

## 出口因素驱动的投资逻辑

## 宏观驱动型大类资产配置研究系列二

证券研究报告

2021年09月06日

## ● 核心结论

**现象：3月以来中国出口增速有所放缓。**尽管除农产品与资源品外的出口放缓看似是基数所致，但与去年相比今年1-7月各区域对中国出口贡献率变化极大，说明疫情对全球经贸产生了极大的结构性影响。

**2020年Q2以来强劲的中国出口数据背后存在四点驱动力：1) 防疫物资：**2020.4-12月占中国出口比重为6.94%，对中国出口增速的拉动率为26.1%。**2) 全球复苏：**该因素对2020年4-12月中国出口增速的解释力为32.3%。**3) 美国财政转移支付下的额外商品需求及美国地产销售热拉动下的地产后周期需求：**2014-2018年中国对美国出口增加值占中国出口增加值比重均值为20%，2020年则高达37.74%，进而2020年中国出口增幅有17.7%由美国因素解释。**4) 供给替代：**前三项对2020年4-12月出口增长的解释力为76.1%，进而我们认为供给替代因素的解释力或约23.9%。

**上述因素皆已不同程度转弱，中国出口放缓并非基数原因：**首先，当前欧美等国陆续接种疫苗导致防疫物资出口金额放缓，该因素对中国出口影响中性转弱。其次，全球制造业PMI数据自6月起持续下滑表明全球经济复苏斜率最陡峭的阶段已经过去，也意味着其对中国出口增长的拉动渐趋温和。此外，随着美国财政转移支付基本结束，防疫措施解除，导致5月起美国个人消费结构逆转，同时美国地产销售热度降温对地产后周期商品需求的掣肘亦将抑制中国对美耐用品出口。最后，今年以来日韩出口对全球经济复苏的敏感度回升，意味着中国出口的供给替代逻辑已被削弱。

**出口对人民币汇率及其他资产的或有影响：往后看，我们认为：1) 人民币贬值概率攀升：**出口增长放缓叠加美联储货币政策转向等因素，未来数月美元兑人民币或暂时升破6.6。**2) 美国因素对于A股中地产后周期相关行业指数的负面影响已显现：**过去一年对中国出口形成提振的四个外部因素中变化最为突兀的是美国因素。此外，国内部分商品对美进口额对美国TO C端耐用品消费额存在较大依赖性，导致疫后美国因素对中国出口的影响权重较大并成为A股相关行业走势的重要驱动因素。申万家用电器行业指数于2020年12月见顶，这一变化与美国地产销售顶点及中国对美家用器具出口拐点一致。**3) 出口放缓还将怎样影响国内投资？**美国因素与防疫物资出口逻辑逆转对于A股的影响大概率已经基本反应。全球复苏因素对中国出口整体而言还是中性的甚至有可能在全球疫苗接种率提升后再次转为积极。但是由于疫情反复，因此供给替代的逻辑会在未来半年到一年进一步弱化。进而，前文提到过的在供给替代逻辑下受益的商品类别，如高新技术、传统出口等领域可能会因逻辑逆转而略微受损。

风险提示：新冠疫情变异风险；经济运行风险；政策风险。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 索引

## 内容目录

一、现象：中国出口增速有所放缓 .....	4
(一) 除农产品与资源品外的出口放缓看似是基数所致 .....	4
(二) 不同区域对中国出口增长贡献率发生较大变化，说明疫情影响全球经贸结构 .....	6
二、疫后中国出口强劲因四点外部拉动力 .....	7
(一) 疫后防疫物资对中国出口增速拉动率或约 26.1% .....	7
(二) 2020Q2-Q4 全球复苏对中国出口增速拉动率或为 32.3% .....	7
(三) 2020Q2-Q4 美国财政转移支付对中国出口增速拉动率或为 17.7% .....	8
(四) 2020Q2-Q4 供给替代对中国出口增速拉动率或为 23.9% .....	9
三、上述因素皆已不同程度转弱，中国出口放缓并非基数原因 .....	10
四、出口对人民币汇率及其他资产的或有影响 .....	12
(一) 未来数月人民币汇率阶段性贬值概率极高 .....	12
(二) 美国因素对于 A 股中地产后周期相关行业指数的负面影响已显现 .....	12
(三) 出口放缓还将怎样影响国内投资？ .....	13
五、风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1：2020 年 2 月-2021 年 7 月全国出口重点商品同比变化 (%) .....	4
图 2：中国出口金额及同比增速 (亿美元) .....	4
图 3：中国高新技术产品出口金额及同比增速 (万美元) .....	4
图 4：中国机电产品出口金额及同比增速 (万美元) .....	5
图 5：家具及灯具出口同比增速 (%) .....	5
图 6：防疫物资出口同比增速 (%) .....	5
图 7：传统商品 (服饰、箱包、玩具) 出口同比增速 (%) .....	5
图 8：农产品出口同比增速 (%) .....	5
图 9：资源品出口同比增速 (%) .....	5
图 10：中国向各大洲出口金额占中国总出口金额比例 (%) .....	6
图 11：中国向主要国家出口金额占中国总出口金额的比例 (%) .....	6
图 12：防疫物资出口同比增速 (%) .....	7
图 13：中国出口增速与全球制造业 PMI .....	7
图 14：中国对美出口增加值/中国出口增加值 .....	8
图 15：中国对美出口金额同比与美国个人商品消费增速 .....	8
图 16：美国成屋销售 .....	8
图 17：美国新屋销售 .....	8

图 18: 美国制造业产能利用率 .....	9
图 19: 日本产能利用率指数同比 .....	9
图 20: 韩国制造业产能利用率指数 .....	9
图 21: 2019 年至今防疫物资出口金额 .....	10
图 22: 全球制造业 PMI .....	10
图 23: 2021 年 1-7 月美国零售分项环比增速 .....	10
图 24: 中国制造业 PMI 新出口订单分项 .....	11
图 25: 美国 HS96 商品对华进口额和附属品及零件消费相关性 .....	12
图 26: HS94 库存和主要家具用品耐用品消费相关性 .....	12
图 27: 中国对美家具等商品出口与申万家用电器行业指数 .....	13
图 28: 中国对美家具等商品出口与家用电器行业指数与上证比值 .....	13
表 1: 日韩出口增速相对全球制造业 PMI 的弹性系数 .....	11
表 1: 2020 年与 2021 年 1-7 月中国各类出口商品占出口总金额比重 .....	11

## 一、现象：中国出口增速有所放缓

## (一) 除农产品与资源品外的出口放缓看似是基数所致

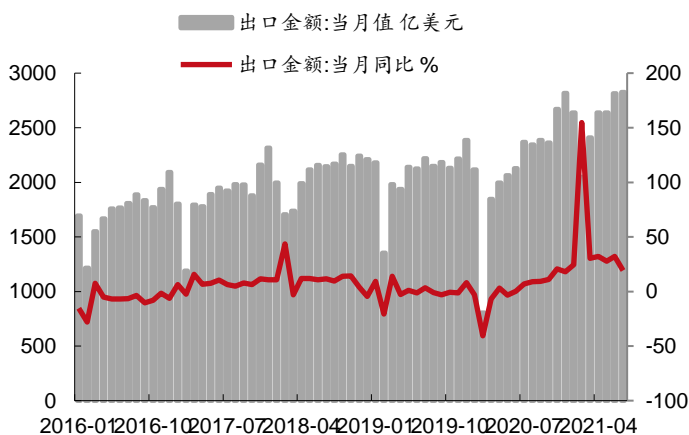
2021年3月至6月美元计价中国出口金额同比增长均值为30.7%，2021年7月中国出口同比增速降至19.3%。2021年3-7月各类商品美元计价出口金额同比增速均有不同程度回落：高新技术产品出口同比增速自34.9%降至15.5%；机电产品出口同比增速自35.4%下滑至18.1%；防疫物资出口同比增速自11.7%降至-25.7%；传统商品（服饰鞋帽、箱包、玩具等）出口同比由34.5%降至13.0%；家用电器家具家纺等出口同比由65.5%降至16.6%；电子产品出口同比增速由18.9%降至-12.6%；农产品出口同比增速由-2.2%升至13.4%；资源品出口同比增速由4.8%升至20.6%。由于2020年3-7月中国出口金额基数不断抬升，所以我们特别容易将今年3-7月出口放缓视为基数效应。

图1：2020年2月-2021年7月全国出口重点商品同比变化（%）

	2021/7	2021/6	2021/5	2021/4	2021/3	2021/1-2021/2	2020/12	2020/11	2020/10	2020/9	2020/8	2020/7	2020/6	2020/5	2020/4	2020/3	2020/2
<b>*农产品</b>	<b>3.7%</b>	<b>12.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>24.1%</b>	<b>-7.4%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-11.6%</b>
水海产品	5.4%	11.9%	22.9%	20.5%	3.5%	23.6%	-2.5%	8.2%	-6.0%	1.9%	2.1%	-0.6%	-9.8%	-19.3%	-15.6%	-12.6%	-20.8%
粮食	-20.1%	-18.9%	-30.8%	-33.7%	-29.9%	31.1%	88.4%	130.6%	76.8%	219.7%	23.2%	34.8%	83.2%	78.8%	76.4%	182.5%	119.9%
成品油	152.0%	187.3%	121.4%	-80.6%	-18.2%	-27.4%	-46.2%	-58.2%	-31.5%	-55.9%	-38.8%	-68.2%	-62.0%	-52.0%	-2.4%	0.4%	22.5%
稀土	156.3%	81.7%	103.8%	66.2%	7.4%	85.5%	39.5%	-13.0%	-22.9%	-37.2%	-32.4%	-48.8%	-40.5%	-25.0%	-19.8%	50.0%	-42.1%
中药材及中成药	10.5%	-12.8%	6.7%	0.8%	-15.1%	18.9%	5.3%	-6.8%	0.4%	-2.0%	6.0%	-5.2%	11.2%	4.7%	13.7%	11.5%	-5.9%
肥料	142.5%	130.3%	159.7%	107.7%	26.6%	53.7%	35.5%	18.7%	54.1%	0.8%	-1.6%	-26.5%	1.3%	-26.9%	-28.3%	6.0%	-44.1%
塑料制品	-1.4%	11.7%	21.4%	27.9%	22.4%	82.5%	90.2%	112.9%	97.9%	95.9%	90.6%	90.6%	84.0%	54.4%	63.8%	56.8%	24.4%
箱包及类似容器	31.7%	39.2%	45.5%	47.3%	9.4%	24.8%	-16.6%	-9.1%	-20.3%	-19.3%	-23.5%	-23.2%	-31.9%	-43.2%	-39.9%	-22.8%	-19.0%
纺织纱线、织物及制品	-26.8%	-22.5%	-41.3%	-16.9%	8.4%	60.8%	11.7%	21.0%	14.8%	34.7%	47.0%	48.4%	56.7%	77.3%	49.4%	-6.3%	-20.7%
服装及衣着附件	8.2%	17.7%	37.0%	65.0%	42.2%	50.0%	-0.3%	3.6%	3.7%	3.2%	3.2%	-8.5%	-10.2%	-26.9%	-30.3%	-24.8%	-22.7%
鞋靴	22.2%	34.6%	63.5%	59.0%	20.6%	32.8%	-16.2%	-15.5%	-12.5%	-14.1%	-22.0%	-26.8%	-32.4%	-48.6%	-47.1%	-28.4%	-23.8%
陶瓷产品	2.9%	13.1%	43.1%	58.2%	17.9%	76.6%	18.6%	19.6%	3.5%	2.2%	2.7%	20.1%	4.6%	-15.0%	-18.6%	1.2%	-36.1%
钢材	108.3%	145.6%	64.2%	55.7%	30.1%	45.0%	11.4%	3.4%	-9.6%	-22.4%	-23.7%	-25.5%	-26.6%	-25.8%	-4.7%	-1.8%	-28.6%
未锻轧铝及铝材	66.3%	67.8%	44.6%	19.8%	0.4%	38.9%	2.6%	1.0%	-0.9%	-2.1%	-15.8%	-24.9%	-31.2%	-30.7%	-9.7%	-4.7%	-22.7%
家具及其零件	9.3%	25.3%	50.5%	59.7%	48.9%	81.7%	27.5%	41.9%	32.3%	30.6%	24.0%	23.1%	8.4%	-15.5%	-13.3%	-16.1%	-22.8%
玩具	14.3%	40.5%	68.9%	66.8%	36.7%	96.8%	31.5%	49.9%	22.4%	7.4%	2.0%	21.1%	-5.0%	-10.4%	-11.0%	-2.0%	-27.0%
<b>*机电产品</b>	<b>18.1%</b>	<b>31.2%</b>	<b>27.0%</b>	<b>30.3%</b>	<b>35.4%</b>	<b>64.7%</b>	<b>23.1%</b>	<b>25.0%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>-16.5%</b>
通用机械设备	17.9%	30.4%	28.3%	16.9%	15.1%	49.6%	16.2%	19.4%	14.4%	17.5%	10.8%	5.9%	6.7%	4.7%	15.2%	3.5%	-7.8%
数据处理设备及其零部件	11.5%	13.5%	-4.0%	0.7%	45.9%	80.0%	54.5%	34.3%	26.7%	45.3%	41.7%	35.7%	16.1%	48.2%	49.9%	-3.7%	-14.2%
手机	-9.3%	11.3%	12.9%	37.9%	30.6%	59.4%	18.1%	29.2%	-20.2%	-42.5%	23.3%	43.0%	29.8%	-1.2%	-3.0%	-7.6%	-15.6%
家用电器	25.8%	47.3%	56.5%	60.2%	83.5%	93.7%	58.6%	61.9%	39.6%	42.9%	39.3%	36.6%	26.3%	4.0%	13.2%	-1.4%	-22.1%
音视频设备及其零件	-35.5%	-27.6%	-16.0%	-11.5%	-19.8%	55.7%	31.5%	27.1%	18.2%	22.1%	20.9%	15.1%	-2.4%	-12.2%	-6.0%	-12.3%	-20.3%
集成电路	25.5%	32.1%	25.1%	38.3%	33.0%	30.8%	39.4%	26.4%	13.9%	17.6%	10.9%	15.9%	8.4%	18.7%	7.0%	10.2%	9.1%
汽车（包括底盘）	128.9%	149.8%	129.9%	88.9%	127.9%	106.8%	13.7%	38.5%	15.1%	2.9%	-2.7%	-8.9%	-18.6%	-7.7%	25.1%	-29.1%	5.0%
汽车零部件	32.9%	70.0%	78.8%	50.7%	21.0%	52.3%	24.2%	41.9%	31.3%	22.7%	12.2%	-6.2%	-18.1%	-29.3%	-5.1%	9.3%	-3.0%
船舶	31.1%	56.8%	91.8%	31.2%	34.3%	24.0%	-42.5%	-2.6%	-13.9%	16.4%	-8.7%	1.7%	14.3%	-40.2%	-12.0%	-30.7%	-22.9%
液晶显示屏	30.7%	62.7%	59.6%	74.8%	43.7%	45.0%	27.8%	19.5%	3.5%	-2.5%	-3.4%	-3.5%	-11.5%	-27.5%	-19.4%	-19.7%	-19.4%
医疗仪器及器械	-17.1%	-19.5%	-17.6%	6.6%	39.0%	75.3%	24.3%	38.4%	31.6%	30.9%	39.0%	78.1%	100.2%	88.6%	50.8%	2.1%	-6.8%
具、照明装置及其零件	11.4%	22.4%	30.5%	35.0%	52.1%	122.1%	23.3%	46.7%	37.9%	41.4%	17.8%	26.0%	9.9%	3.3%	-3.1%	-21.4%	-21.6%
<b>*高新技术产品</b>	<b>15.5%</b>	<b>23.1%</b>	<b>15.7%</b>	<b>24.8%</b>	<b>34.9%</b>	<b>58.1%</b>	<b>26.5%</b>	<b>21.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>11.9%</b>	<b>15.6%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>-7.5%</b>	<b>-15.1%</b>

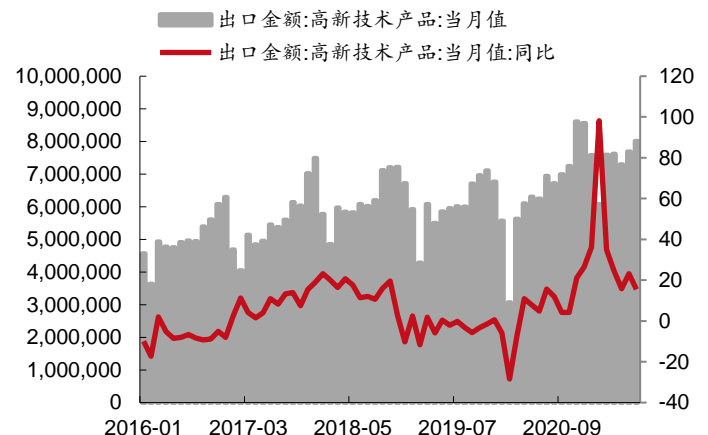
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：中国出口金额及同比增速（亿美元）



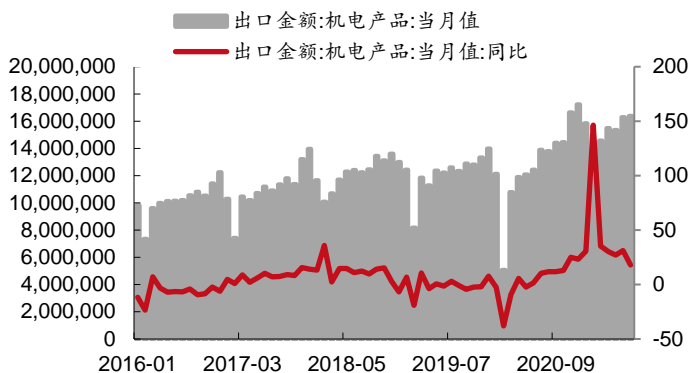
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：中国高新技术产品出口金额及同比增速（万美元）



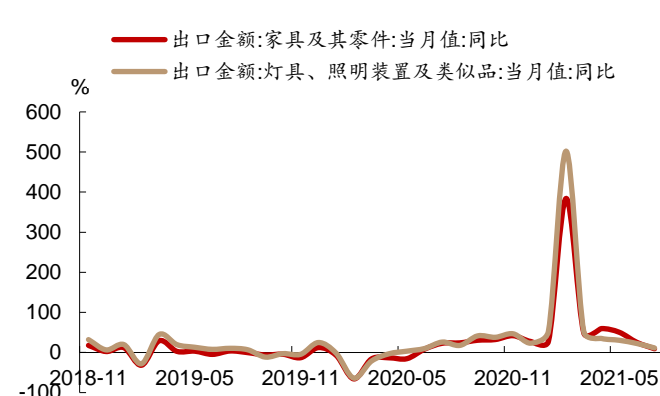
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：中国机电产品出口金额及同比增速（万美元）



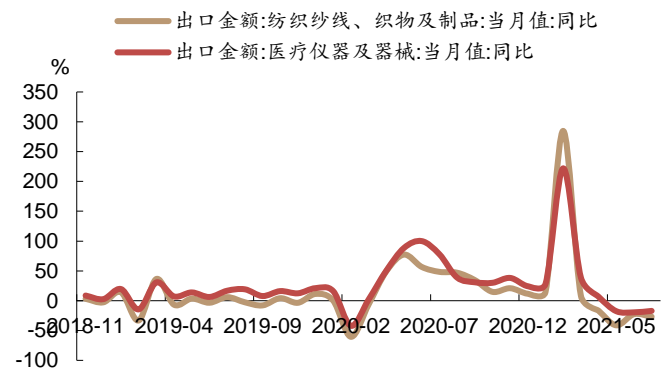
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：家具及灯具出口同比增速（%）



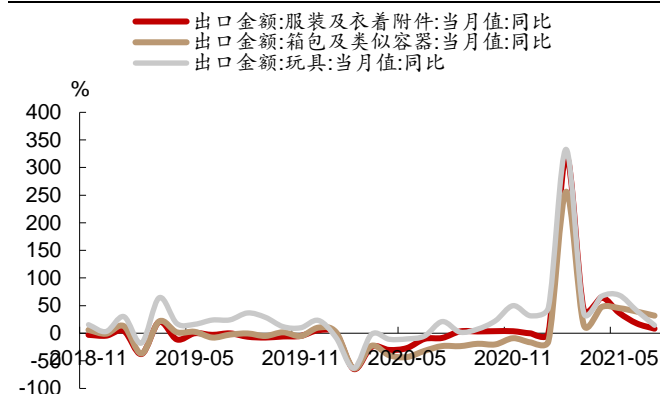
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：防疫物资出口同比增速（%）



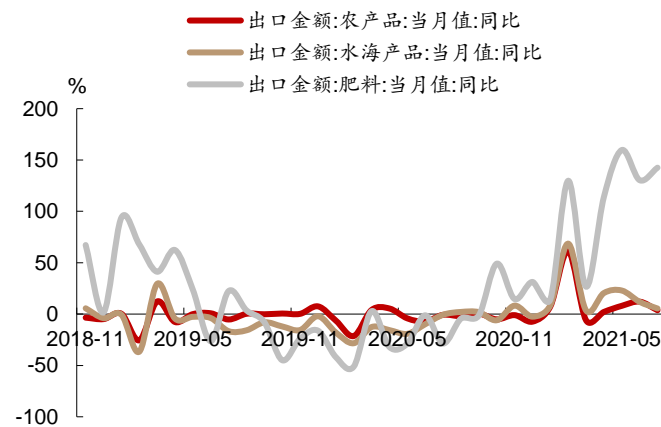
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：传统商品（服饰、箱包、玩具）出口同比增速（%）



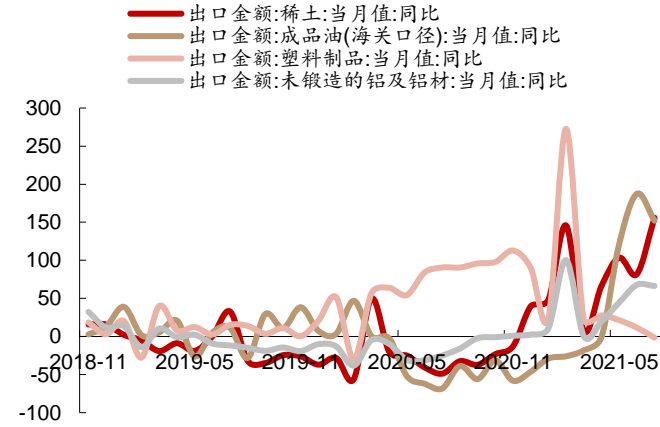
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：农产品出口同比增速（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：资源品出口同比增速（%）



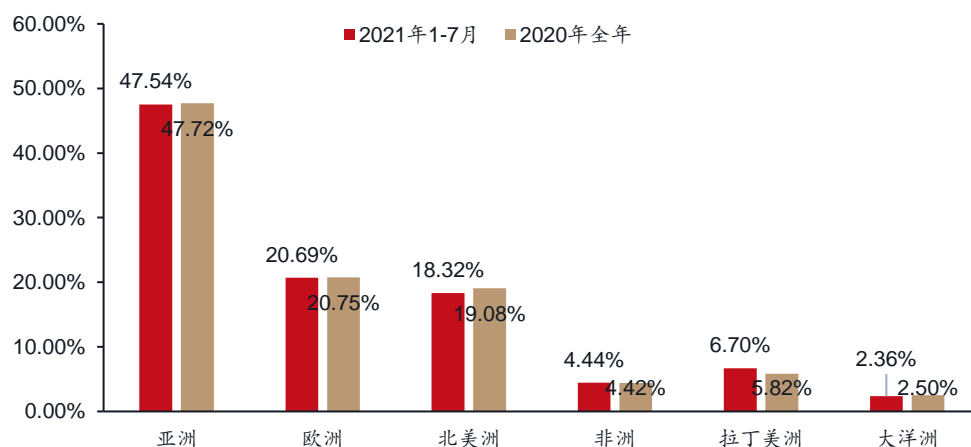
资料来源：Wind，西部证券研发中心

## （二）不同区域对中国出口增长贡献率发生较大变化，说明疫情影响全球经贸结构

分各洲来看。今年1至7月中国向亚洲、欧洲、北美、拉丁美洲、非洲、大洋洲累计出口金额占中国总出口金额的47.54%、20.69%、18.32%、6.70%、4.44%和2.36%，2020年出口份额占比则分别为47.72%、20.75%、19.08%、5.82%、4.42%及2.5%。看似差异不大，但也在一定程度上反映出疫后的经贸结构变化。

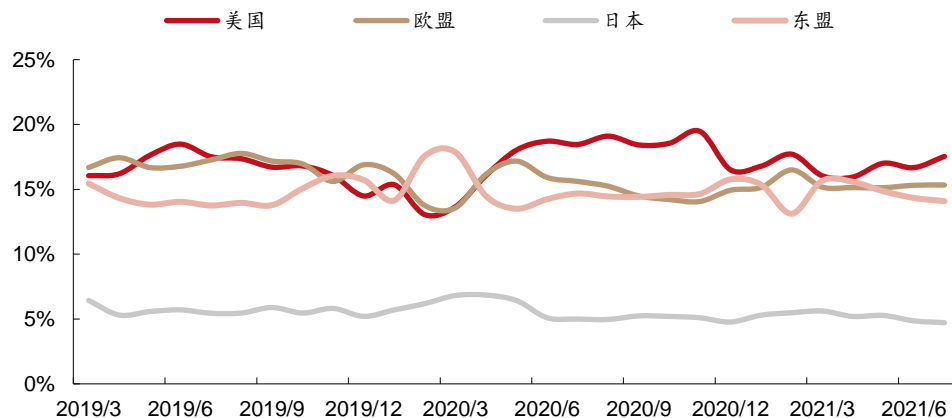
进一步看重点区域的出口情况。2020年全年中国出口金额增加了904.94亿美元。其中中国对美国出口金额2020年相对2019年增加了341.45亿美元，美国因素对中国出口增长贡献37.73%；中国对东盟出口金额2020年相对2019年增加了248.51亿美元，东盟因素对中国出口增长贡献27.46%；中国对日本出口金额2020年相对2019年下降4.96亿美元，日本因素对中国出口增长贡献为-0.55%；中国对欧盟出口金额2020年相对2019年下降353.71亿美元，欧盟因素对中国出口增长贡献-39.09%。今年1-7月中国出口金额增加4687.36亿美元，美国因素对中国此间出口增长贡献降至17.41%、欧盟升至14.42%、东盟降至3.70%、日本升至0.79%。

图 10：中国向各大洲出口金额占中国总出口金额比例(%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：中国向主要国家出口金额占中国总出口金额的比例 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

去年与今年各区域对中国出口贡献率变化如此之大说明疫情对全球经贸产生了极大的结构性影响。比如，今年以来东盟对中国出口贡献下降或与该区域疫情反弹有关、欧盟及日本贡献上升可被上述区域经济复苏解释等等。由此可见，中国出口总额同比及按商品类别观察到的出口放缓反映的可能不仅仅是基数问题，亦与疫后全球经贸结构变化有关。

## 二、疫后中国出口强劲因四点外部驱动力

2020年Q2以来出口一直是中国经济亮点。过去一年强劲的中国出口数据背后存在四点驱动力：防疫物资、全球复苏、美国财政转移支付下的额外商品需求以及供给替代。由于今年以来各国开始积极接种疫苗，疫情对经贸的影响又有了更加复杂的变化，因此我们在估算上述四点驱动力对疫后中国出口增速的贡献时仅考虑2020年4月-12月这一区间。经测算，防疫物资、全球复苏、美国因素以及供给替代对疫后中国出口的拉动率分别为26.1%、32.3%、17.7%以及23.9%。

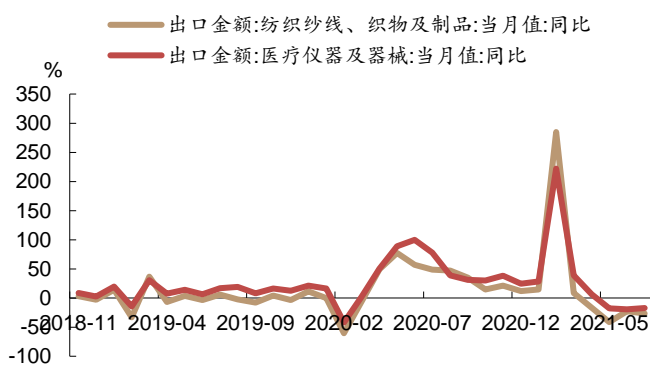
### （一）疫后防疫物资对中国出口增速拉动率或约26.1%

2020年2月起全球疫情快速扩散，防疫物资需求大增。在海外各国逐渐开启防疫封锁的背景下，生产供给受到约束并对中国防疫物资出口产生提振。2020年4月-12月纺织纱线、织物及制品和医疗仪器及器械出口量大幅攀升，此间中国上述商品总出口增速为41.7%，显著高于2019年全年增速1.9%。2020.4-12月防疫物资分项出口占中国出口总金额比重为6.94%，此间防疫物资对出口增速的拉动率为26.1%、令期间中国出口同比多增2.2%。

### （二）2020Q2-Q4全球复苏对中国出口增速拉动率或为32.3%

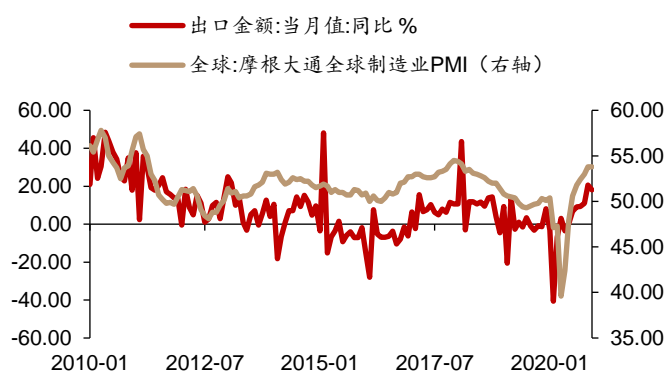
2020年1-2月亚洲新冠疫情发酵、扩散，但欧美疫情对经济掣肘最严重的时间是3-4月，欧美多数国家都在此间实施了全面防疫封锁措施。但4-5月逐步解封后全球经济开始复苏，该因素也令中国出口走出低谷、开启回升。全球制造业PMI领先中国出口增速约2个月，二者线性回归R方=32.3%，我们据此假定全球复苏对2020年4-12月中国出口增速的解释力为32.3%。

图 12：防疫物资出口同比增速（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：中国出口增速与全球制造业 PMI

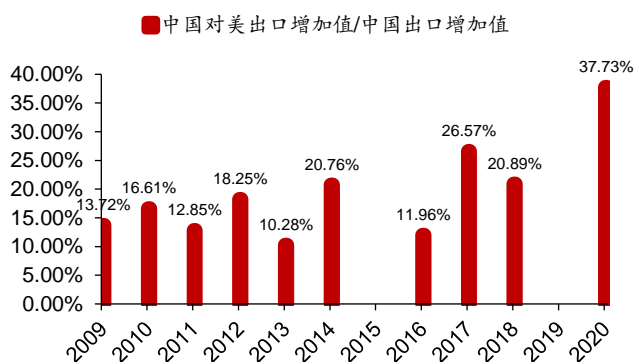


资料来源：Wind，西部证券研发中心

**(三) 2020Q2-Q4美国财政转移支付对中国出口增速拉动率或为17.7%**

全球复苏本应是一种常规内生变化，但美国财政转移支付又对这一过程产生了额外提振。2020年3月美国第一轮抗疫刺激为年收入75000美元以下的成人(2019年美国商务部普查局数据显示该收入水平占15岁以上人群的79.05%<sup>1</sup>)提供1200美元、为儿童提供500美元，且提供600美元/周的额外失业金(8月9日后降至400美元/周)；12月第二轮抗疫刺激再次为年收入75000美元以下的成人直接提供600美元、儿童亦然，额外失业金降至300美元/周；今年3月第三轮财政刺激又给年收入75000美元以下的成人和儿童直接提供1400美元的现金补贴。三轮财政转移支付极大地刺激了美国居民消费，但是在服务消费被约束的背景下，商品特别是耐用品消费热度就持续攀升。2021年4月美国个人耐用品消费较2020年1月高出38%，而往年的年均增幅仅在4%-5%。与个人耐用品消费同步攀升的还有美国的商品贸易逆差以及中国对美出口。

图 14：中国对美出口增加值/中国出口增加值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 16：美国成屋销售

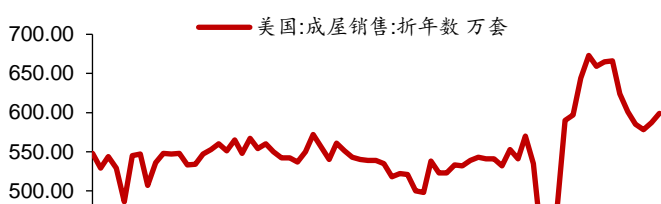
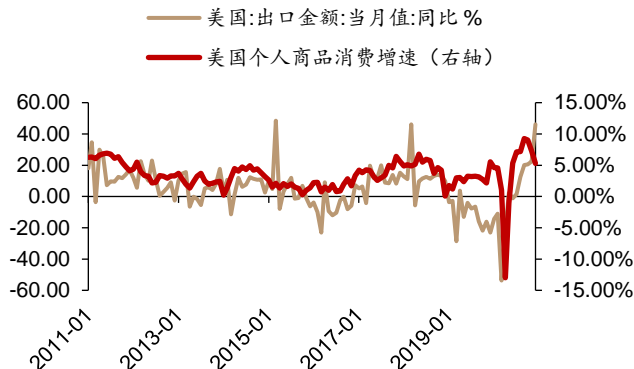
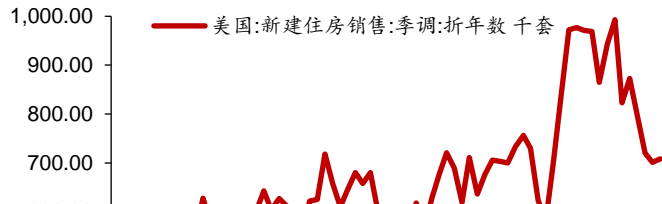
云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

图 15：中国对美出口金额同比与美国个人商品消费增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 17：美国新屋销售



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\\_26279](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26279)云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>