出口景气难以长期持续

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

- 2020 年，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正增长的国家。

- 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的对比。政策上，欧美以支持居民部门为主，我国以支持实体企业为主；表现为欧美向居民派发现金，中国为企业减负让利。从经济运行的结果看，欧美家庭获得现金资助，消费反弹强劲而企业生产受损；中国防控措施严厉有效，消费受损而企业生产强劲。如此，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，海外需求向中国外溢。

- 进入 2021 年，随着疫苗问世和大规模接种，全球经济有望从低谷回升，中国生产的替代效应将逐渐消退。对那些疫情之下供给端受创的国家而言，经济复苏将首先表现在生产的恢复，受此影响，中国商品在全球出口市场的份额将逐步降低，回到疫情前水平。

- 另一方面，今年全球经济和贸易活动有望回暖，“复苏效应”将带来出口市场蛋糕的扩大。我国尽管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，享受全球经济复苏带来的外需增加。

- “替代效应”的回落与“复苏效应”的提升，边际上将决定未来中国经济运行的形态。综合来看，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。

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。

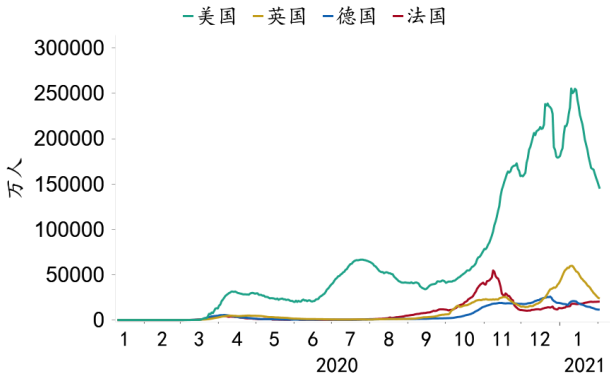
随着全球经济有望步入疫苗广泛接种带来的普遍复苏，一个迫切需要回答的问题是，我国出口的高增长是否可以持续？答案可能是否定的。我们需要做好准备，未雨绸缪。

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

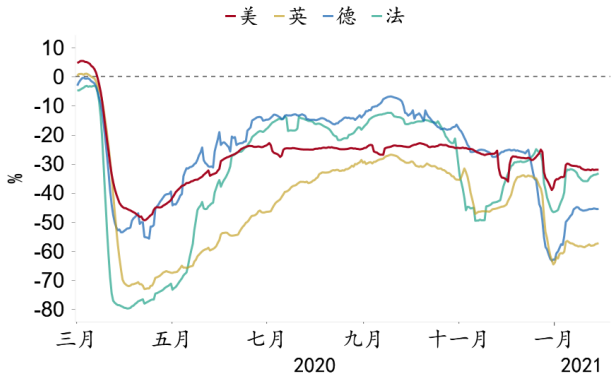
欧美国家日新增确诊人数（7日移动平均）



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

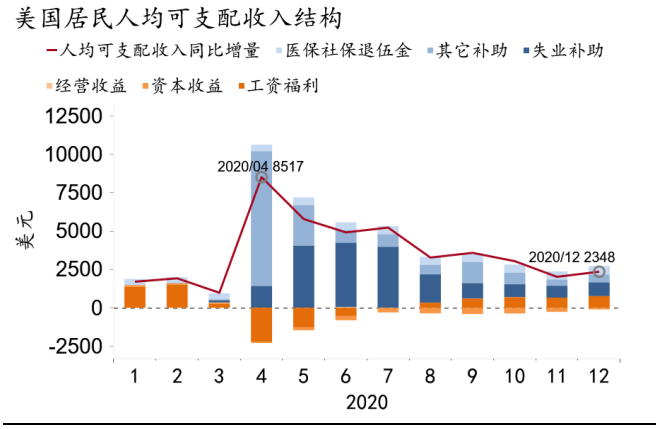
发达国家谷歌活动指数周移动平均（零售+交通+工作）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

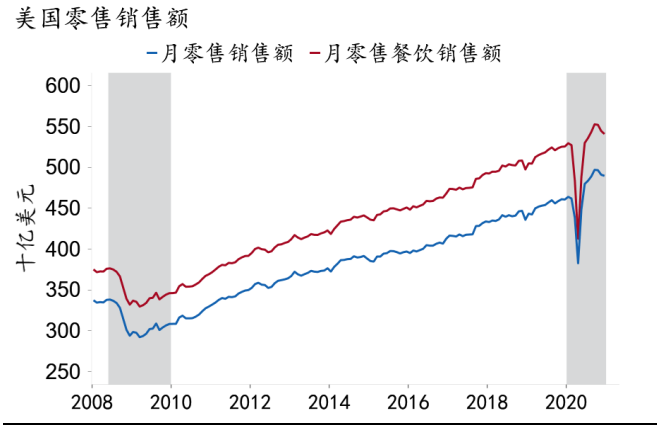
政策上，欧美以支持居民部门为主，表现为政府向居民派发现金。去年 3 月至今，美国已实施四轮财政刺激，总量近四万亿美元，其中约六成资金直接或间接流入居民部门，使居民资产负债表得到极大改善（图 3）。因此，尽管疫情使欧美经济活动受损，失业率提升，工资性收入骤减，但大规模的财政补贴使居民总收入不减反增，支撑消费强劲反弹（图 4）。

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

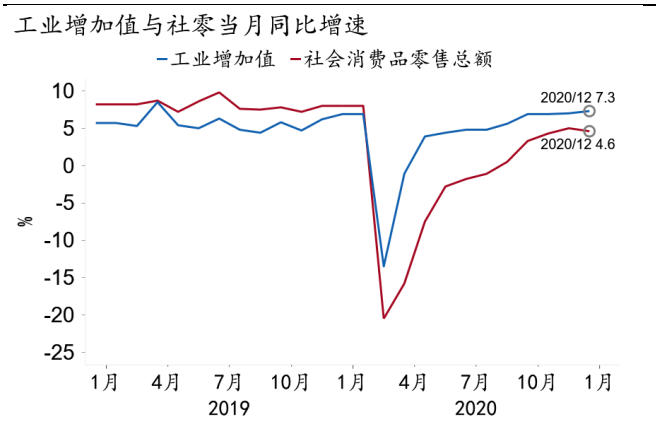


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

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幅力度、降低贷款利率、延期还本付息等措施为企业减负。

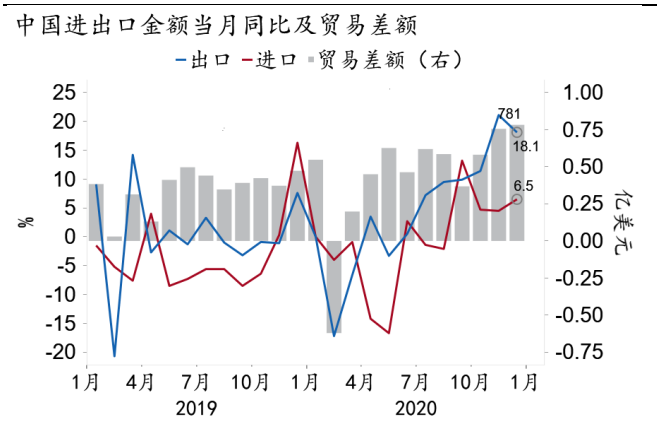
从经济运行的结果看，严厉有效的防控措施叠加面向企业的政策支持，使消费与生产出现背离，消费因居民收入增速回升较慢、常态化疫情防控措施限制等原因，增速始终未能恢复疫前水平，而生产端则在房地产、基建以及出口的带动下，迅速复苏，四季度增速已超过近年同期水平（图 5）。

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

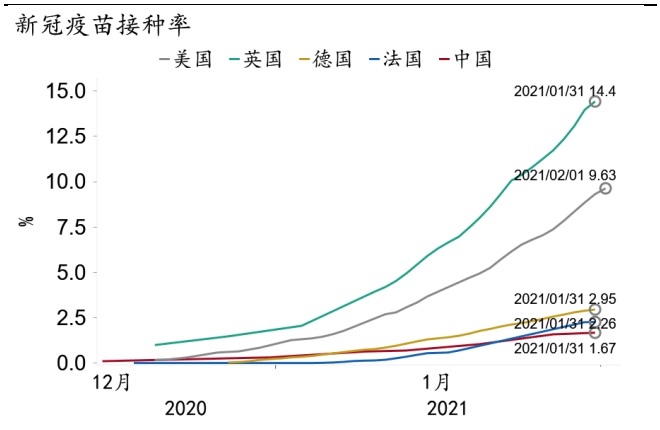
如此一来，中国和外部世界在疫情期间构成了一种特殊的经济关系：中国生产替代海外进口（进口替代），海外需求向中国外溢（出口替代）。正因为如此，从出口看，去年 4 月起中国商品在全球出口市场的份额明显上升。同样，从进口看，国产替代了部分进口。这导致贸易顺差扩大，净出口对经济增长的贡献显著提升，并驱动制造业投资加速上行（图 6）。

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。

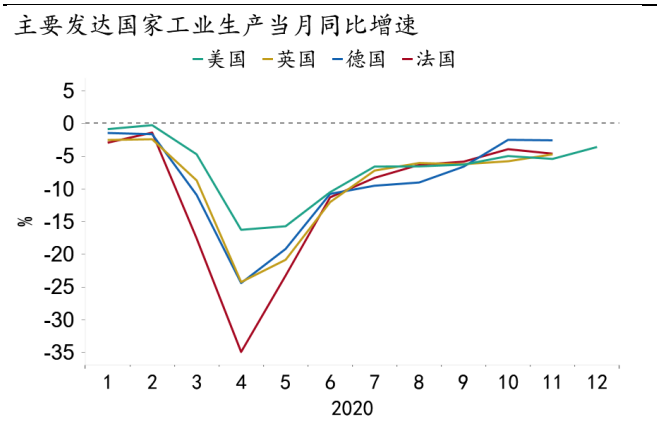
当前全球主要国家已开始接种疫苗，虽然前期由于物流、接种点和其它保障部门均未做好准备，进度不及预期，但随着分发策略的改进，接种速度正不断提升（图 7）。主要发达国家有望在一季度完成高危群体接种，此后医疗资源压力减轻，政府将逐步放松管制，经济复苏开始加速。

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

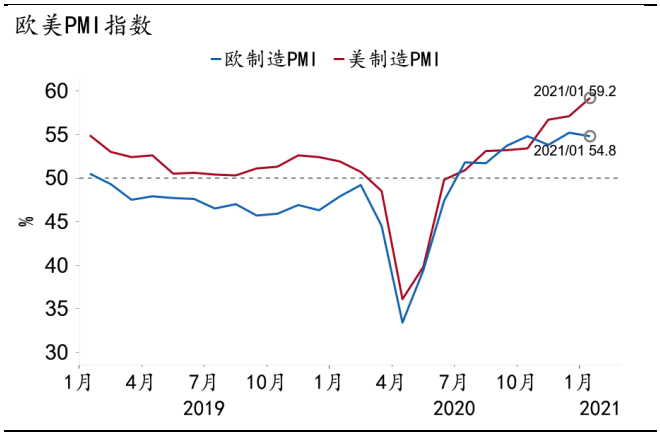
图 8：主要发达国家工业生产持续负增长



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

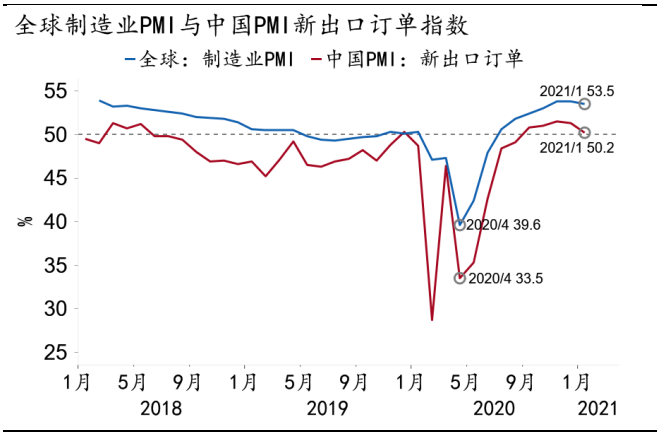
欧美经济复苏将首先表现在生产的恢复。疫情期间，欧美国家工业受到严重冲击，生产持续负增长（图 8），许多工业部门出现普遍失业或缩减工作时间。不过，去年下半年以来，欧美制造业景气度开始逐渐提升（图 9）。未来预计在疫苗的作用下，劳动人口将逐步获得免疫，疫情对生产端的制约大幅减弱，叠加全球供应链秩序修复，欧美国家生产活动有望在下半年回归正常。

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

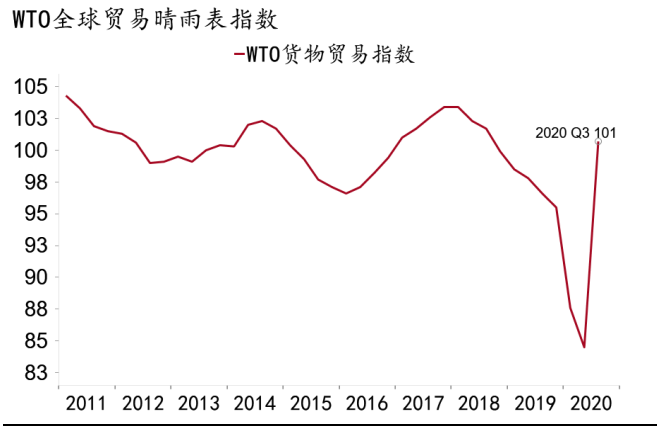
因此，一个合理的预测是，中国生产的替代效应将逐渐消退。从前瞻性指标来看，全球制造业景气度持续提升，近期已对我国外需形成挤压，表现为去年四季度以来新出口订单指数的回落（图 10）。反映在出口上，未来中国商品在全球出口市场的份额将逐步降低，回到历史均值水平（图 11）。同时，此前失去出口市场的其它国家的份额可能回升。不过，从全球看，经济复苏的节奏并不是一致的，由于大多数发展中国家疫苗可得性受限，短期内我国部分出口商品在国际市场上仍将保有供给优势。

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。

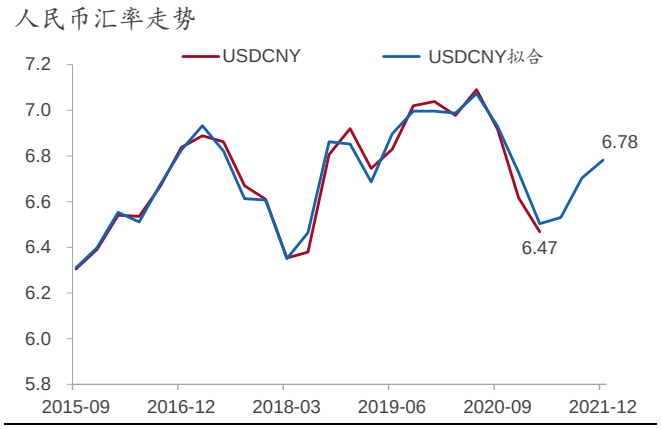
今年上半年我国出口仍将保持景气。一是由于欧美国家继续维持货币宽松和财政刺激的政策组合，居民消费需求保持旺盛；二是疫苗起效，以及重新组织生产需要一定时间，欧美国家供给不会马上恢复，供需缺口短期仍会存在；三是当前美国大部分消费品库存水平偏低，补库存有利于稳定我国货物出口。

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：

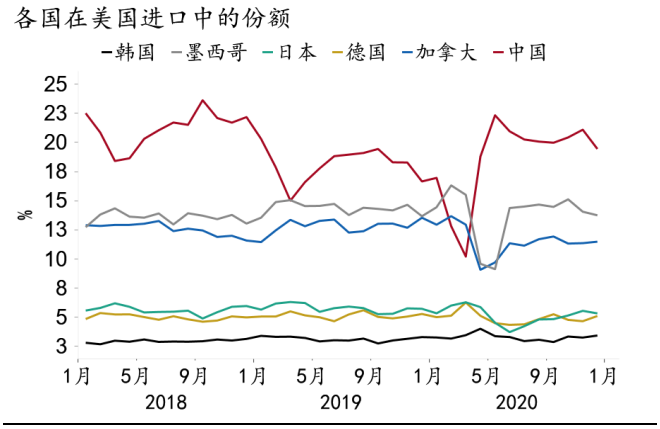
一是人民币升值对出口的负面影响逐渐显现。今年人民币汇率整体走势预计仍然偏强，但受制于经常项目差额缩窄、疫苗削弱中国疫情防控优势、中美利差的见顶回落等因素的边际变化，人民币汇率的升值将不会是直线型，而是双向波动型，节奏上将呈先升后贬的形态（图 13），总体上仍将对出口造成不利影响。

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

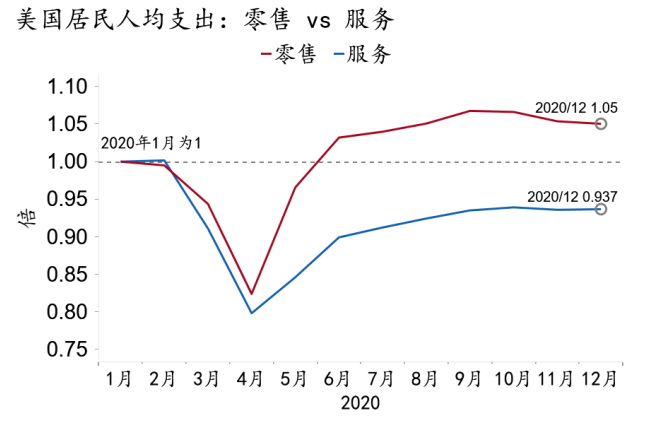


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

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。

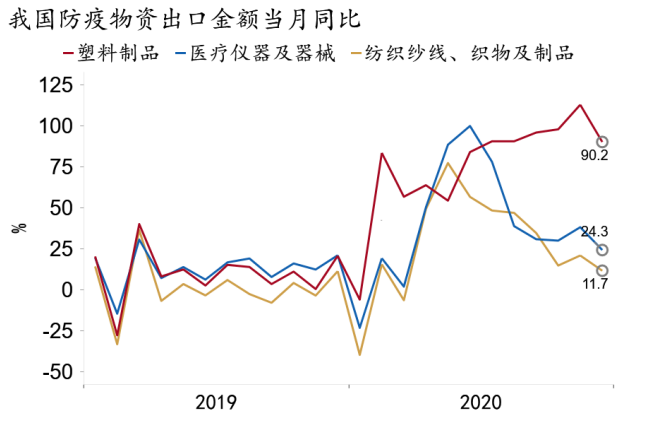
三是发达国家的经济复苏，更多将集中在服务业，对我国商品出口的提振有限。发达国家商品零售受疫情影响较小，而服务业受冲击较大（图 15），未来总需求的复苏将更多的偏重于服务消费，商品消费提升空间有限。由于服务的可贸易性（tradability）显著弱于商品，“疫苗复苏”对我国出口的提振作用也将相应下降。

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

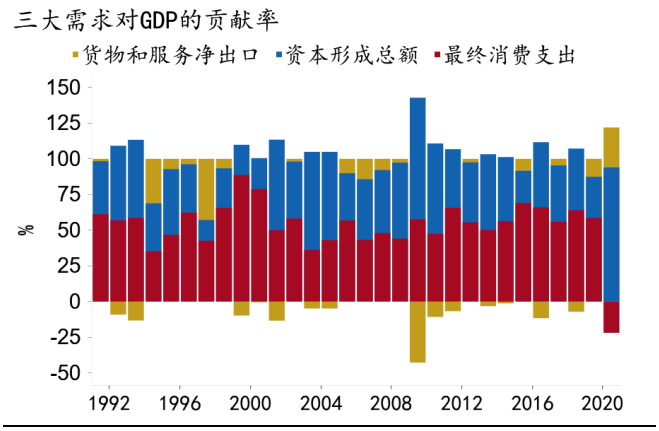
四是防疫物资出口增速将逐渐放缓。疫情爆发后，全球医疗物资需求骤增，支撑我国出口增长保持高位（图 16）。海关数据显示，去年 3 月份至年底，全国共出口主要疫情防控物资 4,385 亿元，占全年总出口金额的 2.5%。但随着疫苗起效，防疫物资需求持续减弱，此前高企的医疗器械、口罩、防护服等防疫物资出口增速将逐渐放缓。

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。

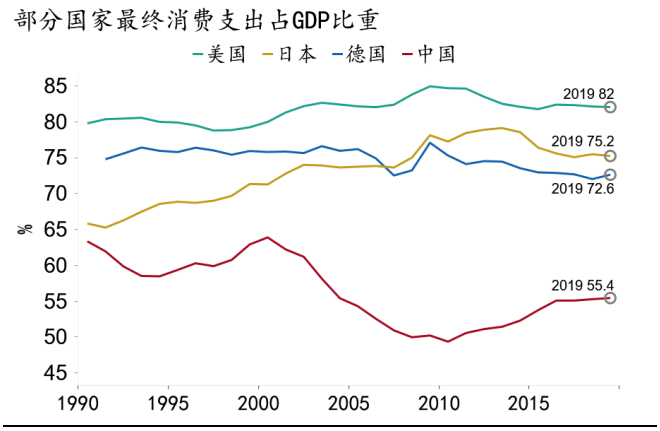
若看得更远一些，明年的出口形势不容乐观。我们需要平稳地切换经济增长的引擎，未雨绸缪。尽管净出口在疫情期间为中国经济增长做出了重要贡献，有效弥补了消费不足对经济增长的负面影响（图 17），但未来随着“替代效应”的消退，出口对经济的拉动也将回到正常水平。此时，内需应接替出口退潮后留下的空白，成为经济增长的主要引擎。从国际上看，内需主导是大国经济的共同特征，不论是偏重制造业出口的德国日本，还是作为全球科技和金融中心的美国，消费均占到 GDP 的 70%以上，我国最终消费占 GDP 的比重自 2010 年以来稳步提升，2019 年已达到 55.4%，但与发达国家相比仍然偏低（图 18）。

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。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%

持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间

卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标

同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若

落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话：(852) 3900 0888　　传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。