新框架看 2021 年中国出口

2020 年 11 月 22 日

观点

■ **本报告中，我们采用“杜邦分析”框架来回顾 2020 年和展望 2021 年的中国出口。**借鉴“杜邦分析”思路，我们将中国出口拆解为**全球经济**、**全球出口强度**及**中国出口份额**三个分项，即：

$$\text{中国出口} = \text{全球 GDP} \times \frac{\text{全球出口}}{\text{全球 GDP}} \times \frac{\text{中国出口}}{\text{全球出口}}$$

■ **在该框架下，2020 年中国出口持续走强完全由份额提升这一因素所贡献，这与过去三年明显不同。**今年疫情对全球经济和贸易的打击是巨大的，然而截至 10 月中国出口累计增速已转正，美/日/韩/德截至 9 月仍在-18%~-8%区间。一正一负的增速表现必然带来中国出口份额的提升。

如何理解中国出口的竞争优势？随着全球疫情不断演变，用单一因素解释中国出口的持续强劲较为局限，我们认为分两阶段理解中国出口的强劲更合理。**在疫情最严重的时期**，全球供需缺口、防疫物资及供应链优势三因素主导出口持续走强；**随着疫情好转**，全球经济活动回暖、全球贸易环境改善释放了巨额传统外需，同时结构上海外房地产链产品接替防疫物资支撑中国出口维持强劲。

■ **展望 2021 年，三个分项中全球出口强度的提升或为市场最易忽视的因素。**在判断 2021 年全球出口强度时，我们从该指标涵义出发，考虑其实际上衡量的是全球供应链活跃度。而在全球化分工下，供应链活跃受融资环境影响较大，这就为我们判断明年出口强度提供了一个很好的视角。我们观察到历史上全球出口强度与美元指数之间存在较强的负相关关系（不难理解，美元越强，则融资成本越高），因此基于明年美元趋势性走弱的判断，我们有较大把握认为明年全球贸易将重回活跃。

■ **除全球出口强度外，全球经济活动复苏、中国出口份额稳健也有望共同支撑中国出口韧性延续，实现 7%-10%的增长。**

考虑在疫苗的不同效果下，2021 年全球经济可能“较快恢复”，也可能“无明显边际改善”。综合两种情形，我们对 2021 年中国出口三个分项的主要判断为：（1）基数效应下全球经济增速 4.4%~5.2%；（2）在美元走弱、全球流动性宽松环境下全球贸易重回活跃，出口强度提升 0.4pct~0.7pct；（3）中国出口产品结构优势、供应链优势支撑中国出口份额维持稳健，变化区间设为 0pct~0.5pct。**基于这三个分项的假设，我们预计 2021 年中国出口增速 7%-10%。**

■ **风险提示：**全球经济修复动能不足的下行风险；海外政策调整超预期。

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20201116》2020-11-16
2、《宏观点评 20201111：增量放缓，存量尚未见顶》2020-11-12
3、《宏观点评 20201106：经济稳、价格降、融资强》2020-11-07
4、《宏观点评 20201103：“十四五”规划：九大安全议题和投资机会》2020-11-03
5、《宏观点评 20201029：从五中全会公报看”十四五”布局》2020-10-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 2020 中国出口依靠什么抢占份额？ 5
1.1. 第一阶段：全球供需缺口+防疫物资+产业链优势 6
1.2. 第二阶段：海外经济复苏+地产链产品 7
2. 2021 年中国出口展望：韧性延续 8
2.1. 全球经济增速：基数效应下的反弹 8
2.2. 全球出口强度：国际贸易重回活跃 8
2.3. 中国出口份额：结构支撑稳中有升 10
2.4. 新框架预测 2021 年中国出口增速 7%-10% 12
3. 风险提示 13

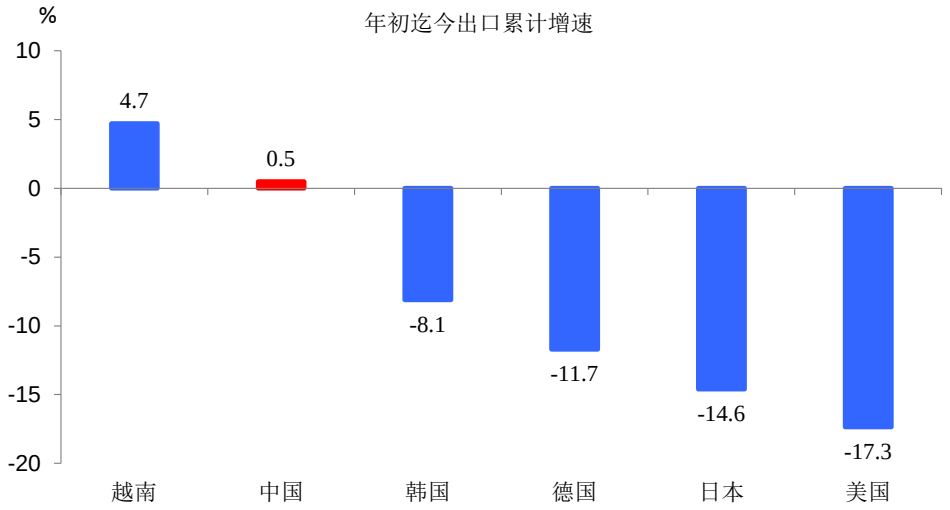
图表目录

图 1：各国 2020 年迄今出口累计增速 4
图 2：中国出口份额提升超过其他国家 5
图 3：截至 5 月，中国是全球供需缺口最大的国家 6
图 4：中国防疫物资出口份额从第四升为第一 6
图 5：中国制造业海外增加值占出口比重较低 6
图 6：截至 9 月，日本、德国、巴西等国供需缺口转正，中国供需缺口优势减小 7
图 7：全球主要经济体经济“V”型复苏 7
图 8：中国、越南、中国台湾出口同比均有大幅改善 7
图 9：疫情后全球房价上涨是普遍现象 8
图 10：海外房地产繁荣对中国出口形成支撑 8
图 11：全球贸易活跃度与美元表现有较强的负相关关系 9
图 12：全球出口相较整体经济而言具有更高的 β 10
图 13：2020 年 3-7 月中国出口各地份额均明显提升 10
图 14：过去 20 年中国出口份额提升速度最快 10
图 15：全球高新技术产品出口占比 35%（2018 年） 11
图 16：中国出口中高新技术产品占比 51%（2018 年） 11
图 17：机电产品复杂度最高 11
图 18：中国经济复杂程度高于泰印越 11
图 19：中国高科技产品出口份额有望持续提升，劳动密集产品份额或延续下滑 12
图 20：杜邦分析思路拆解中国出口（以第一种情形为例） 13

表 1：中国出口增速的结构性因素变化 5
表 2：两种情形下对应的中国出口 2021 年增速在 7%-10% 12

在展望 2021 年的中国出口前景之前，对 2020 年中国出口的回顾和反思是有必要的，尤其是迄今为止中国的出口表现远超疫情爆发之初的预期，而且在全球主要制造业大国中优势凸显（图 1）。

图 1：各国 2020 年迄今出口累计增速



备注：疫情最严重的 4-8 月越南出口增速不及中国，其主要依靠第二阶段的海外需求释放拉动（参考后文详解）。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

在此，我们不妨先给出我们的分析框架，即借鉴杜邦分析思想，将中国出口拆解为如下三个分项：

$$\text{中国出口} = \text{全球 GDP} \times \frac{\text{全球出口}}{\text{全球 GDP}} \times \frac{\text{中国出口}}{\text{全球出口}}$$

依据该式拆解近五年的中国出口，可以观察到出口增速的结构性因素变化。如表 1 所示，过去几年在**全球经济**稳定增长情况下，**全球出口强度**和**中国出口份额**主导了中国出口的变化。如 2016 年在全球贸易低迷且中国出口份额下滑的情况下，中国出口负增长；2017-2018 年尽管中国出口份额仍有小幅下滑，但全球出口强度提升驱动中国出口实现较快增长；2019 年全球贸易低迷，但中国出口份额提升使得中国出口实现正增长。

2020 年情况会是如何？以 IMF 和 WTO 最新预测的 2020 年全球经济（-5.2%）和贸易增速（-9.2%）推算，2020 年全球出口强度下降 0.9pct。而截至 10 月中国出口累计增速已转正至 0.5%，且最新彭博一致预期今年中国出口增速 1.6%，由此计算可得 2020 年中国出口份额提升 1.6pct。这也表明今年在全球经济和贸易均衰退情况下，中国出口实现正增长完全由出口份额提升所贡献。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

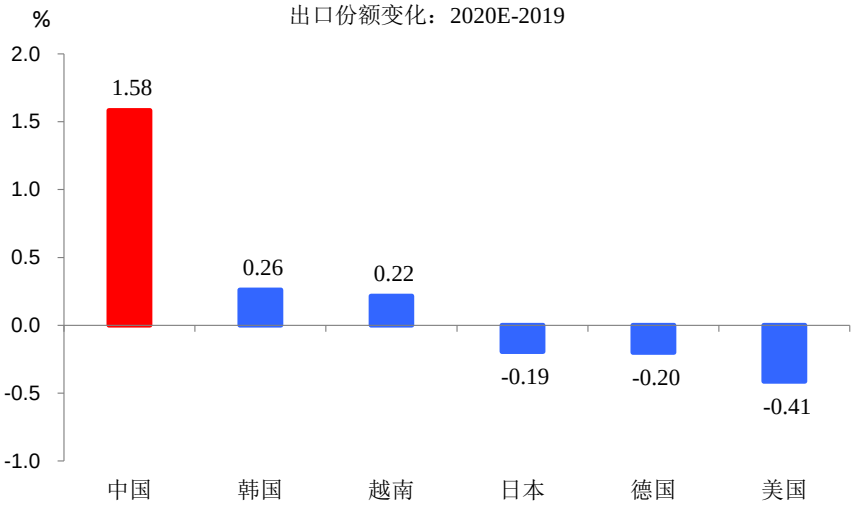
表 1：中国出口增速的结构性因素变化

单位（%）	2016	2017	2018	2019	2020E
全球 GDP 增速	2.59	3.26	3.04	2.48	-5.20
全球出口强度	20.28	21.72	23.23	22.10	21.17
△	-1.24	1.44	1.50	-1.13	-0.93
中国出口份额	13.28	12.95	12.92	13.32	13.28
△	-0.64	-0.32	-0.04	0.40	1.58
中国出口增速	-7.73	7.90	9.87	0.51	**1.60**

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

其他国家表现如何？在该框架下比较各国出口表现，关键差别仅在第三项（即出口份额）。据最新彭博一致预测的 2020 各国出口增速，今年美、日、德出口份额均有不同程度下滑（图 2）。在全球贸易萎缩背景下，一国出口负增长并不令人意外，但份额变化则体现了各国疫后出口竞争力的差距。

图 2：中国出口份额提升超过其他国家



备注：2020 各国出口增速采用彭博一致预测值

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1. 2020 中国出口依靠什么抢占份额？

在理解今年出口超强表现时，动能切换易被忽视。市场今年出口的持续走强经历了“超预期”到“再认知”的观点转变，后期最常见的解读是“替代效应”。我们认为随着全球疫情演变，分两阶段理解中国出口的持续走强更合理。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

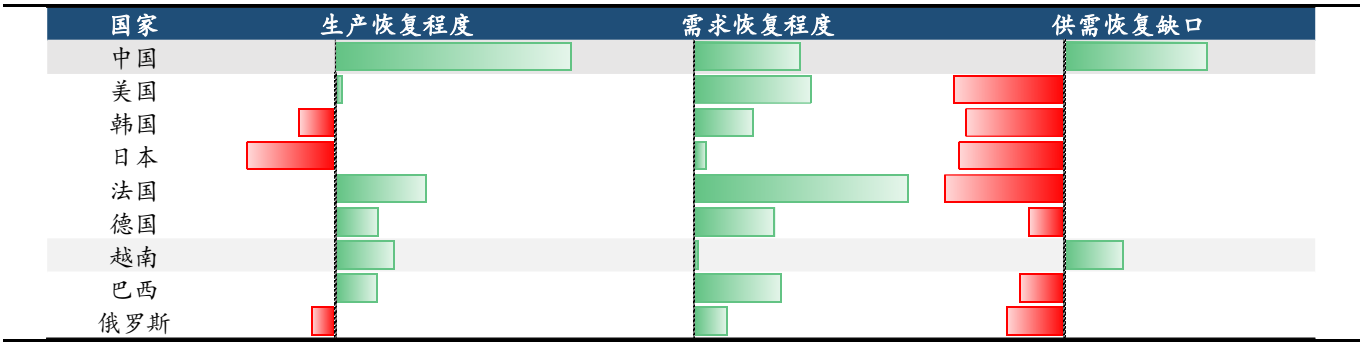
1.1. 第一阶段：全球供需缺口+防疫物资+产业链优势

全球供需缺口：疫情爆发和应对的不同步导致全球供需错配，中国作为率先“爬坡”的国家较早实现了**正的供需缺口**，填补了其他国家**负的供需缺口**（图 3），这是第一阶段支撑中国出口持续走强的最主要原因。

防疫物资：疫情期间防疫物资主导中国出口，例如 6 月份中国出口增速 0.5%，但剔除防疫物资后出口仍是负增长（-2.8%），防疫物资对出口的拉动可见一斑。全球来看，中国防疫物资份额也从第四跃升至第一（图 4）。

产业链优势：以海外增加值/总出口额来衡量一国供应链长度，该值越小，表明供应链越完整。以此计算中国的供应链完整度高于印度、越南等国（图 5）。因此在全球化生产受阻情况下，完整的供应链支撑了国内生产体系的迅速修复。

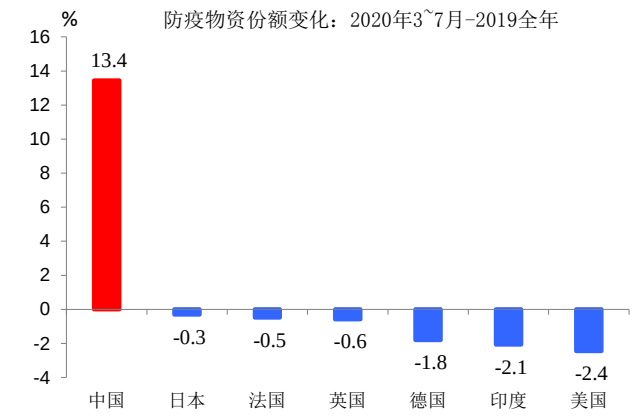
图 3：截至 5 月，中国是全球供需缺口最大的国家



备注：生产、需求恢复程度分别指最新月度工业产值、零售销售同比与疫情以来受冲击最大月份同比之差，绿色表示差值为正，红色表示差值为负

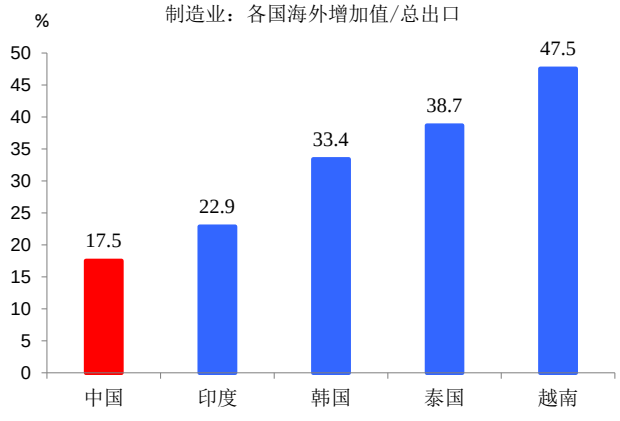
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：中国防疫物资出口份额从第四升为第一



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5：中国制造业海外增加值占出口比重较低



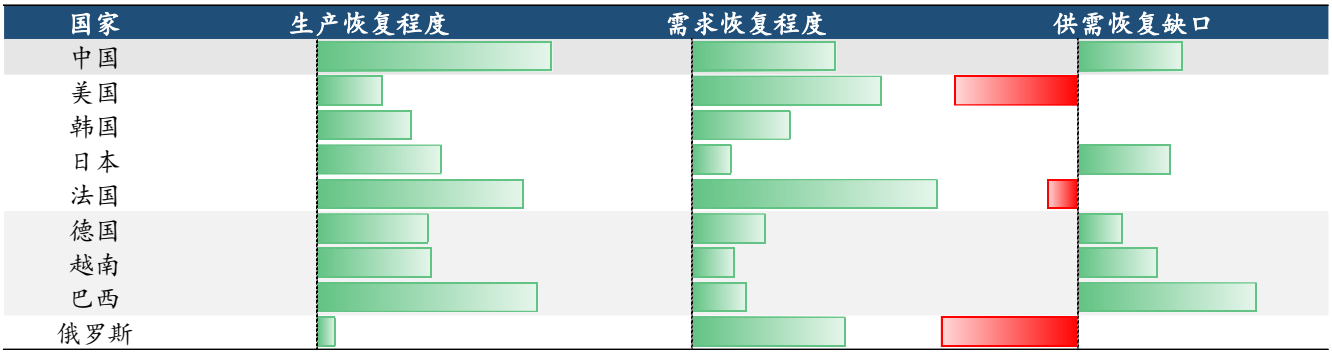
数据来源：OECD，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 第二阶段：海外经济复苏+地产链产品

随着海外经济“V”型复苏，中国供需缺口优势明显减小（图 6），但传统外需回暖带动了中国大陆及台湾地区、越南出口共振改善（越南年内出口增速超过中国也主要是受益于此阶段的利好）（图 8）。**从结构上**，疫情后在低利率环境、财政刺激及居家办公需求的共同作用下，海外房地产市场火爆，2020 年二季度全球 43 个国家和地区中有 37 个房价上涨（图 9），这带动地产链下游产品（家具、灯具）出口同比上升，对防疫物资出口增速的下滑形成补充（图 10）。

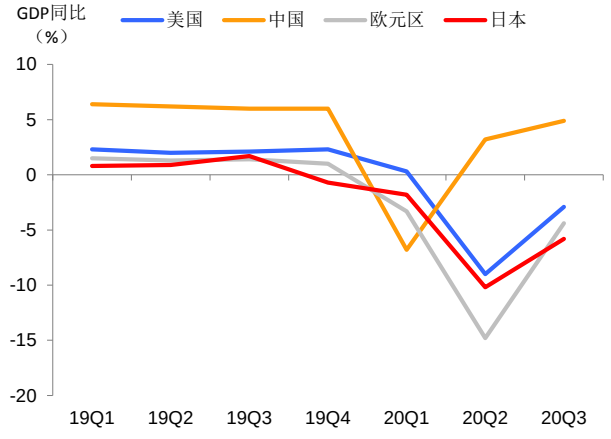
图 6：截至 9 月，日本、德国、巴西等国供需缺口转正，中国供需缺口优势减小



备注：生产、需求恢复程度分别指最新月度工业产值、零售销售同比与疫情以来受冲击最大月份同比之差，绿色表示差值为正，红色表示差值为负

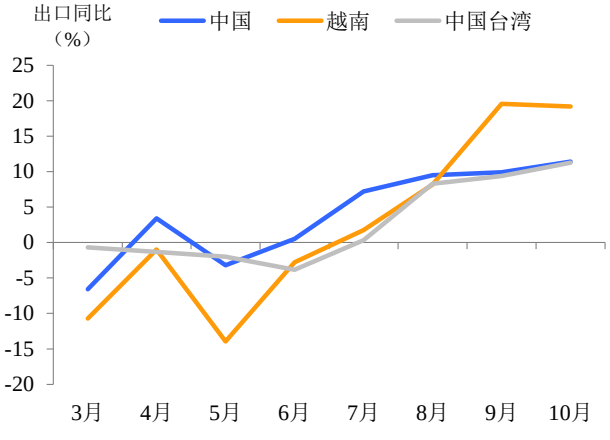
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：全球主要经济体经济“V”型复苏



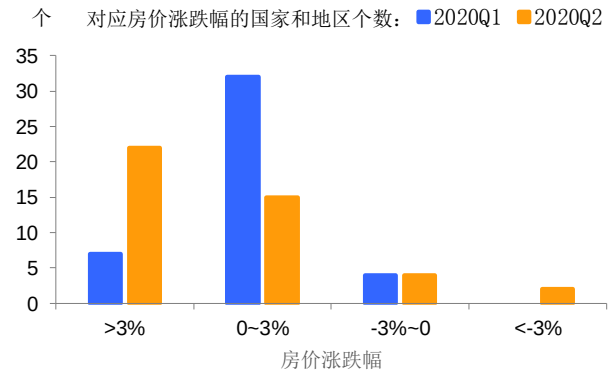
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：中国、越南、中国台湾出口同比均有大幅改善



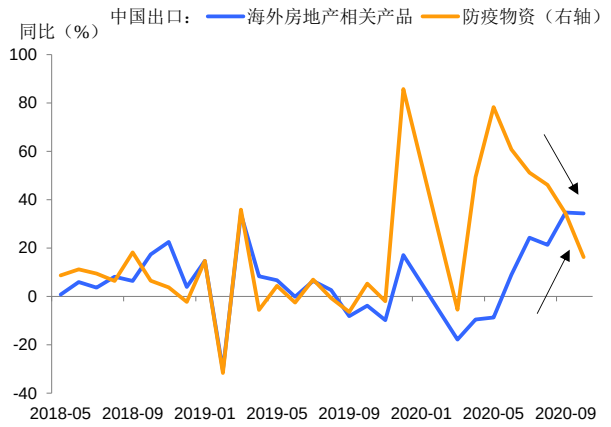
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：疫情后全球房价上涨是普遍现象



数据来源：IMF，东吴证券研究所

图 10：海外房地产繁荣对中国出口形成支撑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 2021 年中国出口展望：韧性延续

在“杜邦分析”框架下，我们发现 2020 年中国出口走强主要是份额提升的贡献。而在份额之外，展望 2021 年出口时全球经济和出口强度也是非常重要的两个因素。

2.1. 全球经济增速：基数效应下的反弹

明年全球经济在低基数下的反弹已是共识，关键在于判断反弹幅度。反弹幅度受疫情走势和疫苗推行进度的影响较大，如 IMF 在 4 月曾预计 2021 年全球经济增速 5.8%，但随着疫情和疫苗的情况演变，6 月下调预期至 5.4%，10 月再度下调至 5.2%。

11 月以来美、欧疫情再度恶化，同时疫苗取得实质性进展。因此我们**考虑 2021 年全球经济有以下两种情形**：（1）疫苗在全球范围接种后经济活动较好恢复；（2）疫苗推行进度不及预期，且接种后经济活动与当前相比边际改善不大。结合基数原因，预计 2020&2021 年全球经济增速在第一种情形下分别为-3.9%、5.2%，在第二种情形下分别为-5.2%、4.4%。

2.2. 全球出口强度：国际贸易重回活跃

纵观全局，全球出口强度的判断逻辑可能最容易被忽视。但结合历史来看，可能是拐点性的变化（如 2017 年出口强度扭转连续三年负增长，并驱动中国出口增长 7.9%），因此特别值得关注。

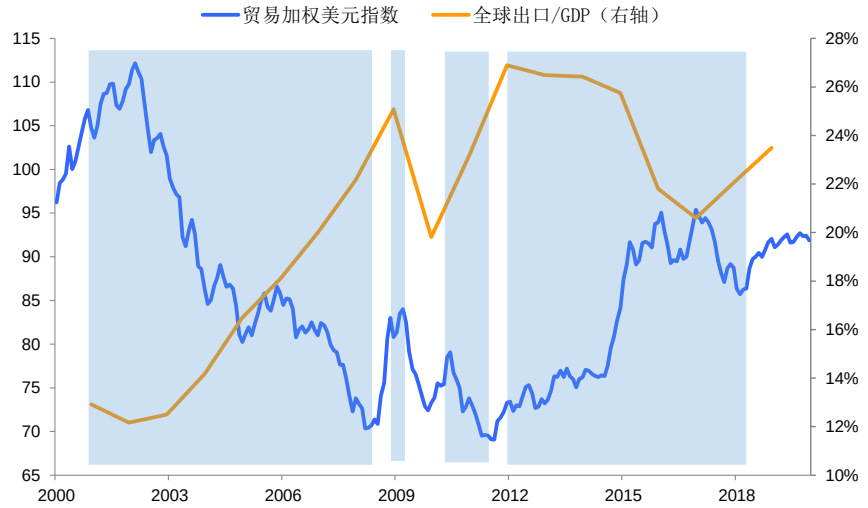
从该指标的定义来看，由于出口额将中间品贸易计算在内，而 GDP 只计算最终品价值，故**全球出口强度（即全球出口/GDP 指标）实际上衡量的是全球供应链活跃度。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全球化生产分工中商品库存、应收应付款项的存在决定了其高度依赖融资信贷，流动性环境越宽松，越有利于全球贸易活动的开展。因此，我们可以借助判断 2021 年全球流动性环境来对明年出口强度做出合理预测。

据 CGFS（全球金融系统委员会），80%的银行贸易融资以美元计价，因此全球融资与美元汇率息息相关。通常来说，美元走强会增加一个企业美元债务的本币负担，从而抑制信贷融资。这就意味着全球贸易活跃度与美元表现负相关（图 11）。展望 2021 年，大选落地，在中美基本面、政策面差异以及资金流动影响下，美元指数趋势性走弱。**基于此，我们判断 2021 年宽松的流动性环境将支撑全球贸易活跃度提升**（参考 2017 年，美元指数下滑 10%，全球出口强度上升 1.4pct）。

图 11：全球贸易活跃度与美元表现有较强的负相关关系

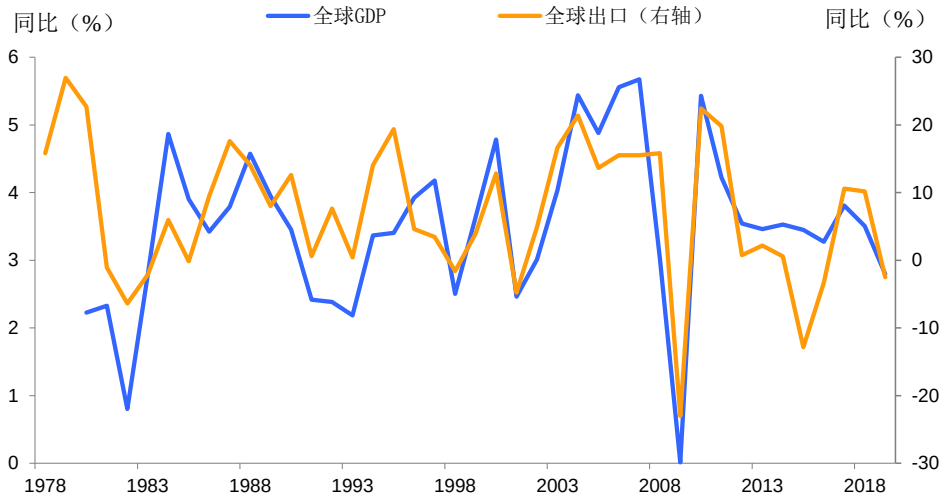


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

具体回升多少幅度？观察历史上全球出口与 GDP 增速可以发现两者具有较强相关性，且全球出口相较整体经济而言具有更高的β（图 12），使得出口强度的变化与 GDP 增速同步性较强（如后文图 23）。据 IMF，2020 年 1-7 月全球出口同比为-12.7%，考虑到下半年全球经济及贸易的修复，假设 2020 年全球出口同比在-11%~-9%之间，对应全球出口强度较 2019 年下降 1.2pct~1.4pct；以 2021 年全球 GDP 增速 4.4%~5.2%为参考，假设全球出口增速 7%~8%，则出口强度提升 0.4pct~0.7pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 12：全球出口相较整体经济而言具有更高的 β

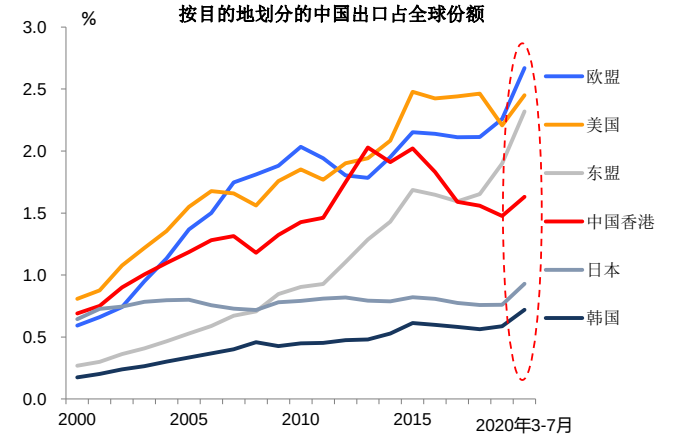


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.3. 中国出口份额：结构支撑稳中有升

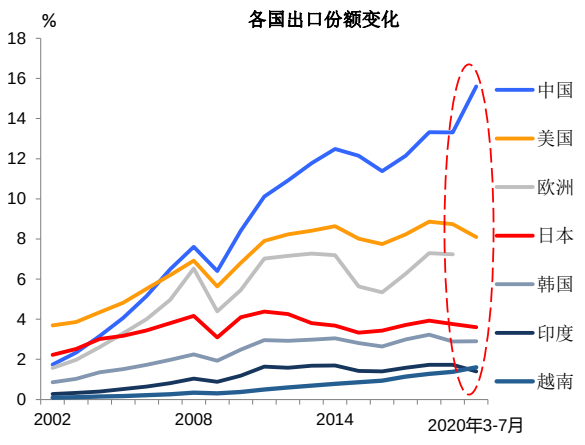
在第一种情形下，2021 年中国出口份额变化取决于其本身的特征和优势。由于在第一种情形下全球供需将逐渐恢复至疫前水平，这意味着中国出口在疫后特有的“红利”将逐渐消失（图 13）。这样一来，2021 年中国出口份额变化取决于其本身的特征和优势。如图 14，过去 20 年中国出口份额的提升速度远超其他国家，这说明中国出口本身就具备某种竞争优势。

图 13：2020 年 3-7 月中国出口各地份额均明显提升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 14：过去 20 年中国出口份额提升速度最快



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

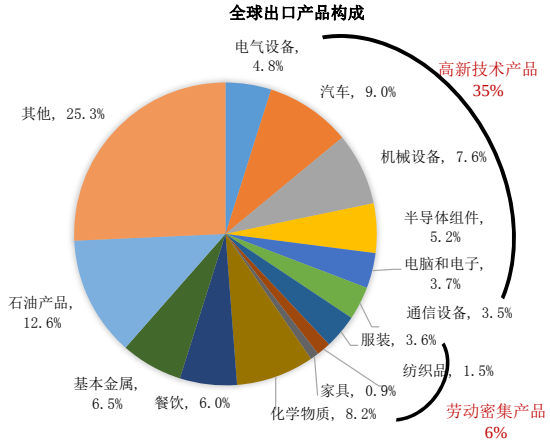
从出口市场的产品结构来看，在全球和中国出口中**高新技术产品**均占最大比重（图

请务必阅读正文之后的免责声明部分

15，图 16），且中国的高新技术产品出口份额也高达 52.6%（2018 年，图 19）。从产品特性出发，我们认为中国在高科技产品出口中的优异表现得益于以下两个原因：①高新技术产品复杂度最高（即需要更多国家参与才能生产出这类产品，图 17），②中国具有相匹配的经济复杂度对此形成支撑（即有能力生产更多种类的产品，图 18）。

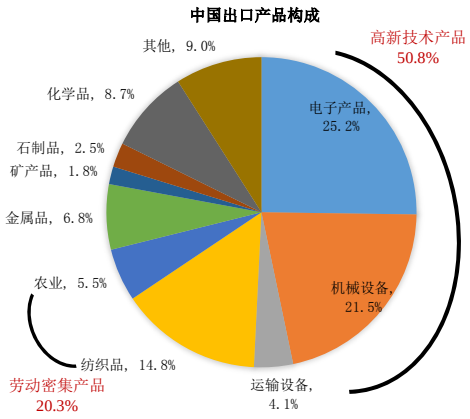
也就是说，在疫情消退的乐观情形下，中国作为全球高科技产品主要供应国家，高科技产品份额有望在全球贸易复苏中进一步受益。同时，在劳动成本更低的越南、印度恢复生产后，劳动密集型产品出口份额可能延续 2016-2018 年的下滑态势。

图 15：全球高新技术产品出口占比 35%（2018 年）



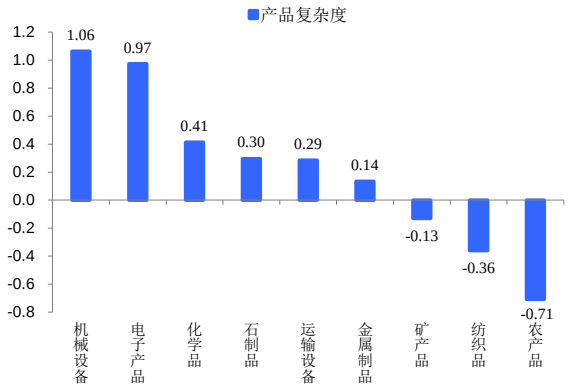
数据来源：UN COMTRADE，东吴证券研究所

图 16：中国出口中高新技术产品占比 51%（2018 年）



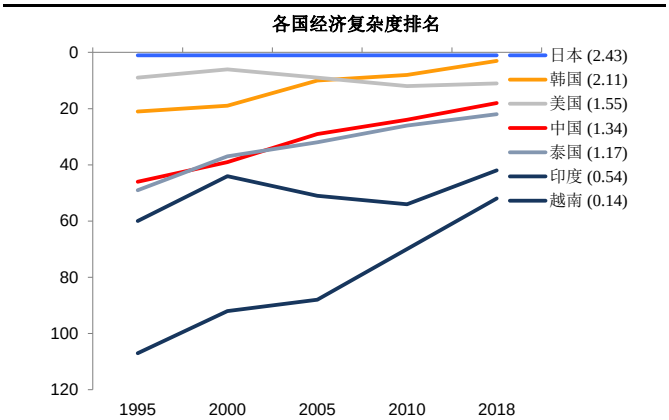
数据来源：Harvard，东吴证券研究所

图 17：机电产品复杂度最高



数据来源：Harvard，东吴证券研究所

图 18：中国经济复杂程度高于泰印越

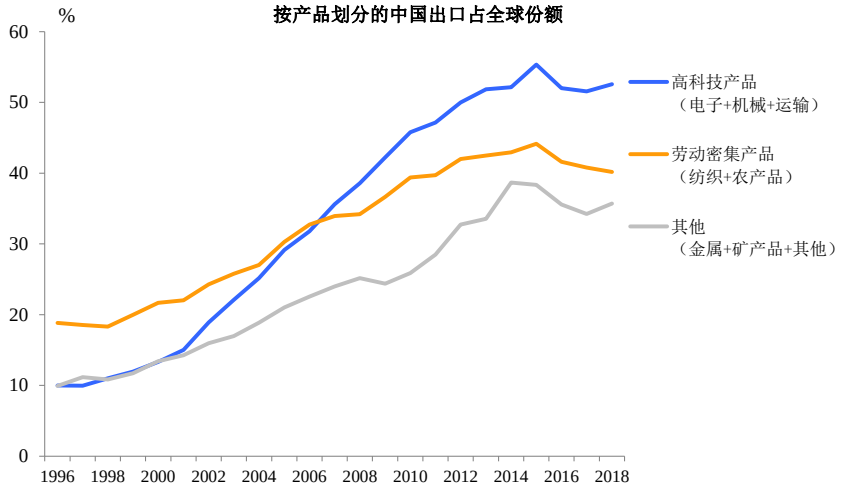


备注：括号内为 2018 年各国经济复杂度

数据来源：Harvard，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 19：中国高科技产品出口份额有望持续提升，劳动密集产品份额或延续下滑



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

第二种情形意味着当前驱动中国出口强于全球水平的因素将在 2021 年持续发挥作用，则中国出口份额进一步提升的确定性较大。

具体提升多少幅度？在第一种情形下，综合高新技术产品份额提升、劳动密集产品份额下降，考虑中国与其他国家 2020 年基数差距，我们简单假设中国出口份额较 2020 年保持不变（这实际上意味着剔除基数后中国出口增速高于全球平均水平）；在第二种情形下，中国出口份额提升确定性更大，假设提升幅度为过去 10 年年均水平 0.5pct。

2.4. 新框架预测 2021 年中国出口增速 7%-10%

综合以上分析，我们认为在疫情不再在全球范围内卷土重来的基准假设下，2021 年中国出口增速具有全球经济活动的复苏、全球出口强度回升、中国出口份额提升**三个因素共同支撑**（图 20），量化计算 2021 年中国出口增速在 7%-10%水平（表 2）。

表 2：两种情形下对应的中国出口 2021 年增速在 7%-10%

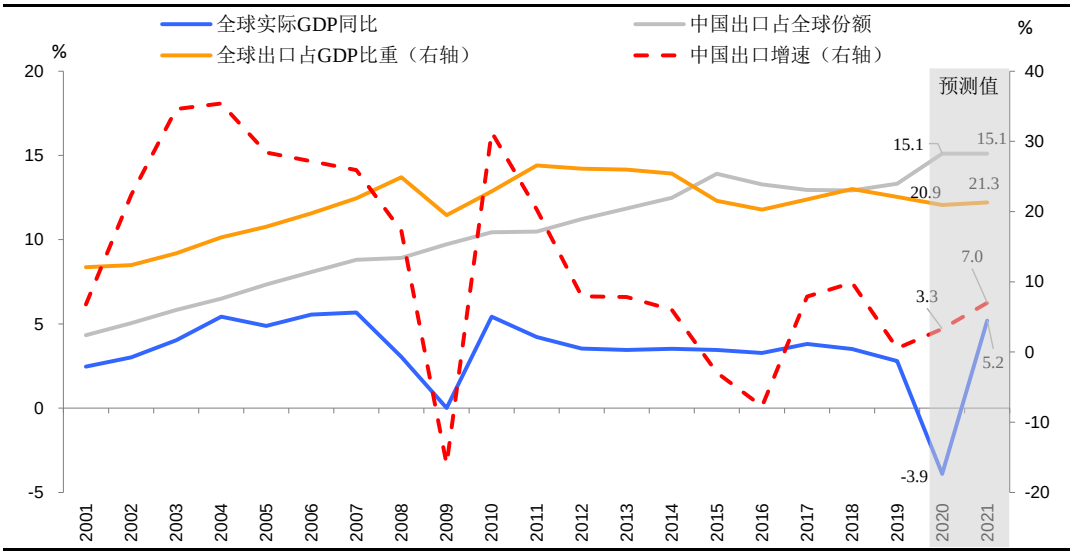
		全球 GDP		全球出口占 GDP 比重		中国出口占全球份额		中国出口	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
情形一（经济恢复状况良好）	YOY(%)	-3.9	5.2	-1.2	0.4	1.8	0.0	3.3	7.0
情形二（疫苗边际效用较低）	YOY(%)	-5.2	4.4	-1.4	0.7	1.8	0.5	2.4	10.1

备注：上表中的指标预测为本报告观点，未采用市场一致预期，故与报告开头计算的增速有出入。

数据来源：IMF，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 20：杜邦分析思路拆解中国出口（以第一种情形为例）



备注：为保证口径统一，全球及各国出口金额均采用 IMF 公布数据。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

3. 风险提示

全球经济修复动能不足的下行风险：若疫苗推行较慢、覆盖率较低，则全球经济仍面临疫情再爆发的威胁，且疫情对经济中某些特定领域的影响深远（如中国的居民消费），恢复可能需要较长时间。

海外政策调整超预期：美国新一轮财政刺激、欧央行量化宽松一定程度提振经济增长，若随着疫情演变，美欧政策可能继续加大力度。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

