撑。2020年2季度，对防疫物资的需求是拉动出口的主要力量，而2020年三季度开始，机电产品对于出口增速的拉动开始出现上升。近期出口同比增速放缓则源于多数商品出口增速均有回落
- **首先**，从防疫物资上来看，其主要出口国家和地区集中在美国、欧盟、日本和韩国四地。去年疫情爆发后，四地区防疫物资需求对我国防疫物资出口的拉动超过20个百分点，而今年四地防疫物资需求拖累我国防疫物资出口增速下滑两个百分点。**防疫物资出口与疫情死亡人数正相关**，疫情的好转使得发达经济体防疫物资需求有所疲软。
- **其次**，从机电产品上来看，出口增速的变化和疫情防控措施松紧关系密切。机电产品在我国出口总额中占比约为六成，去年二季度以来对我国出口增速拉动较大。这与欧美国家受疫情影响，只能居家进行商品类的消费存在密切关系。居家需求类的商品出口增速也在疫情后先升后降，近期随着美国财政补贴政策的退出，以及海外出行增多，拖累机电出口增速下降。
- **最后**，从劳动密集型产品来看，其出口增速变化更多源于供给替代。诚然，部分劳动密集型产品的需求也会受到疫情的影响，但影响劳动密集型产品出口增速变化最重要的因素，还是来自于供给替代。如近期纺织品、服装出口出现较大降幅很大程度上是海外出口订单恢复
- 总的来看，随着疫情对于经济的影响逐渐减弱，多数出口产品由于疫情带来的高增长势头或难以维持，考虑到下半年存在的高基数效应，我国出口增速或将开启下行进程。
- **一周扫描：**
- **疫情：美国计划推出疫苗加强针，日本延长紧急事态期限。**最新一周，全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约454.95万与6.82万，新增确诊较前一周上升1.3%，新增死亡上升1.9%，增速明显放缓。新西兰大部分地区封城，日本延长紧急事态宣言。
- **海外：美国消费者信心显著走低。**多数美联储官员认可在美国经济复苏符合预期的情况下开始缩减资产购买计划。美国消费者信心指数继7月下降后，8月初又急剧下降。
- **物价：猪肉价格下跌，国际油价走低。**8月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比回升。本周国际油价走低，国内钢价下行。
- **流动性：资金利率回落，美元指数上行。**本周DR001周度均值环比下行19.8bp，DR007周度均值环比下行9.8bp。R001周度均值环比下行21.5bp，R007周度均值下行6.1bp。本周美元指数均值上行至93.2。
- **大类资产表现：全球权益市场普跌，国内债券利率下行。**标普500、纳斯达克指数跌幅较小，本周分别下跌0.6%和0.7%。恒生科技本周领跌，跌幅为5.8%。大宗商品里COMEX黄金本周领涨，涨幅为7.8%，意味着全球避险情绪升温。本周10年期国债收益率周度均值下行0.8bp，10年期国开债收益率周度均值下行2.7bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 专题思考：出口拖累来自何处？ .....	- 4 -
2. 疫情：美国计划推出疫苗加强针，日本延长紧急事态期限.....	- 7 -
3. 海外：美国消费者信心显著走低 .....	- 8 -
4. 物价：猪肉价格下跌，国际油价走低.....	- 9 -
5. 流动性：资金利率回落，美元指数上行 .....	- 12 -
6. 大类资产表现：全球权益市场普跌，国内债券利率下行.....	- 13 -

## 图表目录

图表 1: 各大类商品对我国出口增速的拉动 (%)	- 4 -
图表 2: 各经济体防疫物资需求对防疫物资出口的拉动 (%)	- 5 -
图表 3: 防疫物资出口增速与四国或地区新增死亡情况	- 5 -
图表 4: 美国疫情防控指标	- 6 -
图表 5: 中国出口到美国的居家相关商品同比增速 (%)	- 6 -
图表 6: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 7: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 8 -
图表 8: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 8 -
图表 9: 美国密歇根大学消费者信心指数	- 9 -
图表 10: 农产品批发价格 200 指数	- 10 -
图表 11: 食用农产品价格指数	- 10 -
图表 12: 猪肉批发价格 (元/公斤)	- 10 -
图表 13: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 11 -
图表 14: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 11 -
图表 15: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 12 -
图表 16: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 12 -
图表 17: R001 和 DR001 利率 (%)	- 12 -
图表 18: R007 和 DR007 利率 (%)	- 12 -
图表 19: 央行公开市场操作 (亿元)	- 13 -
图表 20: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 13 -
图表 21: 美元指数	- 13 -
图表 22: 大类资产表现 (%)	- 14 -
图表 23: 申万行业表现 (%)	- 14 -
图表 24: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 15 -
图表 25: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 15 -

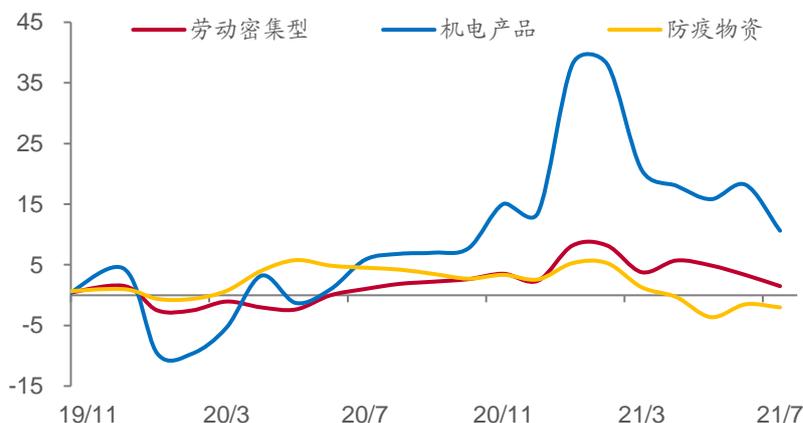
## 1. 专题思考：出口拖累来自何处？

疫情爆发以来，我国出口一直保持着比较高的景气度，而7月出口增速较6月显著回落，预示着下半年出口增速或将开启下行进程。那么，究竟是哪些商品支撑了疫情后我国的出口？后续又将会有怎样的变化？本文对此进行分析。

从受疫情影响的出口品类来看，前期的出口景气主要靠防疫物资和机电产品支撑。2020年2季度，对防疫物资的需求是拉动出口的主要力量，而2020年三季度，机电产品对于出口增速的拉动开始出现上升。

而近期出口同比增速出现放缓则源于多数商品出口增速均有回落。防疫物资对于出口的拉动力于今年二季度落入负值区间，成为出口增长的拖累。机电产品对于出口的拉动也由高峰时期的38个百分点降至7月的10个百分点左右，劳动密集型产品对于出口的拉动力在今年7月回落至约1.5个百分点。

图表 1: 各大类商品对我国出口增速的拉动 (%)

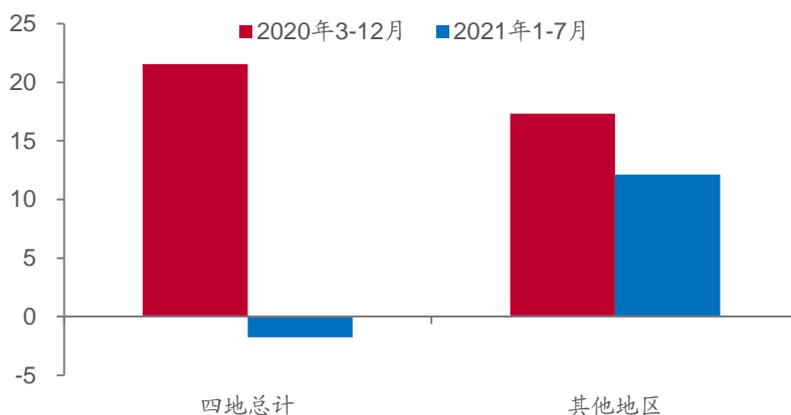


来源：WIND，中泰证券研究所。

首先，从防疫物资上来看，其主要出口国家和地区集中在美国、欧盟、日本和韩国四地。四地区2020年防疫物资出口额占我国防疫物资出口比重约五成，其中，出口美国的份额占到约20%，出口欧盟的份额占到17%左右。相比去年，今年防疫物资出口欧美的份额略有下降，但仍要超过四成。

四地防疫物资出口下滑，拖累整体增速转负。去年疫情爆发后，四地区防疫物资需求对我国防疫物资出口的拉动超过20个百分点，其他经济体则为17个百分点左右。而今年四地防疫物资需求拖累我国防疫物资出口增速下滑两个百分点，下滑幅度超过20个百分点之多，而同期其他经济体对我国防疫物资出口的拉动仅下降约5个百分点。

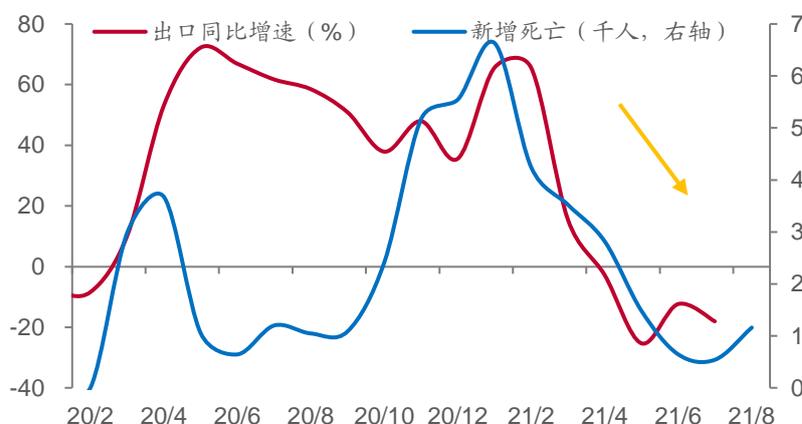
**图表 2: 各经济体防疫物资需求对防疫物资出口的拉动 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**防疫物资出口与疫情死亡人数正相关。**随着 2020 年初疫情爆发, 各国对防疫物资的需求快速上升, 推动防疫物资出口增速大幅走高。但今年以来, 随着发达经济体推进疫苗接种进度, 疫情得到一定控制, 带动新增死亡病例快速下降, 而防疫物资出口和疫情死亡人数呈现正相关关系。疫情的好转使得发达经济体防疫物资需求有所疲软, 加之去年同期的高基数效应, 使得防疫物资出口增速快速下滑。

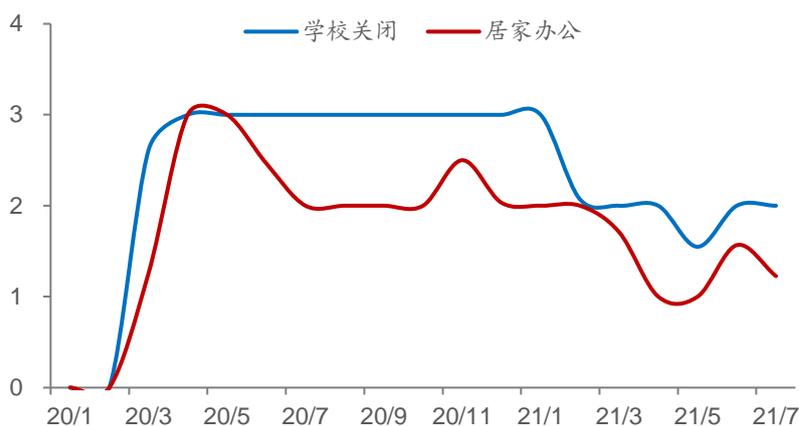
**图表 3: 防疫物资出口增速与四国或地区新增死亡情况**



来源: Our World in Data, WIND, 中泰证券研究所

其次, 从机电产品上来看, **出口增速的变化和疫情防控措施松紧关系密切。**机电产品在我国出口总额中占比约为六成, 去年二季度以来对我国出口增速拉动较大。这与欧美国家受疫情影响, 只能居家进行商品类的消费存在密切关系。以美国为例, 衡量学校关闭和居家办公程度的指标去年一直处于高位, 今年一季度开始才有所下降。

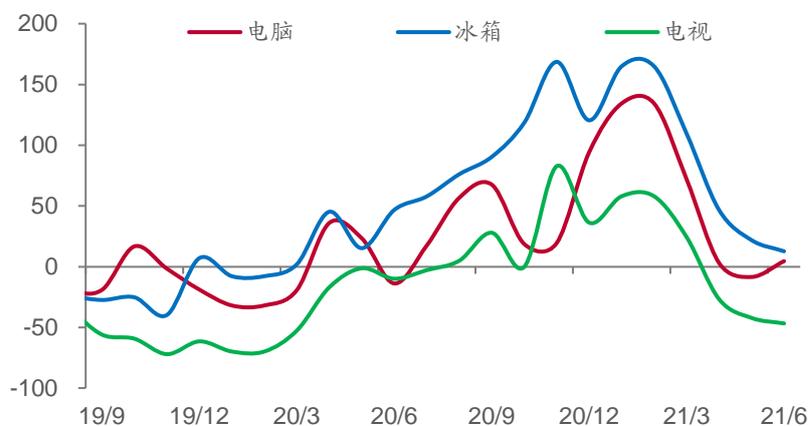
图表 4: 美国疫情防控指标



来源: CEIC, 中泰证券研究所, 数字越大代表学校关闭、居家办公程度越高

居家需求类的商品出口增速也在疫情后先升后降。一方面, 居家办公使得办公用品需求走高, 以美国为例, 出口到美国的电脑类产品占我国电脑总出口近四成, 自疫情爆发开始至今年一季度, 电脑出口同比增速一直呈回升态势。另一方面, 居家消费品如冰箱和电视等出口增速也都迎来改善。而近期随着美国财政补贴政策的退出, 以及疫情缓解导致出行增多, 电脑和家电商品消费增速下滑, 拖累机电产品增速下降。

图表 5: 中国出口到美国的居家相关商品同比增速 (%)



来源: 海关总署, 中泰证券研究所

最后, 从劳动密集型产品来看, 其出口增速变化更多源于供给替代。诚然, 部分劳动密集型产品的需求也会受到疫情的影响, 比如隔离引发的居家需求带动下家具、玩具等出口品类增速的变化。但影响劳动密集型产品出口增速变化最重要的因素, 还是来自于供给替代。如疫情后我国领先一步的复工复产, 使得服装等品类出口增速曾显著上升, 而今年7月服装出口增速已不足10%。商务部研究院也表示, 纺织品、服装出口增速出现较大降幅很大程度上是由于一些东南亚、南亚国家的纺织业出口订单恢复, 使得原来回流中国的订单再度转向。

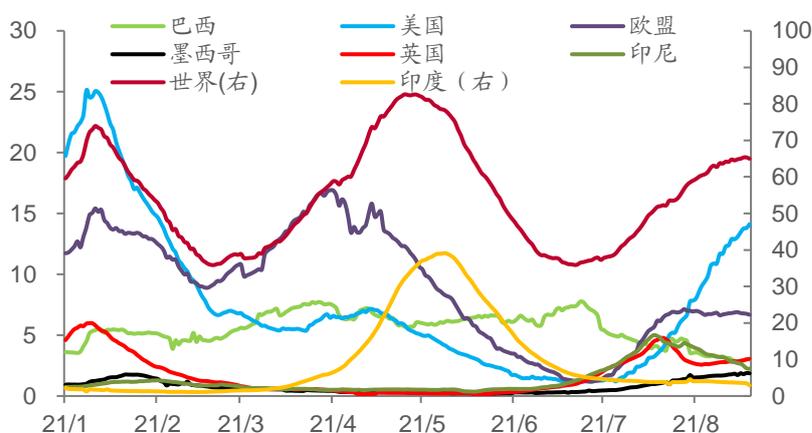
总的来看, 随着疫情对于经济的影响逐渐减弱, 多数出口产品由于疫情带来的高增长势头或难以维持, 考虑到下半年存在的高基数效应, 我国出口增速或将开启下行进程。

## 2. 疫情：美国计划推出疫苗加强针，日本延长紧急事态期限

全球新冠肺炎累计确诊病例超过 2.1 亿，美国新冠死亡病例重回高峰。最新一周，全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约 454.95 万与 6.82 万，新增确诊较前一周上升 1.3%，新增死亡上升 1.9%，增速明显放缓。数据显示，美国（16 万）、印度（4 万）、英国（4 万）、巴西（4 万）、伊朗（3 万）是单日新增确诊病例数最多的五个国家。美国过去一个月确诊病例人数持续增加，过去 12 天平均日增确诊数都超过 10 万例，一直保持在六个月的新高点。新增死亡人数也随着确诊病例激增大幅增加，达今年 3 月中旬以来新高。东南亚疫情仍然严峻。印度尼西亚过去一个月的新增确诊病例数为全球第三高，新增死亡病例更是全球最多，泰国死亡病例同样持续递增。

新西兰大部分地区封城，日本延长紧急事态宣言。由于自 2 月以来首次发现社区新冠病例，新西兰总理 Jacinda Ardern 决定全国大部分地区封城三日，奥克兰和罗曼德地区为七日，从当地时间 17 日凌晨开始实施。日本近日新增新冠确诊病例 25150 例，首次超过 2.5 万例，再创新高。日本内阁官房长官加藤胜信表示，目前的医疗状况确实非常严峻。此前日本政府宣布，将对东京都等地发布的紧急事态宣言解除期限继续延长，并将京都府等 7 地纳入适用范围。

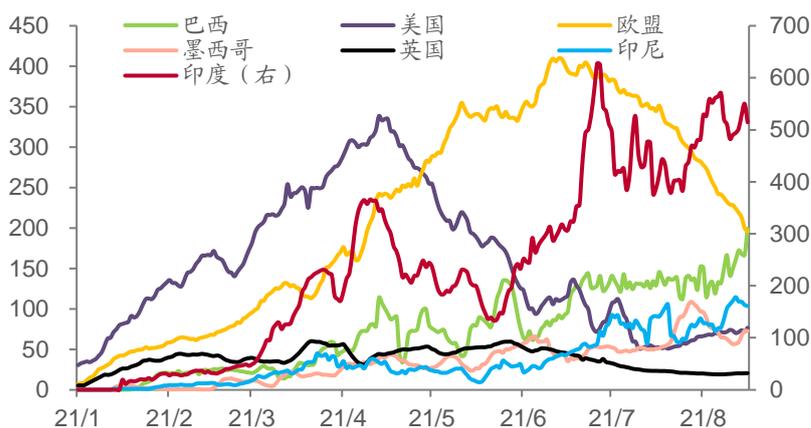
图表 6：各经济体每日新增病例数量（七日移动平均，万例）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

全球疫苗接种进度有所放缓。最新数据显示，日本、德国、法国疫苗接种量有所下降，美国疫苗接种量有所回升，英国疫苗接种量维持相对稳定。美国总统拜登近日宣布，美国计划从 9 月 20 日起向公众提供新冠疫苗加强针，以应对全美范围内的疫情反弹。以色列卫生部长呼吁加快第三剂新冠疫苗接种，以避免实施“封城”措施。

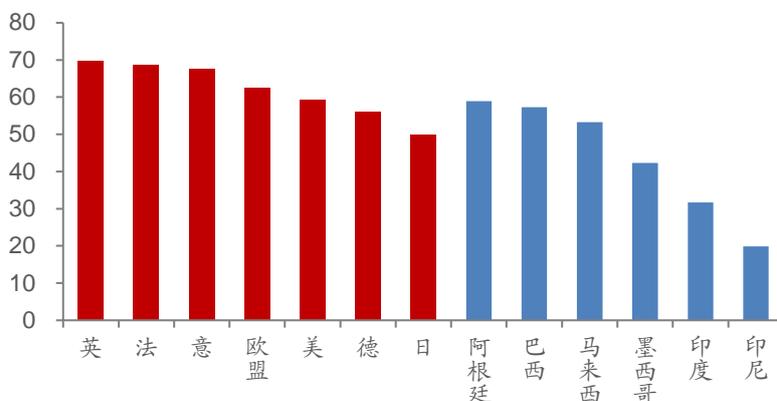
**图表 7: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)**



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所

全球疫苗接种率存在差异, 低收入国家仅为其 2% 的人口接种了新冠疫苗。世卫组织总干事谭德塞表示, 德尔塔变异株传播速度继续快于全球共同应对疫情的速度。目前低收入国家仅为其 2% 的人口接种了新冠疫苗。谭德塞呼吁暂停接种疫苗加强针, 向尚未为其卫生工作者和风险群体接种疫苗的国家提供疫苗, 这些国家目前正经历疫情高峰。英国、法国以及德国等国家疫苗覆盖率已超过 60%, 美国、日本的接种率则超过 50%。相比之下, 东南亚国家远远落在后头。东南亚人口最多的印度尼西亚疫苗接种率刚刚达到 20%。

**图表 8: 各经济体疫苗覆盖率 (%)**



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\\_25680](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25680)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>