



局部疫情反复和工企利润分化，导致双引擎复苏短期遇阻

在 [2021 年中期宏观经济展望](#) 中，我们提到：中国经济的双引擎复苏特征在下半年将变得更加明显。虽然最新发布的 5 月进出口和社会消费品零售数据暂未能验证我们的观点，但是我们仍认为，双引擎复苏的长期趋势不会改变。

究其原因，除了外部需求回落和消费韧性不足拖累了出口和消费之外，局部疫情反复和工企利润分化也在一定程度上拖累了双引擎复苏。整体来看，拖累双引擎复苏的多为短期因素，而长期的结构性因素则推动经济延续双引擎复苏的格局。

广东疫情反弹对出口和消费造成短期拖累。广东作为中国主要的出口加工贸易省份，其出口约占全国四分之一。广东省三大港口货运吞吐量在疫情反弹后出现明显回落，同比增速从 4 月的 13.3% 降至 5 月的 12.4%。疫情导致的封锁隔离，除了影响港口运力，也将拖累外贸加工企业的生产。此外，封锁隔离措施导致私人交通和公共交通出行显著减少，人口流动显著下降，抑制短期内的消费复苏。目前，广东省疫情已得到有效防控，预计其对出口和消费的影响将是短暂的。

工业降速背景下，利润分化对消费的间接影响。PPI 在上下游行业间的速度差异，导致上游行业利润增速加快、下游行业利润增速放缓，这将进一步压缩下游行业的利润空间，对工业的持续复苏造成负面影响。此外，中下游制造业和消费行业的利润压缩，将拖累就业人员的收入提升，并挤压消费、抑制消费引擎的复苏。

展望未来，中国出口的全球市场份额仍处高位，增速回落的空间有限。夏季的疫情反弹压制了当季出口、造成出口延迟，或在一定程度上抵消下半年因基数上升带来的同比增速回落。长期来看，在就业回暖、疫苗接种、额外储蓄的支撑下，消费复苏仍将向好。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 6 月 29 日

相关报告：

[《2021 年中期宏观经济展望：聚焦高质量和结构性的复苏》](#) (2021-06-07)

[《4 月中国宏观数据点评——投资和出口带动工业趋稳，消费引擎仍待加强》](#) (2021-05-18)

[《4 月中国宏观数据点评——流动性拐点进一步确认，CPI 与 PPI 的剪刀差引担忧》](#) (2021-05-18)

[《4 月中国宏观数据点评——贸易持续回暖，供需推动航运》](#) (2021-05-10)

浦银国际

宏观灼见

局部疫情反复和工企利润分化，导致双引擎复苏短期遇阻

局部疫情反复和工企利润分化，导致双引擎 复苏短期遇阻

在 [2021 年中期宏观经济展望](#) 中，我们提到：中国经济的双引擎复苏特征在下半年将变得更加明显。然而，最新发布的 5 月进出口和社会消费品零售数据暂未能验证我们的观点。究其原因，除了外部需求回落和消费韧性不足拖累了出口和消费之外，局部疫情反复和工企利润分化也在一定程度上拖累了双引擎复苏。整体来看，拖累双引擎复苏的多为短期因素，而长期的结构性因素则推动经济延续双引擎复苏的格局。

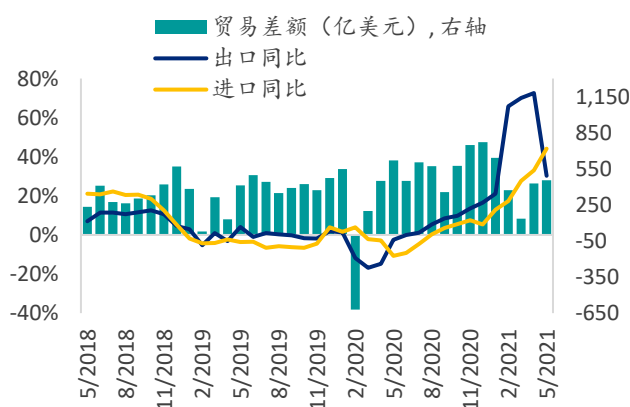
● 出口因外需和疫情降速，出口高份额保证韧性仍在

外需下降导致出口增速放缓

出口增速的拐点显现。5 月，出口（美元计）同比增长 27.9%，低于预期（32.1%），较前期下降 4.4 个百分点。在低基数回升的影响下，5 月出口的同比增速较 1-4 月的累计同比增速（44.0%）有明显回落。就两年年均增速而言，5 月的出口较 2019 年同期年均增长 11.1%，低于 4 月的 16.8%。

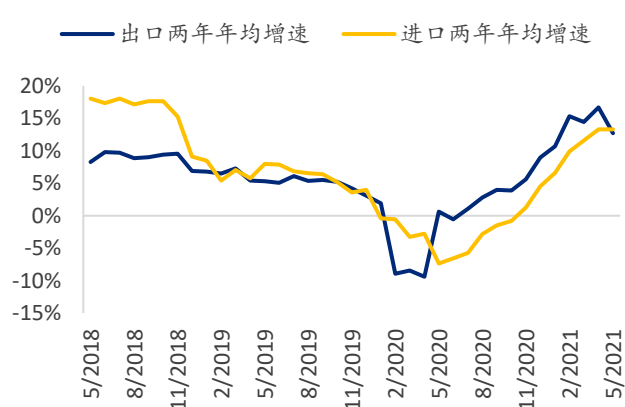
对主要目的地的出口均出现下滑，对美出口下降明显。5 月，中国对美国（9.1%）、日本（8.0%）、韩国（11.7%）、欧盟（5.8%）、东盟（15.1%）、南美（17.3%）的出口较 2019 年同期的年均增速均有所下降。其中，中国对美出口的两年年均增速从 4 月的 15.8% 降至 9.1%，为年初至今的最低增速。

图表 1：进出口同比增速与贸易差额



注：同比增速为 3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

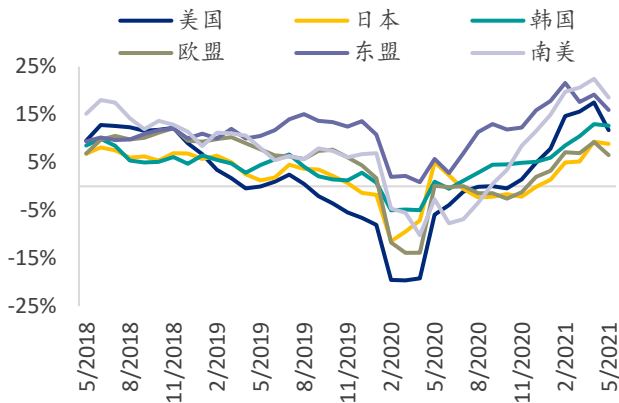
图表 2：进出口两年年均增速



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

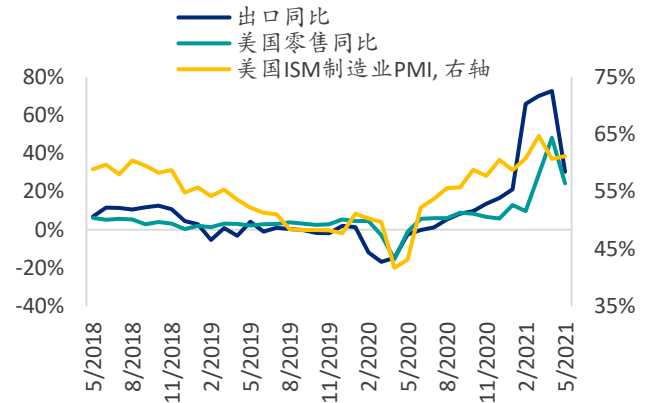
中国出口增速回落受到美国制造业扩张放缓、零售增速下降的影响。受劳动力短缺和供应链问题的影响，美国 ISM 制造业 PMI 指数从 3 月的峰值（64.7%）回落至 5 月的 61.2%；第二轮经济刺激方案的财政补贴峰值已过，叠加基数效应，使得美国零售同比增速从 4 月的 48.1% 降至 5 月的 24.4%。受到上述双重影响，中国出口增速出现大幅回落，消费品和电子产品的出口下降明显。

图表 3：中国出口至主要目的地两年年均增速出现回落



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 4：中国出口增速回落受到美国制造业扩张放缓、零售增速下降的影响

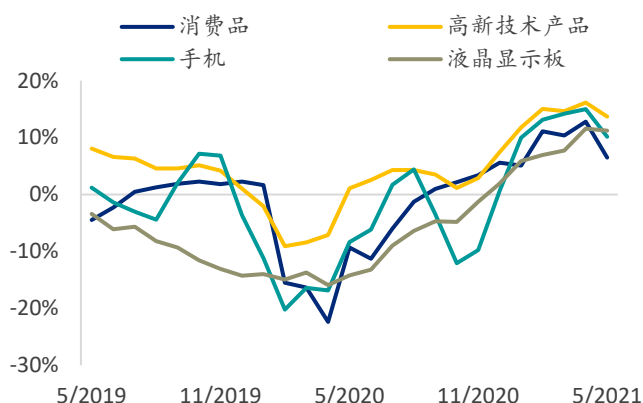


注：出口同比为 3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

消费品和电子产品出口增速有所下滑。5 月，主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）的出口较 2019 年同期年均增长 4.3%，较 4 月回落约 5.2 个百分点。其中，服装、家具、鞋类出口的两年年均增速分别下降 7.2、4.9、0.5 个百分点。5 月，以手机和液晶显示板为代表的电子产品出口增速下降明显，两年年均增速分别为 5.6% 和 7.6%，较前期下降 10.0 和 11.1 个百分点。高技术产品出口增速小幅回落。5 月，高技术产品出口同比增长 15.7%，较 2019 年同期年均增长 11.7%，与 3 月持平、略低于 4 月的 17.7%。

全球疫情持续，带动防疫物资出口回升。5 月，全球新冠疫情较 4 月有所回落，但是单月新增确诊病例仍达到 2,022.0 万人，为迄今第二多新增病例的月份。受此影响，5 月防疫物资出口维持较高水平：用于制造口罩的纺织制品出口额达 121.2 亿美元，与 4 月（121.6 亿美元）基本持平；医药材及药品出口额达 17.1 亿美元，环比增长 6.4%；医疗器械及仪器出口额达 48.5 亿美元，环比增长 6.4%。

图表 5：消费品和电子产品出口的两年年均增速有所回落



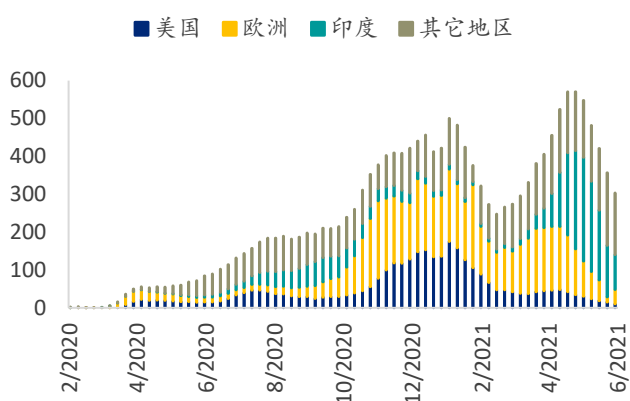
注：3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 6：2021年5月消费品和电子产品出口的两年年均增速和同比增速

单位：%	两年年均增速	同比增速
服装	0.0%	37.0%
鞋类	-5.6%	63.5%
玩具	23.1%	68.9%
家具	12.8%	50.5%
高新技术产品	11.7%	15.7%
手机	5.6%	12.9%
液晶显示板	7.6%	59.6%

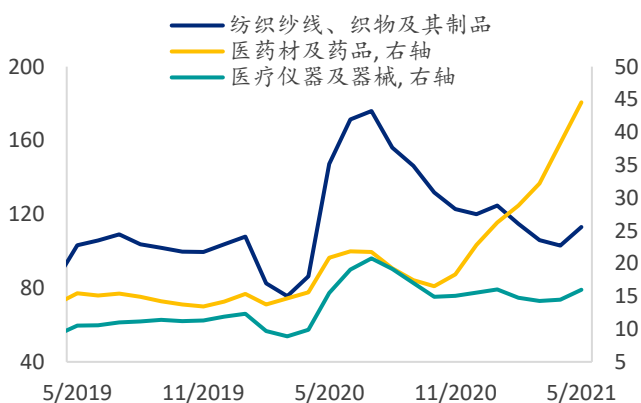
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：全球主要地区每周新增新冠确诊病例(万人)情况



注：截至2021年6月21日
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 8：防疫物资出口(亿美元)有所回升



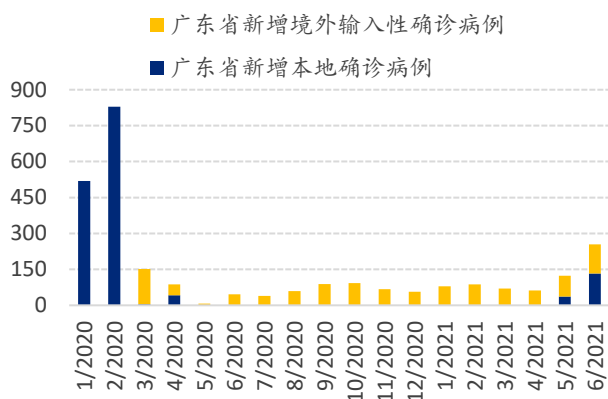
注：3个月移动平均
资料来源：CEIC，浦银国际

局部疫情反复拖累整体出口

广东疫情小幅反弹。时隔9个月，广东省再次出现本地新冠确诊病例，5月合计新增37例，6月新增病例达到133例（截至6月24日）。此外，广东省输入性确诊病例也有较大幅度上升，5月合计新增87例，6月新增病例达到122例（截至6月24日）。

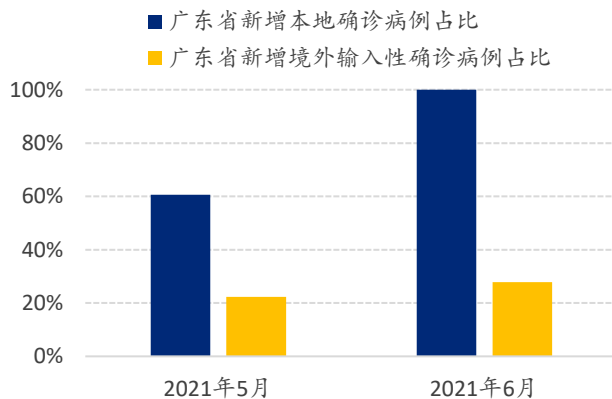
广东疫情对国内经济复苏的影响值得关注。在国内疫情防控整体较好的背景下，广东成为了全国疫情最严重的地区，本地新冠确诊病例占比从5月的61%升至6月24日的100%，而输入性确诊病例占比也升至28%。因此，广东疫情所产生的影响是分析短期内中国经济复苏进程不能忽视的因素。

图表 9：广东省新冠肺炎新增确诊病例数



注：截至 2021 年 6 月 24 日
资料来源：Wind，浦银国际

图表 10：除港澳台地区，广东省新冠肺炎新增确诊病例数的占比扩大

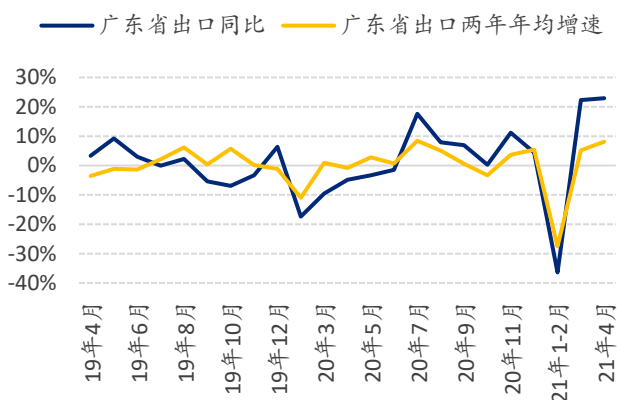


注：截至 2021 年 6 月 24 日
资料来源：Wind，浦银国际

疫情将影响约四分之一的出口。广东作为中国主要的出口加工贸易省份，其 2019 年出口（人民币计）约占全国的 29.2%，疫情影响下的 2020 年其占比也达到了 24.3%。今年疫情反弹前，广东省 4 月出口（人民币计）的同比增速为 22.9%，高于当月全国出口的同比增速（22.2%），拉动了整体出口。

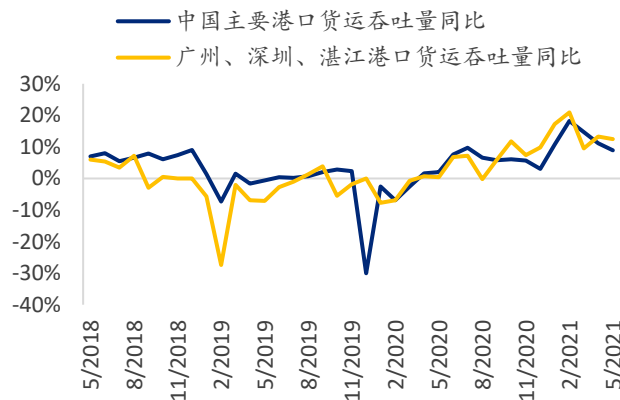
虽然广东省 5 月出口数据尚未披露，但是广东省三大港口货运吞吐量在疫情反弹后出现明显回落，同比增速从 4 月的 13.3% 降至 5 月的 12.4%。疫情导致的封锁隔离，除了影响港口运力，也将拖累外贸加工企业的生产。由此我们判断，广东省疫情反弹对出口增速的拖累将是显著的，但考虑到疫情在 6 月末已被有效防控，其对出口的影响料将不会持久。

图表 11：广东省出口恢复情况



注：数据披露至 2021 年 4 月
资料来源：Wind，浦银国际

图表 12：广东省三大港口货运吞吐量并未出现大幅下降



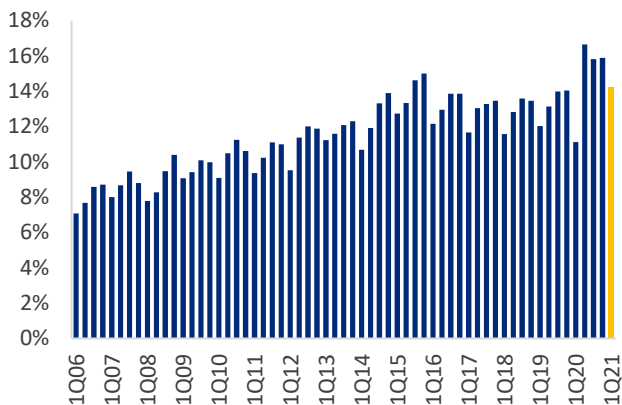
资料来源：Wind，浦银国际

出口高份额保证韧性仍在

中国出口的全球市场份额仍处高位，增速回落的空间有限。2020年新冠疫情暴发后，中国出口较早恢复，占全球市场的份额在2Q20升至历史高位（16.7%）。此后，伴随全球经济复苏、各国出口恢复，中国出口的全球市场份额逐渐回落，1Q21下降至14.2%。纵向比较，14.2%的份额为历年一季度的最高值，季节因素也导致2Q21的份额有回升空间。

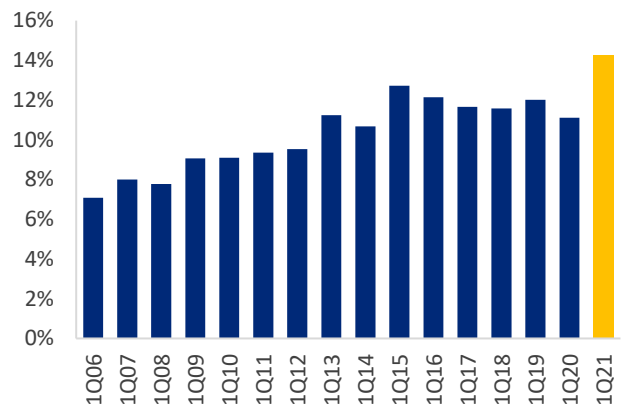
因此，基于较高的出口份额以及国内外疫情严重程度度的差异，我们预计下半年的出口前景依然向好、出口增速呈现正常化回落。此外，夏季的疫情反弹压制了当季出口、造成出口延迟，或在一定程度上抵消下半年因基数上升带来的同比增速回落。

图表 13: 中国货物出口的全球市场份额在疫情后升至高位



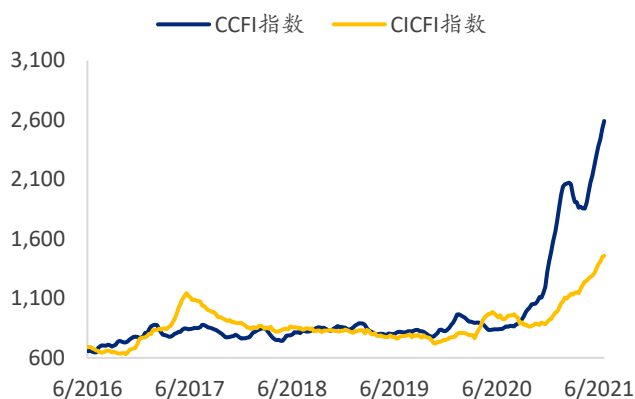
资料来源：WTO，浦银国际

图表 14: 历年一季度中国货物出口的全球市场份额



资料来源：WTO，浦银国际

图表 15: 中国出口集装箱运价指数（CCFI）与中国进口集装箱运价指数（CICFI）升至新高



注：截至2021年6月21日

资料来源：Wind，浦银国际

需求驱动下运价走高。根据我们 [2021 年中期宏观经济展望](#)，全球经济共振复苏，贸易回暖导致航运需求回升，中国出口（CCFI）、进口（CICFI）集装箱运价指数在 6 月双双创新高。截至 6 月 21 日，CCFI 升至历史最高点（2,591.41 点）。中国出口航运热度不减，显示出口需求依旧旺盛，我们因此预计出口仍将保持韧性，出口引擎将进一步推动下半年经济增长。

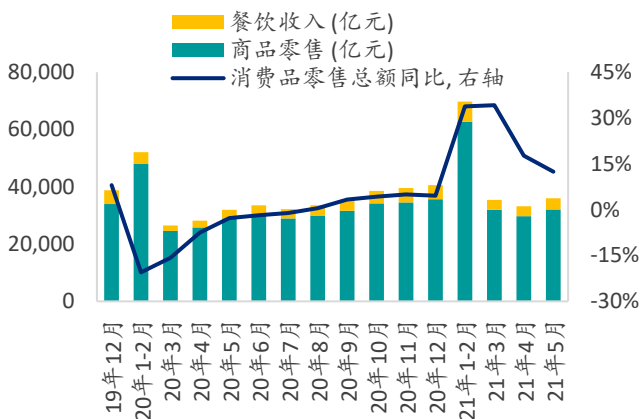
● 消费韧性不足和工企利润分化拖累消费复苏

消费引擎恢复增长，增速边际改善幅度较小

消费恢复增长势头。5 月，社会消费品零售总额同比增长 12.4%，低于预期（14.0%），但是 5 月社消零售的两年年均增速回升至 4.5%，高于 4 月的 4.3%，较今年 1-4 月社消零售总额的两年年均增速（4.2%）呈现边际回升。

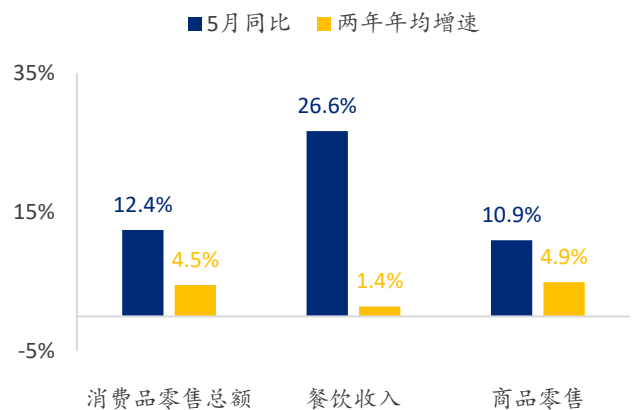
餐饮收入和商品零售回升，带动整体消费恢复增长。5 月，餐饮收入为 3,816.0 亿元、商品零售为 3.22 万亿元，均为三个月以来新高。就两年年均增速而言，餐饮收入从前期的 0.4% 升至 5 月的 1.4%；商品零售从前期的 4.8% 升至 5 月的 4.9%，显示出餐饮和零售的恢复呈现更加均衡的态势，但是增速的边际改善幅度较小。

图表 16：社会消费品零售总额恢复增长势头



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 17：2021 年 5 月社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



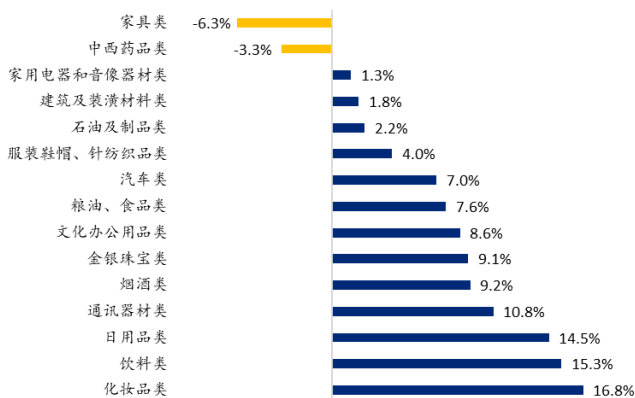
资料来源：国家统计局，浦银国际

商品零售的恢复存在分化。通过比较两年年均增速，我们发现5月家具类（-6.3%）和中西药品类（-3.3%）两个行业仍未恢复至2019年同期水平，而家用电器和音响器材类的增速实现由负转正，从4月的-3.6%回升至5月的1.3%。消费升级行业的恢复显示出消费动能正逐步释放；而疫情防控影响了药品零售，中西药品类的恢复将伴随疫苗接种率上升而逐步回暖。此外，化妆品类（16.8%）、饮料类（15.3%）、日用品类（14.5%）的两年年均增速较快，为恢复领先的零售行业，各零售行业恢复程度的分化有所扩大。

服务业复苏的韧性值得关注。通过比较各年五一档和端午档观影人次数据，我们发现今年五一档观影人次恢复较好（总计4,414.6万人次），较2019年增长约26.8%，两年年均增速达到12.6%。而端午档观影人次仅为1,303.5万人次，虽然端午档观影人次在2018年后已呈现下降趋势，但今年的下降幅度异常显著，仅为2019年端午档观影人次的58.6%。

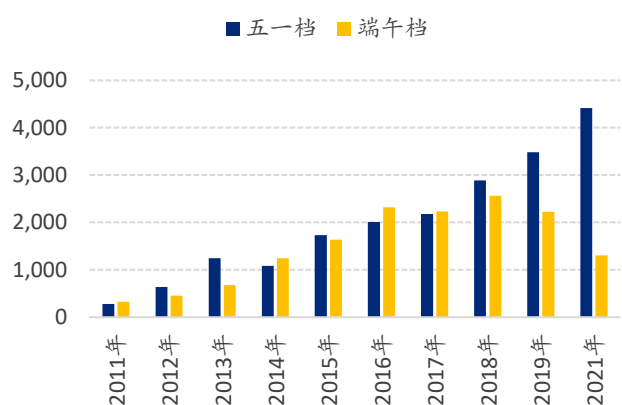
排除不同年份上映电影热度的差异，五一档和端午档观影人次的巨大差距说明，局部疫情反弹对线下消费的抑制作用仍显著，而短期内消费者对同一商品的消费频率下降也显示出消费意愿的回升仍不够强劲。

图表 18：2021 年 5 月各零售行业两年年均增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 19：各年档期观影人次（万）



资料来源：Wind，浦银国际

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_20457

