

证券研究报告 / 宏观数据

商品涨价会否冲击出口？

--- 海外宏观周度观察（2020年第52周）

报告摘要：

下半年全球经济触底回升以来，各类大宗商品原材料迎来了较大的涨幅。作为原材料进口大国，国际大宗商品价格的上涨是否会国内主要出口商品价格上涨，进而阻碍出口呢？从宏观角度的历史经验来看，大宗商品涨价与中国出口大多呈正向关系，而非反向关系。机电产品和劳动密集型产品是中国出口的主要部分。我们通过投入产出表来计算，认为国际大宗商品涨价对中国出口行业的影响有限，其中相对而言，劳动密集型行业受到的影响基本可以忽略，机电和金属类行业受到的影响稍大。而且大宗商品涨价的持续性也值得商榷。目前来看全球经济复苏的动力正在减弱，而工业原材料的价格目前已经接近2017年高点的水平。我们认为在疫苗普及、全球经济不确定性消除之前，原材料持续涨价的动力正在减弱，对国内出口类商品的影响也将减弱。

美国核心PCE连续两个月下降且低于预期，距离2%的政策目标还有很大差距。低通胀水平意味着美联储的目标将需要较长时间才能实现，货币政策正常化遥不可及。11月个人收入与支出双双下降，反映出美国财政刺激退坡后居民收入和消费都面临着较大压力。欧元区消费者信心指数超预期回升，但英国变种病毒及各国的再度封锁将对未来经济造成较大打击。

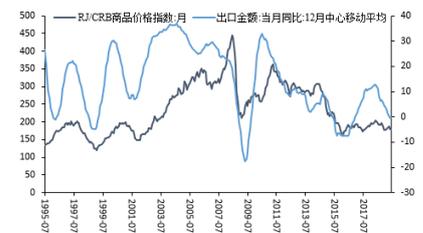
美国国会众议院和参议院投票通过总额约为2.3万亿美元的一揽子支出法案，包括规模9000亿美元的新冠疫情纾困法案，和总额为1.4万亿美元的2021财年预算法案。特朗普拒绝在综合协议上签字，他表示纾困法案中所规定的每人600美元现金补贴太少，要求增加到2000美元。众议院议长佩洛西宣布2000美元现金发放将在下周一以独立法案的形式在众议院进行投票。我们认为虽然法案受到特朗普阻拦，但最终通过仍为大概率事件。

英国发现了一种传染性更高的新冠病毒变异毒株，其传播性比原病毒毒株高70%。我们认为虽然病毒的新变种给未来全球经济带来了新的不确定性，但总的来说，目前人类对于新冠病毒的认识程度已经较为全面，所以市场不会因为新病毒变种的产生而出现如3月份一样的恐慌，美元流动性危机难以再次发生。英国脱欧协议达成，英镑和欧元都避免了大跌的风险。长期来看美元将继续走弱。

本周在英国脱欧谈判和美国纾困法案的带动下，美欧股市小幅上涨。主要债券收益率涨跌不一。工业品全线下跌，农产品大多上涨。

风险提示：全球疫情恶化

相关数据



相关报告

- 《疫情对美国经济冲击加重》
--20201221
- 《存单利率持续回落，收益率曲线回归陡峭化》
--20201221
- 《政策的温和退坡与重心调整》
--20201220
- 《美联储未加码宽松，但持敞开态度》
--20201217
- 《预计四季度GDP有望升破6%》
--20201216

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
021-20361033 youcy@nesc.cn

目 录

1.	商品涨价是否会冲击出口	4
1.1.	经验来看大宗商品价格与中国出口为正向关系	5
1.2.	机电产品和劳动密集型产品是出口的主要部分	6
1.3.	原材料涨价对出口行业整体影响有限，机电行业相对稍大	6
1.4.	大宗商品涨价的动力在减弱	8
2.	下周海外重点数据及事件预警	9
3.	美国通胀走弱，欧元区消费者信心回升	9
3.1.	美国 11 月 PCE 低于预期，个人收支双降	9
3.2.	欧元区消费者信心回升	11
4.	特朗普拒绝签署纾困法案	12
5.	英国疫情恶化，与欧盟达成历史性的脱欧贸易协议	12
5.1.	英国出现新冠病毒变异毒株，防疫措施持续收紧	12
5.2.	四年长跑结束，英欧达成脱欧贸易协议	13
6.	全球市场表现	13
6.1.	美欧股市小幅上涨	13
6.2.	债券收益率涨跌不一	14
6.3.	工业品全线下跌，农产品大多上涨	15

图表目录

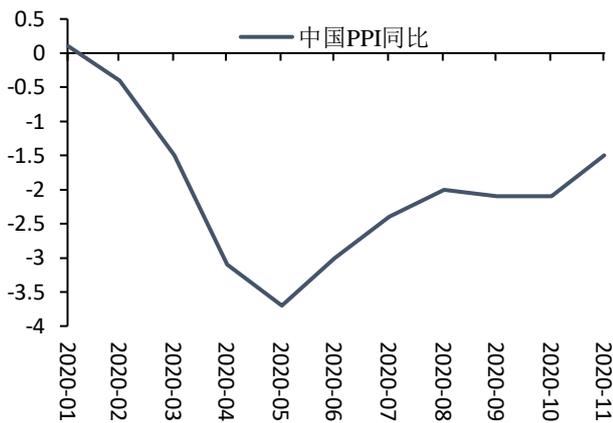
图 1:	中国 PPI 逐步回升	4
图 2:	农产品下半年价格上涨	4
图 3:	油价上涨	4
图 4:	煤炭价格上涨	4
图 5:	铁矿石价格上涨	5
图 6:	铜价大涨	5
图 7:	历史经验来看	5
图 8:	中国各行业出口占比 (2019)	6
图 9:	工业原料指数已经接近 2017 年高点	9
图 10:	美国 11 月核心 PCE 低于预期	10
图 11:	个人支出月率 7 个月来首次为负，收支双降	10
图 12:	消费者信心指数终值较初值调降	11
图 13:	美国初请失业金人数三周以来首次下降	11
图 14:	欧元区消费者信心回升	11
图 15:	美欧股市小幅上涨	14
图 16:	美债收益率	14

图 17: 欧债收益率	15
图 18: 日债收益率	15
图 19: 工业品全线下跌	15
图 20: 农产品大多上涨	15
表 1: 原材料相关行业与主要出口行业间的完全消耗系数	7
表 2: 原材料相关行业与主要出口行业间的直接消耗系数	8
表 3: 重点数据及事件	9

1. 商品涨价是否会冲击出口

下半年全球经济触底回升以来，各类大宗商品原材料迎来了较大的涨幅。粮食、原油、煤炭、黑色金属、有色金属价格纷纷上涨。工业原材料价格的上涨也带动了PPI的企稳回升。作为原材料进口大国，国际大宗商品价格的上涨是否会引起国内主要出口商品价格上涨，进而阻碍出口呢？我们从宏观和中观的角度来分析，认为原材料涨价对中国出口的影响有限。

图 1：中国 PPI 逐步回升



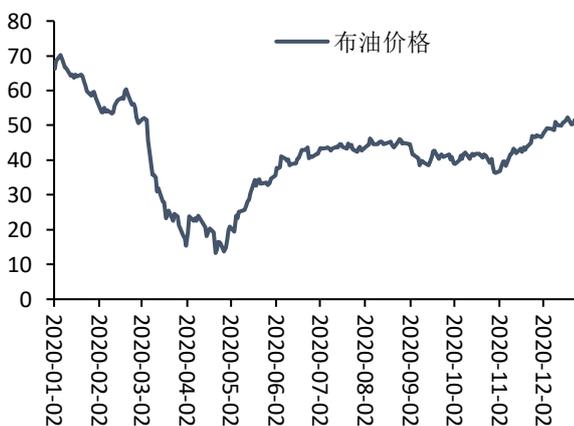
数据来源：东北证券，Wind

图 2：农产品下半年价格上涨



数据来源：东北证券，Wind

图 3：油价上涨



数据来源：东北证券，Wind

图 4：煤炭价格上涨



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 铁矿石价格上涨



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 铜价大涨

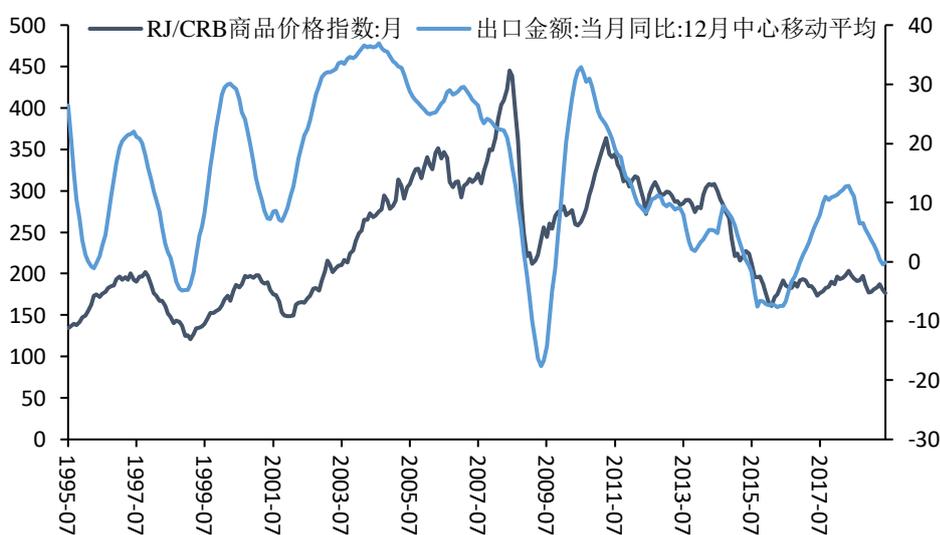


数据来源: 东北证券, Wind

1.1. 经验来看大宗商品价格与中国出口为正向关系

从宏观角度的历史经验来看, 大宗商品涨价与中国出口大多呈正向关系, 而非反向关系。而且商品价格通常对中国出口具有一定领先性, 即商品价格止跌回升几个月后往往伴随中国出口的触底回升。这是因为在大多数情况下商品价格大涨发生在全球经济迅速复苏的过程之中, 需求的强劲回升不止拉动了商品价格, 也同时拉动了中国出口。

图 7: 历史经验来看



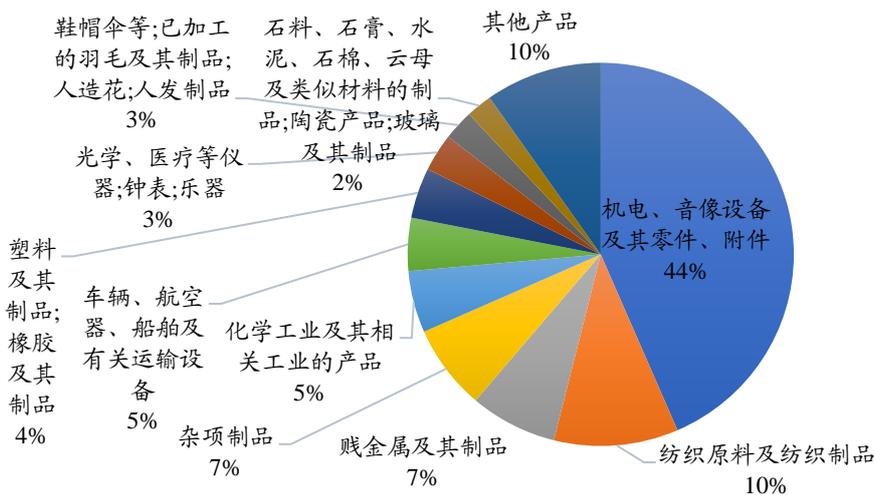
数据来源: 东北证券, Wind

今年到目前为止, 大宗商品价格也和中国出口同步上涨。这很大程度上也是由于海外各国三季度解封后经济的迅速反弹, 强力的财政刺激和货币刺激维持了需求的强劲, 拉动了商品价格和出口。但是需要注意的是, 和以往单纯的需求驱动的逻辑不同的是, 今年新冠危机后各国供给端受到了较大冲击, 供给不足也推动了商品价格的上涨。所以如果要理解今年商品价格上涨的影响, 我们还需要中观层面更加细节的分析。

1.2. 机电产品和劳动密集型产品是出口的主要部分

我们首先以 HS 分类来观察中国出口的结构。以 2019 年为例，中国出口商品组成中 44% 为机电类产品，其次是纺织原料及纺织制品，贱金属及杂项制品（家具、玩具等商品）分别占 7%。总体来看，机电产品和劳动密集型产品占据绝大份额。

图 8: 中国各行业出口占比 (2019)



数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 原材料涨价对出口行业整体影响有限，机电行业相对稍大

我们再采用 2018 年中国投入产出表来分析原材料相关行业对中国主要出口行业的影响。

我们合并了投入产出表中的细分行业并计算了全行业完全消耗系数。我们选取了与原材料关系较为密切的煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业七个行业来分析对其它行业的影响。可以得到以下两点结论:

第一，大宗商品涨价对劳动密集型行业影响很小，对机电类及金属类行业影响相对较大。劳动密集型行业与工业品原材料相关的完全消耗系数基本都低于 5%，而且大多数低于 1%，即原材料涨价对劳动密集型行业的影响微乎其微。机电及金属类行业与原材料加工业的完全消耗系数相对较大，比如电气机械及器材制造业与有色金属冶炼及压延加工业的完全消耗系数达到 42.62%。从直接消耗系数来看，原材料涨价对于劳动密集型产品的直接影响几乎为零，对机电类产品的直接影响也不大。投入产出表中的直接消耗系数忽略了通过其他中间行业的间接影响，会低估原材料的传导影响；完全消耗系数计算了间接影响，但多个投入因素之间有重复计算，会高估原材料的传导影响。

第二，相比于原材料开采业，原材料加工业对下游出口行业的影响较大，但原材料

加工业对大宗商品涨价的敏感度相对较低。煤炭、石油、黑色和有色的开采业对出口类行业的完全消耗系数大都低于 5%。而原材料加工业对出口类行业的完全消耗系数则明显高出很多。不过从中国各行业 PPI 走势来看，大宗商品涨价对国内原材料开采业的传导相对更为直接，原材料加工业的价格涨幅相对较小，所以总体来看原材料涨价对下游出口类行业影响不大。这背后的根本原因在于中国出口的大多数产品为最终制成品，原材料涨价的影响会在中间的制造过程中逐渐减弱。实际价格的传导并非 100%的，还要看需求弹性以及议价能力，故而价格实际的传导率会低于消耗系数。

表 1：原材料相关行业与主要出口行业间的完全消耗系数

产出 投入	纺织业	纺织服装、服饰业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	家具制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	仪器仪表制造业	金属制品、机械和设备修理业
煤炭开采和洗选业	3.69%	3.08%	2.75%	2.89%	3.55%	3.18%	3.77%	2.86%	3.74%
石油和天然气开采业	3.92%	3.61%	3.48%	3.62%	3.96%	3.60%	4.16%	3.15%	4.05%
黑色金属矿采选业	0.27%	0.26%	0.34%	1.08%	3.52%	2.91%	1.72%	1.50%	2.35%
有色金属矿采选业	0.44%	0.42%	0.52%	0.85%	3.69%	2.53%	6.71%	2.35%	4.01%
石油、煤炭及其他燃料加工业	5.24%	5.00%	4.78%	5.06%	5.50%	4.98%	5.71%	4.46%	5.82%
黑色金属冶炼及压延加工业	1.27%	1.23%	1.57%	5.33%	17.71%	14.74%	7.71%	7.29%	11.38%
有色金属冶炼及压延加工业	1.97%	2.00%	2.34%	4.32%	22.92%	15.43%	42.62%	14.32%	25.08%

数据来源：东北证券测算

表 2: 原材料相关行业与主要出口行业间的直接消耗系数

产出 投入	纺织业	纺织服装、服饰业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	家具制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	仪器仪表制造业	金属制品、机械和设备修理业
煤炭开采和洗选业	0.41%	0.07%	0.20%	0.00%	0.07%	0.07%	0.03%	0.02%	0.22%
石油和天然气开采业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.14%	0.01%	0.00%	0.00%
黑色金属矿采选业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
有色金属矿采选业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.17%	0.24%	0.16%	0.40%	0.46%	0.32%	0.18%	0.36%	1.23%
黑色金属冶炼及压延加工业	0.05%	0.01%	0.09%	2.12%	8.54%	6.59%	2.47%	2.19%	3.73%
有色金属冶炼及压延加工业	0.03%	0.00%	0.04%	0.69%	7.27%	3.42%	19.03%	2.54%	8.51%

数据来源: 东北证券测算

总而言之, 国际大宗商品涨价对中国出口行业的影响有限, 其中相对而言, 劳动密集型行业受到的影响基本可以忽略, 机电和金属类行业受到的影响稍大。

1.4. 大宗商品涨价的动力在减弱

大宗商品涨价的持续性也值得商榷。历史经验来看, 只有石油危机期间(上世纪 70 年代)和全球经济处于强劲复苏势头之时, 大宗商品才有持续涨价的动力, 比如 2000-2007 年中国经济高速发展带动的全球工业品涨价及金融危机后中国 4 万亿财政刺激及其它新兴市场复苏带动商品价格上涨。今年二季度全球经济触底, 三季度开始强劲复苏从而带动商品价格上行。

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_591

