招商银行
CHINA MERCHANTS BANK

首席观点
2021 年 2 月 9 日

出口景气难以长期持续

丁安华　招商银行首席经济学家
☎ 0755-83146635　✉ dinganhua@cmbchina.com



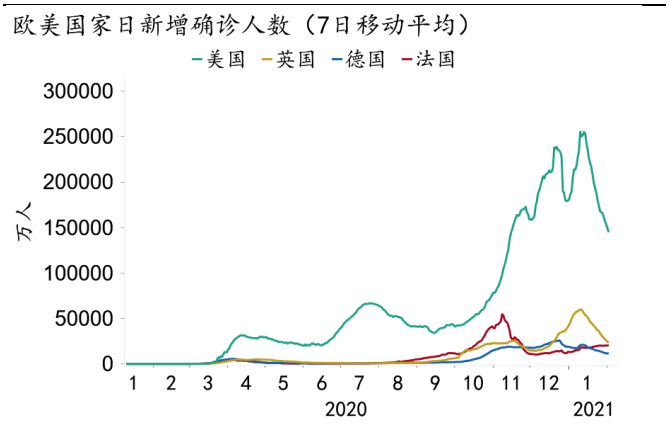
2020 年，疫情冲击下我国以人民币计价的出口全年同比增长 4.0%，是主要经济体中唯一实现出口正增长的国家。净出口拉动经济增长 0.64 个百分点，对经济增长的贡献率达到 28%，创下 23 年来最高纪录。出口表现成为疫情下我国经济最亮丽的风景线，支撑着特殊时期的经济大局。

随着全球经济有望步入疫苗广泛接种带来的普遍复苏，一个迫切需要回答的问题是，我国出口的高增长是否可以持续？答案可能是否定的。我们需要做好准备，未雨绸缪。

一、什么原因导致去年的出口高增长？

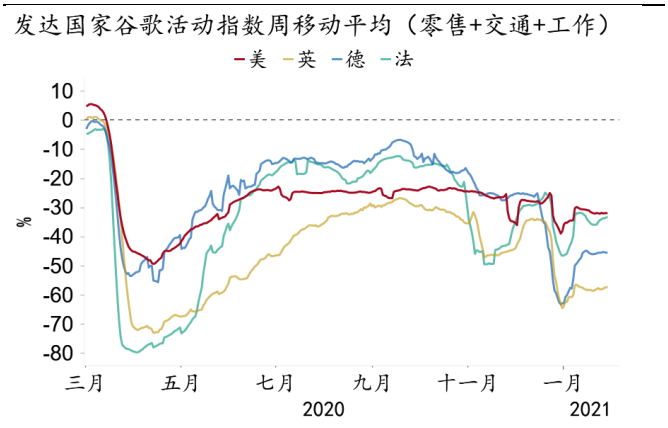
疫情之下，我国与外部世界在经济政策和防疫强度两方面都形成鲜明对比。防疫上，欧美国家普遍实施“弱封锁”政策，其目标是在医疗资源不出现挤兑的情况下，尽力保障经济社会的运行，即最小化疫病损失和防疫成本之和。这种弱防疫政策虽然能维持社会生活的基本运转，但同时也使得疫情多次反复（图 1），导致经济活动持续受到冲击（图 2）。

图 1：欧美疫情多次反复



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

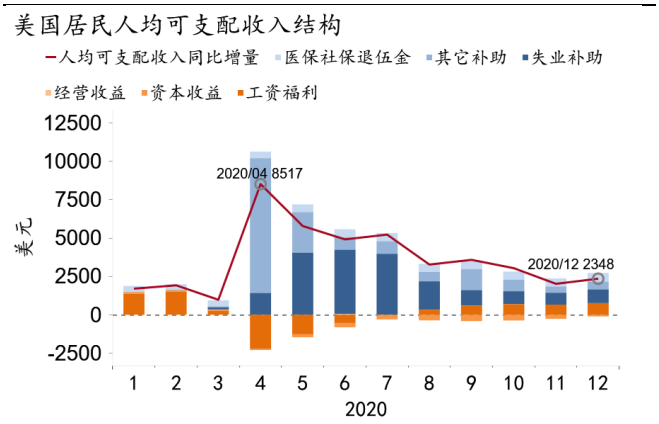
图 2：欧美经济活动持续受到冲击



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

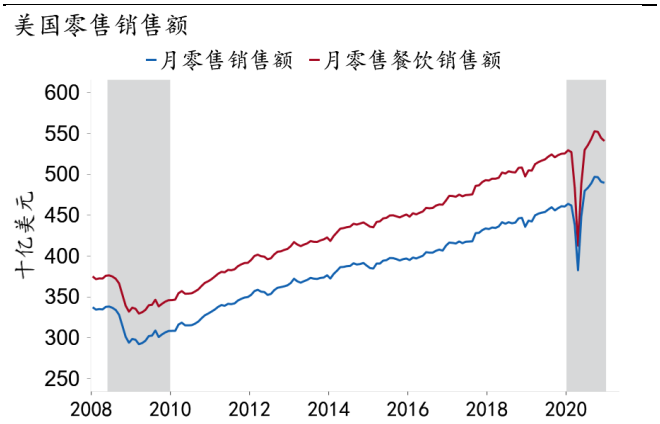
政策上，欧美以支持居民部门为主，表现为政府向居民派发现金。去年 3 月至今，美国已实施四轮财政刺激，总量近四万亿美元，其中约六成资金直接或间接流入居民部门，使居民资产负债表得到极大改善（图 3）。因此，尽管疫情使欧美经济活动受损，失业率提升，工资性收入骤减，但大规模的财政补贴使居民总收入不减反增，支撑消费强劲反弹（图 4）。

图 3：美国财政补贴支撑居民收入



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：5 月以来美国消费强势反弹

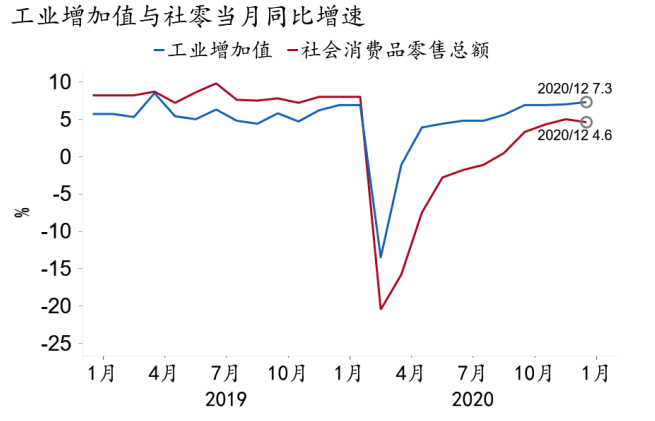


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

我国的防疫和经济政策与欧美有着明显的差异。防疫上，中国在短时间内通过严格的隔离措施基本消除新冠病毒在国内的传播，代价则是经济的暂时“停滞”。疫情受控后，经济增速逐月走高，去年四季度已升至潜在水平上方。政策上，中国在疫情期间实施的宏观经济政策以支持实体企业为主，主要通过加大减税降费力度、降低贷款利率、延期还本付息等措施为企业减负。

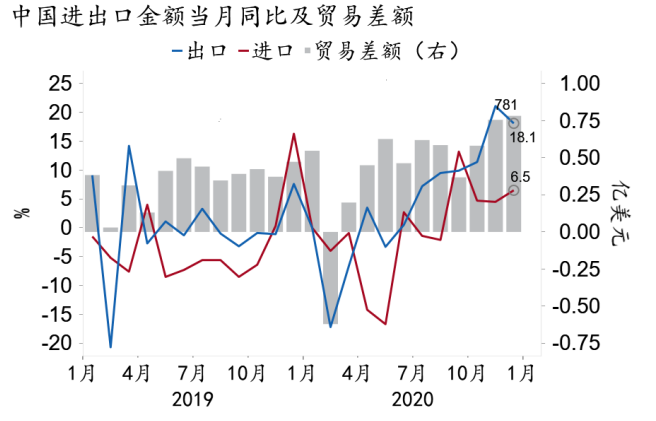
从经济运行的结果看，严厉有效的防控措施叠加面向企业的政策支持，使消费与生产出现背离，消费因居民收入增速回升较慢、常态化疫情防控措施限制等原因，增速始终未能恢复疫前水平，而生产端则在房地产、基建以及出口的带动下，迅速复苏，四季度增速已超过近年同期水平（图 5）。

图 5：中国生产恢复快于需求



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：去年 4 月起中国出口大幅扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

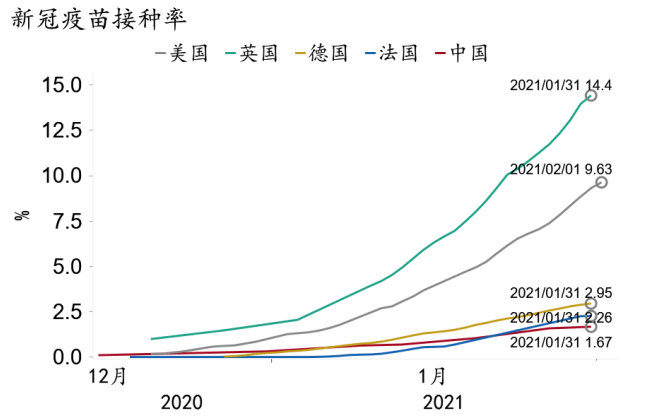
如此一来，中国和外部世界在疫情期间构成了一种特殊的经济关系：中国生产替代海外进口（进口替代），海外需求向中国外溢（出口替代）。正因为如此，从出口看，去年 4 月起中国商品在全球出口市场的份额明显上升。同样，从进口看，国产替代了部分进口。这导致贸易顺差扩大，净出口对经济增长的贡献显著提升，并驱动制造业投资加速上行（图 6）。

二、此消彼长的力量：失去的市场份额与增加的贸易总量

进入 2021 年，随着新冠疫苗问世和大规模接种，全球经济有望从低谷回升。疫苗提供了一种替代大规模隔离措施的有效手段，各国政府可以通过推广疫苗接种，降低死亡率，缓解医疗系统压力。新冠致死的案例中，65 岁以上的老人占比 80%，也就是说，当第一阶段的高危人群（医护和老人）完成接种并获得免疫保护后，病亡率还将持续下行。

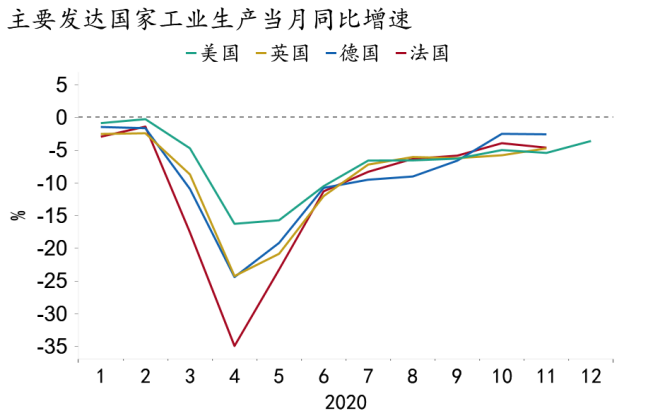
当前全球主要国家已开始接种疫苗，虽然前期由于物流、接种点和其它保障部门均未做好准备，进度不及预期，但随着分发策略的改进，接种速度正不断提升（图 7）。主要发达国家有望在一季度完成高危群体接种，此后医疗资源压力减轻，政府将逐步放松管制，经济复苏开始加速。

图 7：疫苗接种速度不及预期但斜率提升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

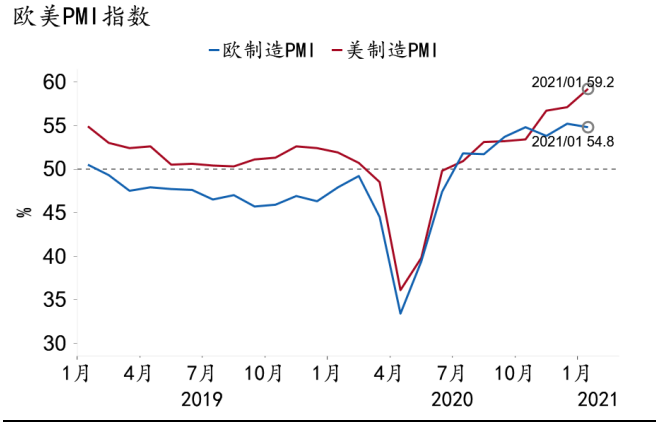
图 8：主要发达国家工业生产持续负增长



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

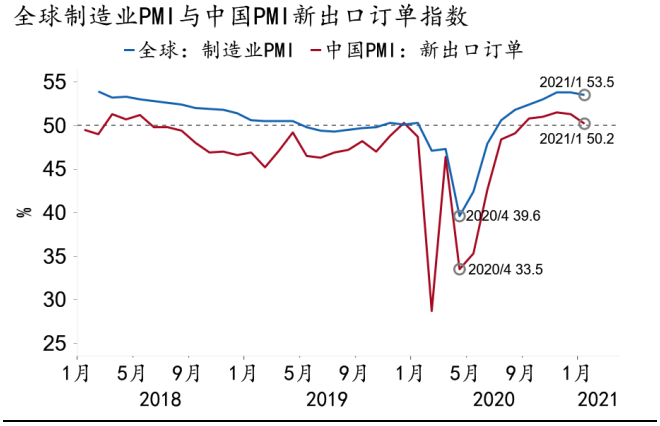
欧美经济复苏将首先表现在生产的恢复。疫情期间，欧美国家工业受到严重冲击，生产持续负增长（图 8），许多工业部门出现普遍失业或缩减工作时间。不过，去年下半年以来，欧美制造业景气度开始逐渐提升（图 9）。未来预计在疫苗的作用下，劳动人口将逐步获得免疫，疫情对生产端的制约大幅减弱，叠加全球供应链秩序修复，欧美国家生产活动有望在下半年回归正常。

图 9：欧美制造业景气度持续扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10：中国出口替代效应减弱



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

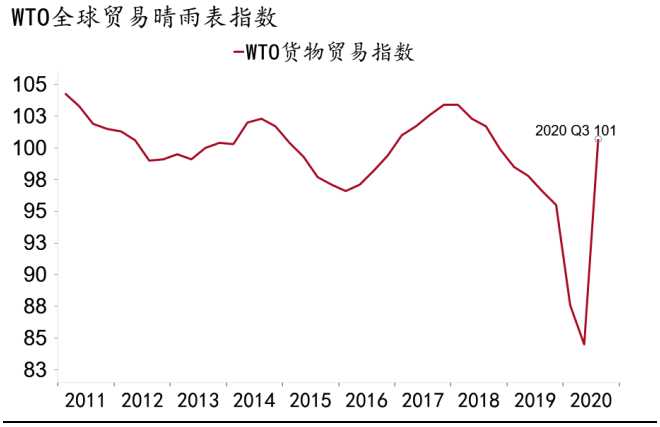
因此，一个合理的预测是，中国生产的替代效应将逐渐消退。从前瞻性指标来看，全球制造业景气度持续提升，近期已对我国外需形成挤压，表现为去年四季度以来新出口订单指数的回落（图 10）。反映在出口上，未来中国商品在全球出口市场的份额将逐步降低，回到历史均值水平（图 11）。同时，此前失去出口市场的其它国家的份额可能回升。不过，从全球看，经济复苏的节奏并不是一致的，由于大多数发展中国家疫苗可得性受限，短期内我国部分出口商品在国际市场上仍将保有供给优势。

图 11：中国出口份额将回归历史水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12：全球经济复苏带动贸易回升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

另一方面，今年在全球经济复苏的大背景下，贸易活动有望回暖。去年三季度，全球货物贸易晴雨表指数大幅回升，预示着在接下来的一到两个季度里，全球贸易将快速恢复（图 12）。“复苏效应”带来全球贸易蛋糕的扩大。WTO 预测，今年全球贸易量将同比增长 7.2%。此外，拜登政府正在推动的新一轮财政刺激，也将对我国外需产生一定支撑。因此，尽管我国可能失去部分市场份额，但在今年的大部分时间仍将得益于全球贸易蛋糕的扩大，享受经济复苏带来的外需增加。

今年上半年我国出口仍将保持景气。一是由于欧美国家继续维持货币宽松和财政刺激的政策组合，居民消费需求保持旺盛；二是疫苗起效，以及重新组织生产需要一定时间，欧美国家供给不会马上恢复，供需缺口短期仍会存在；三是当前美国大部分消费品库存水平偏低，补库存有利于稳定我国货物出口。

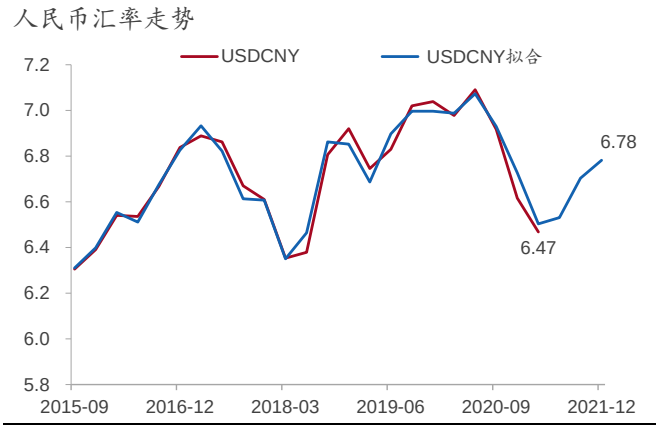
三、多种不利条件累加，制约出口增长

不过，在扩大的贸易蛋糕和缩小的市场份额共同作用下，我国出口景气最早可能在四季度，最迟明年上半年将出现明显下行。除替代效应衰减外，还有多方面不利条件对我国出口造成制约：

一是人民币升值对出口的负面影响逐渐显现。今年人民币汇率整体走势预计仍然偏强，但受制于经常项目差额缩窄、疫苗削弱中国疫情防控优势、中美利差的见顶回落等因素的边际变化，

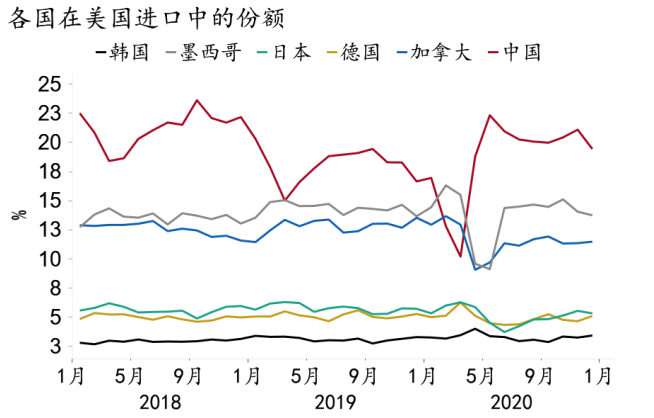
人民币汇率的升值将不会是直线型，而是双向波动型，节奏上将呈先升后贬的形态（图 13），总体上仍将对出口造成不利影响。

图 13：2021 年人民币整体偏强且双向波动



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14：中国商品在美国进口中的份额大幅增长

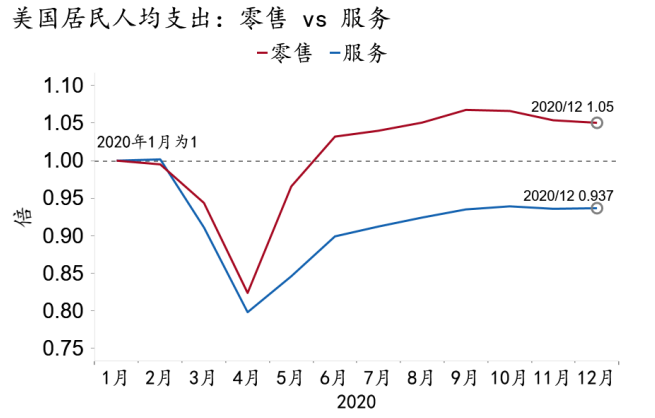


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

二是西方国家对“中国依赖”的警觉可能加速我国出口市场的流失。疫情充分地暴露了全球化下产业链分工过细过长的缺陷，挑战了此前全球化发展中唯效率论的逻辑。疫情期间，各国对中国商品的依赖增加（图 14），令发达国家深感不安。美国方面，尽管拜登承诺在全球经济恢复前不增加任何关税，但从“遏制中国”的立场出发，美国也不会轻易削减/撤销特朗普对华加征的关税。另一方面，拜登大概率将削减对欧洲和亚太盟友的关税，相当于间接提升对华关税。

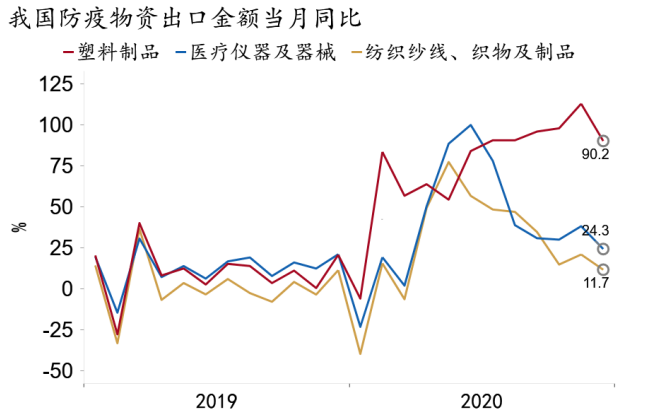
三是发达国家的经济复苏，更多将集中在服务业，对我国商品出口的提振有限。发达国家商品零售受疫情影响较小，而服务业受冲击较大（图 15），未来总需求的复苏将更多的偏重于服务消费，商品消费提升空间有限。由于服务的可贸易性（tradability）显著弱于商品，“疫苗复苏”对我国出口的提振作用也将相应下降。

图 15：美国服务消费受损高于零售消费



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 16：疫情期间防疫物资出口大幅增长



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四是防疫物资出口增速将逐渐放缓。疫情爆发后，全球医疗物资需求骤增，支撑我国出口增长保持高位（图 16）。海关数据显示，去年 3 月份至年底，全国共出口主要疫情防控物资 4,385 亿

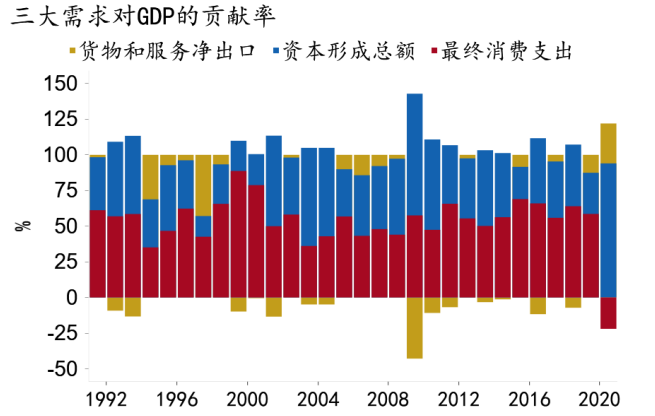
元，占全年总出口金额的 2.5%。但随着疫苗起效，防疫物资需求持续减弱，此前高企的医疗器械、口罩、防护服等防疫物资出口增速将逐渐放缓。

四、未雨绸缪：实现增长动力的切换

我国出口的“复苏效应”与“替代效应”此消彼长，边际上将决定未来中国经济运行的形态。预计今年二季度后，在疫苗接种和疫情缓解的情况下，发达国家生产和贸易活动将逐步回归正常。这意味着我国出口的“复苏效应”逐步上升，相应地“替代效应”显著衰减。叠加人民币汇率偏强、全球化逆流等多方面不利因素，可能使得我国出口景气在四季度出现拐点而下行。

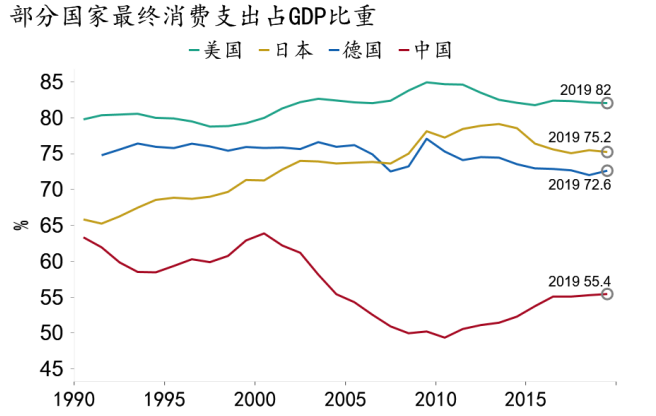
若看得更远一些，明年的出口形势不容乐观。我们需要平稳地切换经济增长的引擎，未雨绸缪。尽管净出口在疫情期间为中国经济增长做出了重要贡献，有效弥补了消费不足对经济增长的负面影响（图 17），但未来随着“替代效应”的消退，出口对经济的拉动也将回到正常水平。此时，内需应接替出口退潮后留下的空白，成为经济增长的主要引擎。从国际上看，内需主导是大国经济的共同特征，不论是偏重制造业出口的德国日本，还是作为全球科技和金融中心的美国，消费均占到 GDP 的 70%以上，我国最终消费占 GDP 的比重自 2010 年以来稳步提升，2019 年已达到 55.4%，但与发达国家相比仍然偏低（图 18）。

图 17：2020 年出口对冲了消费对 GDP 的拖累



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 18：消费在中国 GDP 中的比例仍然偏低



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

扩大内需的关键在于提振消费。中央在“十四五”规划和二〇三五年远景目标的建议中，已把“全面促进消费”作为建设强大国内市场的重要举措。促进消费包括两方面内容：一是通过增加可支配收入、调整收入分配、强化社会保障，提升居民的消费能力和消费意愿，从而扩大消费规模；二是培育新型消费，加快消费升级，释放人民更加多样化、个性化的潜在需求。

规模庞大、结构合理的国内消费市场，有条件成为推动我国经济持续发展的动力，成为应对外部环境复杂变化的基石。争取一个更美好的未来，我们必须将这种可能变成现实。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址　深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话　0755-83195702

邮箱　zsyhyjy@cmbchina.com

传真　0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号