

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

报告原因:专题研究

2021年1月8日

外需“难振”，出口何从？

投资要点：

➤ 海外新冠疫情大概率仍将经历周期性反复，但冲击预计有限

新冠病毒 RNA 单链结构使其本身较易产生变异，而海外国家疫情发展及疫苗覆盖率的分化为病毒的持续变异提供了“温床”，加剧了疫情防控的难度。2022 年，疫苗覆盖率的国别分化有望进一步收窄，但发展中国家医疗卫生基础设施的改善非一日之功，同时西方国家的政治体制及居民观念特征也使得防疫封锁措施推进艰难，全球范围内的疫情分化大概率仍将持续，由此，我们预判全球疫情或仍将经历周期性反复。但其对全球经济供需两端的冲击或将逐步减弱，一是，新冠致死率与住院率明显回落，使得海外国家重回全面封锁的可能性较低，二是，疫情的冲击与持续已使国家、企业、个人做出适应性调整，全球经济面对疫情的韧性有所增强。

➤ 处理通胀或为海外经济主线，外需将平稳回落

(1) 美联储加息“箭在弦上”，美国经济增速拐点已现。美国在前期宽松政策持续发酵的影响之下仍将延续复苏之势，但越过高点后的增速“换挡”难以避免，同时，虽面临“滞”的压力，但美联储加息预期不改，流动性将进入回收阶段。一是，无论从 GDP 贡献还是从疫后刺激政策的侧重点看，居民消费对于美国经济的重要性均不可忽视，然而持续高涨的物价已经开始挫伤美国居民的实际购买力，抑制消费，因此加息紧迫性增加。二是，劳动力短缺重点源自就业市场的结构性扭曲，核心问题在于劳动力的供给端而非需求端，而宽松政策对于推动劳动力重返就业市场已收效甚微。我们预计，二季度、三季度或分别加息一次，为避免美债收益率曲线倒挂，或同步配合缩表。

(2) 欧洲经济稳步复苏，政策有望维持宽松。以同期前三季度的实际 GDP 总量对比来看，即使不考虑经济的自然增长，欧元区的实际 GDP 较疫情前也仍有缺口，疫苗覆盖率的提升亦有利于欧洲经济延续复苏，供应链瓶颈改善有望带动欧洲国家制造业修复加速，而服务消费产能下半年已有所释放，增速或再度放缓。同时，造成欧洲通胀走高的核心因素有别于美国，欧洲的疫后宽松政策并未对消费支出形成强烈刺激，因此需求端较为温和，成本上升的压力难以快速、完全传导至终端价格，进而使得商品价格上涨空间有限，而就业市场中仍有部分闲置劳动力，工资上涨不存在刚性拉力，

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

形成恶性通胀的概率较低，因此，欧洲央行尚且无须“忍痛”进行紧缩政策干预。

➤ **出口增速将迎拐点，区域性机会或成亮点**

(1) 外需平稳下行或将带动出口逐步回落。无限量补贴居民端的操作难以再现，2021年由美国强劲国内消费拉动的出口大概率将趋于回落，伴随着美国国内经济趋于正常化，我国出口高增的“核心拉动力”机电产品较易受到“小院高墙”等政策影响成为重点遏制对象，提前“透支”的消费也将形成拖累，而欧洲的宽松政策仍将依然侧重于维护供给端，由此，我国将逐步归还本属于欧盟成员国内部的出口份额，进而使得中间品、零部件的出口面临较大下行压力。同时，我国出口还将面临来自新兴市场国家的压力与冲击，一是，订单回流将使我国劳动密集型产品出口承压，二是，流动性回收带来的不确定性风险或导致全球金融环境恶化进而冲击我国出口。

(2) “失速”风险较低无需过分悲观，回落节奏较温和。一是及中美经贸关系缓和或使整体关税水平回落（虽部分领域仍有压制），二是，下游生产国出口份额修复或亦能够通过产业链协同效应对我国出口形成一定拉动，三是，地产销售对家具、家电产品消费的影响存在一定滞后性，我国地产后周期产品的出口回落节奏不会太快。四是，海外零售商的库存中枢或已有所抬升，补库需求或仍将能够对我国出口形成一定提振。与此同时，区域性战略布局或将在出口下行压力之下发挥红利，成为我国出口亮点来源，2022年对东盟、日本等区域性战略伙伴国的出口或表现较优。区域性发展深化叠加全球“减碳”趋势，“绿色经济”相关产业链的出口有望逐步呈现高景气。

目录

1. 疫情扰动短期难消，但冲击预计有限.....	6
1.1 病毒易变异+国别分化，新冠疫情或仍将经历反复.....	6
1.2 抗疫经验累积+市场调整，疫情对经济的冲击或有限.....	8
2. 处理通胀或为海外经济主线，外需将平稳回落.....	10
2.1 美国经济增速拐点已现，“结构性”问题凸显.....	10
2.2 美联储加息预期不改，流动性进入回收阶段.....	15
2.3 欧洲经济稳步复苏，政策有望维持宽松.....	17
3. 出口增速将迎拐点，区域性机会或成亮点.....	20
3.1 下行压力主要来自哪些方面？.....	20
3.2 为何仍有一定支撑？.....	22
3.3 可能的亮点在哪？.....	23
风险提示.....	23

图表目录

图 1：Q3 以来全球疫苗接种加速推进.....	6
图 2：近期全球疫情剧烈反扑，日均新增确诊飙升（例）.....	6
图 3：DELTA 变异株使东南亚 8 月彻底“沦陷”（例）.....	7
图 4：接种率较高的德、英、以色列同样再现高峰（例）.....	7
图 5：日韩及发展中国家疫苗覆盖率快速提升（%）.....	8
图 6：疫苗覆盖率国别分化仍在，部分国家仍低（%）.....	8
图 7：单轮疫情从“潮起”到“潮落”大致经历 4 个月的时间，新增死亡病例峰值逐步降低（例）...8	
图 8：网络零售占比走升，对冲线下消费压力（%）.....	9
图 9：疫后美国居家办公场景类消费持续走升.....	9
图 10：美国 2020Q3 开启强劲复苏，增速或已见顶.....	11
图 11：美国 ECRI 领先指标显示经济增速高点已过.....	11
图 12：美联储去年 3 月开启无限量 QE 救市（亿美元）.....	11
图 13：QE 后美国 M2 大幅走升.....	11
图 14：消费回升逆差走阔，需求快速修复(十亿美元).....	12
图 15：12 月 FOMC 点阵图对加息形成一致意见.....	12
图 16：美国制造业工业产出修复已基本接近尾声.....	12
图 17：美国服务消费接近疫情前水平，缺口收窄.....	12
图 18：服务业职位空缺率仍远高于疫情前水平(%).....	13
图 19：补贴使耐用品消费“透支”，或将形成拖累.....	13
图 20：美国自今年 2 季度以来 CPI 快速上行(%).....	14
图 21：能源类价格大幅上涨成为通胀重要推手(%).....	14
图 22：库存去化、交付延长反映生产修复滞后.....	14
图 23：美国进口价格冲高，贸易成本转嫁至消费者.....	14
图 24：补贴退坡仍有约 376 万就业缺口尚未平(千人).....	15
图 25：失业率持续回落，劳动参与率提升艰难.....	15
图 26：居民消费在美国经济总量中的占比近 70%.....	16
图 27：美国高涨的物价已开始拖累居民消费支出(%).....	16
图 28：美国房地产市场火爆，房价飙升.....	16

图 29：租金与时薪快速上行，加剧恶性通胀风险.....	16
图 30：欧元区 2021 年整体呈现弱复苏.....	17
图 31：景气指数仍位于扩张区间，复苏有望持续.....	17
图 32：欧元区实际 GDP 较疫情前仍有缺口.....	18
图 33：海运运力逐步兑现，供应瓶颈有望改善.....	18
图 34：欧元区下半年以来 CPI 快速走升(%).....	18
图 35：西班牙、德国 11 月 CPI 同比增速创新高.....	18
图 36：能源价格高涨是拉动 CPI 飙升的核心因素.....	19
图 37：欧洲能源缺口较大，能源价格中枢或已上行.....	19
图 38：欧元区居民收入与消费与接近疫情前水平.....	20
图 39：尚存闲置劳动力，工资上行压力较小.....	20
图 40：欧盟非能源工业产品及商品价格开始上涨（%）.....	20
图 41：消费信心指数再回落，需求端偏温和.....	20
图 42：对美出口持续高增，或已部分“透支”.....	21
图 43：美国地产周期高点已过，车辆出口或已触顶.....	21
图 44：东南亚国家制造业 PMI 重回景气区间.....	22
图 45：今年以来我国出口价格指数持续走升.....	22

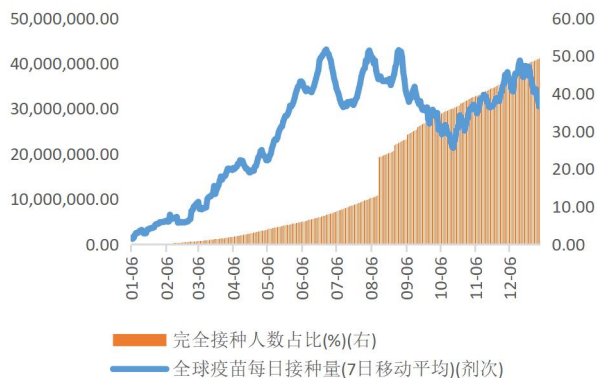
1. 疫情扰动短期难消，但冲击预计有限

2022 年，海外新冠疫情大概率仍将经历周期性反复，但对于全球经济供需两端的冲击力度或均将相对有限，全球经济将逐步向正常化回归，但难以完全回到疫情前状态。疫情发生以来，病毒变异、通胀失控、就业缺口难以收窄等海外“超预期”事件频频上演，提示我们新冠病毒对于全球经济的影响似乎并不能简单的概括成一次短期的外部冲击。虽然经济运行的基本逻辑与有效性不会产生根本性变化，疫苗接种率提升及抗疫经验累积也或将缓和疫情对于经济系统的冲击，但对通过政策手段推动全球经济快速恢复至疫情前状态不可抱有过高期望，居民观念、企业行为及各国战略调整影响下的经济格局变迁同样不容忽视。

1.1 病毒易变异+国别分化，新冠疫情或仍将经历反复

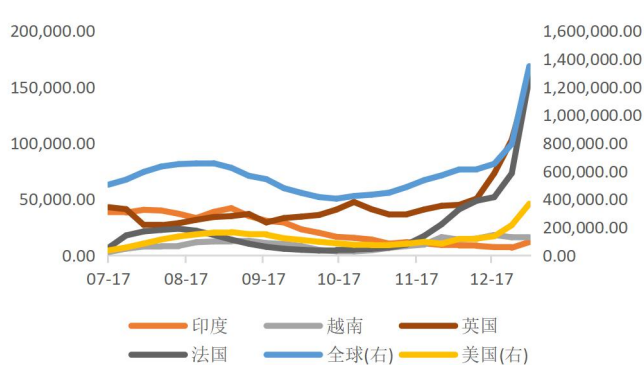
回顾 2021 年，新冠疫情并未像人们年初所期盼的那样，在疫苗接种率快速提高的背景之下，扰动渐退，而是继续形成影响全球经济的最大不确定性因素。截至 12 月 31 日，全球疫苗完全接种人数占比已超过 49%，但依旧难抵疫情的冬季反扑，12 月 27 日当周全球日均新增确诊人数已超 147 万例（接近 2021 年 1 月峰值水平），欧美及发展中国家的情况均十分严峻。

图 1：Q3 以来全球疫苗接种加速推进



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：近期全球疫情剧烈反扑，日均新增确诊飙升（例）

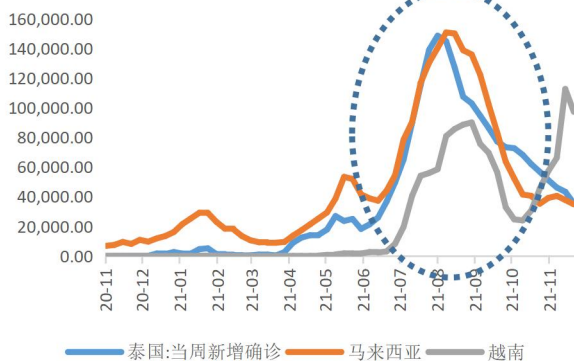


数据来源：Wind，山西证券研究所

我们主要基于以下两点逻辑，预判海外疫情短期内难以彻底结束。一是，新冠病毒自身结构特点使其拥有高突变率特征，而新变异株的不断出现加剧了疫情防控的难度。作为一种 RNA 病毒，单链结构天然缺乏的“纠错”功能使新冠病毒较易产生变异，疫情爆发以来，新变异株的出现屡见不鲜，8 月全球疫情高峰的“祸首”Delta 毒株传染性较前几类变异株大幅增加，使得以色列、德国、英国等疫苗覆盖率先导的国家

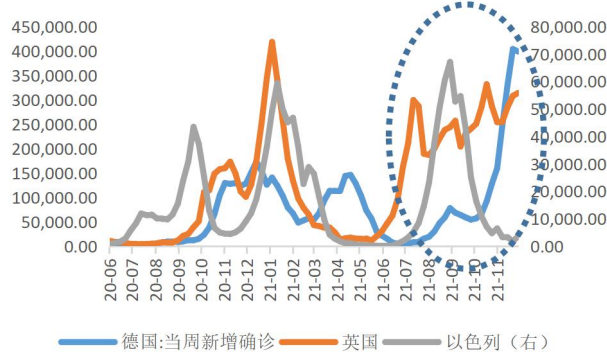
再现疫情高峰，越南、马来西亚等国单周新增确诊甚至一度超过 2020 年全年累计水平，而近期出现的 Omicron 变异株较 Delta 传染性再升级，新一轮疫情正在持续发酵。

图 3：Delta 变异株使东南亚 8 月彻底“沦陷”（例）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：接种率较高的德、英、以色列同样再现高峰（例）

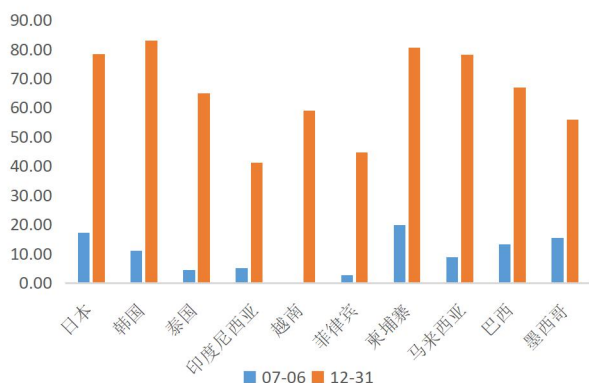


数据来源：Wind，山西证券研究所

二是，海外国家疫情发展及疫苗覆盖率的分化为病毒的持续变异提供了“温床”，部分发展中国家相对落后的医疗卫生条件难以在短期内改善，西方国家的制度及居民观念特征也增加了疫情防控的阻力。在交通运输及商业贸易高度发达的今天，疫情传播的渠道更加多样，传播速度也更快，海外国家疫情此起彼伏、阶段性局部爆发加剧全球疫情防控的难度，也为新冠病毒持续变异提供了空间与时间。回顾 2021 年，疫情多轮由点及面爆发的原因大致可归于三点：疫苗分配不均、部分国家医疗卫生条件落后、西方国家“人文因素”干扰。疫苗方面，今年三季度以来，在疫苗产能持续扩张、欧美国家疫苗溢出效应等背景下，部分国家的疫苗短缺问题已有明显改善，如日本、韩国、柬埔寨、马来西亚疫苗覆盖率均已超过 77%，较 6 月底提升超 60pct。但俄罗斯、印尼、缅甸、菲律宾等国完全接种人数占比仍低，非洲国家整体疫苗接种率仍不足 10%，难以形成有效保护。

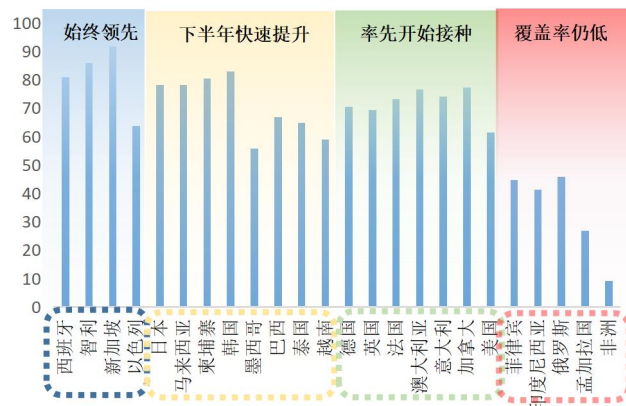
2022 年，疫苗覆盖率的国别分化有望进一步收窄，但发展中国家医疗卫生基础设施的改善非一日之功，同时西方国家的政治体制及居民观念特征也使得防疫封锁措施的推进艰难，隔离、口罩、疫苗等防疫方式在西方国家成为争论不休的政治问题。2021 年下半年以来，坚持不“重回封锁”的欧美国家疫情恶化明显，疫苗接种率处于领先水平的英法德甚至成为冬季疫情反扑的“震中”。由此，后两种因素使得疫情的分化发展仍将持续，增加了病毒突变的概率及疫情防控的难度，使得海外疫情大概率仍将出现反复。

图 5：日韩及发展中国家疫苗覆盖率快速提升（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：疫苗覆盖率国别分化仍在，部分国家仍低（%）

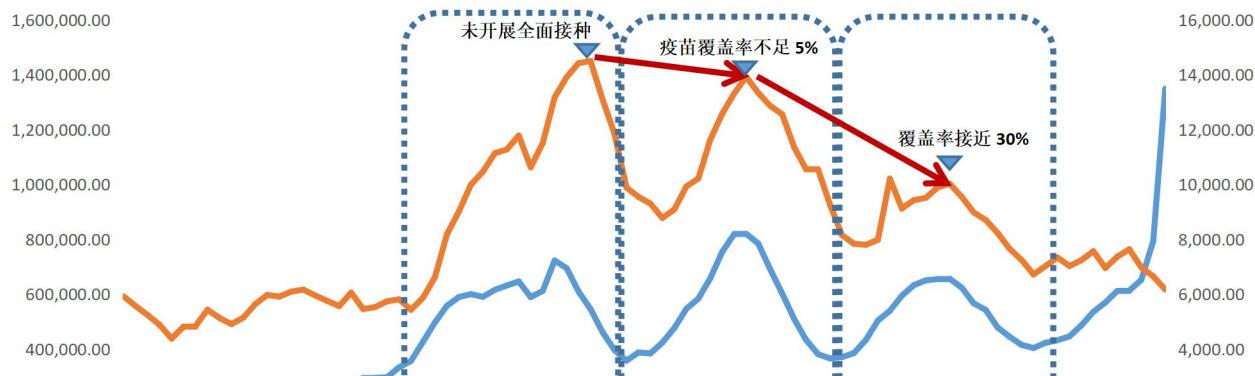


数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 抗疫经验累积+市场调整，疫情对经济的冲击或有限

虽然疫情难以完全消除，但疫苗接种方面的改善、防疫经验的积累以及经济结构的“适应性”调整使得新冠疫情对全球经济供需两端的冲击或将逐步减弱。

图 7：单轮疫情从“潮起”到“潮落”大致经历 4 个月的时间，新增死亡病例峰值逐步降低（例）



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_35816

