



宏观专题

哪些行业会受到欧美经济衰退冲击？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

李昌萌

资格编号：S0120122070034

邮箱：licm@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **我国出口结构由“欧美依赖”转向“多元平衡”**：随着近些年我国出口多元化战略的深入实施，出口结构特征由“欧美依赖”逐渐的转向“多元平衡”。从出口份额的变化来看，我国对美国和欧盟的出口份额在近些年下滑明显，分别从占比最高时的 21.6%和 20.5%降至了 2021 年的 17.1%和 15.4%；而对东盟的出口份额则不断提升，自 2010 年中国与东盟签署零关税贸易协定以来呈现快速增长的趋势，从 2010 年的 8.8%增长到了 2021 年的 14.4%。而自 RCEP 协议在 2022 年初落地以来，我国前八个月对东盟的出口份额进一步提升到了 15.4%，而对美国出口份额下滑到了 16.7%。
- **出口美国产品中依赖度较高的主要是军工产品**：从大类来看，我国武器弹药及其零部件出口中对美出口的比重最高，达到了 68.36%，表明我国军工产品出口中大部分是对美国出口；而包括玩具、家具在内的杂项制品以及包括大量劳动密集型产品的鞋伞帽等制品出口中对美出口的比重也相对较高；而矿产品等初级产品出口中对比出口的比重则相对较小。
- **出口欧盟产品中依赖度较高的是油脂类产品**：我国油脂类产品出口中对欧盟出口的比重最高，达到了 56.48%，其中荷兰是我国油脂类产品的主要进口国，在 2021 年进口油脂类产品占我国油脂类产品出口的 21.4%；而油脂类产品以外，我国艺术品和特殊交易品出口对欧盟的依赖度也相对较高，玩具、家具、服装鞋帽等劳动密集型产品出口的依赖程度则较为平均，且均低于 20%。
- **计算机通信和电子设备制造业受欧美经济衰退影响最为明显**：我们通过行业出口依赖程度、产品出口对美依赖程度以及产品出口占我国全部出口比重这三部分的乘积衡量欧美经济衰退对各行业的影响。从计算结果来看，欧美经济衰退对我国计算机通信和电子设备制造业以及电气机械及器材制造业最为明显，且显著高于其他行业；此外，纺织服装业、文娱用品制造业、家具制造业和皮革制鞋业等劳动密集型行业也会一定程度上受到欧美经济衰退的影响，而其他大部分行业对于欧美需求端变动的敏感度较低，受欧美经济衰退的影响相对较小。
- **美国经济衰退对我国出口增速的影响**：我们以美国耐用品消费增速（一年平均）和美国进口增速进行简单拟合，测算得到美国耐用品消费下滑对我国出口的影响。结果显示若美国经济衰退使得四季度耐用品消费增速下滑 10%，预计将对我国全年

出口增速影响 1.2%。而展望后四个月的出口情况，我们认为出口增速可能较 8 月进一步回落，若 9-12 月出口增速回落至 0~7% 的区间，对应我国全年出口增速预计在 6.6%~9.8% 之间，若美国耐用品消费下滑趋势不及预期，则全年出口增速不排除超过 10% 的可能性。

- **风险提示：**疫情不确定性仍较高；欧美经济衰退程度超预期；大宗商品价格持续居于高位；数据测算存在一定误差。

内容目录

1. 我国出口结构由“欧美依赖”转向“多元平衡”	5
2. 欧美经济衰退会对哪些行业产生影响?	9
2.1. 各行业对出口的依赖程度	9
2.2. 各产品出口对美依赖度	10
2.3. 各产品出口对欧盟依赖度	12
3. 对四季度以及全年出口的判断	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2021 年我国货物出口高增	6
图 2: 2021 年贸易顺差录得二十一世纪以来新高	6
图 3: 2022 年我国出口结构主要集中在欧美以及东盟	6
图 2: 2001 年我国出口结构以欧美为主	6
图 5: 美国从我国进口比重逐步下滑 (%)	7
图 6: 欧盟从我国进口比重稳步提升 (%)	7
图 7: 剔除欧盟内部贸易额后占比提升更加明显 (%)	8
图 8: 今年以来美国从我国进口比重进一步下滑 (%)	8
图 9: 今年以来欧盟从我国进口比重同样下滑明显 (%)	8
图 10: 2021 年各行业对出口依赖程度	9
图 11: 美国经济衰退对各行业的影响程度	12
图 12: 欧盟经济衰退对各行业的影响程度	13
图 13: 美国名义与实际 PCE 季环比年率	14
图 14: 美国实际 PCE 三大分项季环比年率	14
表 1: 产品大类出口对美依赖度	10
表 2: 产品细分项出口对美依赖度	11
表 3: 产品大类出口对欧盟依赖度	12
表 4: 产品细分项出口对欧盟依赖度	13

受海外需求放缓的影响，我国 8 月出口同比增速仅录得 7.1%，较 7 月大幅放缓，而近期市场对于欧美经济衰退的预期持续升温，可能会使得海外需求进一步下滑，对我国出口造成一定的冲击。

市场对美国经济衰退预期的升温主要来自三个方面：①货政紧缩加码。美联储货币政策即将越过中性水平，届时货政对经济总需求的影响将由边际刺激递减转为抑制；②财政刺激消退。联邦中央政府层面财政补助已于 21Q3 停止发放，市场预计居民部门的剩余超额储蓄将逐步被高通胀侵蚀殆尽；③经济周期使然。市场交易逻辑始终围绕“复苏→过热→滞胀→衰退”的美银美林时钟框架进行，因此，在宏观卖事实、策略买预期的行为惯性下，当下美国经济过热的事实自然引申出了对未来经济衰退预期升温的担忧。

而欧元区方面，自俄乌冲突以来，俄罗斯对欧元区天然气等重要能源的供给大幅缩减，致使整个欧元区能源价格的持续上升，欧元区在近几个月一直面临着较大的通胀压力。而根据欧盟发布的最新数据显示，欧元区 8 月 CPI 同比上涨 9.1%，继续刷新历史新高，其中能源价格涨幅达到了 38.3%，仍是 CPI 上涨的主要分项。相对于经济增长的放缓，欧元区目前更专注于控制通胀，在 9 月 8 日的货政会议上欧央行自 1999 年以来首次同时将欧元区三大关键利率上调了 75 个基点，并且后续也会继续进行加息以控制目前高通胀的形势，因此在今年四季度欧元区将面临较大的经济衰退压力，在 2023 年也将面临经济增速下滑的风险。

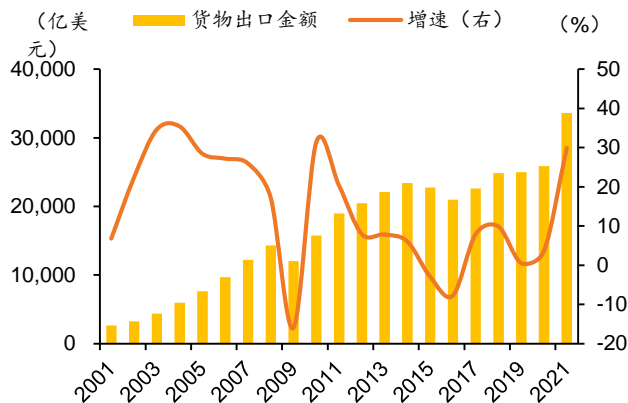
越来越多的数据佐证欧美经济衰退风险在不断提升，对于我国出口增速势必会造成一定的负面影响，而在欧美经济衰退过程中，我国出口结构将经历什么样的变化，哪些行业会受此影响较为明显，值得我们进行深入的分析。

1. 我国出口结构由“欧美依赖”转向“多元平衡”

从总量来看，我国在 2009 年首次超过德国成为了全球最大的贸易出口国，并一直延续至今。自 2001 年加入世贸组织以来，我国始终维持着净出口的态势，2021 年我国净出口金额达到了 6764.3 亿美元，创下了历史新高。而今年 1-8 月，我国出口金额累计同比增长 13.5%，贸易差额累计增长 56.7%，净出口对于经济增长的拉动日益。

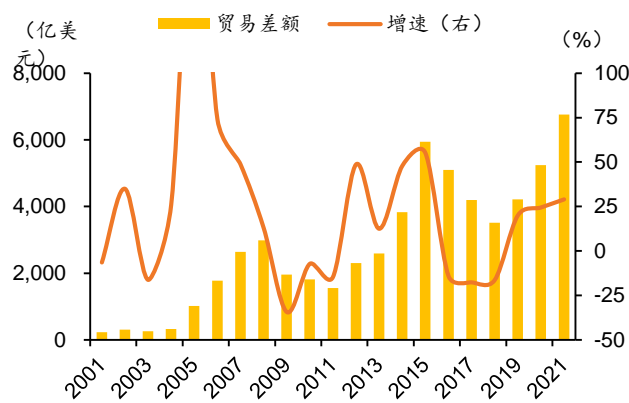
即便是在受疫情冲击最为严重的 2020 年，全球贸易受到重创出现负增长，中国出口额依然录得了 3.6% 的正增长，全球范围内对中国商品的需求反而有所增加，这得益于中国在全球价值链贸易地位的不断提升。而在我们之前的报告《国际分工、全球价值链重构与产业转移》中我们也提到，中国已经取代日本成为亚洲的区域贸易中心，与德国和美国形成了全球贸易网络的新三大中心。

图 1：2021 年我国货物出口高增



资料来源：Wind，德邦研究所
注：数据截止 2022 年前 8 个月

图 2：2021 年贸易顺差录得二十一世纪以来新高

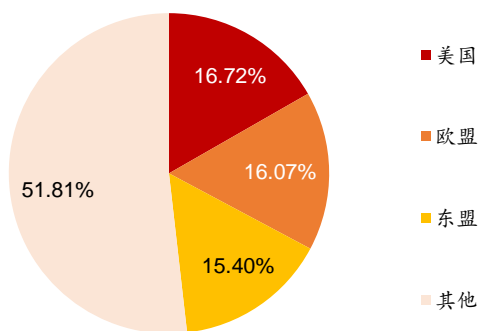


资料来源：Wind，德邦研究所

而随着近些年我国出口多元化战略的深入实施，我国出口结构的优化日益凸显，出口结构特征由“欧美依赖”逐渐的转向“多元平衡”，这一过程主要体现在我国对欧美日等主要经济体出口份额的不断下降以及对东盟等新兴市场经济体出口份额的不断提升。

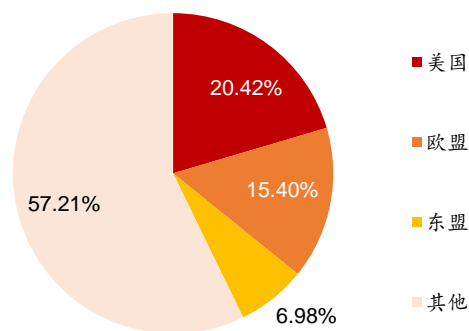
从出口份额的变化来看，我国对美国 and 欧盟的出口份额在近些年下滑明显，分别从 2001 年以来占比最高时的 21.6% 和 20.5% 降到了 2021 年的 17.1% 和 15.4%；而对东盟的出口份额则不断提升，自 2010 年中国与东盟签署零关税贸易协定以来呈现快速增长的趋势，从 2010 年的 8.8% 增长到了 2021 年的 14.4%。而自 RCEP 协议在 2022 年初落地以来，我国前八个月对东盟的出口份额进一步提升到了 15.4%，而对美国出口份额下滑到了 16.7%。

图 3：2022 年我国出口结构主要集中在欧美以及东盟



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2001 年我国出口结构以欧美为主

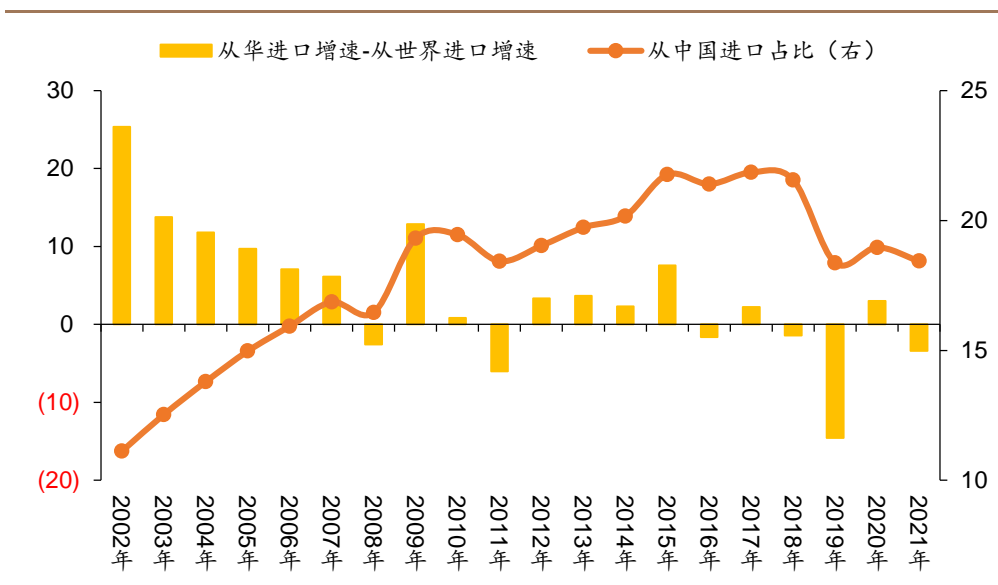


资料来源：Wind，德邦研究所

而从美国的角度来看，自 2001 年中国进入世贸组织以来，美国从华进口先是经历了一段高速增长期（2002 年-2007 年），该期间美国从华进口增速远高于其从世界进口增速，从华货物进口占其全部货物进口的比重从 2001 年的 9.0% 增至了 2007 年的 16.9%；而在 2008 年-2017 年间，美国从华进口进入了一段平稳增长期，从华进口增速与从世界进口增速相差较小，而从华货物进口占其全部货物进口的比重也从 2008 年的 16.5% 逐步增长至了 2017 年 21.9% 的历史最高值。而在 2018 年中美贸易摩擦以来，美国对华进口逐步缩减，且从华进口增速低于其从

世界进口增速，从华货物进口占其全部货物进口的比例逐步下滑至 2021 年的 18.4%。

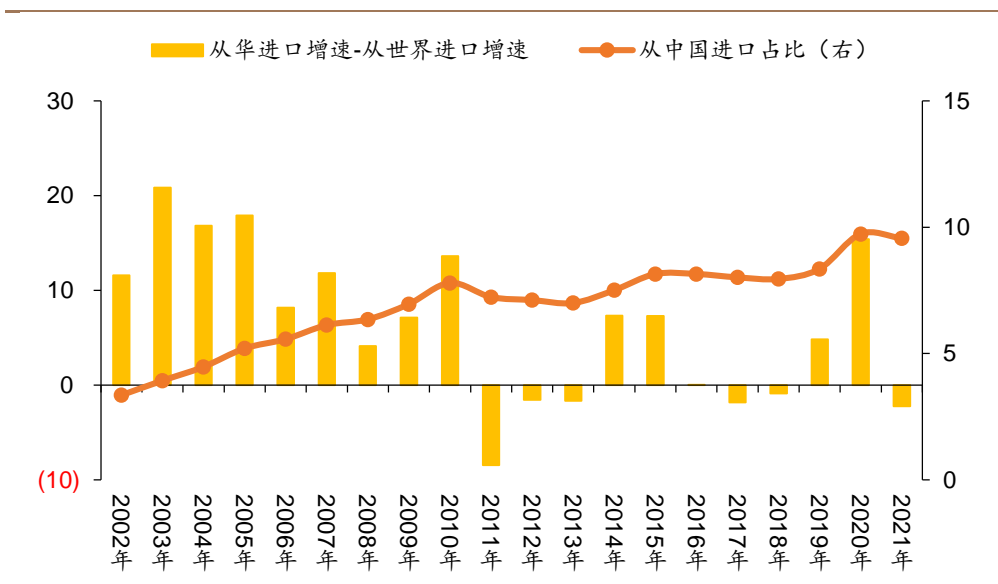
图 5：美国从我国进口比重逐步下滑（%）



资料来源：ITC，德邦研究所

相比于美国，欧盟从华进口的占比相对较低，但保持了较为稳定的增长态势。自 2001 年以来，欧盟自华货物进口比重不足其全部货物进口的一成，占比从 2001 年的 3.0% 一直增长至 2019 年的 8.4%。特别是疫情以来，我国在全球主要经济体中恢复较快，为全球供应链稳定提供了重要支撑，使得欧盟从华进口比重进一步提升至 2021 年的 9.6%。

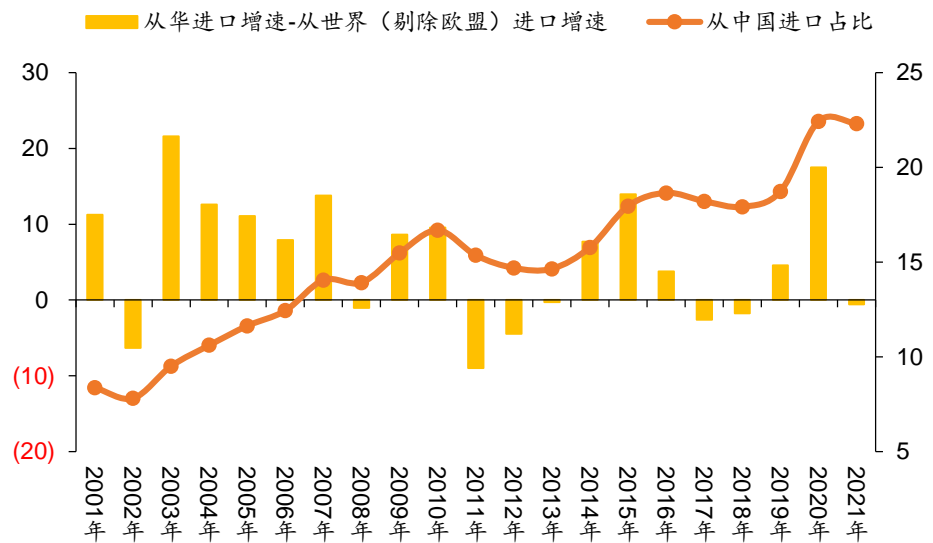
图 6：欧盟从我国进口比重稳步提升（%）



资料来源：ITC，德邦研究所

而如果剔除欧盟内部货物进口额来看，欧盟从华进口的占比则有显著提高，且增长态势更加明显。剔除欧盟内部进口额后，欧盟从华货物进口额占全部货物进口额的比重从 2001 年的 8.4% 一直增长到了 2021 年的 22.3%，其中疫情爆发以来从华进口占比提升了约 3.6%，一定程度上表明欧盟对我国进口依赖度的提升。

图 7：剔除欧盟内部贸易额后占比提升更加明显（%）



资料来源：ITC，德邦研究所

而今年以来，欧美主要经济体经济增长持续放缓，截止 8 月份数据，美国和欧元区制造业 PMI 分别录得 52.8%和 49.6%，双双创下 2020 年 6 月以来的新低，经济增长的低迷直接体现在需求的放缓，而对于我国进口增速的放缓速度要快于其进口总体增速的放缓，使得美国和欧盟（剔除欧盟内部进口额后）上半年从华进口货物的比重分别下滑至 17.3%和 21.0%，若后续欧美主要经济体陷入深度衰退，则对于我国进口将进一步放缓，对于我国出口形成较大的下行压力。

图 8：今年以来美国从我国进口比重进一步下滑（%）

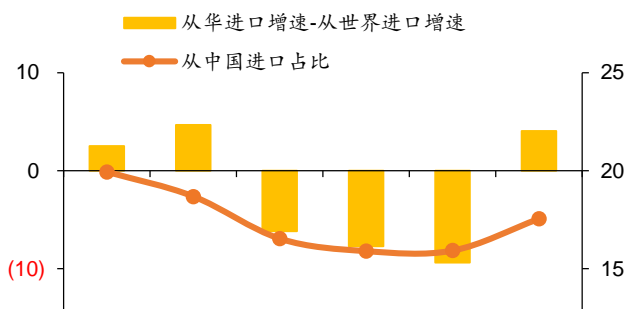
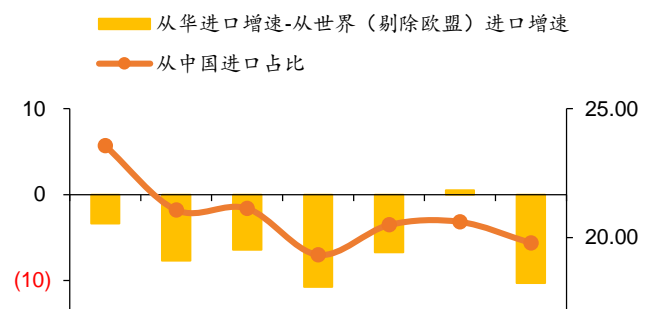


图 9：今年以来欧盟从我国进口比重同样下滑明显（%）



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_46325



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn