为何中国出口持续超预期?——来自全球供应链的线索

2020 年 08 月 30 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

观点

- **二季度以来中国出口的持续超预期是经济增长中的一大亮点。此前我们已经从全球供需缺口及防疫物资出口两个角度对中国出口超预期进行解读。**除了这两大因素外，我们认为中国出口持续超预期还源于中国在全球供应链中的重要地位，本文将从供应链完整程度的测度及产业链外迁转移难度对中国出口韧性作出进一步解读。

- **比较各国供应链完整度，可知各国在进出口贸易受阻时国内生产受冲击程度的差异。一般来说，一国供应链越完整，意味着其受进出口贸易冲击的影响就越小。**

  如何测度供应链完整程度？我们以海外增加值/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。如图 1 所示，中国海外增加值占出口比重小于同为出口大国的韩国、泰国、越南，可见中国相较这些国家拥有更完整的供应链体系。而若单独考虑制造业供应链，中国的供应链优势则更为突出（图 2）。在全球遭受疫情席卷时，这种优势使得中国迅速成为了全球产业链的强势补充角色，支撑中国出口超预期。

- **得益于更加完整的供应链，中国生产自主可控程度大大增加。**如图 3 所示，中国制造业上游原材料可得性较高，这意味着中国生产自主可控程度较高。相反，以疫情后需求激增的药物产品为例，美国 70%以上的药物原材料加工厂都分布在国外（图 4），这很好地解释了疫情后中国防疫物资出口份额大幅超过美国，且排名从第 4 跃升至第 1（图 5）。

  与此同时，据麦肯锡（图 6），中国对世界经济的依存在相对下降，而世界对中国经济的依存度却在相对上升，这表明中国作为消费市场、供应方和资本提供方的重要性日益凸显。

- **从基础设施、劳动力质量等角度，制造业“去中国化”有较大难度。**疫情后，不少国家从战略抗风险的角度，提出了制造业“去中国化”。但如图 7，从易用电指数来看，中国领先于多数新兴市场国家，这体现了中国具有更完备的基础设施保障。此外，通过横向比较劳动力规模、人均制造业产值、工人每周工作时长等指标（图 8、图 9），可以发现中国也有其他国家难以比拟的优势，因此我们认为短期内海外企业外迁的难度较大。

- **短期内，在全球供需缺口差距仍然存在、海外防疫物资需求难现回调、以及制造业“去中国化”难度较大的现实情况下，我们预期三季度中国出口超预期仍将是拉动经济复苏的重要力量。**

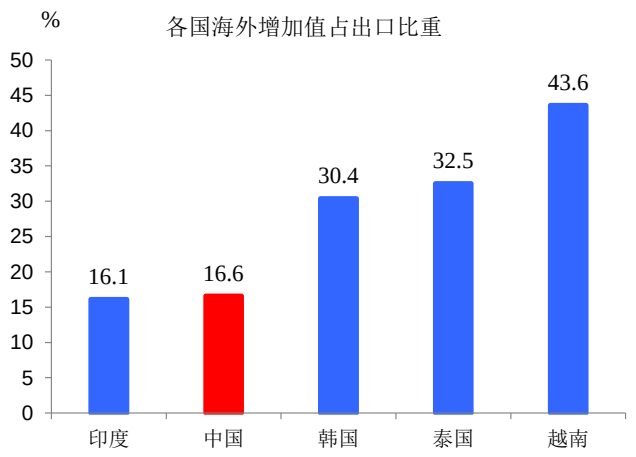
- **风险提示：**海外疫情反复拖累外需，制造业外迁速度快于预期

相关研究

1、《宏观点评 20200824：量化拜登竞选纲领对美国经济的影响》2020-08-25
2、《宏观点评 20200818：预见美股创新高后的再思考》2020-08-18
3、《宏观点评 20200816：更高频的数据来了！——实时跟踪美国就业与消费》2020-08-16
4、《宏观点评 20200814：生产修复出现停滞》2020-08-15
5、《宏观点评 20200811：放缓中有亮点、拖累下有支撑》2020-08-12

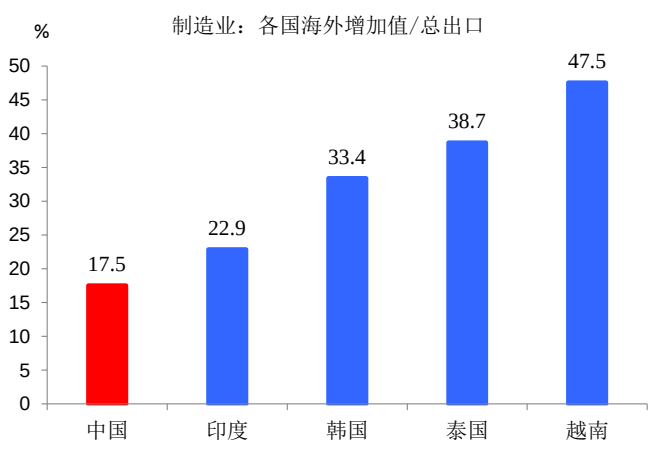
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：中国海外增加值占出口比重较低



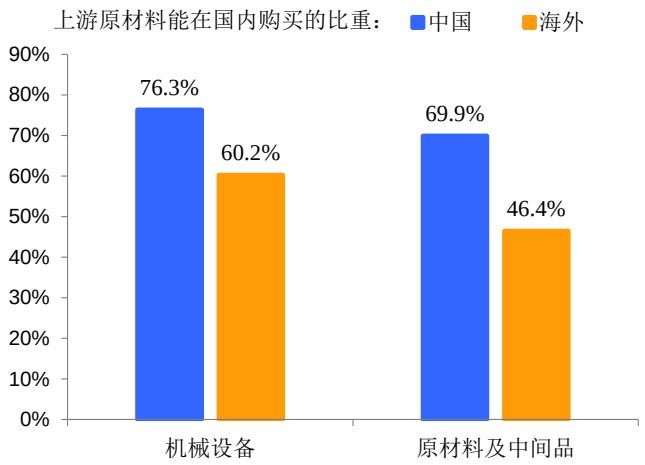
数据来源：OECD，东吴证券研究所

图 2：中国制造业海外增加值占出口比重较低



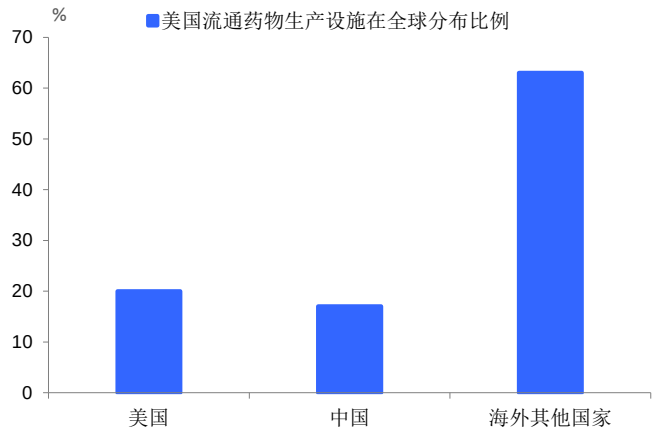
数据来源：OECD，东吴证券研究所

图 3：中国制造业上游原材料可得性较高



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

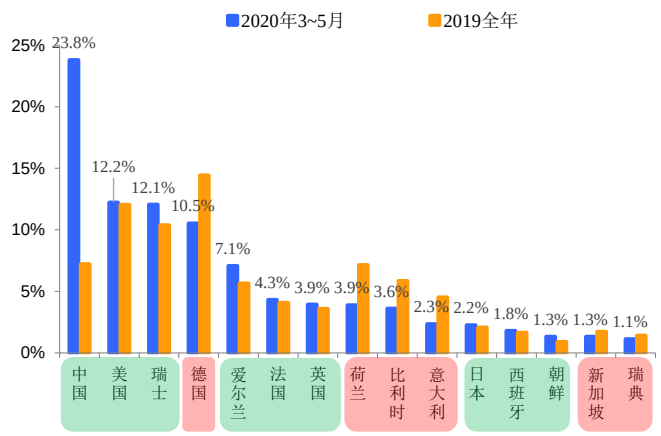
图 4：美国流通药物生产设施大部分分布在国外



数据来源：US FDA，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

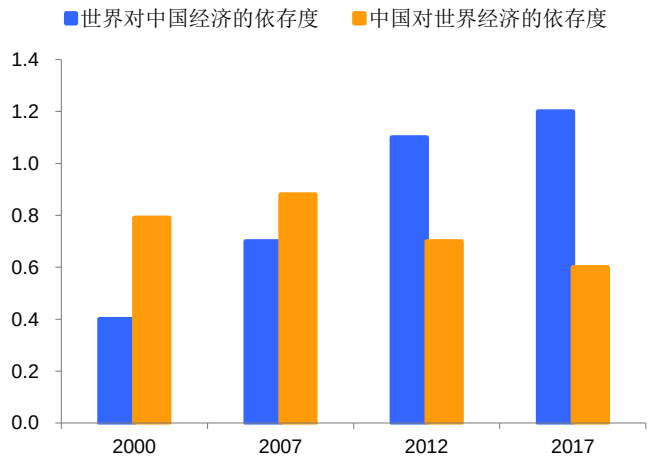
图 5：各国防疫物资出口份额 3~5 月与 2019 年对比



备注：绿色表示出口份额提升，红色表示出口份额下降

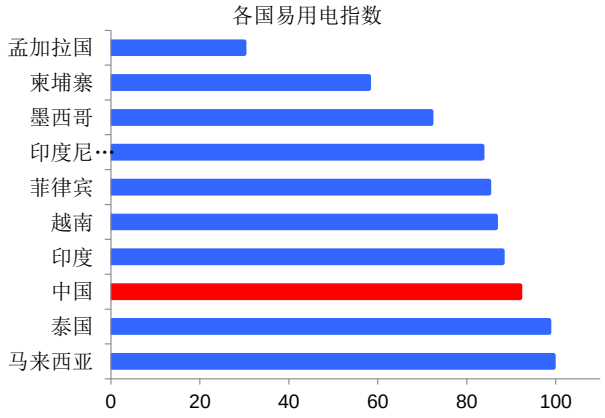
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6：世界对中国经济的依存度逐年升高



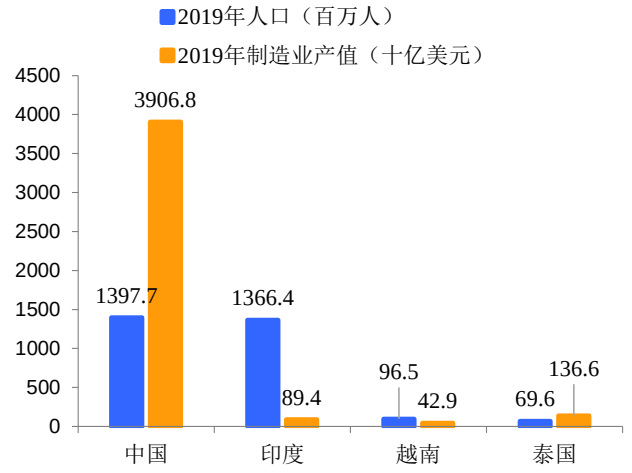
数据来源：麦肯锡全球研究院，东吴证券研究所

图 7：中国电力设施较多数国家更完备



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

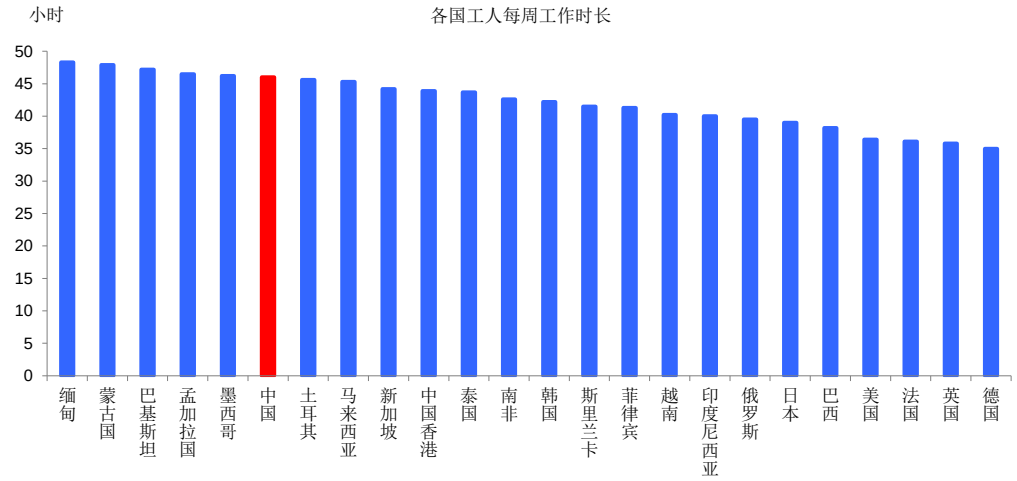
图 8：中国劳动力规模及人均制造业产值领先其他国家



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：中国工人每周工作时长领先于多数其他国家



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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

