

观察 2022 年中国出口的两条线索

2021 年 11 月 29 日

■ **2021 年我国经济中最超预期的分项莫过于出口。**我们在 2020 年底统计了国内外 18 家机构对 2021 年中国出口同比的预测值，平均水平为 8%，最乐观的也不过 13.8%，远低于今年前 10 个月我国出口累计同比 32.3%。尤其是 10 月出口同比达 27.1%，再次超市场预期。**2021 年中国出口高速增长靠什么？如何判断 2022 年中国出口？**

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

■ **2021 年中国出口高速增长靠什么？**

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

(1) **产品角度：中间品接替消费品拉动出口。**2021 年以来随着各国生产逐步复苏，海外的主要商品需求也从消费品转向中间品，4 月以来我国中间品出口增速超过消费品、资本品。鉴于中间品本身也是我国出口中占比最高的产品类别，因此今年我国出口高速增长主要来自中间品出口的拉动。

(2) **价量角度：出口价格同比显著提升。**2021 年 5 月以来中国新出口订单 PMI 持续低于 50%，然而每月出口同比却始终未出现拐点，我们认为主要原因在于出口价格同比的上升。不过在价格之外，出口数量同比也仅出现小幅收缩。因此在供给紧缺难以缓解+外需仍有支撑的共同作用下，下半年以来我国出口兼具价量支撑，因而在高基数下仍有双位数增长。

(3) **贸易伙伴角度：美国补库+港口拥堵形成“长鞭效应”。**2020 年下半年以来我国对美国出口同比大幅领先于欧盟、东盟等地区，美国再超欧盟，成为我国出口第一大贸易伙伴。今年以来我国对美出口同比显著超过美国自华进口同比，我们认为这是由于美国补库+港口拥堵形成“长鞭效应”（bullwhip effect。即在供应链上各节点，企业只根据下级企业需求信息进行供应决策时，需求信息随着供应链向上移动，需求订单被逐级放大）。

相关研究

- 1、《宏观周报 20211127：南非新变种毒株的由来、发酵与市场影响》2021-11-27
- 2、《宏观周报 20211126：美联储加快 taper 是否意味着提早加息？》2021-11-26
- 3、《宏观周报 20211125：美国库存重建对 2022 年中国出口的影响有多大？》2021-11-25
- 4、《宏观周报 20211123：“与病毒共存”下的市场表现：新加坡模式探讨》2021-11-23
- 5、《宏观周报 20211122：政策全面转向的信号出现了吗？》2021-11-22

■ **如何判断 2022 年中国出口？**

■ **基于前述三个角度对 2021 年我国出口高速增长的解读，我们认为出口高速增长持续至何时同样可以从这三条线索着手进行分析。即：**

(1) **中间品外需景气将持续至何时？**中间品需求对应海外生产的修复节奏，参考美国库存重建进程（以 2021 年以来每季度约 500 亿美元补库速度来看，补库将持续至 2023 年），我国中间品出口需求仍有望维持景气。

(2) **“价涨量跌”持续至何时？**取决于供给紧张何时缓解，尤其是芯片行业。美国多数芯片下游制造商判断“缺芯”到 2022 年下半年会有所缓解。因此我们认为出口“价涨量跌”趋势可能将持续至 2022 年上半年。

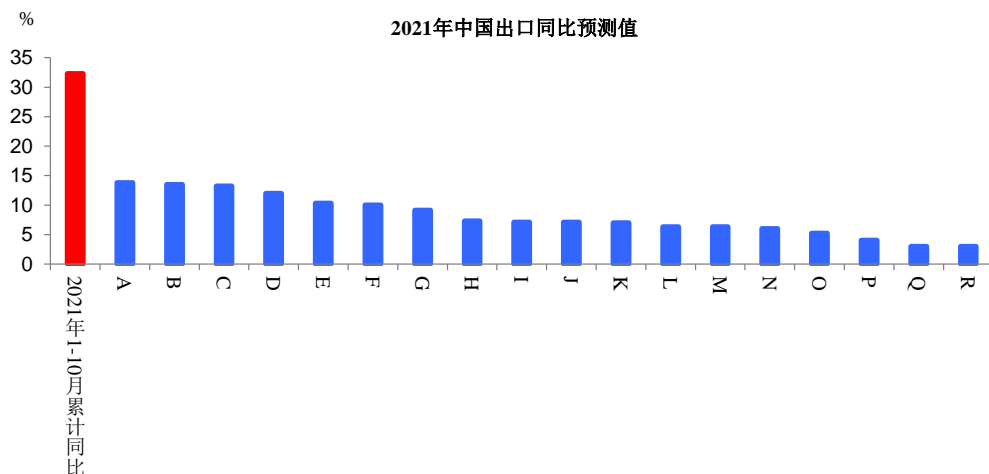
(3) **美国港口拥堵何时疏解？**美国政府已经采取多项措施以加快港口货物的流动，但即便如此，据美国多位港口高管（如加州长滩港执行董事）判断，美国港口拥堵将至少持续 2022 年中。这意味着在此之前中国出口仍有望受益于美国港口拥堵+企业补库形成的“长鞭效应”。

■ **使用“杜邦分析”框架进行自上而下预测，预计 2022 年我国出口同比约为 10.2%。**2021 年前 7 个月我国出口份额 14.68%，高于去年同一时期的 14.31%。结合 8、9、10 月中国出口同比仍然高于越南、韩国，我们判断 2021 年中国出口份额大概率在 2020 年高基数上进一步有所提升。对 2022 年而言，假设疫情演变在可控范围内，由于海外经济进一步复苏的确定性较强，我们认为我国出口份额将略有回落。结合 IMF 预测 2022 年全球出口数量同比 6.3%、彭博一致预测 2022 年中国 PPI 同比 4%，我们预计 2022 年中国出口增速约为 10.2%。

■ **风险提示：**全球疫情反复延缓供给修复；美联储过早加息遏制经济复苏；中美互征关税减免取得重大进展

2021年我国经济中最超预期的分项莫过于出口。我们在2020年底统计了国内外18家机构对2021年中国出口同比的预测值，平均水平为8%，最乐观的也不过13.8%，远低于今年前10个月我国出口累计同比32.3%（图1）。2021年前10个月中国出口两年复合增速15.1%，高于过去三年中国出口平均增速，也高于越南、韩国（图2、图3）。

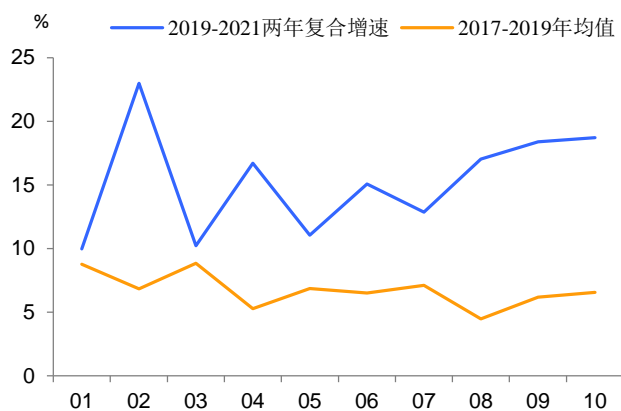
图1：2021年前10月中国出口同比大幅超过2020年底市场对2021年出口同比的预期



备注：A-R 代表不同机构在2020年底对2021年中国出口同比的预测

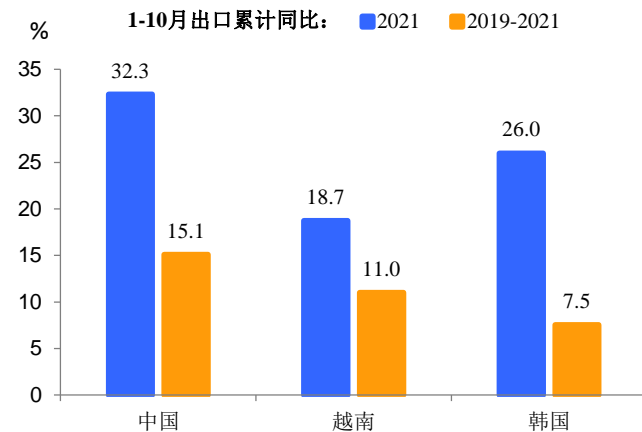
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：2021年以来中国出口两年复合增速较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2021年1-10月中国出口累计同比高于越、韩



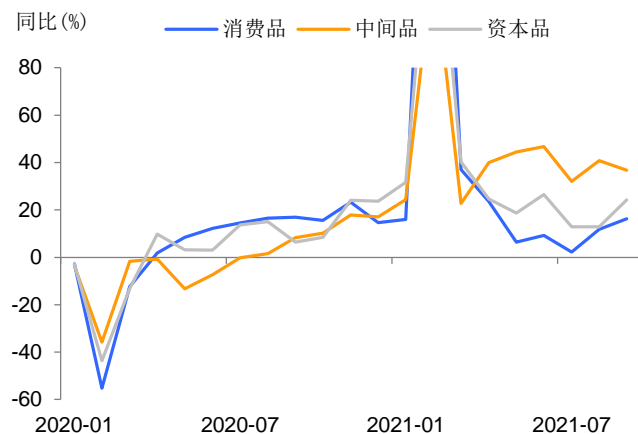
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 2021年中国出口高速增长靠什么？

1.1. 产品角度：中间品接替消费品拉动出口

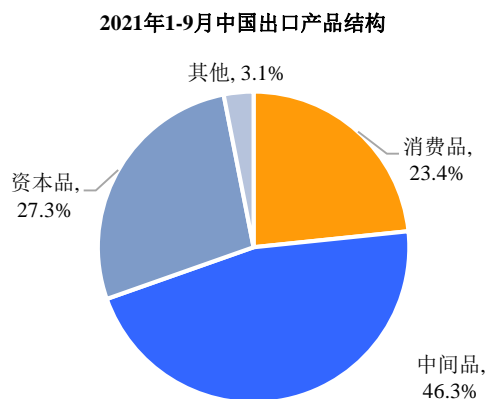
2021年中间品对我国出口高速增长起到主要拉动作用。今年以来随着各国生产逐步复苏，海外的主要商品需求也从消费品转向中间品。2021年4月以来我国中间品出口增速超过消费品、资本品（图4）。鉴于中间品本身也是我国出口中占比最高的产品类别（图5），因此今年我国出口高速增长主要来自中间品出口的拉动。

图 4: 2021 年 4 月以来我国中间品出口增速较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

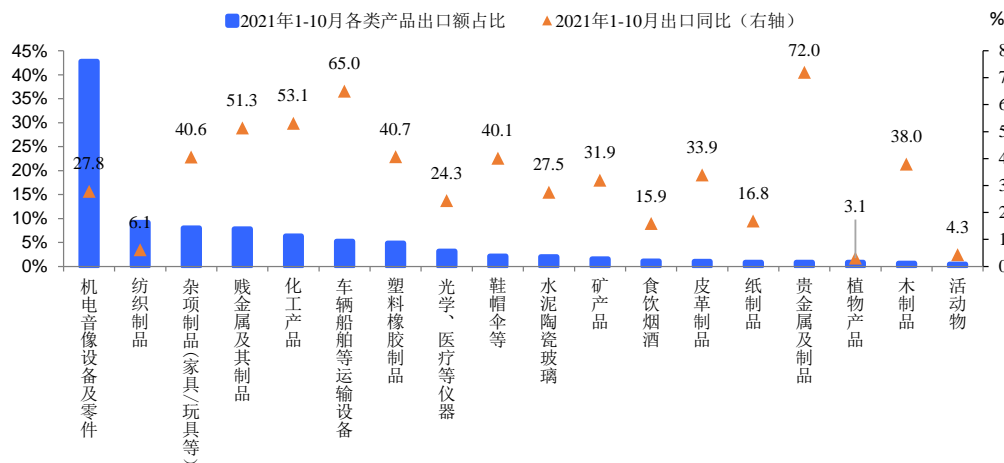
图 5: 我国出口产品中中间品占比最高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以 HS 二位码分类, 2021 年前 10 个月我国出口最多的商品为机电音像设备及零件 (占比 42.8%) (主要包含家用电器、集成电路、半导体设备等), 其次为纺织制品 (占比 9.2%)、杂项制品 (占比 8.0%) (主要包含家具、玩具等)、贱金属及其制品 (占比 7.8%) (主要包含钢铁、钢铁制品等)、化工产品 (占比 6.3%) (主要包含药品、肥料)、车辆船舶等运输设备 (占比 5.2%) (主要包含汽车及零件)。其中, 杂项制品、贱金属及其制品、化工产品和车辆 2021 年前 10 个月出口累计同比均达到 40% 以上 (图 6)。

图 6: 2021 年 1-10 月我国出口产品中机电设备占比最高 (HS 二位码分类)

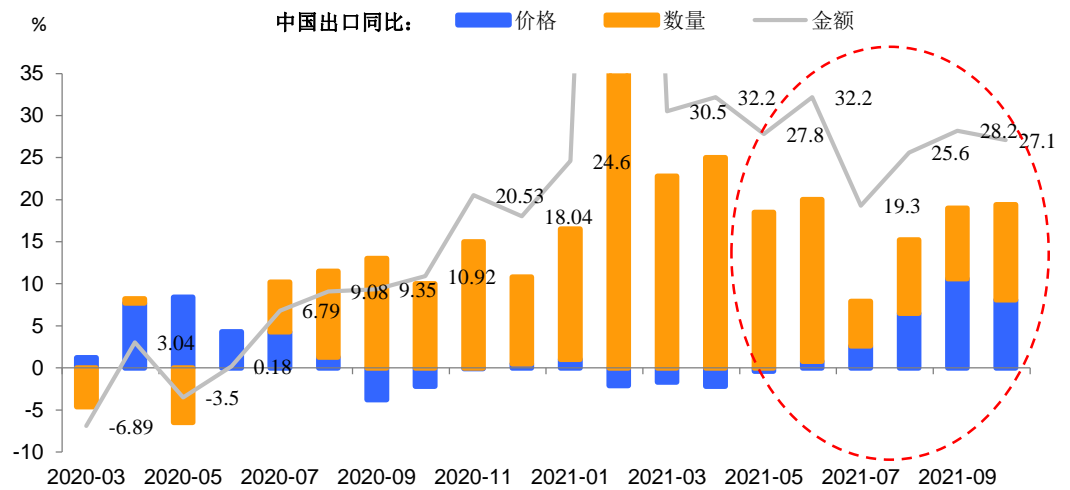


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 价量角度: 出口同比和 PMI 背离的原因

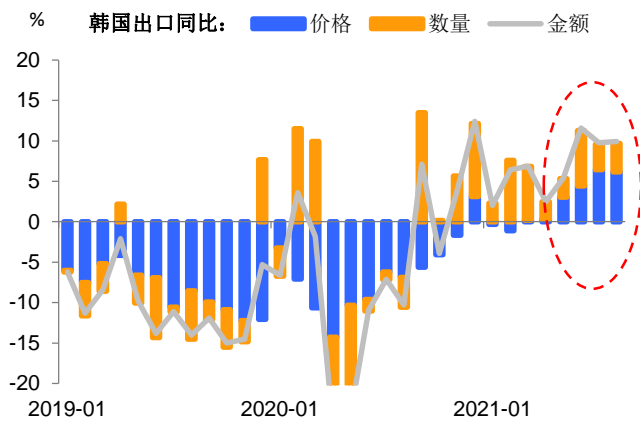
今年下半年以来出口和 PMI 持续背离, 问题出在哪里? 2021 年 5 月以来中国新出口订单 PMI 持续低于 50%, 然而每月出口同比却始终未出现拐点。在全球通胀背景下, 我们自然想到了价格因素对出口同比的支撑。对我国出口同比进行量价拆分后, 我们发现下半年以来出口价格同比的确出现了明显的提升 (图 7)。除中国外, 越南、韩国近几个月出口同样存在“价涨量跌” (价格贡献上行、数量贡献下行) 的特征 (图 8、图 9)。

图 7: 2021 年 4 月以来中国出口价格同比显著提升



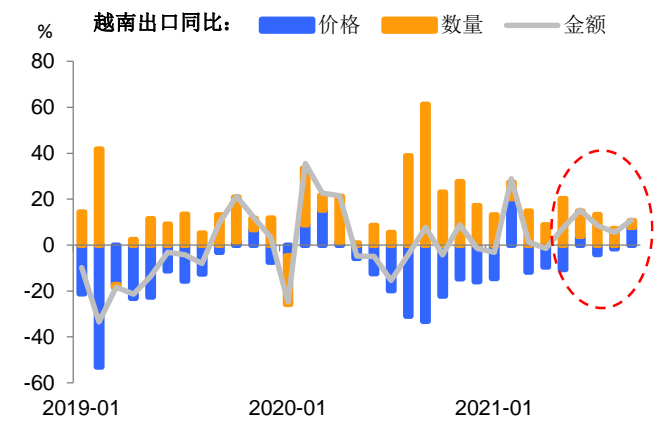
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 4 月以来韩国出口价格同比显著提升



注: 2021 年为两年复合增速 (2019-2021)
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年 4 月以来越南出口价格同比显著提升



注: 2021 年为两年复合增速 (2019-2021)
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

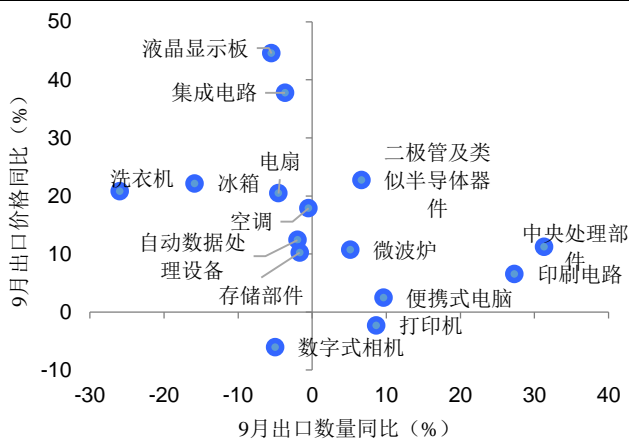
尽管价格同比提升显著, 但数量同比也并未“失速下滑”。正如本文开篇所述, 去年底市场对今年我国出口预期偏谨慎, 这很大程度上源于市场对下半年中国出口面临基数效应和海外供需缺口缩小的双重压力的担忧。然而, 即便剔除了价格因素, 我们发现出口数量同比尽管有小幅收缩, 也并未如市场担忧的失速下滑。这表明外需变化并非当前我国出口的主导因素。

那么, 下半年以来影响我国出口的关键因素是什么? 从基础的经济学原理出发, 需求因素变化的结果是商品价量同涨或同跌, 而供给因素的变化才会导致商品价量反向变动。由此我们初步推测, 供给约束的影响是我国出口出现“价涨量跌”的主导因素。

以下两组数据可以验证“供给约束”主导出口价量变化这一观点:

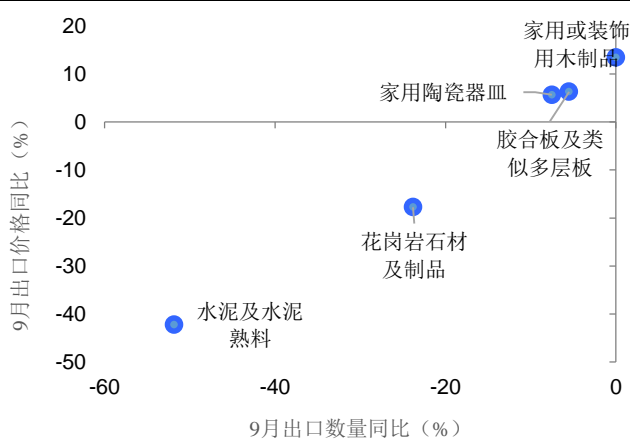
其一，我国出口产品中“价涨量跌”特征最突出的是典型的“缺芯”产品——机电行业产品。将我国出口的各类商品按行业分类一一进行价量拆分（以9月数据为例），如图10-图13所示，分布于第一、三象限的商品表示9月出口数量和价格同增或同减，可以理解为由需求上升或下降主导了其出口的变化；同理，分布于第二、四象限的商品9月出口数量和价格反向变动，由供给扩张或收缩主导。从图中可见，出口占比最高的机电产品是最集中分布于第二象限的行业，这对应于全球芯片产业链供给仍偏紧。

图 10：2021 年我国出口机电行业商品量价表现



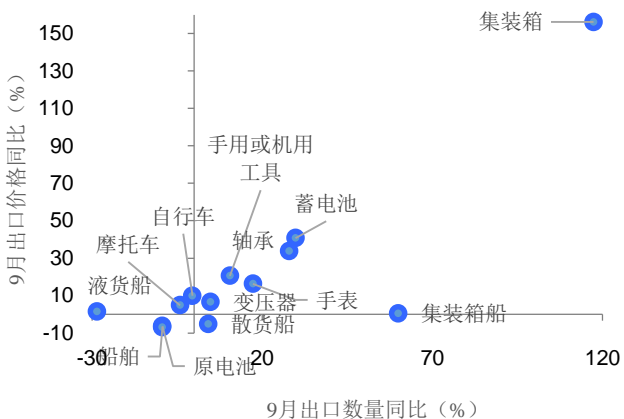
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 11：2021 年我国出口建筑家具行业商品量价表现



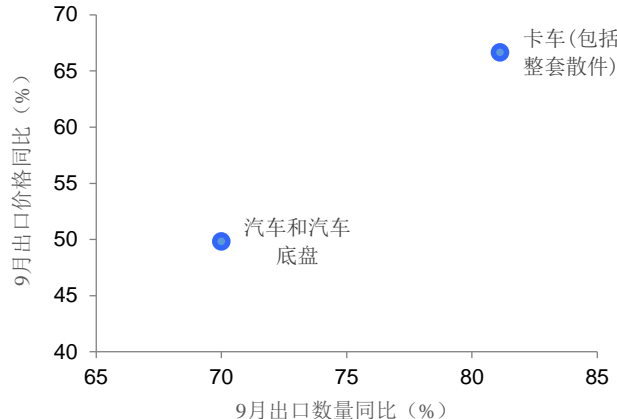
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 12：2021 年我国出口机械设备行业商品量价表现



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

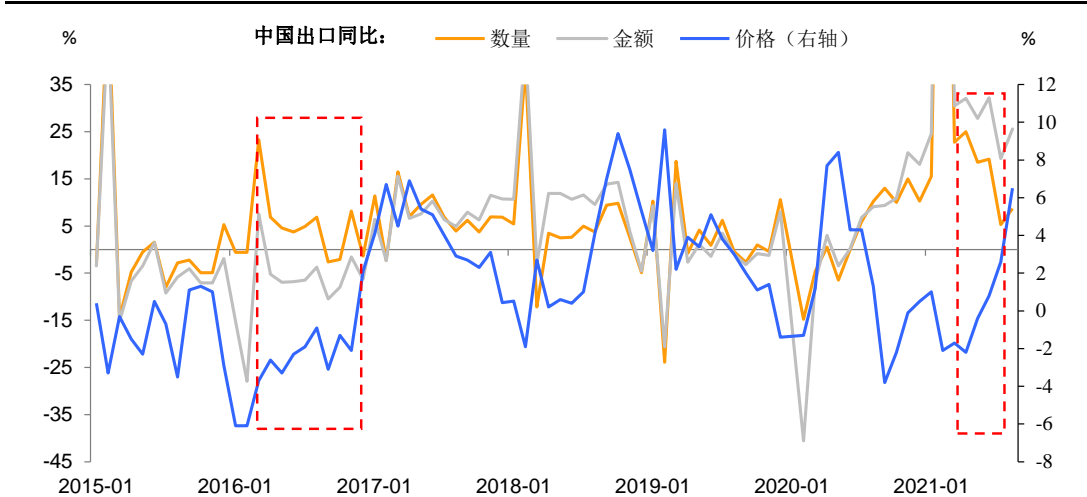
图 13：2021 年我国出口汽车行业商品量价表现



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

其二，我国出口上一次出现“价涨量跌”情形的是2016年（供给侧改革）。如图14所示，2016年我国出口价量表现与当前较为相似，即数量同比放缓、价格同比改善，这是由于2016年我国供给侧改革对生产端的约束主导了我国出口的下行，尤其是下半年海外经济（即外需）开始回暖复苏。

图 14: 2016 年我国出口也曾出现“价涨量跌”



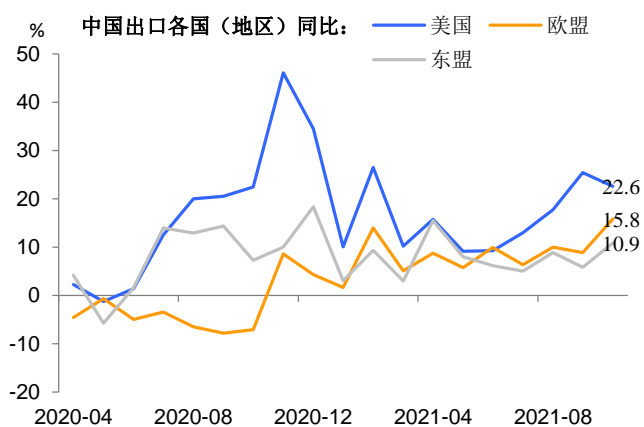
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综合而言, 在供给紧缺难以缓解+外需动能仍有支撑的共同作用下, 下半年以来我国出口兼具价量支撑, 因而在高基数下仍有双位数增长。

1.3. 贸易伙伴角度: 美国补库+港口拥堵形成“长鞭效应”

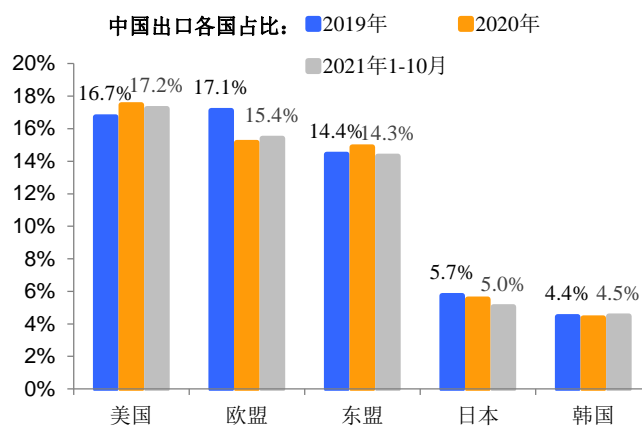
美国再超欧盟, 成为我国出口第一大贸易伙伴。2020 年下半年以来我国对美国出口同比大幅领先于欧盟、东盟等地区 (图 15)。美国也再超欧盟成为我国出口第一大贸易伙伴, 今年前 10 个月我国对美出口金额占全部出口金额的 17.2% (图 16)。可见去年以来我国出口保持高速增长很大程度上源于美国的拉动。

图 15: 2020 年以来中国对美出口同比领先于其他地区



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 美国重回我国出口第一大国



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

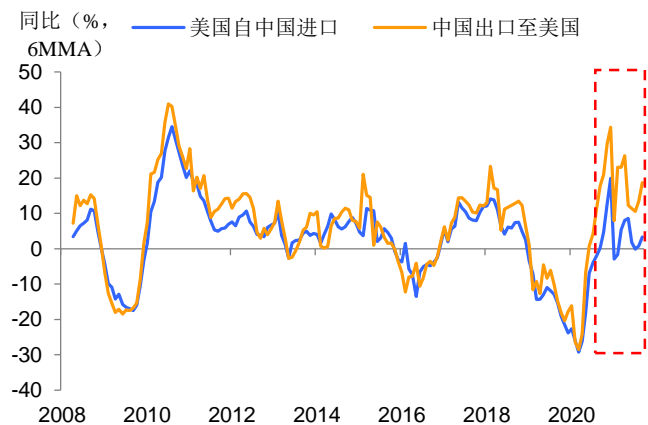
我国对美国出口为何如此强劲? 我们认为主要原因是美国企业补库+港口拥堵形成“长鞭效应”¹ (bullwhip effect。即在供应链上各节点, 企业只根据下级企业需求信息进行供应决策时, 需求信息随着供应链向上移动, 需求订单被逐级放大)。

¹ <https://sloanreview.mit.edu/article/the-bullwhip-effect-in-supply-chains/>

2020年下半年以来，我国对美出口同比显著超过美国自华进口同比（图17）。这带来的一个结果是中国对美出口金额（由中国海关总署披露）与美国自中国进口金额（由美国商务部披露）之间的差额扭负转正，这是自海关总署披露数据以来的首次（图18）。

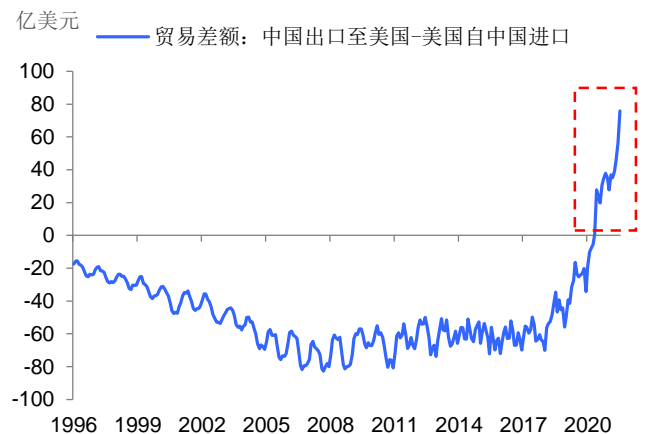
这有悖于理论上以离岸价计的出口应低于以到岸价计的进口金额的规律。

图 17: 2020 年下半年以来中国出口美国同比显著超过美国自中国出口同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18: 2020 年 7 月以来中国出口至美国与美国自中国进口金额的差额扭负为正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

对此我们认为主要原因是大量货物堆积在美国港口无法入关卸货。据《商业杂志》(Journal of Commerce)，美国 9 月从亚洲进口的集装箱总量接近 160 万标箱，比 130 万标箱的历史平均水平高出近 20%。考虑到港口运输效率的降低，美国补库很可能出现了更剧烈的“长鞭效应”，从而造成港口拥堵+企业加大备货的循环促进。

2. 如何判断 2022 年中国出口？

2.1. 三条线索判断出口高增长持续至何时

基于前述三个角度对 2021 年我国出口高增长的解读，我们认为出口高增长持续至何时同样可以从这三条线索着手进行分析。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30229

