

# 美国疫情发展的三种情形及对中国出口的冲击

宏观专题报告

2020年04月07日

## 报告摘要:

全球化下，中国出口难免被外需疲软拖累；1918年至1920年大流感经验值得学习；基于三种美国经济反弹测算出口增速在-8.8%至-29.6%之间。

### ● 我国仍是加工贸易大国，外需疲软加重稳就业压力

虽然经济转型稳步推进，我国制造业仍较为依赖外需。疫情恶化不仅影响消费需求，还会导致运输时间延迟。就业最大化目标可能会促使政策短期内优先稳定劳动密集型产业。

### ● 1918至1920年大流感的经验值得学习，欧美防控不慎将拖累我国贸易

大流感导致当时各个国家GDP平均下滑6个百分点，消费下滑8个百分点。美国内部有各自为战的历史传统，切忌再犯历史错误。如果欧美疫情出现长尾效应，我国贸易压力难免被拖累。

### ● 三种情形下，我国出口下滑压力可能超过金融危机时期

世界大型企业联合会分三种情形对美国经济进行预测：第一种是五月开始快速反弹；第二种是夏天开始V型反弹；第三种是长尾效应下秋天开始恢复正常。三种情形下美国2020年GDP同比分别为-1.35%、-4.32%和-5.10%。

根据美国GDP走势，我们估算2020年中国出口同比增速区间为-8.8%至-29.6%。由于美国已经确定社交隔离指引至4月底，第一种情形概率较低，夏天经济V型反弹将逐渐成为基准情形，但是美联储似乎更加倾向于第三种情形，比我们预计的更加悲观。

### ● 风险提示:

全球经济前景恶化、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

## 民生证券研究院

### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

### 研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

## 相关研究

## 目录

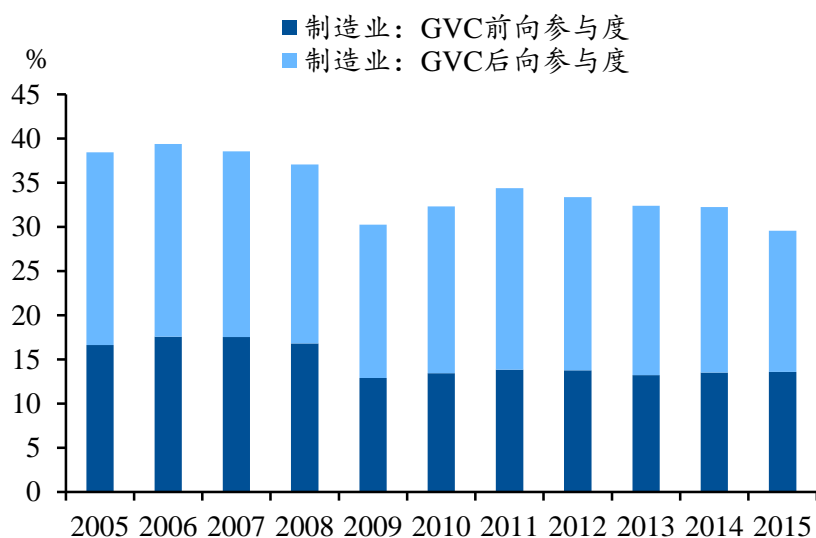
一、回顾与观察：中国在全球供应链上的表现.....	3
1.1 诸强对比：中国仍是加工贸易大国 .....	3
1.2 分产业：参与度与外部吸收的双重作用 .....	5
二、大流感、金融危机和美国新冠疫情的另一种可能结果.....	7
2.1 1918-1920 年大流感和 2008 年全球衰退.....	7
2.2 M 型走势：历史证明美国疫情发展存另一种可能.....	9
三、三种情况下的出口金额推算 .....	11
3.1 美国经济周期对出口的影响 .....	11
3.2 美国疫情发展三种情况下对应中国出口的变化.....	11
风险提示 .....	13

## 一、回顾与观察：中国在全球供应链上的表现

### 1.1 诸强对比：中国仍是加工贸易大国

中国在全球产业链的参与度逐渐下降，后向参与度仍旧高于前向参与度。产业链一般分为前向关联和后向关联：前向关联一般是该国产品的大部分增加值直接被进口国吸收；后向关联则是该国将进口材料再加工后作为中间品或最终产品出口至第三国。在投入产出表的表达手法上，前向关联是横向统计，后向关联是纵向统计。根据 OECD ICIO 和 UIBE GVC 的数据显示，我国制造业的后向参与度一直高于前向参与度，这与我国长期以加工贸易为主的生产贸易形式相符合（图 1）。对比其他主要经济体，我国全球产业链的平均参与度在金融危机结束之后逐年下降，与我国的制造业升级和内需驱动的经济转型有关；同期的美国一直处于四个国家中的最低水平，德国和日本则继续加强与全球供应链的紧密关联（图 2）。

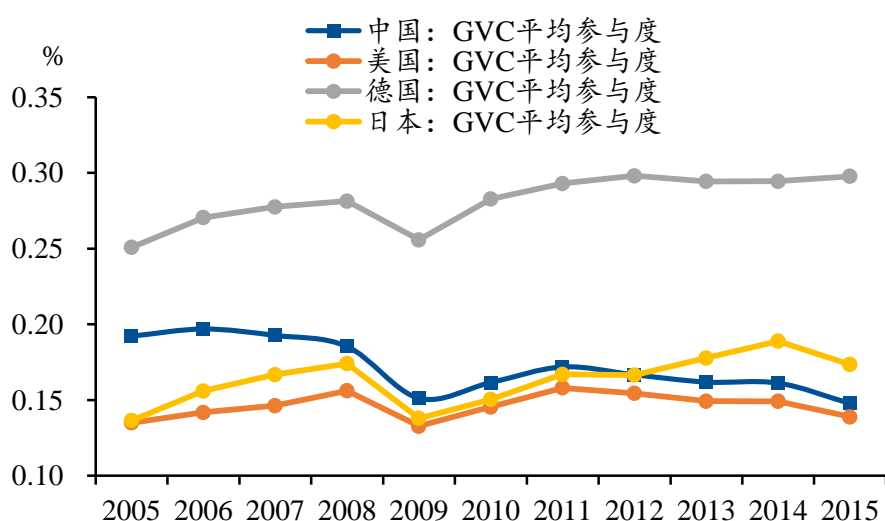
图 1：我国全球价值链参与仍以后向加工为主



资料来源：OECD ICIO, UIBE GVC, 民生证券研究院

注：数据不含贸易退税的增加值分摊，详细见对外经贸大学 GVC 数据说明。

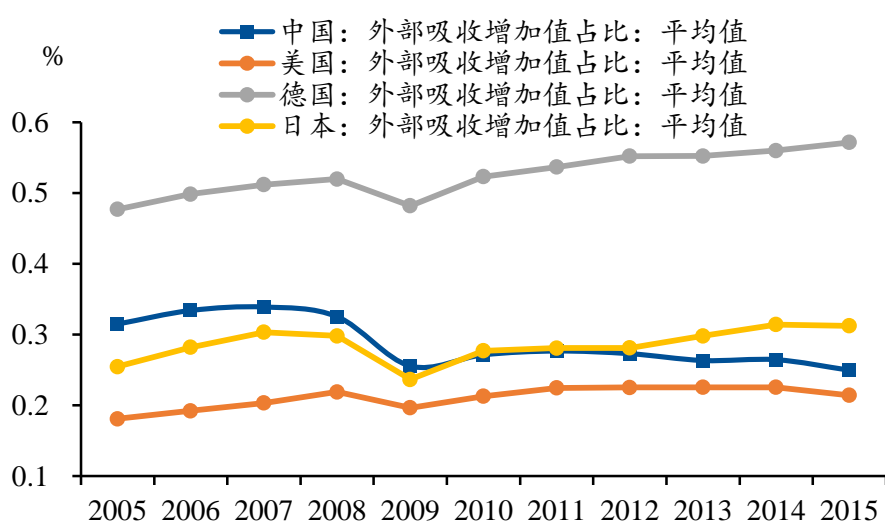
图 2：德国参与度最高，美国最低，日本已经超过中国



资料来源：OECD ICIO, UIBE GVC, 民生证券研究院

我国逐渐加强内部吸收，但仍落后于美国，强于德国和日本。相较于产业链参与度，产业增加值的外部吸收占比可能更为重要，反映 GDP 对外需的依赖性。不同于传统的外贸依赖度（贸易额或出口交货值/主营业务收入），我们使用 UIBE 分解的国外吸收增加值在我国整体产业增加值的比重来描述外需的影响，可以更直接观察外需对 GDP 的影响。虽然疫情对美国经济的冲击可能大于中国（服务业占比较高），但是美国的经济超过 80% 来自国内需求，外需影响较小。我国的外需依赖性则是介于美国和日本之间，显著低于德国。这也解释了为什么德国、韩国和日本在财政刺激上异常激进。虽然我国一直在努力提振内需，但是外需占比仍较高，约四分之一的制造业增加值需要依靠海外吸收消化（图 3）。

图 3：外需依赖逐渐下降，仍有四分之一的制造业增加值依靠外需

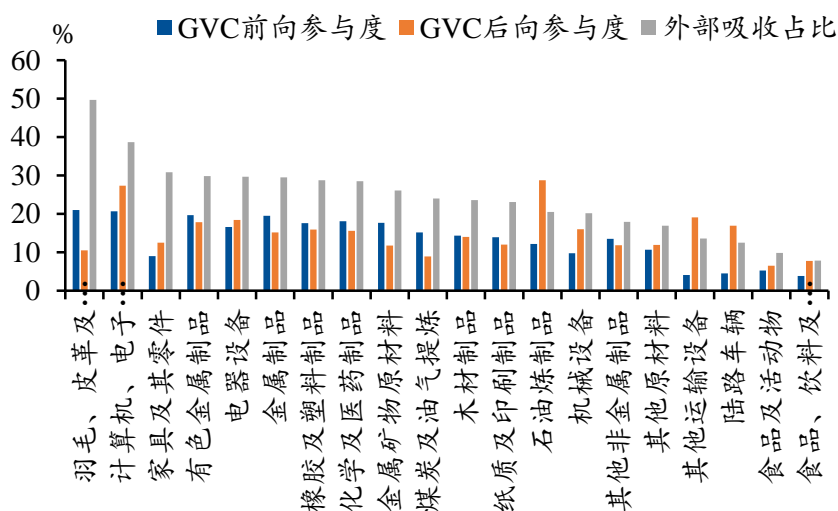


资料来源：OECD ICIO, UIBE GVC, 民生证券研究院

## 1.2 分产业：参与度与外部吸收的双重作用

外需疲软对产业影响存在较大差别。2015 年，我国大部分制造业产业在 GVC 参与度和外需依赖上相对平衡，外需依赖集中在 20% 至 30% 区间。疫情导致的产业链断裂问题可能对石油制品和计算机、电子及光学制品的影响较大。这里需要注意的是外需依赖较高的计算机电子及光学产品、羽毛皮革纺织服饰和家具（图 4）。除了主动需求下降以外，运输时间在封锁政策干扰下被动拉长，导致最终消费难以满足，可能会进一步减少订单。近两个月，全球各大经济体的 PMI 运输时间指标均出现不同程度地上升，说明远程办公需求的确影响到物流的畅通。

图 4：大部分产业前后向较为平衡，计算机电子产品全球嵌入度高



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：OECD 数据的行业分类规则为 SITC

外需下滑对就业影响不尽相同，可能需优先考虑劳动密集型产业。需求早晚都会复苏，问题是如何填补中间的空白。许多企业面对的是一个季度以上的外贸订单被取消和未来太多的不确定性，裁员可能是不得不考虑的选项。其中，劳动密集型产业的就业问题无疑更加困难。根据 2018 年度商务部课题报告，每百万美元出口可以拉动纺织业就业 75 人次，而电子计算机则是 27 人次（表 1）。每个国家都需面对长期债务压力和短期稳定的抉择。每个国家几乎都不得不选择后者。因而，政策倾斜可能也需要做出改变，科技升级是长期目标，稳住劳动密集型产业是短期目标。在出口下滑相等的情况下，就业最大化目标可能使刺激政策倾向于劳动密集型产业。

**表 1：2018 年每百万美元出口可带动从业人次**

部门名称	加工贸易（人次）	一般贸易（人次）	总出口（人次）
农林牧渔产品和服务	0	96.5	96.5
煤炭采选产品	0	33.5	33.5
石油和天然气开采产品	0	17.8	17.8
金属矿采选产品	0	32.6	32.6
非金属矿和其他矿采选产品	0	35.8	35.8
食品和烟草	48.4	81.3	76.1
纺织品	51.3	77.1	75.1
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	45.2	63.7	61.6
木材加工品和家具	51.9	59.5	58.8
造纸印刷和文教体育用品	47.2	48.5	48
石油、炼焦产品和核燃料加工品	4.2	23.8	23
化学产品	26.2	44.3	40.5
非金属矿物制品	29.6	42.4	41.9
金属冶炼和压延加工品	13.9	32	30.1
金属制品	32.2	39.9	39
通用设备	23.2	38.9	35
专用设备	23.8	39.5	35.6
交通运输设备	21.9	33.7	29.5
电气机械和器材	22.9	40.3	34.8
通信设备、计算机和其他电子设备	23.1	33.6	26.9
仪器仪表	21.2	41.4	33.8

资料来源：商务部，民生证券研究院

## 二、大流感、金融危机和美国新冠疫情的另一种可能结果

### 2.1 1918-1920 年大流感和 2008 年全球衰退

大流感造成 GDP 和消费显著下滑。上一个接近新冠疫情的全球性流行病是 1918 年至 1920 年的大流感。根据哈佛大学罗伯特·巴罗的研究报告显示，大流感造成了全球 3900 万人死亡，约占当时全球总人口的 2%。惊人的死亡人数无疑会在短期内对经济和消费造成巨大的影响。如果青壮年大量死亡，长期增长率也将会下降。根据作者的测算，有可考证数据的 40 个国家在 GDP 增速上平均下滑 6 个百分点，消费平均下滑 8 个百分点(表 2)。另一方面，大流感导致股票和国债收益大幅下滑，通胀率显著上升(图 5)。根据 NBER 衰退周期显示，1918 年至 1920 年，美国连续两次出现经济衰退，中间间隔不足一年。但是，随着经济结构变化，新冠疫情对宏观经济的影响不一定会重复大流感的情形。目前来看，通缩风险可能大于通胀风险。

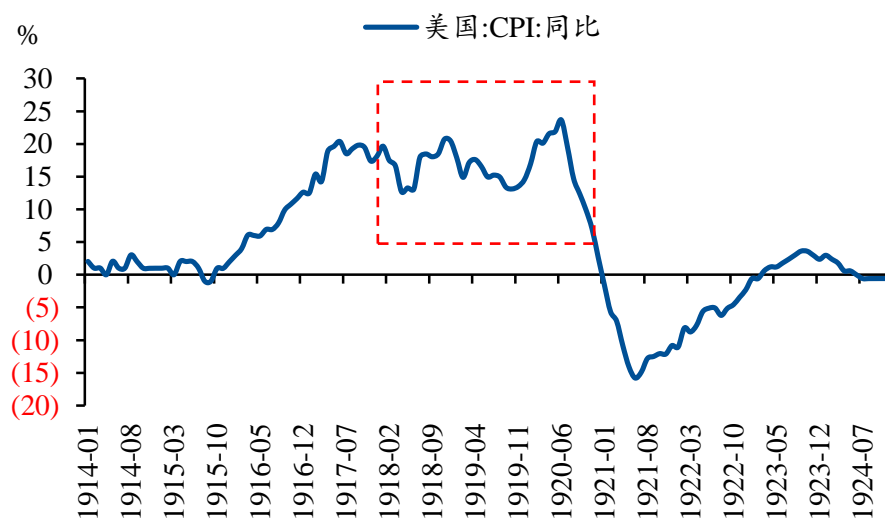
表 2：1901 年至 1929 年：线性回归分析结果

变量	GDP 增长率		消费增长率	
常数项	0.0202***	0.0169***	0.0179***	0.0150***
大流感死亡率	-2.98**	-2.67**	-4.06**	-4.18**
大流感死亡率滞后一年		2.68		0.96
大流感死亡率滞后两年		2.68		1.38
世界大战死亡率	-17.9***	-13.3***	-21.2***	-21.2***
世界大战死亡率滞后一年		-10.2***		2.0
世界大战死亡率滞后两年		12.5***		8.8**

资料来源：NBER 工作论文，罗伯特·巴罗，民生证券研究院

注：平均 GDP 增长率=-2.98\*2%=-5.96%，平均消费增长率=-4.06\*2%=-8.12%，1914 年至 1918 年为第一次世界大战

图 5：大流感期间通胀率居高不下，随后是长达两年的通缩



资料来源：FRED，民生证券研究院



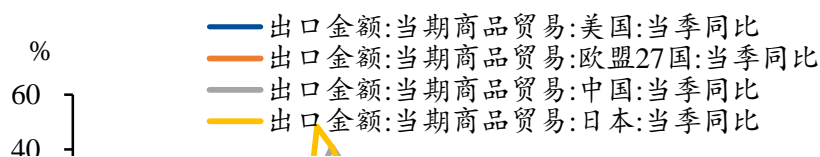
全球经济衰退风险上升，中国贸易可能重现上一次危机式下降。美国经济衰退需等到 NBER 确认，时间一般在衰退中期，所以官方确认还未到来。3 月以来，全球多家机构不停下调经济增长预期，市场一致认为美国和欧洲在上半年将出现显著负增长（表 3）。全年来看，美国和欧元区的 2020 年平均增长率分别为-1.1%和-2.9%（含 3 月中上旬预测值）；最新的预测中间值是-4.2%和-5.5%，下降幅度已经超过 2009 年。如此低的经济增速，我们值得回顾上一轮衰退期间出口贸易的表现。2008 年四季度开始，全球出口增速开始出现断崖式下降，直到 2009 年二季度触底。另外，在全球化带动下，主要经济体的出口走势大体上较为同步（图 6）。

**表 3：全球经济不容乐观**

GDP 同比 (%)	2020E	2021E	2020E	2021E	机构名称	2019 年预测范围
美国	-1.1	2.4	-4.2	3.8	德意志银行	(-2, -6.2)
欧元区	-2.9	2.6	-5.5	4.5	巴克莱	(-2.7, -8.4)
日本	-1.7	1.3	-2.6	1.1	巴克莱	(-1.7, -3.1)
英国	-1.8	2.3	-2.7	4.9	彭博经济	(-7.6, -1.1)
印度	4.6	4.9	4.6	3.5	巴克莱	(4.2, 5.0)
巴西	0.1	2.8	-0.5	2.5	美银美琳	(-1.7, 1.7)
俄罗斯	0.3	1.9	-1.1	4.4	彭博经济	(-2.7, 1.4)
南非	-1.6	1.5	-1	0.8	摩根斯坦利	(-7, 1)

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：前两列为 3 月预测均值，中间两列为 3 月 27 日至 3 月 31 日机构预测值，最后一列为此期间的预测范围

**图 6：全球主要经济体的贸易走势高度同步**


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\\_6035](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6035)

