信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年10月16日

深度剖析：替代效应已经退散 出口何以维持高增？

李一爽 分析师

编号：S1500520050002

电话：18817583889

邮箱：liyishuang@cindasc.com

核心观点

- **出口是2020年影响经济超预期最大的变量。**3月收益率有效突破2.8%的背景是疫情的海外扩散，带来市场对于外需崩塌以及全球金融危机的担忧；但是出口在4月以后的变化显著好于市场预期，6月以后更是成为带动经济回升的主要因素。

- **中国出口恢复的动能发生了切换，4-5月主要是替代效应与防疫物资贡献，6月以后主要来源于海外需求恢复与需求结构相对有利。**防疫物资出口激增、中国抢占其他经济体出口份额、中国有比较优势的商品出口增速较高都会显示为中国占全球出口份额提升。但根据我们对于美国与欧洲微观数据的研究，4-5月防疫物资以及替代效应，是其对中国进口激增的核心因素。但在6月以后，海外进口需求的整体恢复，以及消费品相对占优的出口结构，是中国出口持续超预期的主要原因。

- **海外需求及其结构的有利变化，主要由于疫情供给冲击的性质以及海外需求侧政策的刺激，疫情不散、政策不休、需求恢复继续，出口仍会维持高增。**疫情后海外财政政策大规模转移支付、货币政策直接充当信用中介，经济主体收入以及杠杆率不降反升，支付能力维持；疫情主要影响人员流动，服务生产与消费受限，但货物流动已经恢复，商品消费快速恢复，消费品需求恢复好于资本品，这是中国出口乃至全球贸易恢复的核心因素。而海外经济又以服务业为主体，其不恢复政策就难以收紧。疫情对海外工业生产的影响主要是增加成本、降低效率，使其改善更依赖于需求恢复。事实上美国生产恢复快的行业、进口增速也恢复较快，显示需求同时决定国内工业生产与进口，替代效应仍然并非主导因素。当前疫情二次爆发虽带来扰动，但整体向上的趋势依旧，出口可能延续上行态势。

- **出口好转引领经济自发动能修复，人民币汇率仍存升值压力，债市趋势性拐点尚未到来。**海外政策托底使得需求持续向我国外溢，激发经济自发修复的动能向上，国内逆周期政策提前退出，带来的国内出口的高增以及政策的分化都需要人民币升值加以平衡，尽管美元指数短期可能维持震荡甚至有所反弹，但人民币有效汇率升值的周期并未结束。尽管国内逆周期政策已逐步退出，地产拐点将至、基建不及预期，经济进入过热状态的概率较低，但建筑投资年内仍有韧性，加之经济自发修复的动力仍在向上，前期宽松政策的快速退出期虽已结束，但放松空间不高，加上期限利差仍处低位，未来长端收益率可能呈现中枢缓步向上的箱体震荡格局。但如果四季度利率出现超调，也将为2021年创造空间。

目录

01 **原因：替代效应已逝，需求恢复与结构的变化支撑中国出口；**

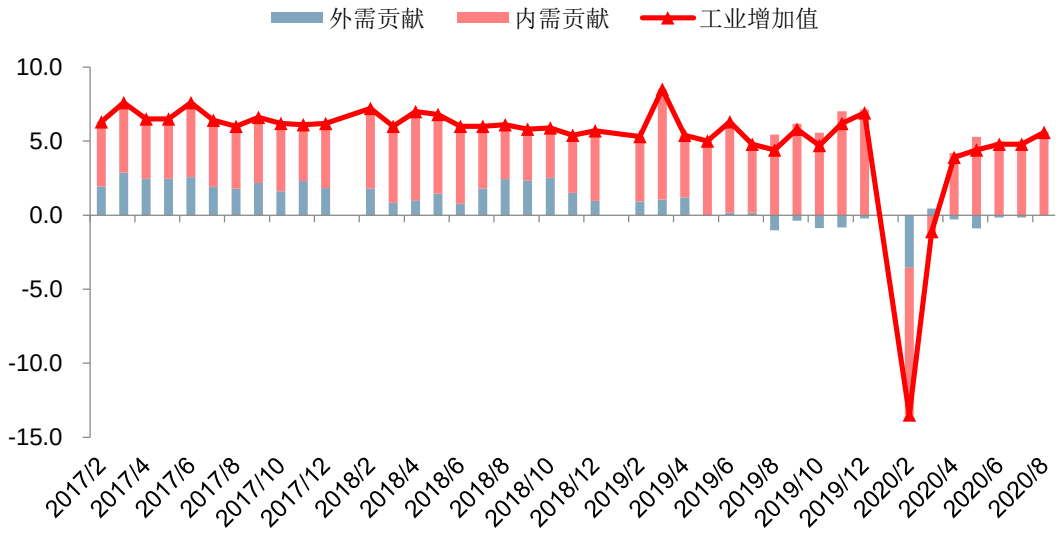
02 动力：疫情供给冲击，政策托底需求推动商品消费快速恢复；

03 影响：内生动能恢复，汇率升值延续债市趋势行情仍需等待；

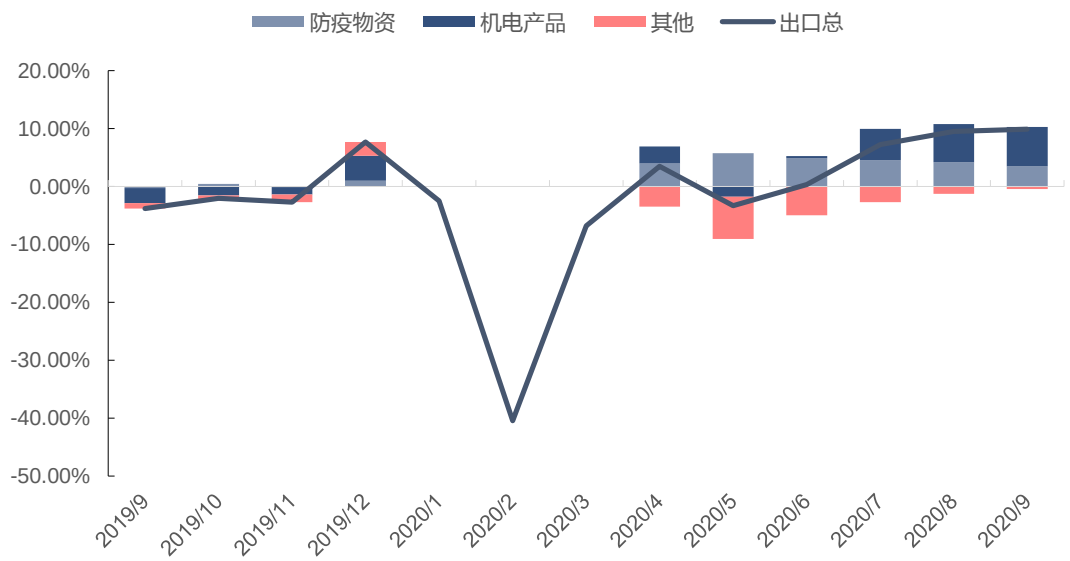
出口上行是2020年经济最大的超预期变量

- **3月收益率有效突破2.8%的背景是疫情的海外扩散，与疫情全球扩散带来市场对于外需收缩以及全球金融危机的担忧有关；**
- **但是出口在4月以后的变化显著好于市场预期，6月以后更是成为带动经济回升的主要因素。**
- 尽管海外主要经济体在二季度都经历了前所未有的经济下滑，欧美二季度GDP同比降幅都在10%左右，但是得益于中国良好的疫情防控措施以及完善的工业体系，使得海外因为疫情带来的防疫物资以及远程办公的需求更多的向中国溢出，中国出口份额提升抵消了外需整体的回落，使出口整体仍然保持韧性。
- 6月以后，集中开工走向尾声叠加施工淡季带来的建筑需求的回落，消费与制造业投资复苏缓慢的背景下，但经济并没有出现预期中二次探底，出口回暖仍然支撑了工业增加值与PMI指数上行。
- 防疫物资出口依然维持韧性，机电产品的需求回升，和其他产品降幅的收窄使得人民币计价的出口增速在三季度维持在10%左右。

出口增速回升提振工业增加值增速



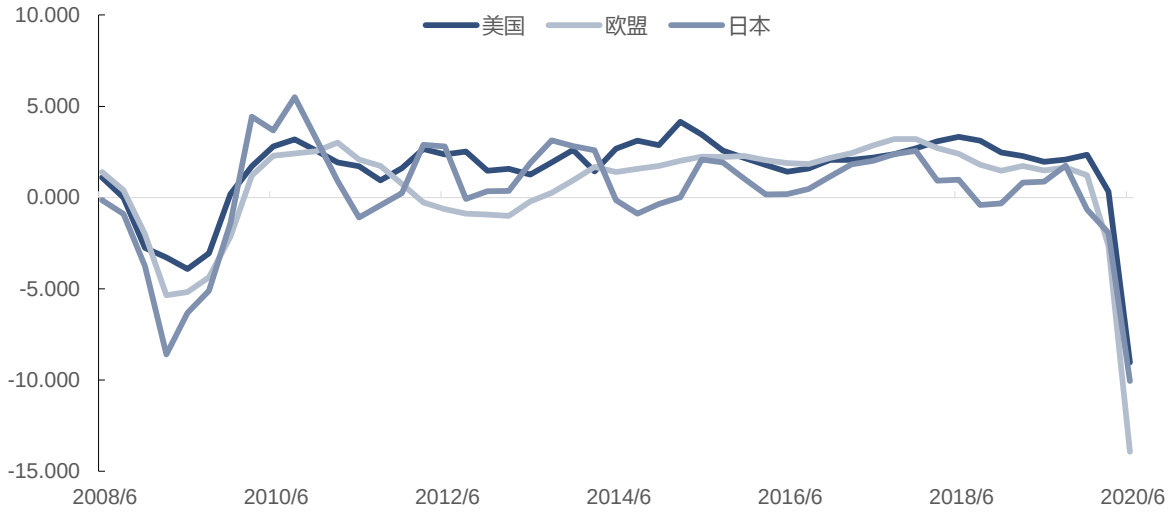
防疫物资缓慢下行 机电产品7月后需求高增 其他产品拖累减弱



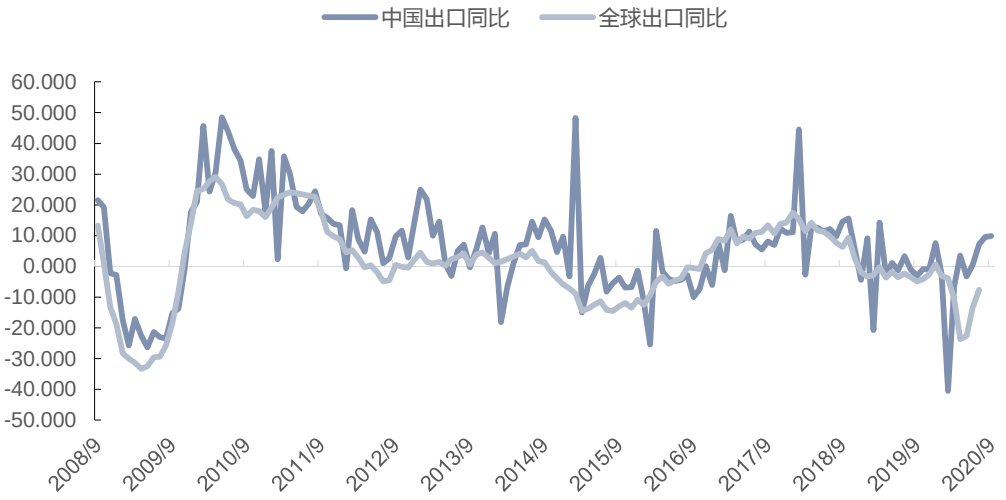
出口超预期的决定性因素究竟在哪？

- **2020Q2全球经济增速衰退幅度大于2008年金融危机下，但全球贸易的恢复速度远快于2008；**
  - 2019年1-8月，全球出口均维持在-20%以下，但2020年仅4-5月全球出口降至-20%，6月之后也持续恢复。
- **中国出口恢复的速度又远好于全球贸易的恢复速度；**
  - 防疫物资出口的额外贡献；
  - 其他经济体疫情控制差，中国具备相对优势，中国挤占了其他经济体的出口份额；
  - 疫情下居家办公以及在线服务的需求结构变动对我国相对有利。
- **上述三种因素都会体现为中国占全球出口份额的提升，从宏观层面很难将这三种原因拆解开；**

二季度全球主要经济体经济衰退程度大于全球金融危机



但是全球出口贸易的恢复程度快于2008年全球金融危机时期



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

通过微观数据拆解中国出口份额提升的原因

- **假设中国HS4位编码的出口数据占全球的比重维持在2019年的水平，拆解需求结构变动与份额变化的关系，并剔除防疫物资变化；**

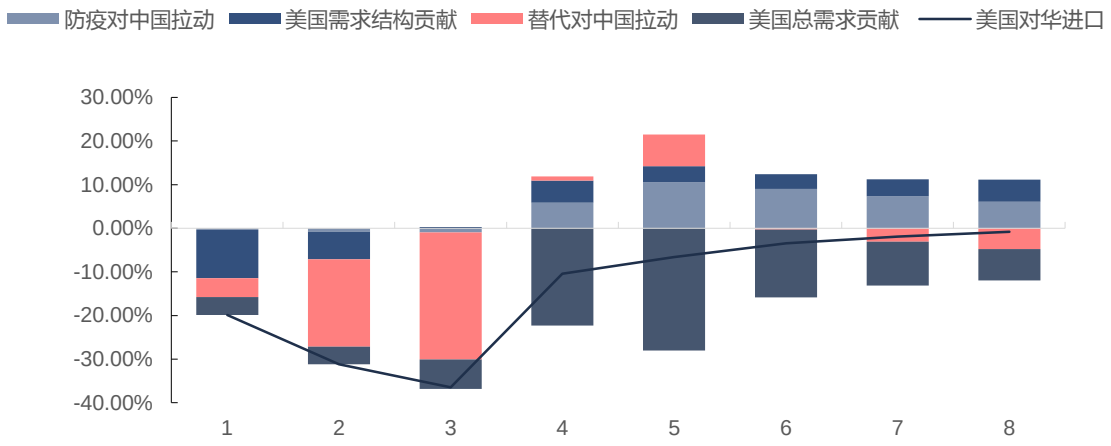
- 将防疫物资剔除，单独衡量防疫物资的贡献；
- 随后假设每类产品中国的出口份额均与2019年保持一致，将各产品在假设出口份额一致的情况下的变动加总，即可得到总体需求变化的贡献；
- 再将中国对每种产品出口份额变化带来的贡献加总，衡量份额变化的贡献。
- 再将对华总需求变化贡献与美国整体需求变化做比较，得到需求结构变化。

- 举例假设2019年美国总进口为100亿美元，A产品进口10亿美元，A产品对华进口4亿美元；2020年，美国对A产品进口上升至20亿美元，对华进口达到10亿美元。那么A产品对于2020年中国总体对美出口的拉动就将达到6%[(10-4)/100]，其中美国总体需求的贡献为4%[(8-4)/100]，而份额变化带来的贡献为2%（2/100）。

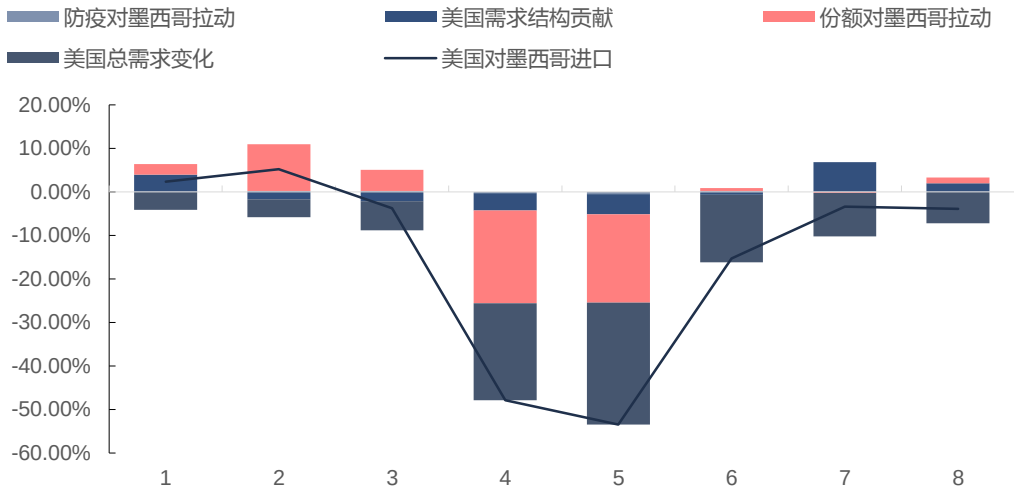
中国总体出口提升背后的逻辑切换

- **从美国数据看，替代效应与防疫物资对美国对华进口的贡献均在5月达到峰值；**
- **6月防疫物资贡献温和下滑，替代效应迅速将为0甚至负值；**
- **需求的好转是我国出口提升的核心因素；**
  - 需求结构的变化对中国相对有利，剔除防疫物资外，美国对华进口持续领先于美国总进口；
  - 美国总需求的恢复也是中国出口上行的重要原因；
- **与之相对应，墨西哥对美进口份额在4-5月出现了大规模的负贡献，对应墨西哥出口大幅下滑，但在6月后已经恢复正常水平。**

防疫物资外份额贡献对美国对华进口贡献在6月以后恢复正常水平



墨西哥对美进口份额的负贡献也回归正常水平



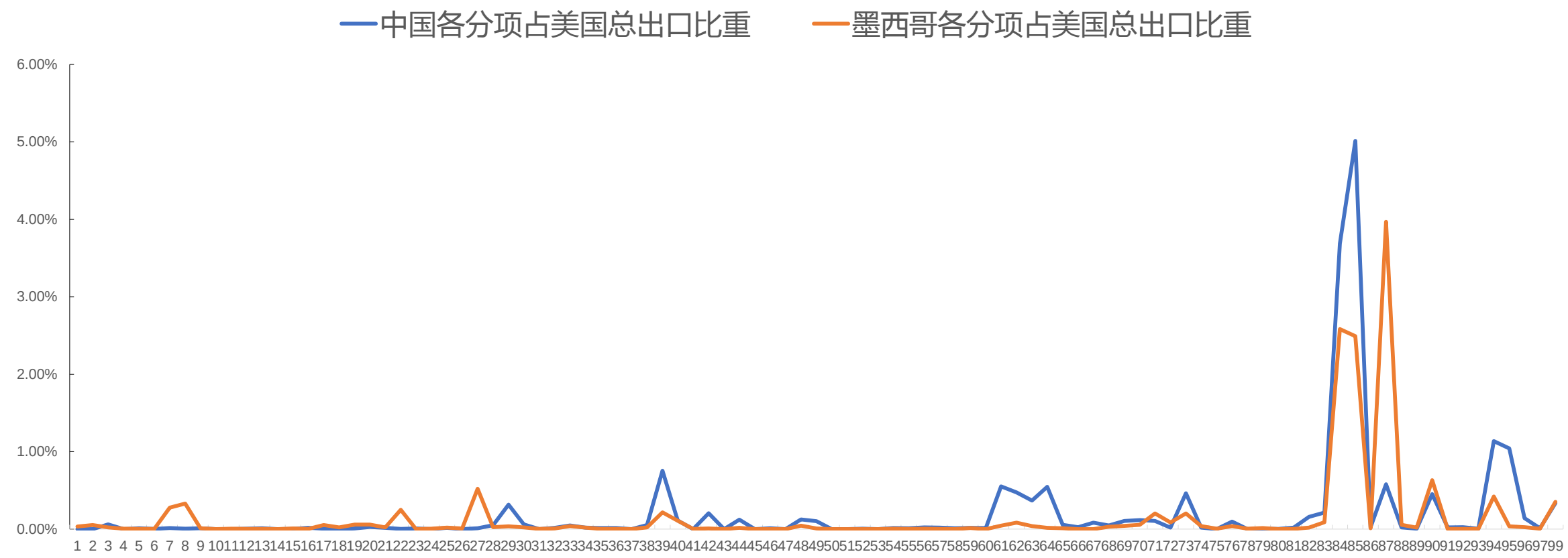
中国到底替代了什么产品

- 我们通过HS4位编码构建了各国对美国出口的相似度指数；
- 中国与墨西哥以及东盟的出口相似程度较高；

	中国	韩国	欧盟	墨西哥	日本	加拿大	东盟
中国		33.16735	30.48395	47.35796	27.64823	44.0433	52.48699
韩国			43.98448	50.90775	60.08536	65.89188	36.21091
欧盟				39.28213	48.72741	45.14338	30.67372
墨西哥					49.06761	45.56639	36.22785
日本						62.04257	30.34737
加拿大							45.7772
东盟							

中国与墨西哥的比较优势

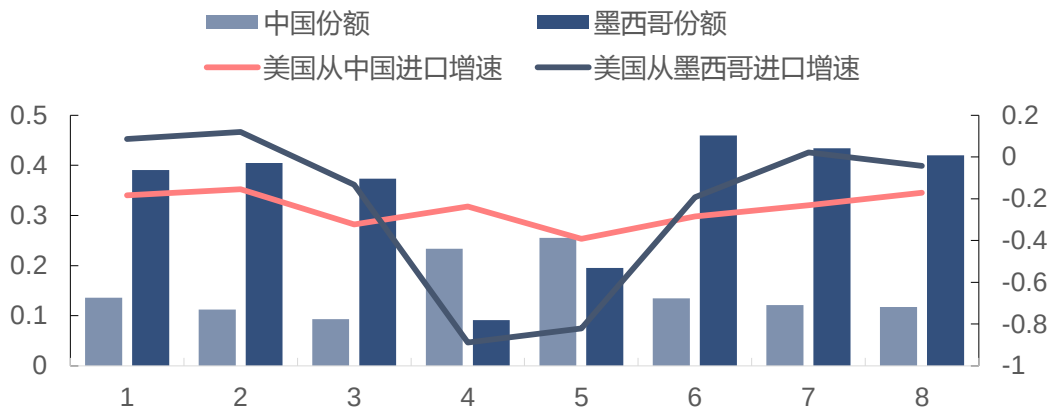
- 中国对美出口的优势项目集中在机电产品（84、85）、家具玩具（94、95）、纺织服装（61-64）等。
- 墨西哥优势项目主要集中在汽车及零部件（87）、机电产品（84-85)、其他仪器、家具等也占有一定份额；



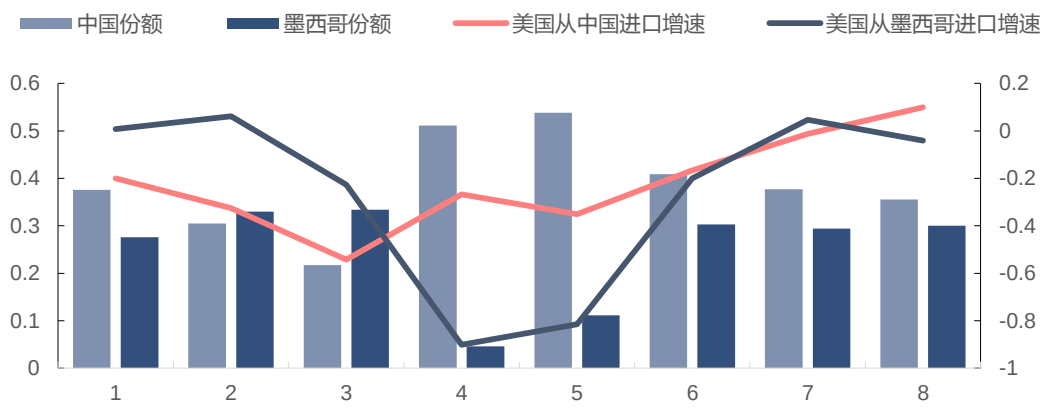
数据来源：Wind, 信达证券研发中心

中国对墨西哥替代较强的产品在6月后逐步恢复正常水平

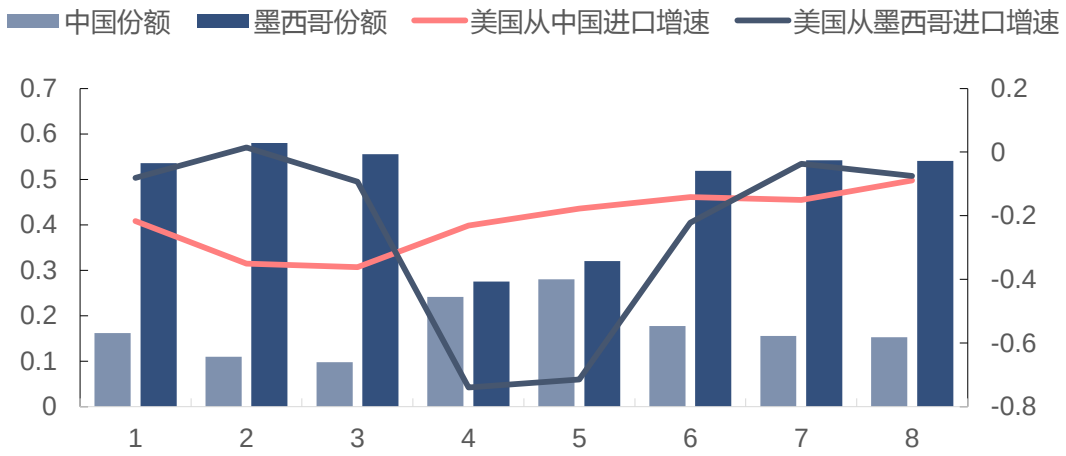
机动车零部件



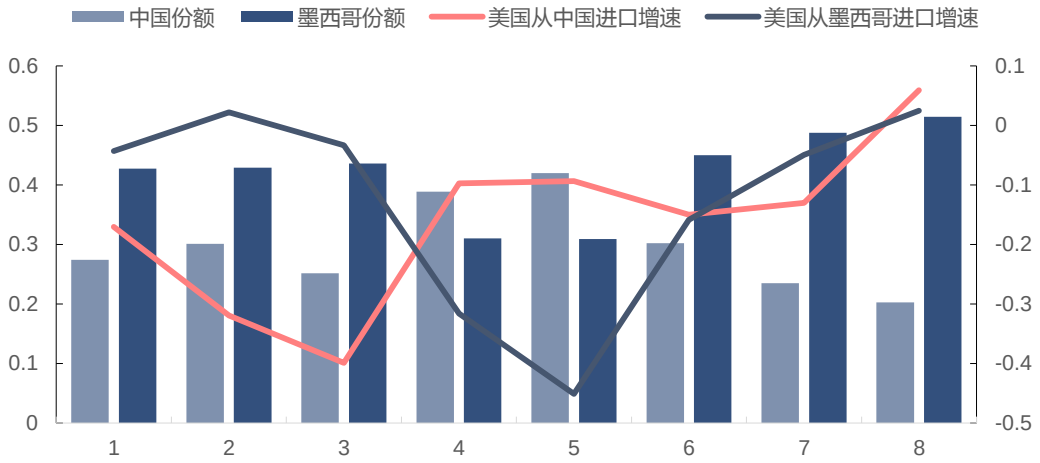
座椅及零件



电线电缆



空调



韩国与东盟对美出口份额一直持续正贡献

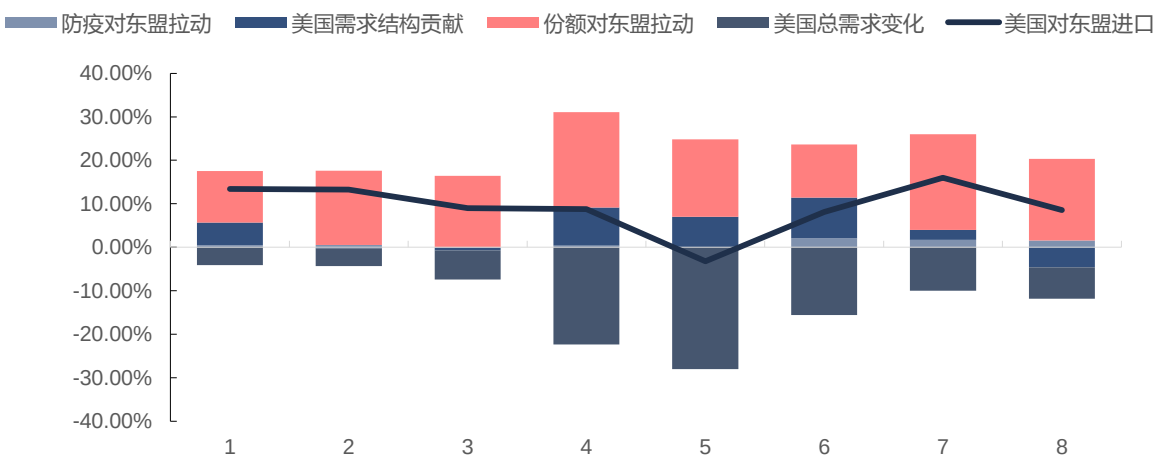
➢ **受疫情冲击同样较小的东盟，对美出口增速的恢复甚至快于中国，份额在持续提升。**

- 东盟对美国出口6月即转正，增速高于中国，可能有部分国内出口为规避关税借道东盟出口美国；

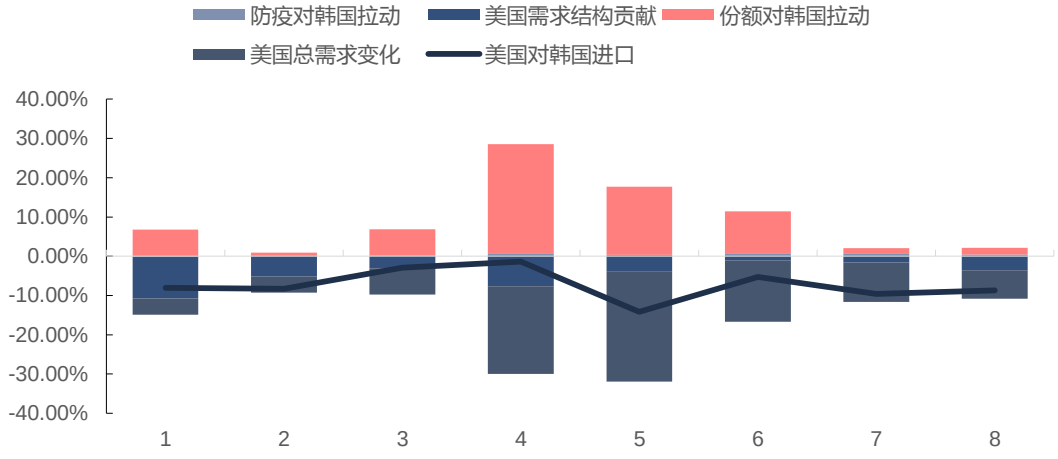
➢ **韩国对美出口份额也并未拖累出口；**

- 韩国在疫情最严重的4-5月对美出口仍然维持了较高增速，出口份额实际上仍然有较大的贡献；
- 7-8月出口份额贡献消退，韩国对美出口与美国总进口增速大致相当。

东盟对美国出口增速快于中国



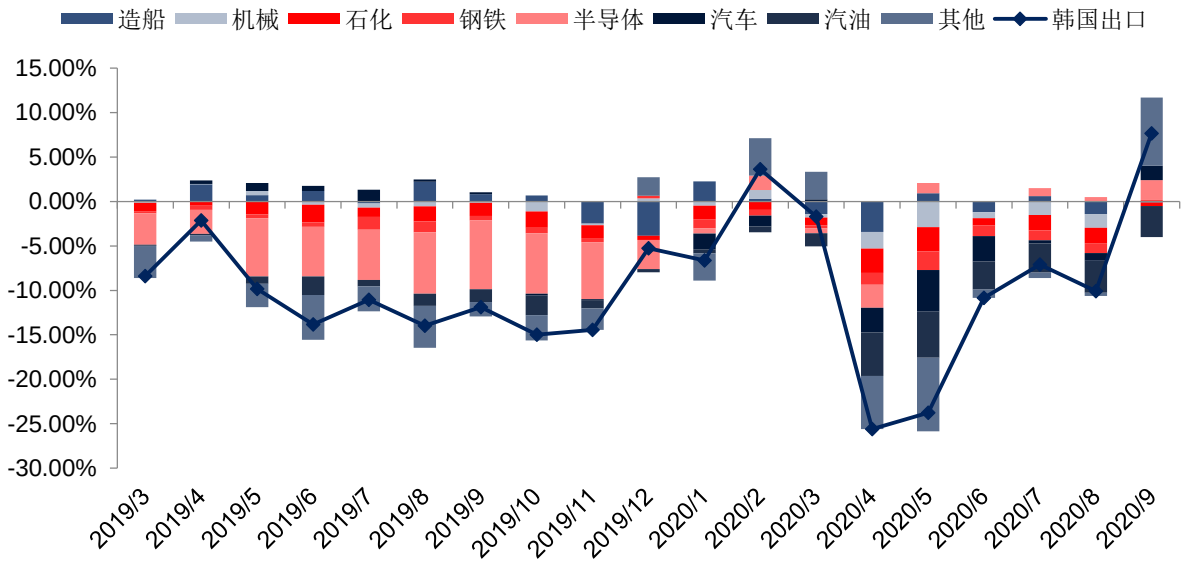
韩国对美出口份额也并未受到拖累



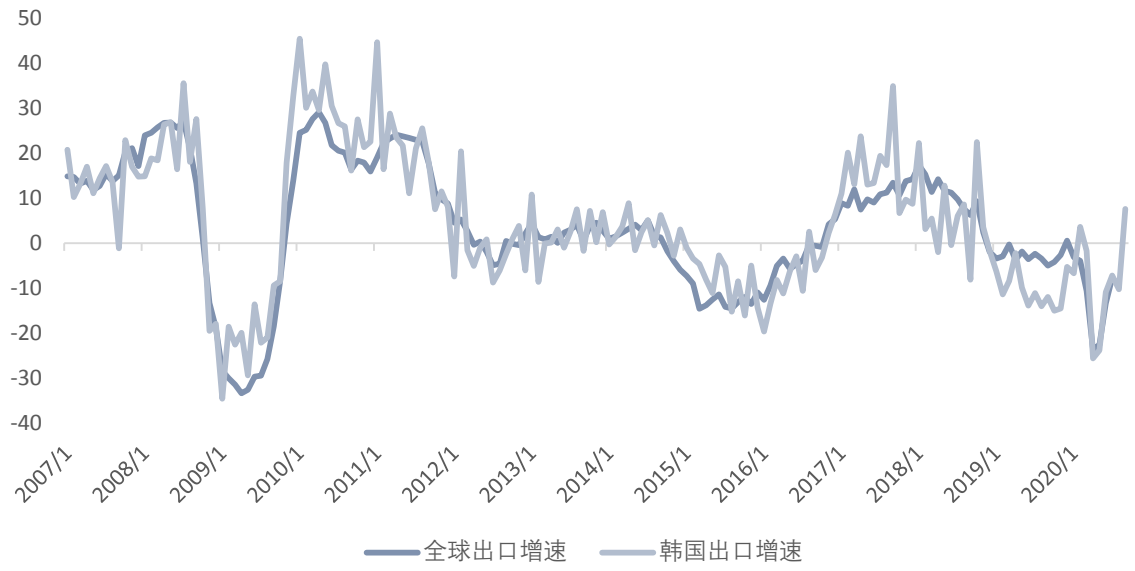
从出口结构看韩国总体出口下滑的原因

- 韩国半导体出口已经实现正增长。
- 拖累出口的主要仍是汽油、石化、钢铁等偏上游领域。
- 韩国工业门类较齐全，反映了全球整体贸易的情况。

韩国出口下滑更多受到偏上游产品需求下滑的拖累



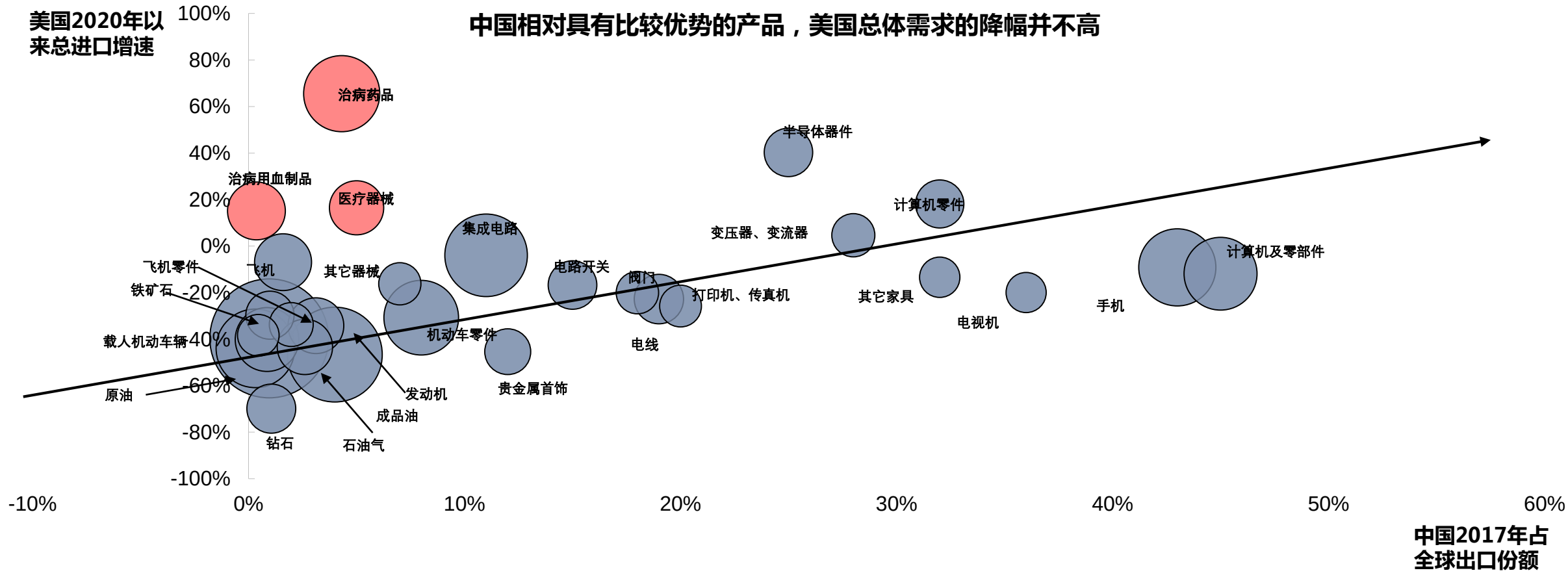
韩国出口增速在今年仍与全球整体贸易增速相对吻合



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

海外需求结构的变化对中国相对有利

- 选取全球前30大贸易品，以中国2017年占全球出口份额为横轴，以美国2020年以来总进口增速为纵轴作图，拟合线向右上角倾斜。
- 美国进口降幅相对较大的，主要以能源、原材料、运输设备等，并不是中国有比较优势的产品。
- 机电产品等中国相对具备比较优势的产品，美国总体需求的降幅并不高。

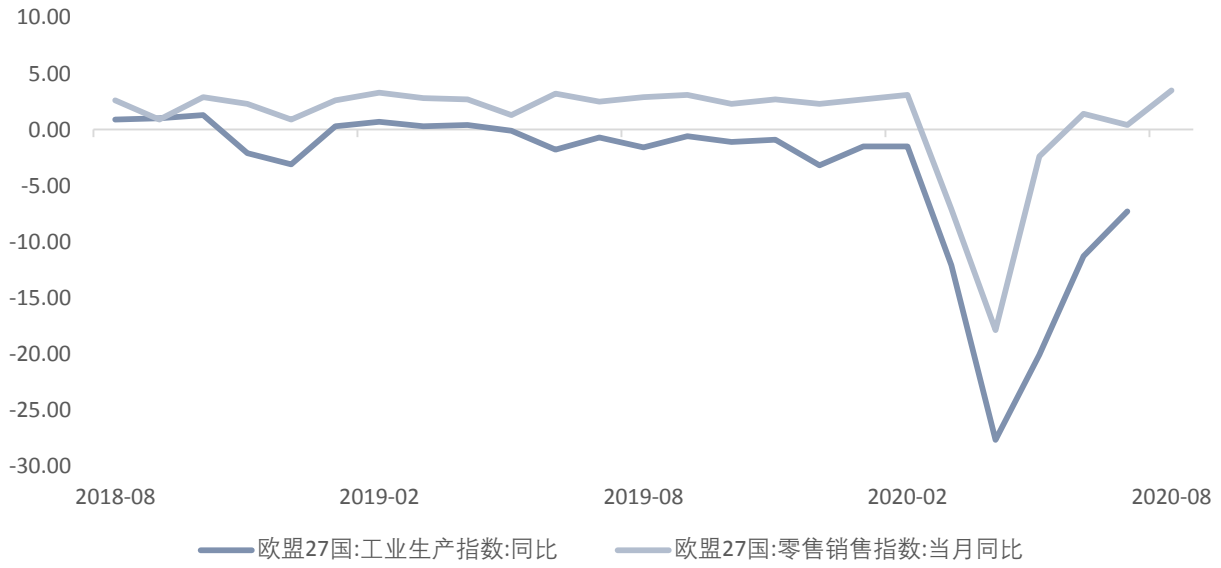


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

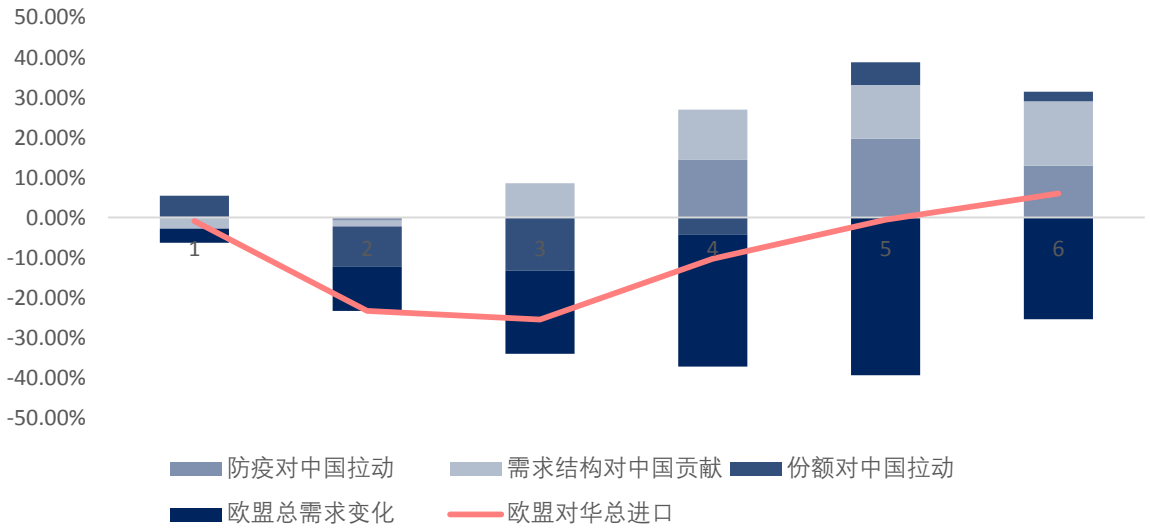
欧元区需求结构变化与美国类似

- 欧元区需求结构的变化与美国类似。
- 替代效应在6月对于欧洲出口的拉动已经大幅下降。
- 需求结构的变化与防疫物资贡献对于中国对欧出口增速的拉动作用更加显著。

欧元区消费恢复同样快于工业生产



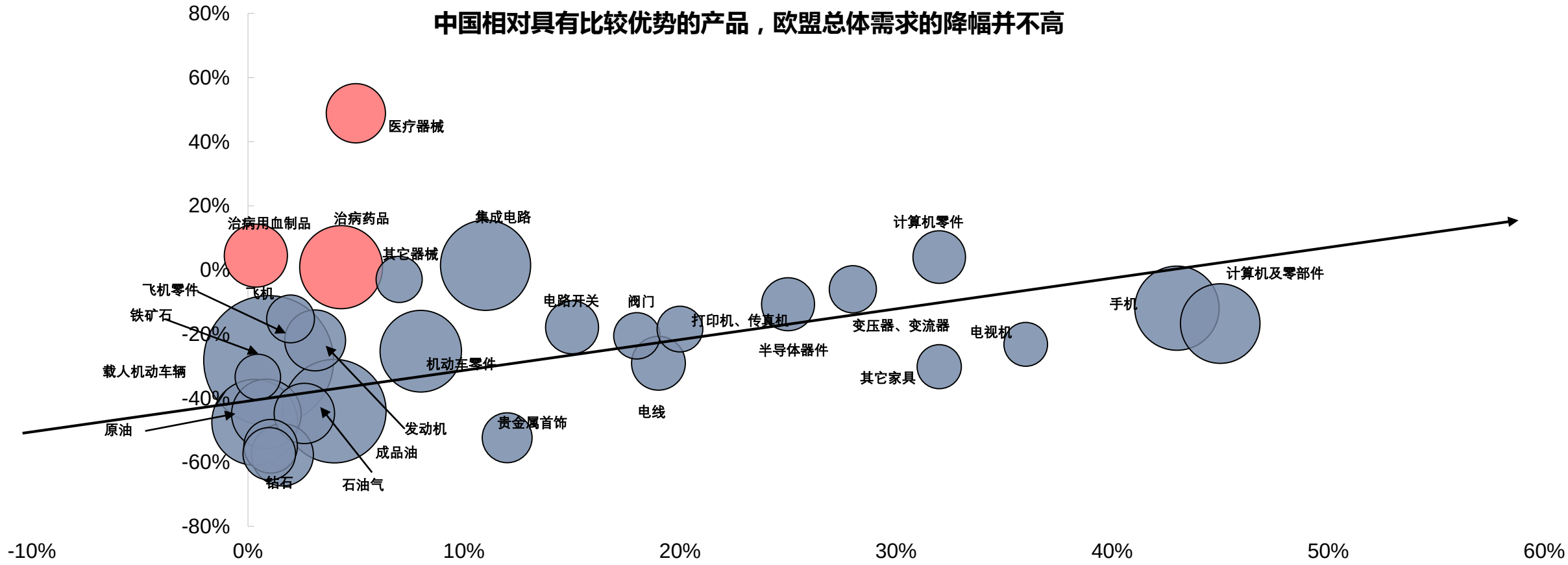
替代效应在6月对于对欧出口的拉动已经大幅下降



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

中国优势产品欧洲进口降幅同样不大

- **中国相对具备比较优势的产品，欧盟总体需求降幅同样不高。**



目录

01 原因：替代效应已逝，需求恢复与结构的变化支撑中国出口；

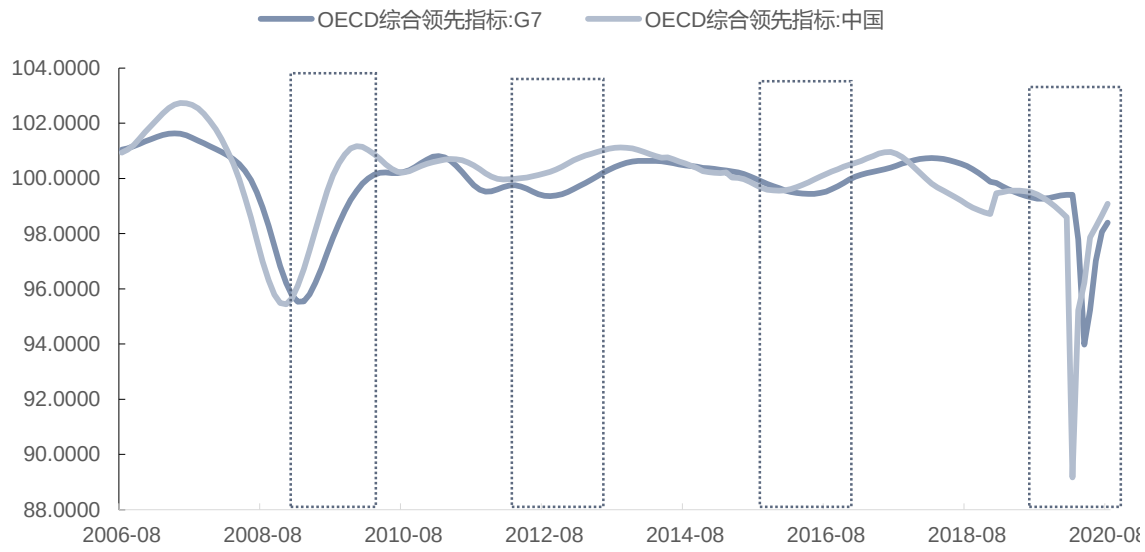
02 **动力：疫情供给冲击，政策托底需求推动商品消费快速恢复；**

03 影响：内生动能恢复，汇率升值延续债市趋势行情仍需等待；

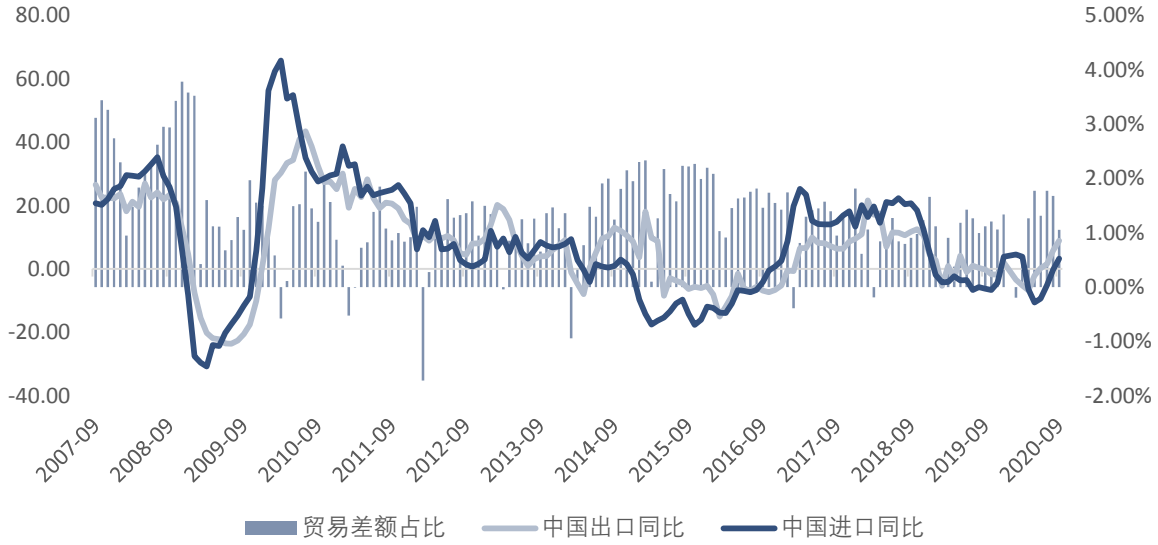
中国出口超预期映射出本轮全球经济复苏的动力与以往不同

- **中国经济相对于海外经济——同样的领先性，不同的成因。**
- **金融危机前：发达经济体去杠杆，中国加杠杆，拉动建筑投资，继而改变通缩预期，带动全球经济增长；**
- **在数据中的反映：中国进口增速恢复领先于出口；**
- **但本次疫情发酵后，中国出口的增速恢复反而领先于进口；**

中国经济的改善领先于海外



本轮经济复苏过程中中国的出口增速领先进口增速

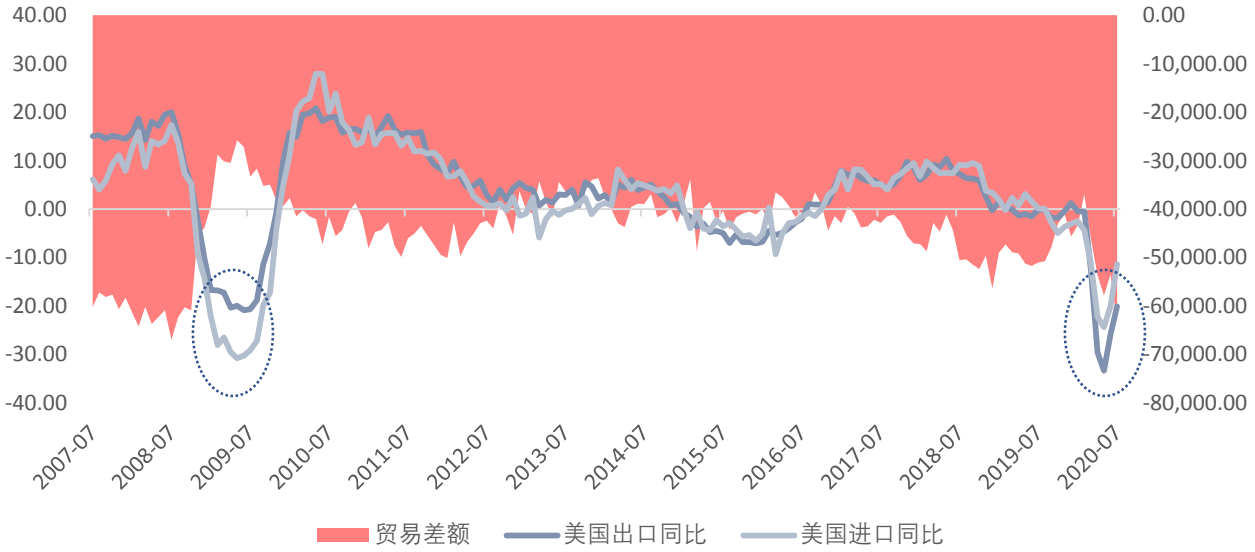


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

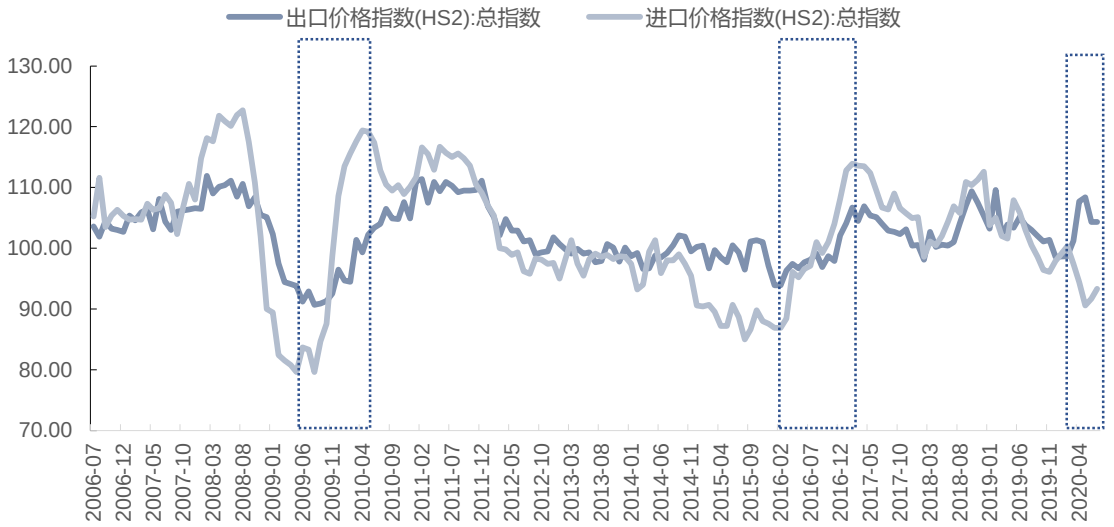
本轮全球经济复苏的动力与以往不同

- 与之相对应，美国也未出现以往经济危机后贸易逆差的收窄，反而有所扩大——进口增速好于出口增速；
- 贸易条件的变化对中国有利——出口价格指数与进口价格指数反向变动；

美国贸易逆差不降发生



本轮经济复苏过程中中国的出口增速领先进口增速

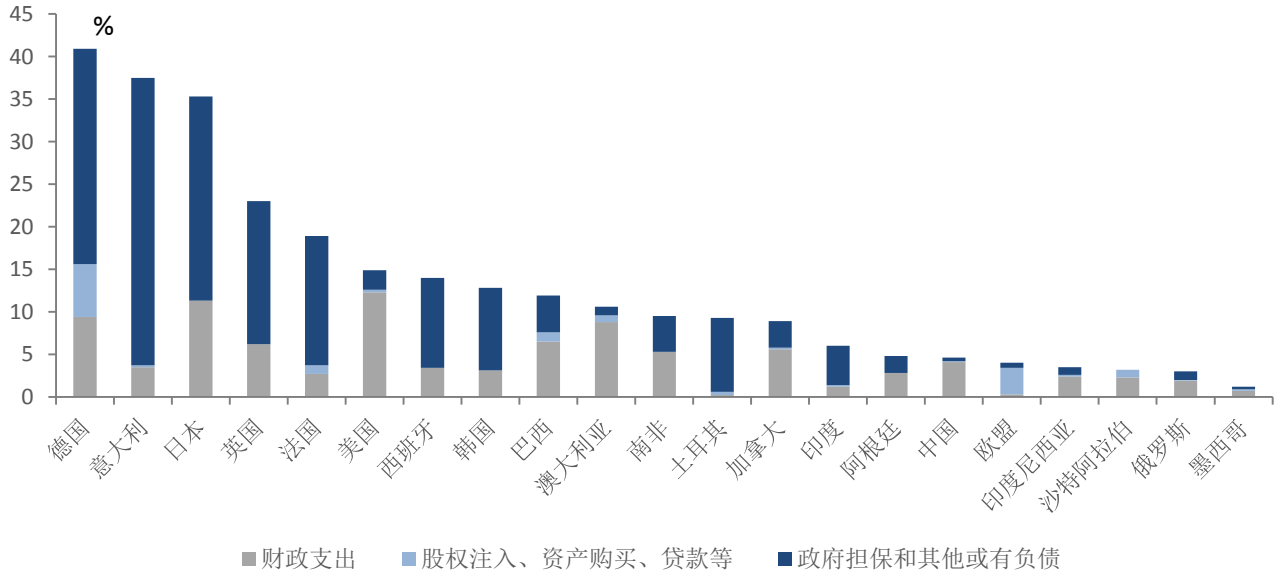


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

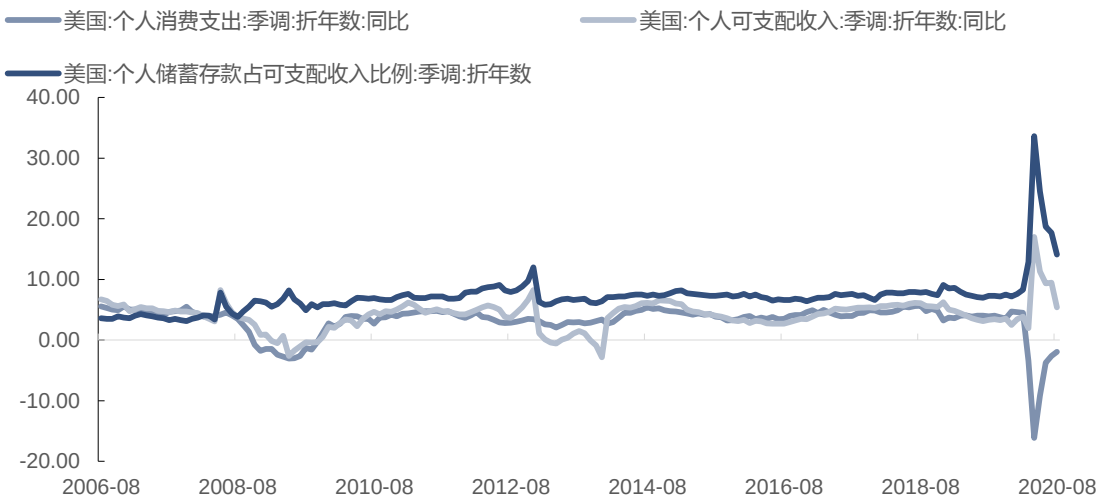
海外财政政策转移支付——经济主体收入未受显著影响

- **本次疫情最开始是一次供给冲击，供给冲击也会通过造成收入下降继而影响需求，对经济产生广泛的影响；但在海外经济体，由于前所未有的政策推动，对于需求侧的影响被阻断。**
- 德国、意大利、日本财政刺激政策规模占2019年GDP比例已超过35%，从结构上来看，多数以政府担保等形式为主；美国财政刺激政策规模占GDP比例接近15%，但主要以财政支出为主，截至到6月12日，美国疫情影响下的直接财政刺激已高达2.5万亿左右。
- **大规模财政政策刺激计划中，为应对疫情导致的财政支出直接惠及居民和企业，居民收入不降反升，企业避免规模性破产。**

疫情冲击下G20国家财政刺激政策规模占2019年GDP比例（数据截至6月12日）



美国居民收入与储蓄率



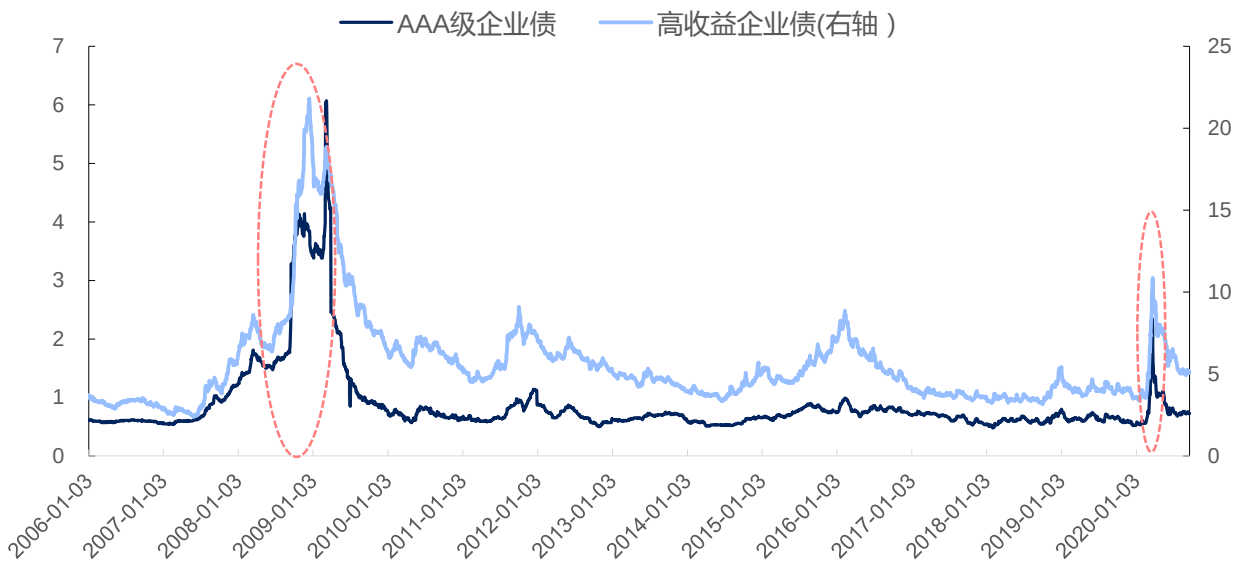
央行充当信用中介——金融条件快速恢复 杠杆率不降反升

➢ **各国央行在实施超宽松货币政策的同时，还直接充当市场的信用中介。**

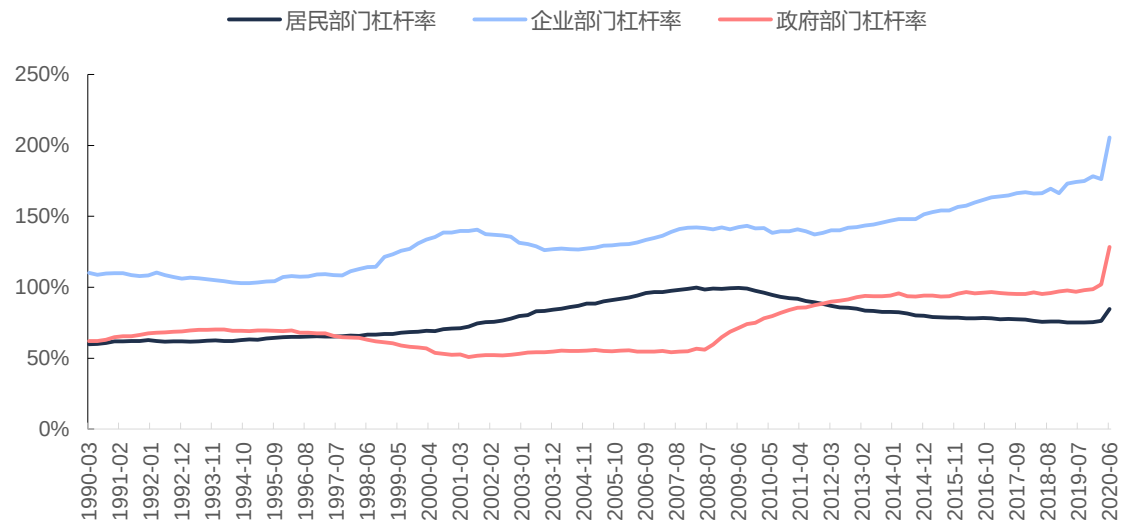
- **美国**：美联储在紧急降息和无限量QE的同时，还采用了CPFF、PDCF、MMIFF、PMCCF、SMCCF、MSLF、MLF、PPPLF等货币政策工具，与财政政策配合，直接充当金融市场的中介；
- **日本**：疫情前日本基准利率已长期处于负利率区间，本次日本央行主要通过购买ETF、国债、公司债、 REITs等方式稳定金融市场，并且通过向中小企业提供零息贷款支撑企业资金需求。
- **欧盟**：欧央行在3月12和18日迅速反应，宣布将进行7500亿欧元的紧急资产购买计划，并在3月12日和4月30日宣布将TLTROs利率下调至比主要再融资操作低50个基点，并将紧急启动长期再融资操作，其利率将比主要再融资操作低25个基点，为市场提供无限流动性；此外欧盟还给予了5400亿欧元的经济支持计划，其中包括1000亿欧元的就业再保险计划、2000亿欧元面向中小企业的纾困贷款和2400亿欧元的政府信贷额度。

➢ **金融条件快速恢复，美国市场信用利差迅速回落至接近疫情前水平，三部门杠杆率不降反升，其中企业部门二季度杠杆率上升更快。**

宽松货币政策下美国信用利差快速回落



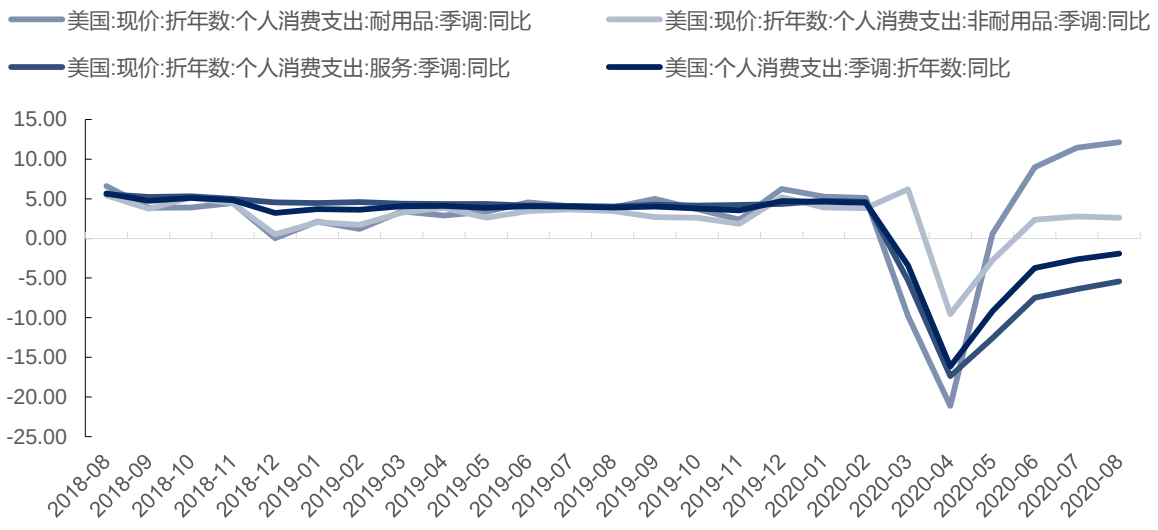
美国三部门杠杆率不降反升



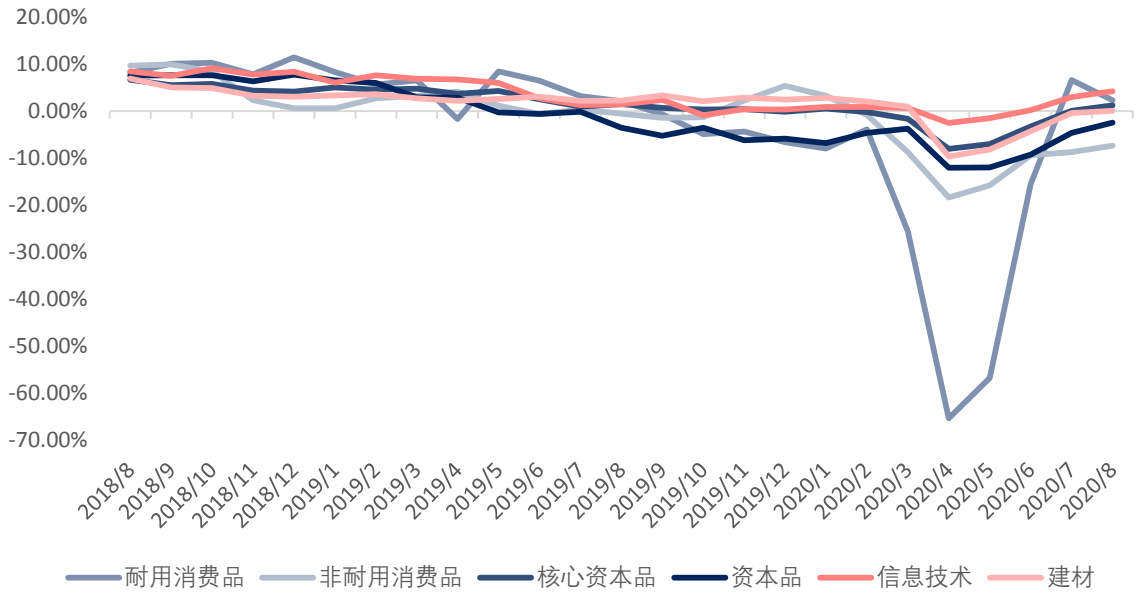
海外商品消费快速恢复 消费品需求恢复好于资本品与中间品

- 收入未受冲击、金融条件恢复，海外私人部门的支付能力受影响较小。
- 疫情目前主要影响人员流动，货物流通几乎已经恢复；
- 服务消费等受制于人员流动与集聚的项目仍然出现了较大程度的负增长，总体消费仍然维持负增长；
- 但是商品消费已经几乎恢复到了疫情前的水平；
- 海外消费品需求恢复的速度快于资本品。

美国耐用品消费同比增速已经显著超过了疫情前的水平



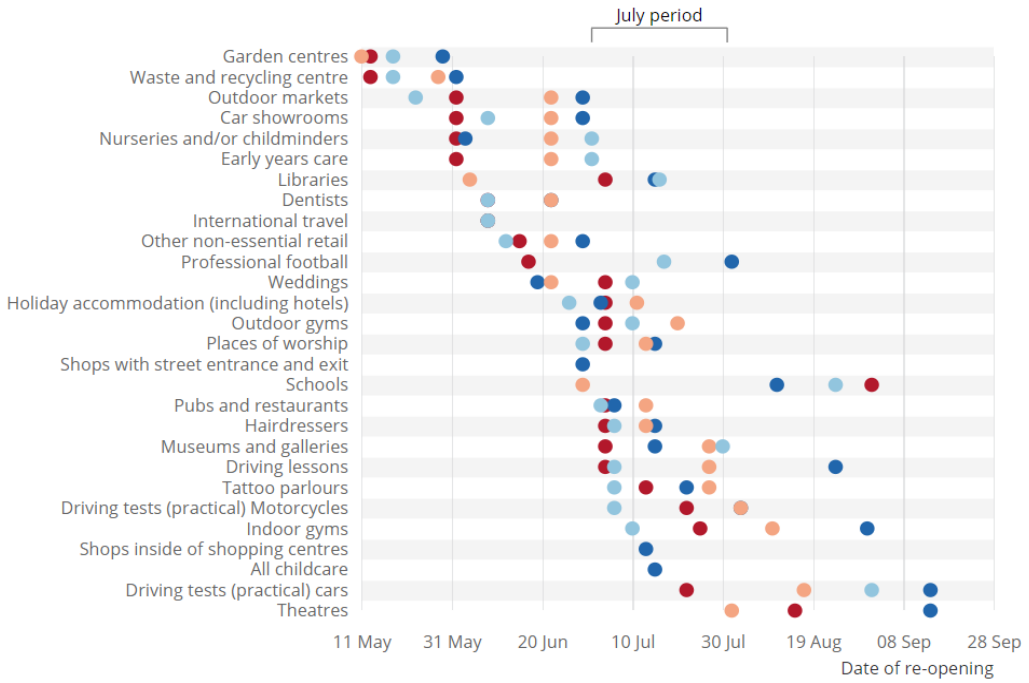
耐用消费品订单量的恢复也同样快于资本品



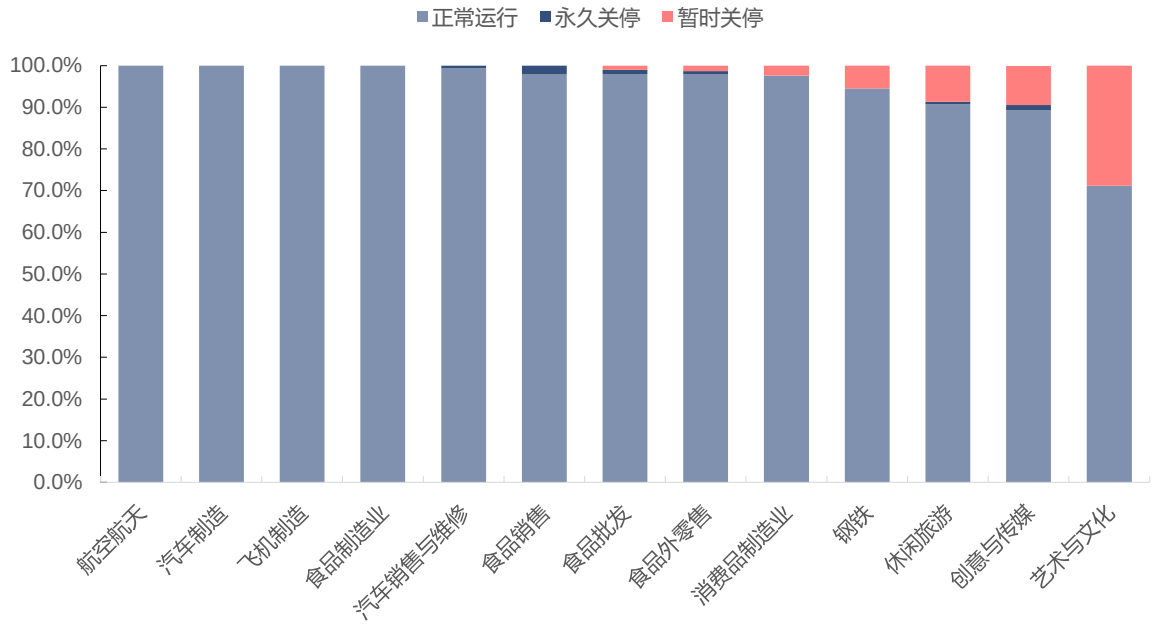
疫情如何影响海外工业生产？

- 主要海外经济体的封禁措施主要集中在服务业领域，目前正逐步开放。
- 多数经济体工厂在遵循安全指南的前提下可以正常工作；
- 安全指南一般要求：加强对工人的防护、保持安全距离；
- 带来的后果：增加了工业企业的运营成本。

英国当前的封禁措施主要集中在服务业领域



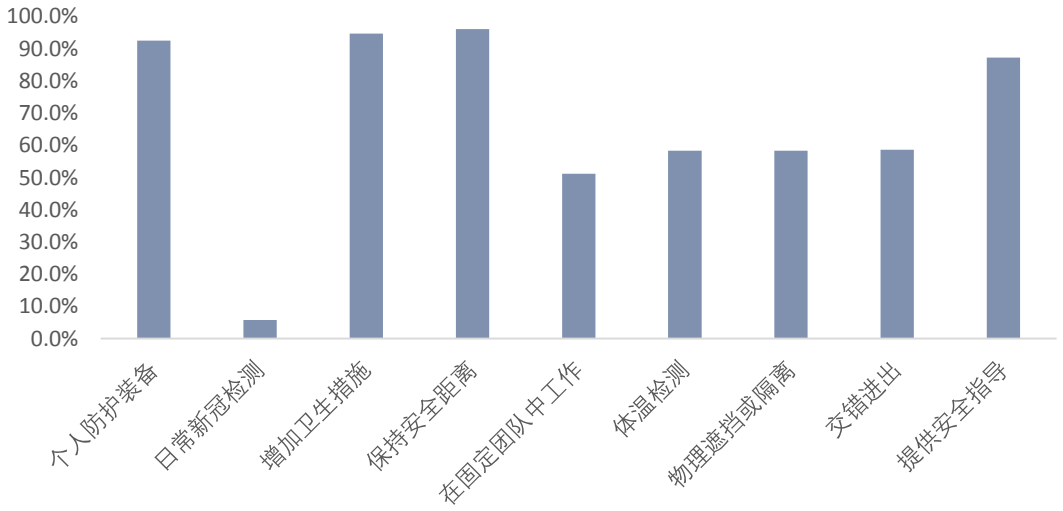
9月调查英国制造业企业多数已经恢复运行



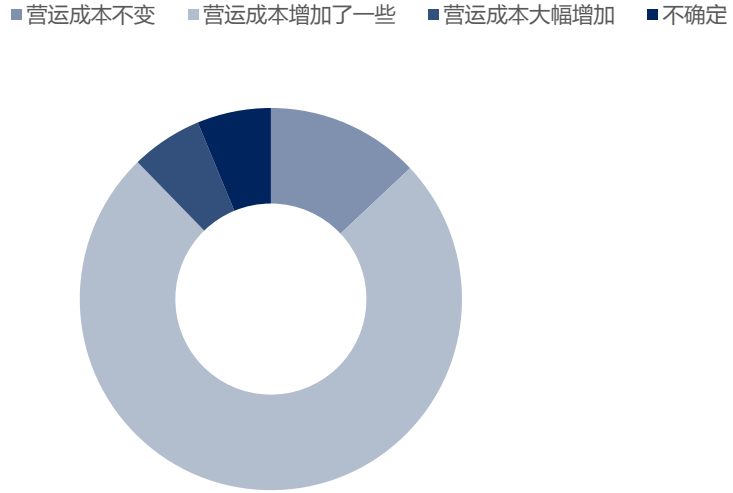
数据来源：Wind, 信达证券研发中心

疫情影响了海外制造业企业的运营效率

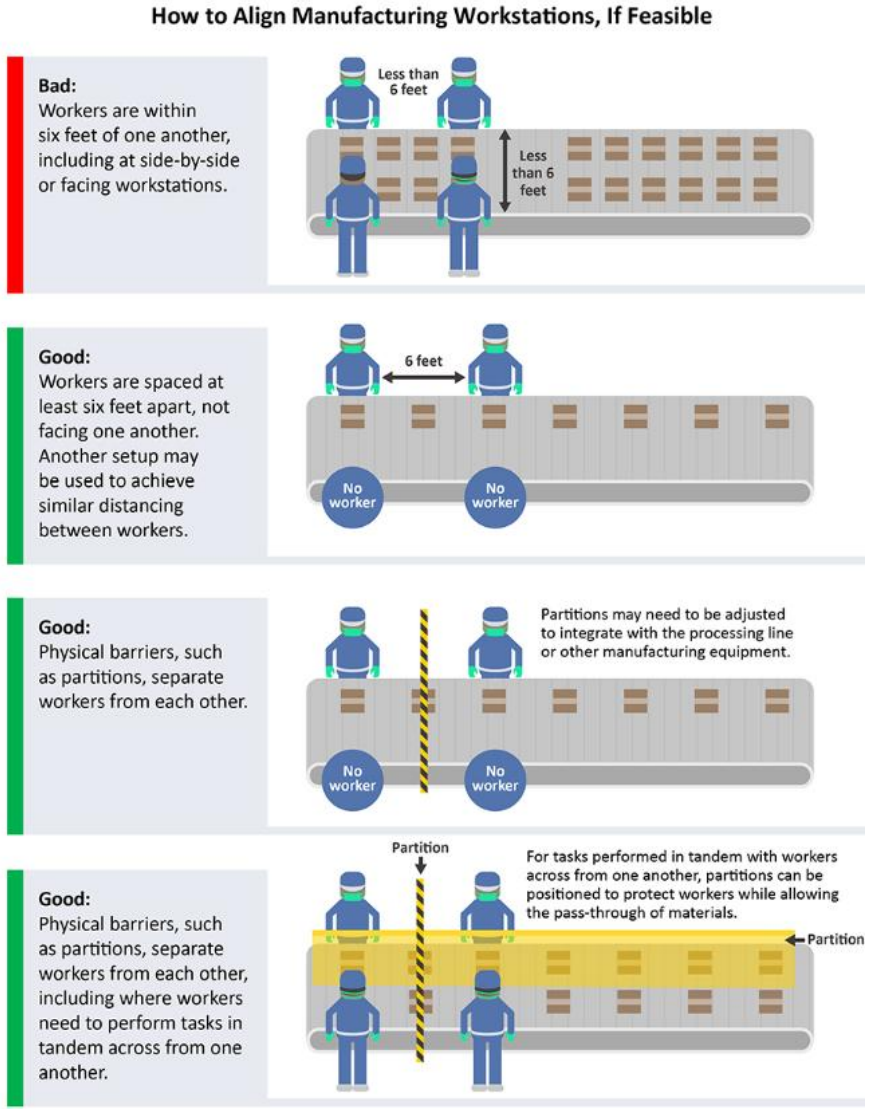
英国制造业企业额外增加的防护措施



调查数据显示英国制造业企业普遍反映成本增加



CDC建议美国制造业企业维持员工安全距离或物理隔离

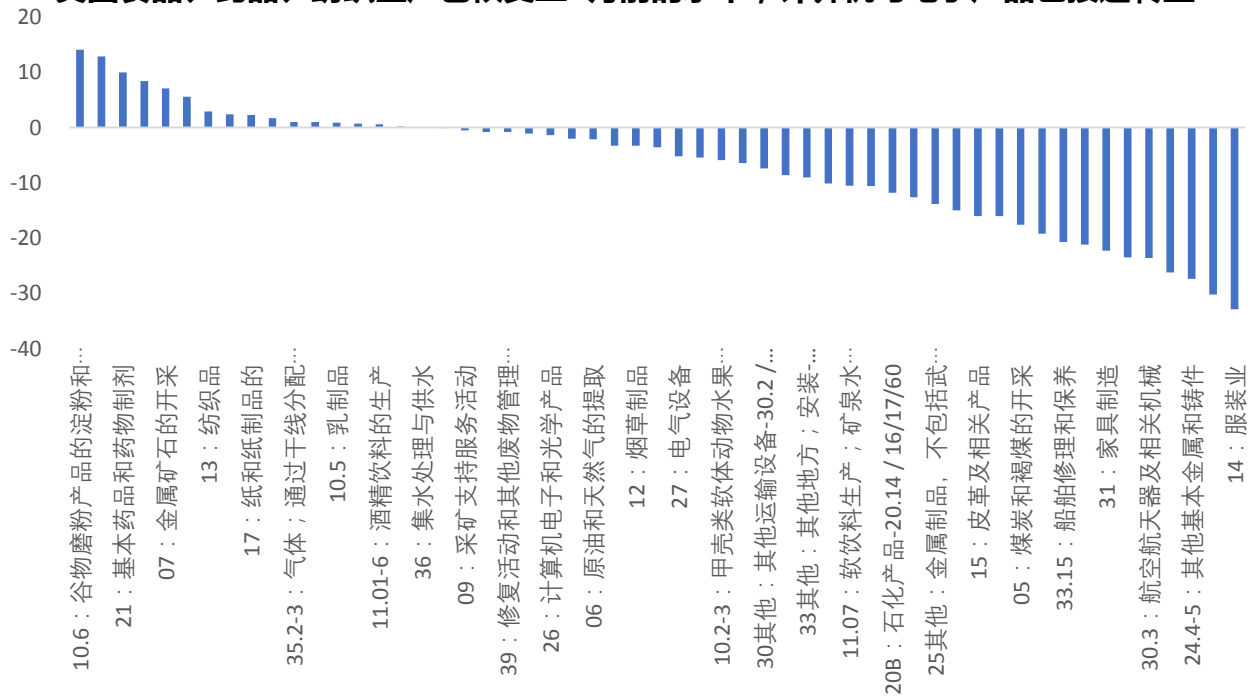


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

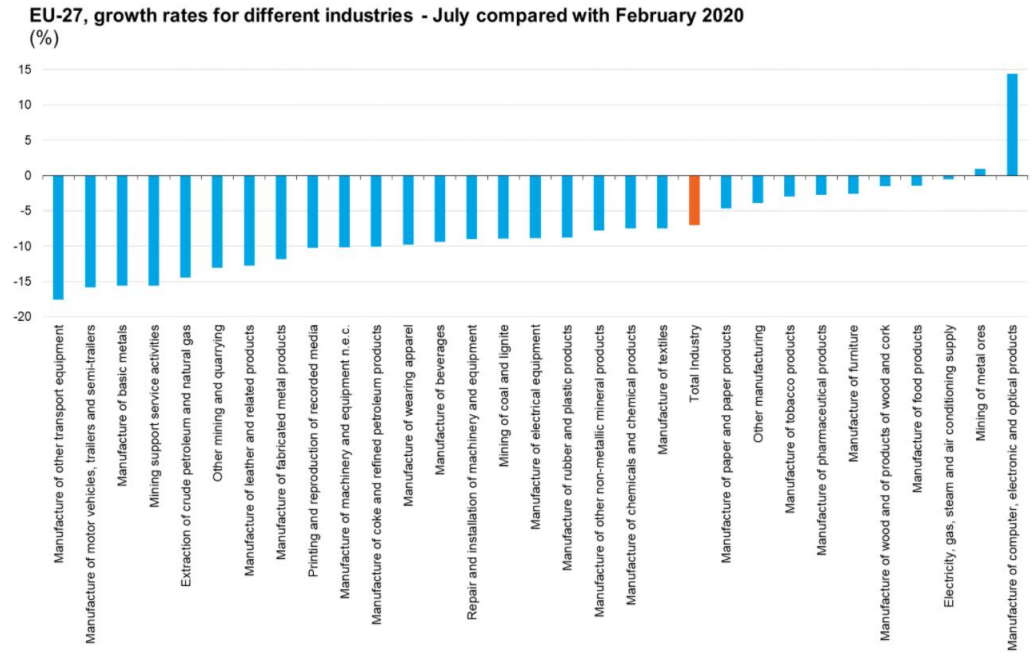
需求仍是决定海外生产的核心因素

- 由于运营成本的增加，相当于海外制造业企业竞争力受损。
- 只有需求恢复更快的行业，才有动力增加成本加快生产；
- 事实上，发达经济体生产恢复较快的行业需求恢复的也往往较快，显示需求变动仍是制约海外工业生产的核心因素；

英国食品、药品、纺织生产已恢复至2月前的水平，计算机与电子产品也接近转正



欧盟电子、计算机等设备生产也已经大幅转正

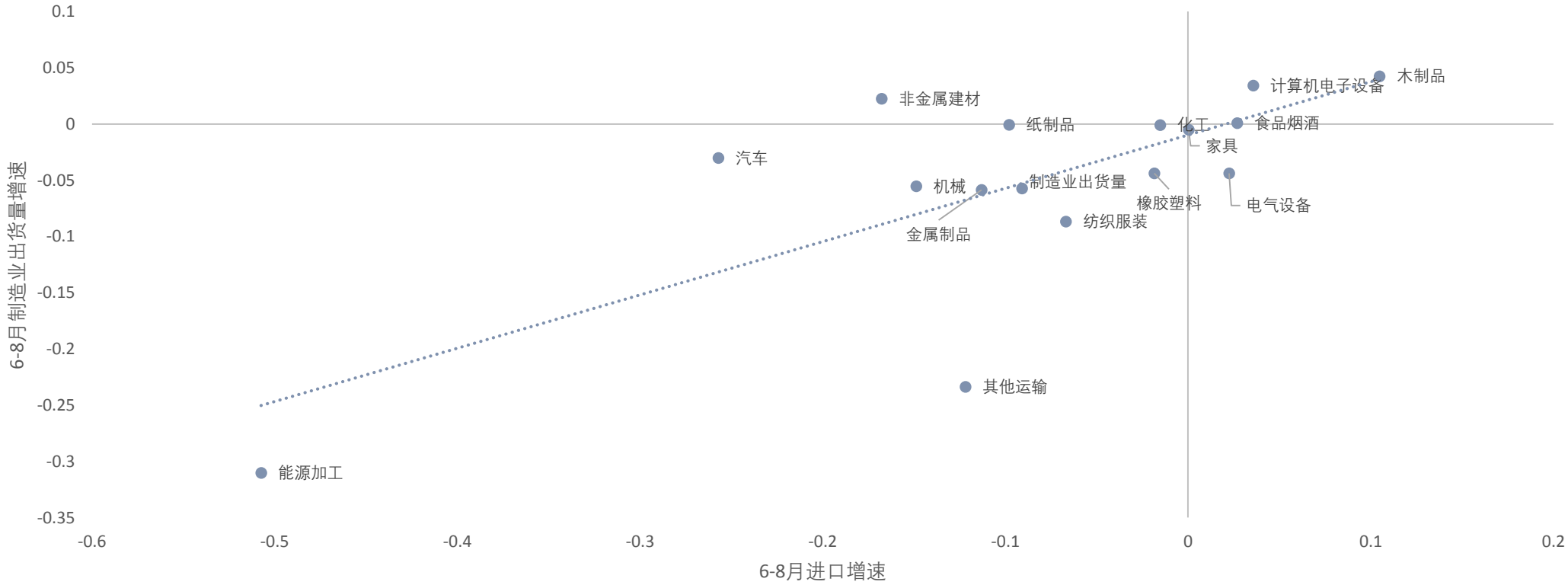


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

海外生产恢复越快的行业，进口恢复一般也越快

- 如果是疫情影响各行业生产能力带来的生产替代是进口增加的主要原因，那么各行业产出增速与进口增速应呈现负相关关系——国内行业受影响越大，进口需求越多；
- 但比较美国各行业制造业出货量增速与美国进口增速，二者呈正相关关系——国内生产恢复越快的行业，进口增速也越快；
- 需求变动仍是决定海外生产变化的主要原因，海外工业增速与进口增速整体仍是相对匹配的；

美国制造业出货量增长较快的行业，进口增速反而也相对较快



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

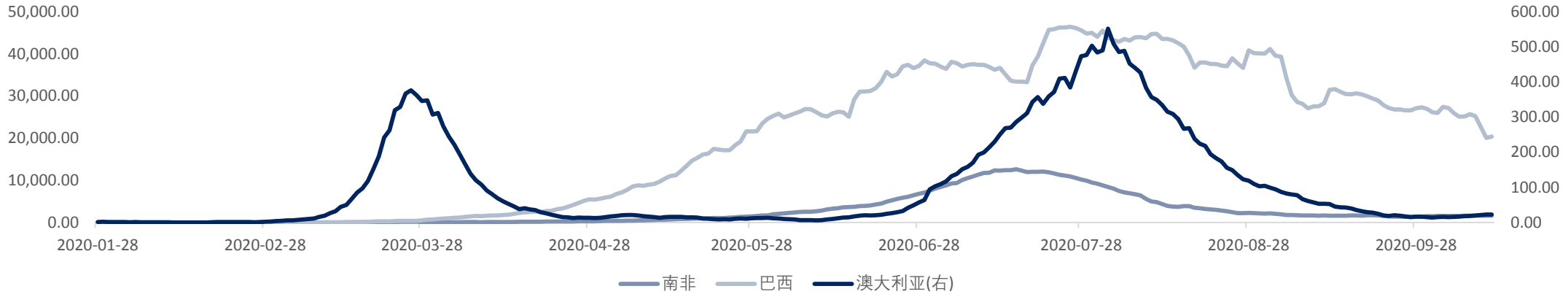
需求结构相对有利而非替代效应是我国出口超预期的主要原因

- 即便海外工业生产活动持续修复，但只要疫情冲击没有完全结束，这可能仍需建立在海外需求恢复的基础上。
- 而海外需求的恢复，也会对中国出口带来提振作用。
- 海外生产的效率不能完全恢复，中国制造的比较优势可能仍将维持。

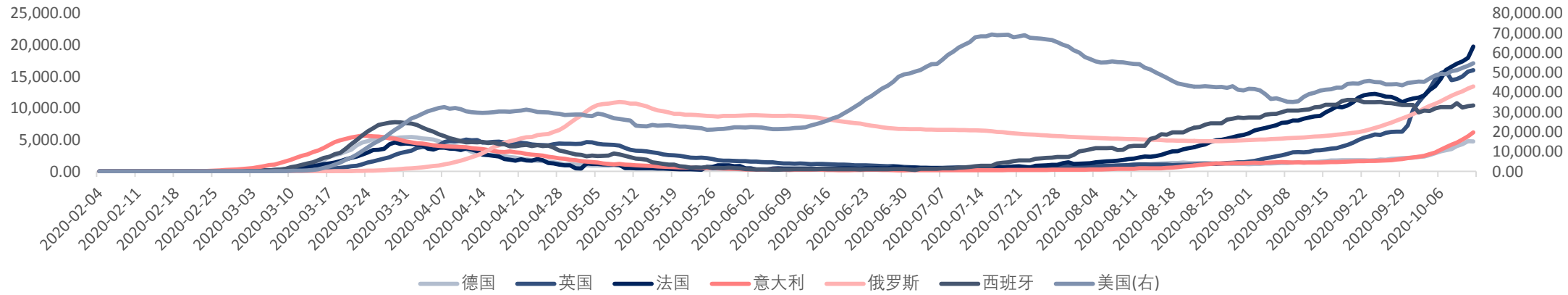
秋冬季节来临，海外疫情第二波冲击可能继续影响服务业恢复

- **秋冬季节到来，海外疫情第二波冲击可能到来。**
  - 南半球冬季结束，南半球国家疫情普遍有所好转；
  - 北半球秋冬已至，疫苗研发结果出炉前，第二波疫情冲击可能到来；
- **尽管死亡率下降，但是对于服务业的冲击，已经使得欧美多数国家已经重启限制措施，服务业可能持续受到冲击。**

南半球疫情普遍有所好转



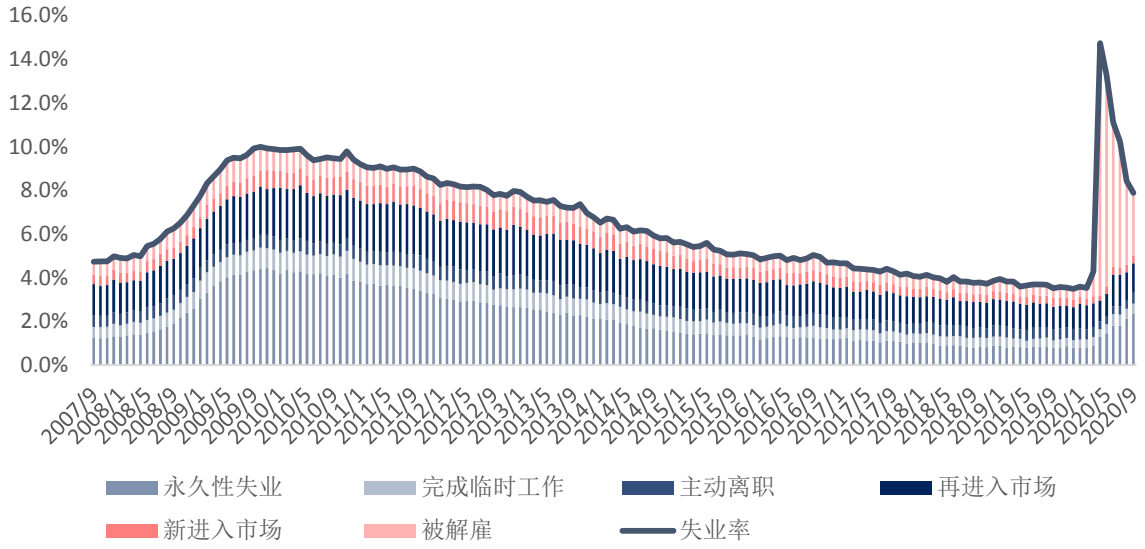
北半球疫情有进一步扩散的风险



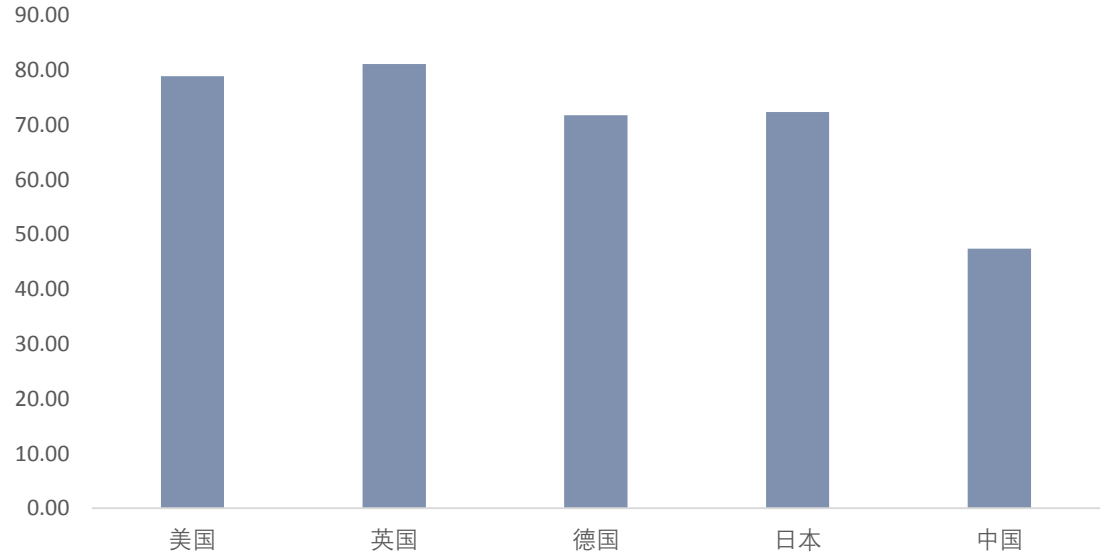
发达经济体政策盯失业率，疫情第二波冲击下政策难言退出

- 海外服务业占比较高，服务业无法恢复高失业问题可能持续。
- 政策盯失业率，高失业问题持续存在，政策可能延续宽松。
- 政策延续宽松，商品消费需求的高增可能仍将持续。
- 尽管美国财政刺激法案目前陷入僵局，但如果疫情的影响持续，法案推出可能仍将是时间问题。
- 短期来看，海外需求可能出现波动，但整体修复的趋势仍然未变，而且结构上有利于中国的特征可能仍将维持。

美国失业率当前仍在高位



主要经济体第三产业就业占比



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

目录

01 原因：替代效应已逝，需求恢复与结构的变化支撑中国出口；

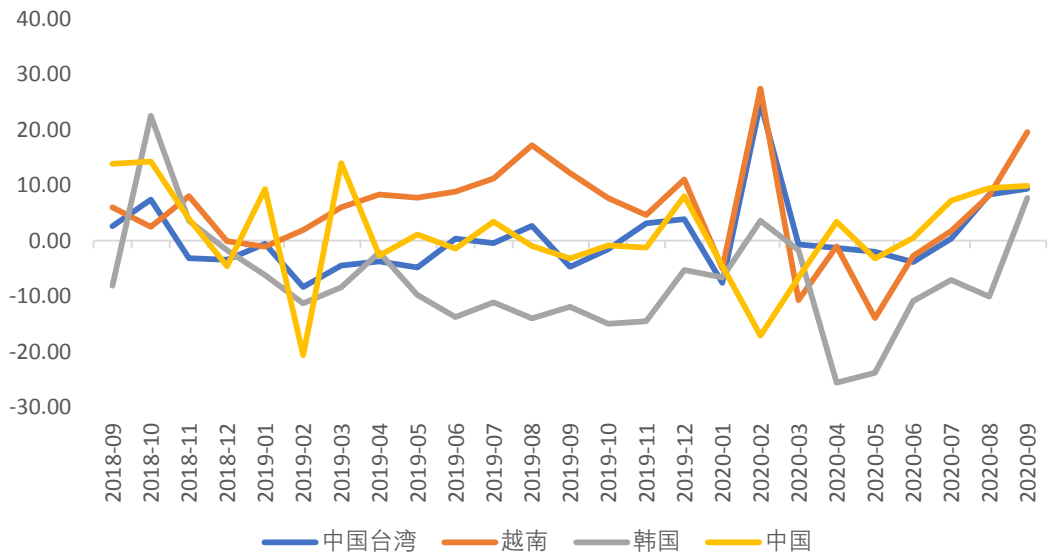
02 动力：疫情供给冲击，政策托底需求推动商品消费快速恢复；

03 **影响：内生动能恢复，汇率升值延续债市趋势行情仍需等待；**

出口的高增长可能持续到2021Q1

- **7月以来出口的持续好转与其他主要新兴经济体同步，同样显示需求改善是我国出口回升的主要原因；**
- **9月出口维持高位，背后存在正反两大扰动因素：**
  - iPhone发布时间错位，手机出口同比从23%下滑至-43%，拖累我国出口3.7%；
  - 9月工作日较去年同期多两天，尤其是端午假期错位，这对于9月出口存在正面提振。
- **分国别出口增速大致平稳，对美与东盟出口维持高增；**
- **防疫物资出口增速略有下滑，但同样维持韧性，对中国出口的正面贡献将维持到2021年Q1；**
- **机电产品出口维持高增速，海外需求结构变化对我国出口的贡献预计也将维持一段时间；**
- **疫情二次爆发对海外需求带来波折，但是整体趋势目前看尚未出现转折；**
- **四季度出口仍有望维持较高中枢，出口的高景气度有望维持到2021年一季度。**

7月后中国出口与主要新兴经济体同步回升



手机出口增速在9月大幅下滑

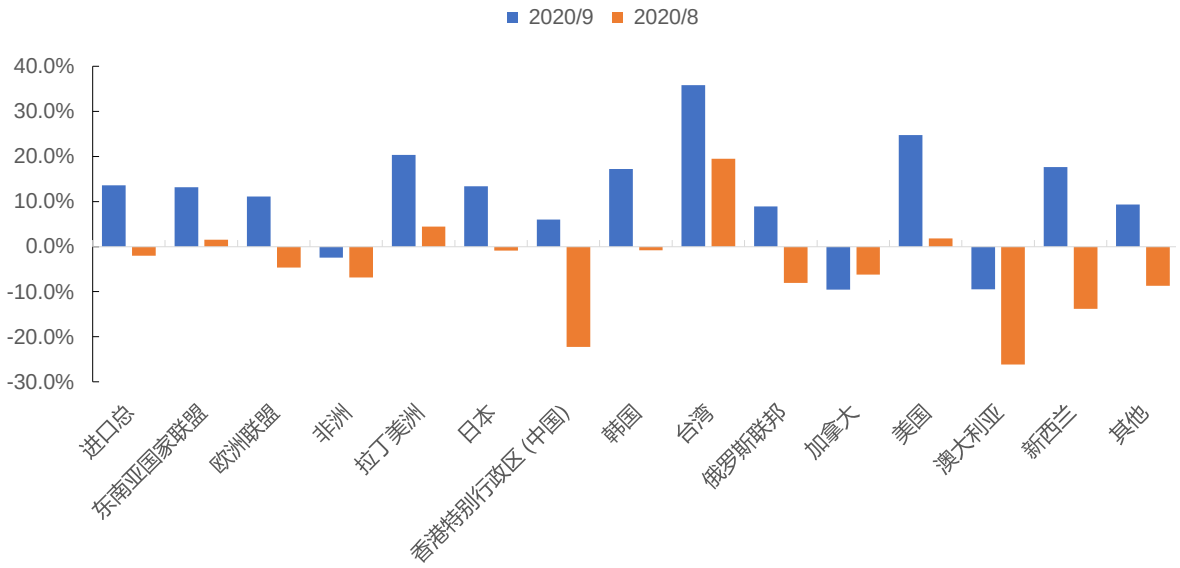


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

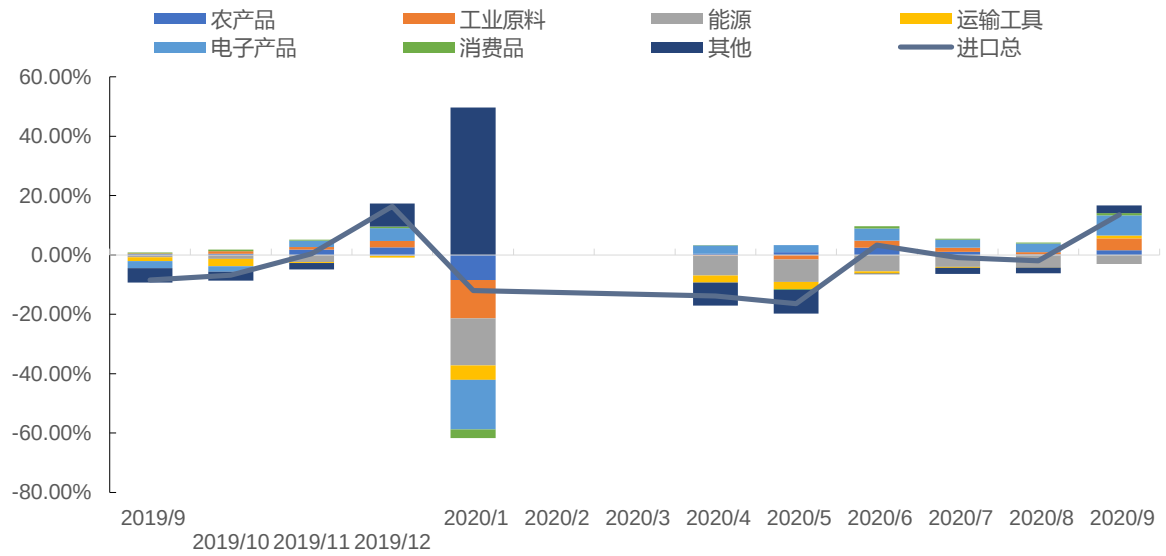
9月进口增速高增受到部分暂时性因素影响，未来稳中有升

- **9月进口增速从-2%大幅提升13.6%，贡献主要在电子产品、工业原料与其他产品项；**
  - 集成电路进口大幅增加，或与制裁前企业提前备货的影响；
- **对主要经济体进口增速普遍提升，工作日因素也是提振出口的主要原因；**
  - 9月工作日较去年同期多两天，尤其是端午假期错位，这对于9月出口存在正面提振。
- **预计10月进口有所下滑，未来或呈现稳中有升的态势。**

9月中国对主要经济体进口增速普遍提升



分产品看电子产品、工业原料和其他项是提振进口的主要原因

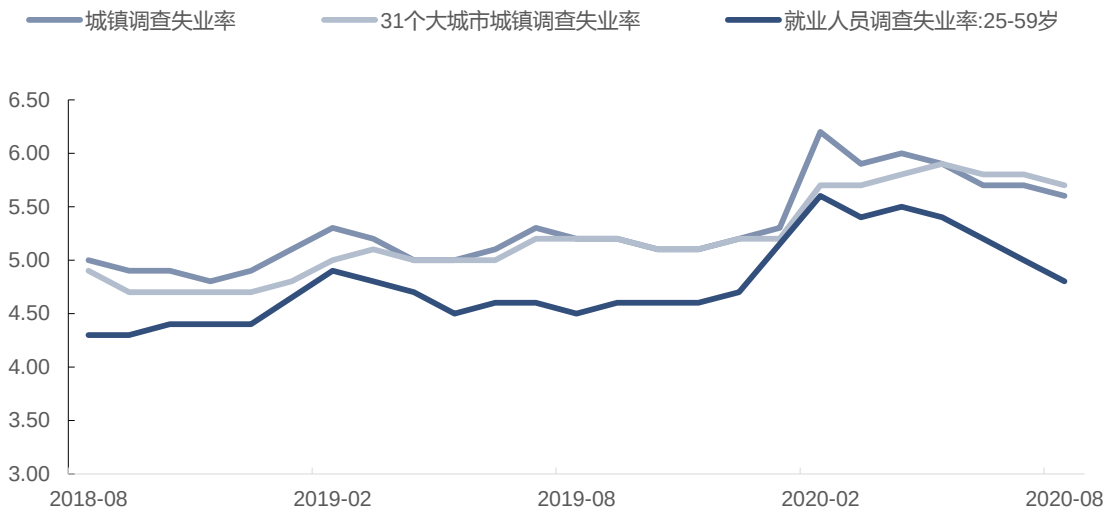


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

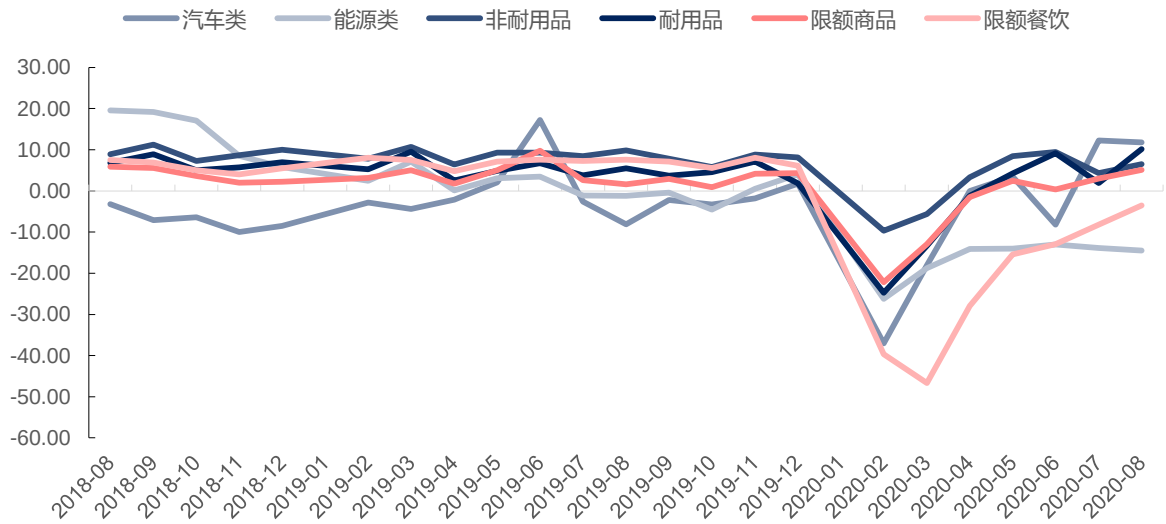
出口改善带动了国内经济自发修复的动能

- **出口不依赖于国内政策，带动国内自发动能的修复；**
  - 出口改善对就业有提振作用，每月500-600亿美元顺差显著提升国内经济主体收入，对于国内消费有提振作用；
  - 外需增加带来终端需求的提升，有利于制造业投资的改善；
  - 自8月以来，国内经济自发修复的动力开始加速；
- **经济自发修复动能加快，对于基建与地产的依赖度下降，这是国内逆周期政策较预期提前退出的主要原因；**

失业率好于预期



8月以来国内消费加速回暖



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

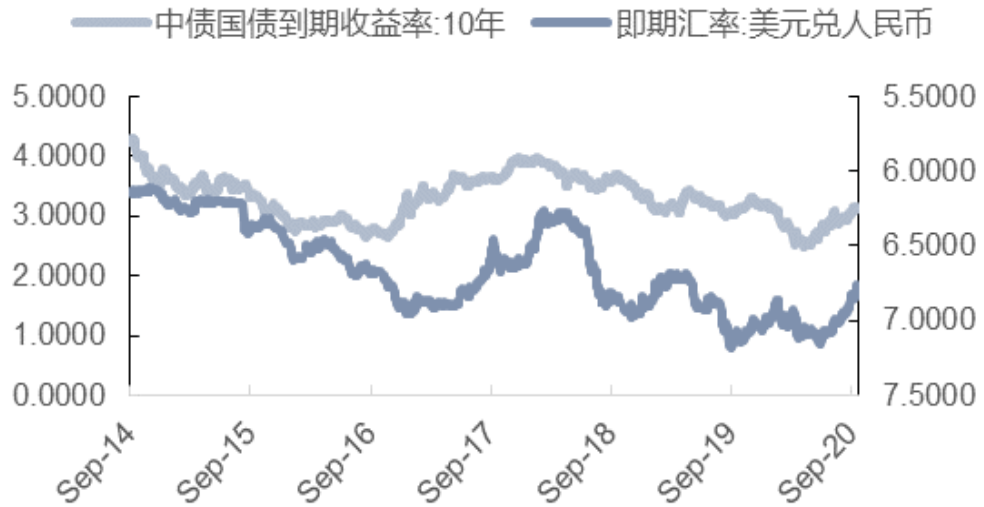
人民币有效汇率的升值可能尚未结束

- 疫情冲击限制海外商品生产与服务活动，需求刺激维持经济主体支付能力，商品消费需求向中国溢出，国内政策提前退出；
- 发达经济结构又依赖于服务，疫情不退散，政策难退出；
- 需求溢出效应与政策差异需要人民币汇率升值加以平衡；
- 有效汇率升值在某种意义上也带来了国内金融条件的收缩，但央行可能更多以宏观审慎的工具应对；
- 历史上看汇率是利率的滞后指标，国内债券市场仍然将以国内基本面以及资金面的形势为主导因素。

8月以来人民币有效汇率指数升值



汇率在某种程度上为利率的滞后变量

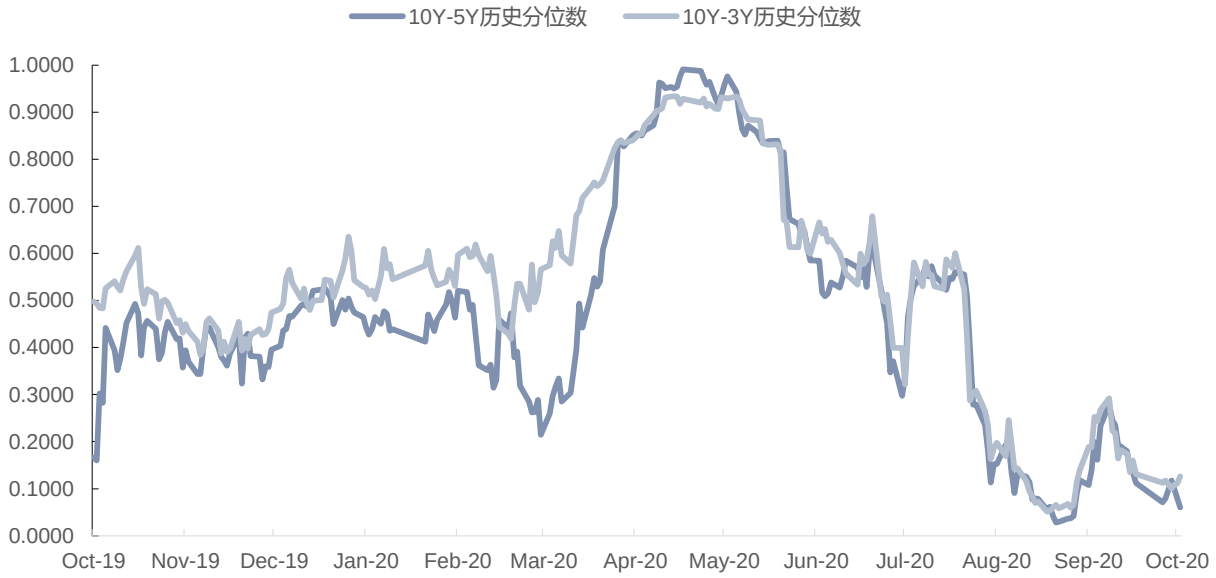


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

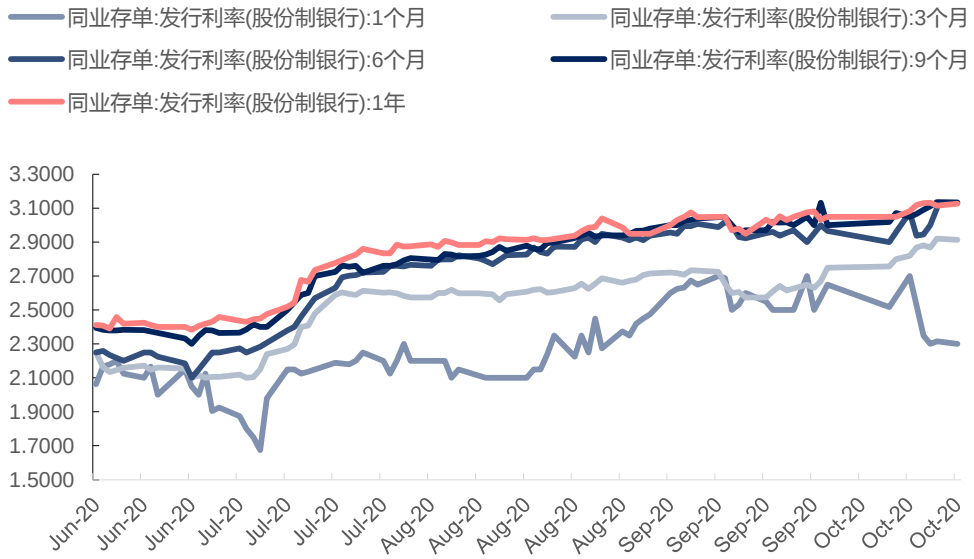
经济自发修复的动力向上，债市趋势性行情仍需等待

- 逆周期政策逐步退出，社融拐点年内出现，经济走向过热的可能性较低，债券市场难有大熊市；
- 地产销售拐点初现、基建投资不及预期，但年内仍有韧性；
- 出口维持高增，消费、制造业投资继续恢复，经济自发动能仍在向上；
- 货币政策快速收紧的过程或已结束，但基本面仍在向上，同样没有放松空间；
- 期限利差保护不足，基本面向上长端仍有进一步上行的风险，债市的趋势性行情仍需等待。

期限利差保护仍然不足



同业存单利率的上行仍未结束



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

研究团队简介、机构销售联系人

李一爽，信达证券固定收益首席分析师， 复旦大学经济学硕士，6年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、 2017 年第四名。

周俚君， 新加坡国立大学数量金融学硕士， 曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼　邮编：100031

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com