

# 周度经济观察

## ——出口增速趋于回落

袁方<sup>1</sup> 章森（联系人）<sup>2</sup> 束加沛（联系人）<sup>3</sup>

2021年6月8日

### 内容提要

受疫苗普遍接种的影响，5月全球服务业 PMI 数据加速恢复，而制造业 PMI 数据回升斜率放缓，中国出口增速小幅回落。预计下半年全球服务消费对货物消费的替代会更为普遍地展开，全球货物贸易和中国出口或将受到冲击。

美国非农就业数据连续两个月不及预期，与此同时薪资数据表现强劲，这一组合暗示劳动力市场供应不足是主因，巨量的财政补贴抑制了居民参与工作的意愿，这一趋势或将延续至三季度。

当前美国就业水平较疫情前差距较大、年内难以完全填补，且通胀压力更多是一次性冲击，未来一个季度流动性有望延续宽松。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

## 一、出口增速趋于走弱

5月我国美元计价出口同比增速 27.9%，两年几何平均增速为 11.1%，较上月回落 5.7 个百分点，出口增速仍处于较高水平。

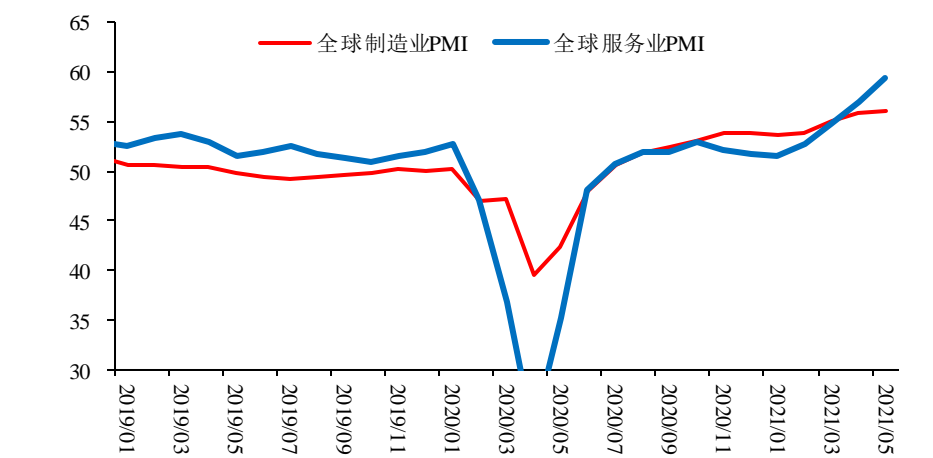
分地区看，我国对美国、日本、欧盟等发达经济体的出口均出现回落，对东盟、巴西、印度、俄罗斯等新兴经济体的出口也普遍下滑。周边国家如韩国出口小幅抬升，而越南受疫情扩散的影响出口出现回落。

分产品看，随着全球多数国家疫情的控制，5月我国医疗器械、纺织纱线、中药材等疫情防控相关物资的出口下滑。此外，服装、家具、机电产品等产品的出口回落幅度较大。

近期由于疫苗在全球的普遍接种，全球服务业 PMI 数据加速恢复，而制造业 PMI 数据回升斜率放缓，全球贸易的复苏也有放缓的迹象，这一环境对中国出口的影响也在逐步显现。

下半年随着全球主要经济体群体免疫的实现，服务消费对货物消费的替代将会更为普遍地展开，与此同时，美国和欧洲经济加速恢复的顶点年内也有望出现，这些因素或将对全球货物贸易、以及中国出口产生抑制。

图1: 全球制造业和服务业 PMI, %



数据来源: Wind, 安信证券

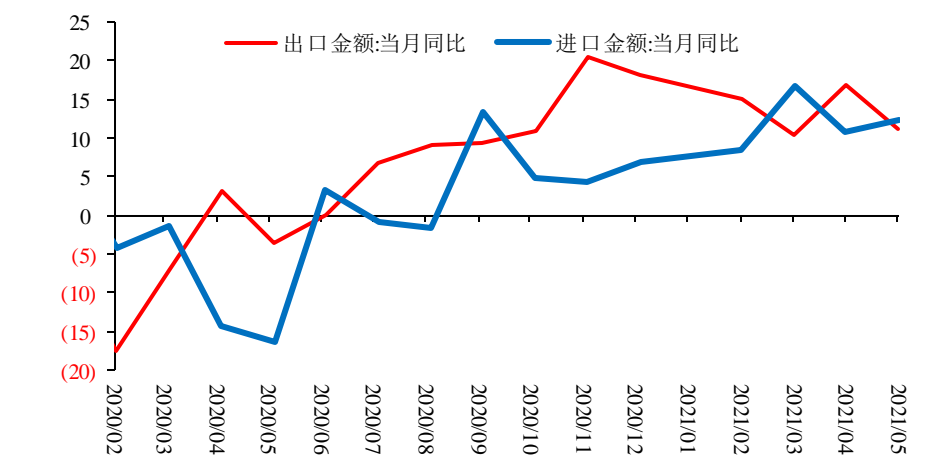
5月进口同比增长51.1%，两年几何平均增速为12.4%，较上月小幅上行1.8个百分点。

分地区看，中国从美国和欧盟的进口连续回落，从日本和东盟的进口小幅抬升。

分产品看，大豆、钢材、原油等进口数量均出现回升，铁矿砂进口走弱，这与同期国内黑色产业链限产趋严有关。

往后看，考虑到国内部分地区疫情的扩散以及预防性储蓄的长期存在，下半年国内需求整体处于偏弱水平，进口数据将呈现中枢下移的态势。

图2：进口和出口同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年数据使用两年几何平均

6月4日，财政部宣布将国有土地使用权出让收入等四项政府非税收入划转税务部门征收，但土地出让收入的使用和管理权依旧在地方政府。本次调整只改变征收流程，有助于提高土地收支的透明度，对地方财政以及房地产市场没有实质影响。

## 二、市场将延续震荡格局

上周权益市场小幅震荡，消费、成长板块表现较强，周期板块次之，稳定和金融板块表现偏弱。

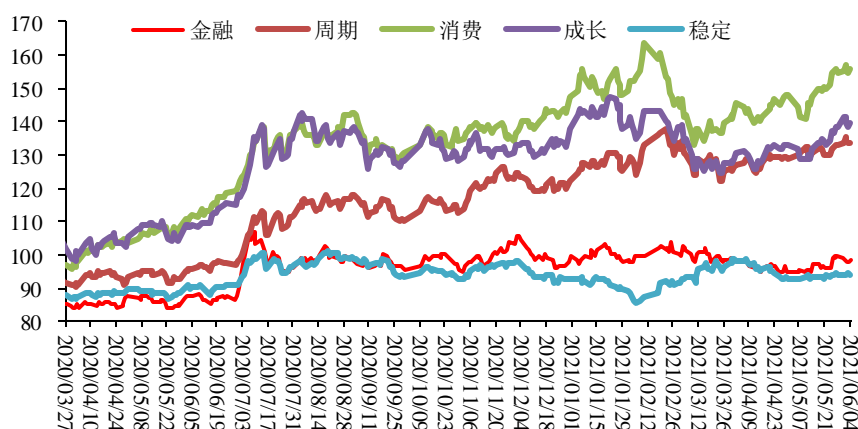
当前市场仍处于中期调整之中，消费、成长板块的估值水平仍然偏高，金融、周期板块盈利回升的持续性存疑，市场的主线尚不明晰。

从自上而下的角度看，今年以来经济需求总体表现偏弱，基建和地产的走弱有来自于政策层面的影响，而制造业投资和消费的弱势更多是私人部门消费倾向与投资意愿低迷的自然结果，同时出口进一步上冲的动能有限。因此在这种经济背景下，流动性整体易松难紧，信贷、社融增速的回落主要反映出需求走弱的影

响，而非央行主动收紧。稳定的流动性环境，叠加住户部门过剩储蓄的涌入以及外资的流入，权益市场整体不存在系统性向下的风险。

但是考虑到国内需求的走弱相对温和，消费、成长板块的估值仍然偏高，工业品通胀易上难下，预计三季度央行货币政策实质放松的可能性有限，市场趋势向上的动能可能不足，市场或许整体趋于震荡。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券  
以2020年1月2日为100

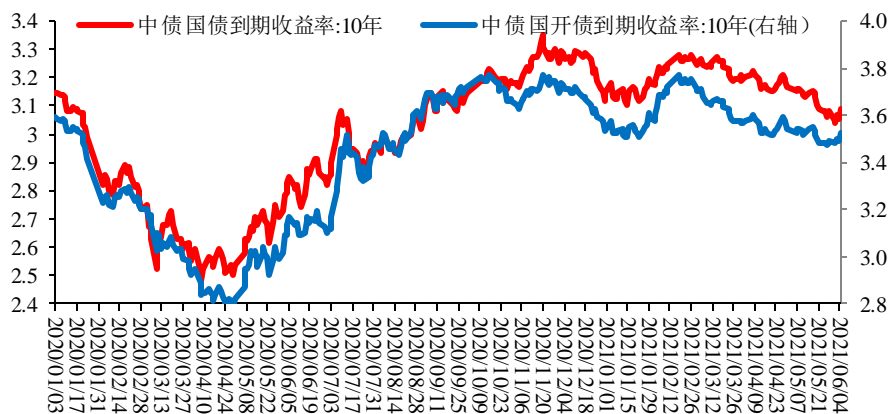
跨月结束后，本周资金利率小幅下行，DR001 和 DR007 分别在 2.1%、2.2% 附近波动，但相比 3 月-5 月的中枢小幅抬升，银行间市场流动性中性偏宽松。

受此影响，短端如同业存单和 1 年期国债收益率维持低位，与此同时长端利率小幅抬升，期限利差走阔。

对长端利率而言，持续偏弱的经济增速使得收益率易下难上，而地方债的大量发行、居高不下的 PPI 增速也限制了收益率下行的空间，三季度利率债或将中枢震荡。

受华融等风险事件的冲击，信用市场风险偏好持续偏低，信用债发行收缩。从包商银行、永煤事件发生后的政策操作和市场表现来看，下半年局部的风险暴露或将持续，但风险事件传染的链条有望被快速切断，系统性风险爆发的概率较低。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%

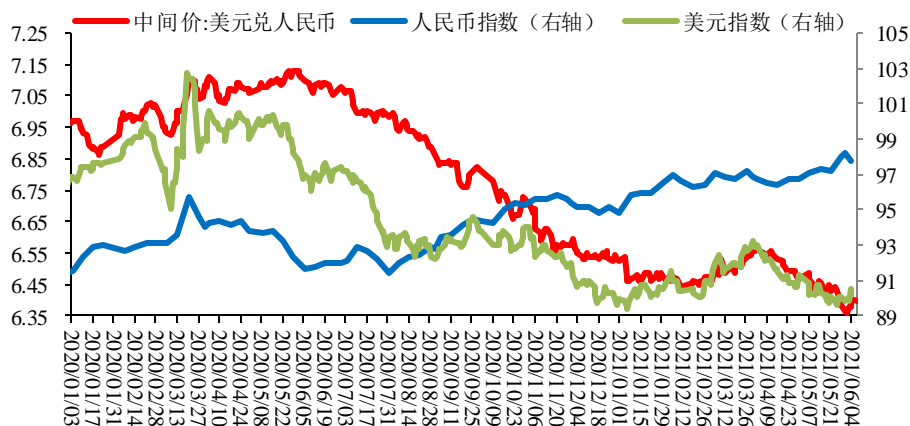


数据来源：Wind，安信证券

随着美元指数的走强，人民币兑美元贬值，新兴市场汇率指数小幅回落。本轮从4月初以来的人民币兑美元升值主要受到美元指数走弱的影响，而美国以外国家经济预期的改善是压制美元指数的主要力量。

伴随欧洲、日本等市场对经济预期定价的结束，欧元、日本、英镑汇率走弱，美元指数有望重新抬升。此外，美国经济的持续恢复、通胀的抬升以及货币政策预期的调整将对美元指数形成支撑。

图5：人民币汇率和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

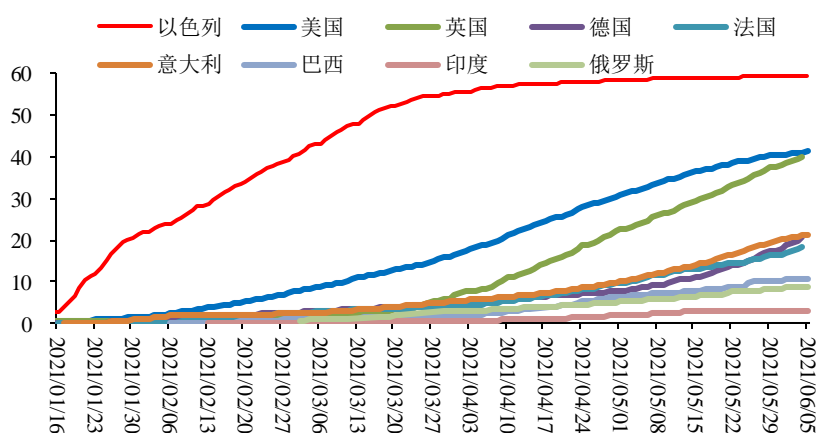
### 三、非农就业不及预期

6月以来，全球疫情形势整体向好，单日新增确诊病例下降至50万人以内。美日欧等发达经济体新增病例持续减少，新兴经济体形势依然严峻，其中，印度回落至15万人以内，巴西上升至近10万人，东南亚地区则依然维持在10万人左右的高位。

近日，新华社消息称，巴西一座4.5万人的小城在今年2月—4月期间开展了全面接种中国科兴疫苗的试验，结果显示：在接种人群占总人口的比例达到60%之后，当地新增病例数、住院人数、新增死亡病例数分别下降80%、86%、95%。

这一试验结果与以色列的情况类似，即当完全接种比例接近60%时（难以继续上升），每日新增病例回落至两位数。若以此为参照，按当前美国和英国接种速度边际递减的情况来看，发达经济体接近群体免疫的时点或将在三、四季度，而新兴经济体则需要等到明年。

图6：发达经济体和新兴经济体疫苗完全接种比例，%



数据来源：Wind，安信证券

随着疫苗接种的推进以及隔离措施逐步取消，此前恢复进度滞后于制造业的服务业显示出加速扩张迹象。

从 PMI 来看，美国 5 月 Markit 服务业 PMI 录得 70.4（前值 64.7），无论是绝对水平还是抬升幅度，均远超制造业 PMI（现值 62.1、前值 60.5）；欧元区 5 月服务业 PMI 为 55.2，自 4 月恢复至荣枯线上方后继续快速上升。

以中国复苏历程为参考，随着服务业的不断恢复，未来欧美居民货物消费对服务消费的替代效应将减弱，而这可能对中国出口形成压力。

图7：美国 5 月 Markit 制造业和服务业 PMI

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\\_19978](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19978)

