

寻找出口“不确定性”中的确定性

宏观研究部

蒋冬英

高级分析师

电话：021_22852639

邮箱：880208@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

摘要

新冠疫情爆发以来，我国出口面临的不确定加大，反映在出口的领先指标上，各指标对出口的指示方向不一。

指示出口增速下滑的指标主要有：表征外需的 OECD 综合领先指标及表征出口企业预期收入的银行代客远期结汇签约；指示出口增速上行的指标主要有：表征出口相对竞争力的实际有效汇率（包含关税）及表征企业订单的 PMI 新出口订单。

回顾 2020 年上半年，我国出口展现出较强韧性主要是由于：

出口行业结构上，在总需求下降的同时，疫情催生了防疫物资、线上办公用品、居家必需品需求增长，继而缓冲了我国出口增速下行幅度；在供给结构上，受益于疫情有效防控及出口商品多样性，我国出口供给能力强于同类出口竞争型经济体，弥补了需求不足。

展望未来，欧美经济体疫情缓解或减少对我国防疫物资需求而增加可选消费品，未来我国出口增速的修复更多依赖于可选消费品增速修复。考虑到我国出口走势与美国消费走势较为一致，借鉴亚洲流感时期美国消费复苏经验，我国出口低点或已过。

关键词：出口



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

新冠疫情爆发加大全球需求不确定性的同时，也加大了我们出口预判的难度。据此，本文从出口的领先指标出发，分析我国出口面临的确定性与不确定性，在分析不确定性原因的基础上判断未来出口节奏。

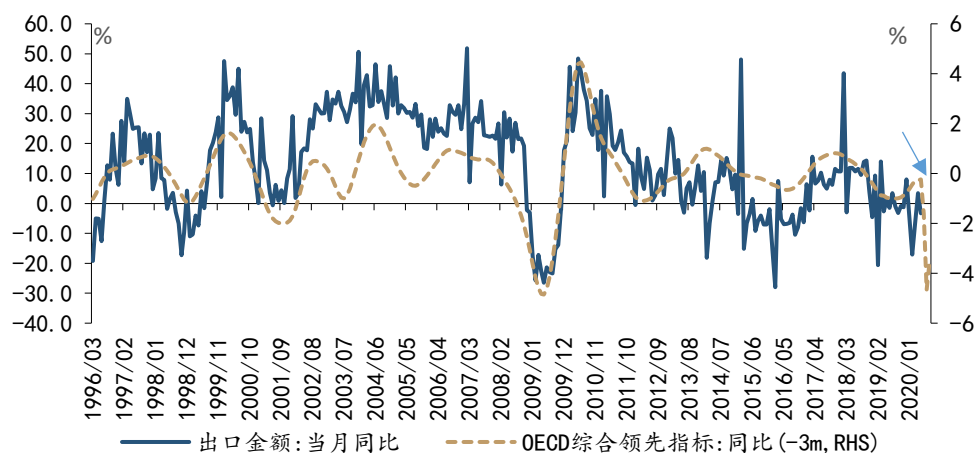
1、出口信号中的不确定性

我国出口走势海外需求、国内相对竞争优势等多因素共同作用的结果，2018 年中美贸易战爆发加大了我国出口的不确定性，2020 年疫情先后在中国及全球蔓延，出口的“噪音”进一步放大。具体表现在不同的领先指标对出口指示方向不一

一方面，全球需求及银行代客远期结汇指示未来我国出口或进一步下行。

第一，从海外需求看，3 月疫情在全球蔓延，全球主要经济体纷纷采取居家隔离、停工停产措施，给全球经济增长预期蒙上了一层阴影。OECD 根据一系列在经济周期中具有领先性的指标编制了月度综合领先指标，用于预测未来 6-9 个月内的经济拐点。因此，我们可通过 OECD 综合领先指标来观察我国出口走势。数据显示，OECD 综合领先指标大致领先我国出口 3 个月，受新冠疫情影响 4 月 OECD 综合领先指标同比录得-4.7%，为 2009 年 5 月以来的最低值，这似乎指示未来我国出口或进一步下行，参见图表 1。

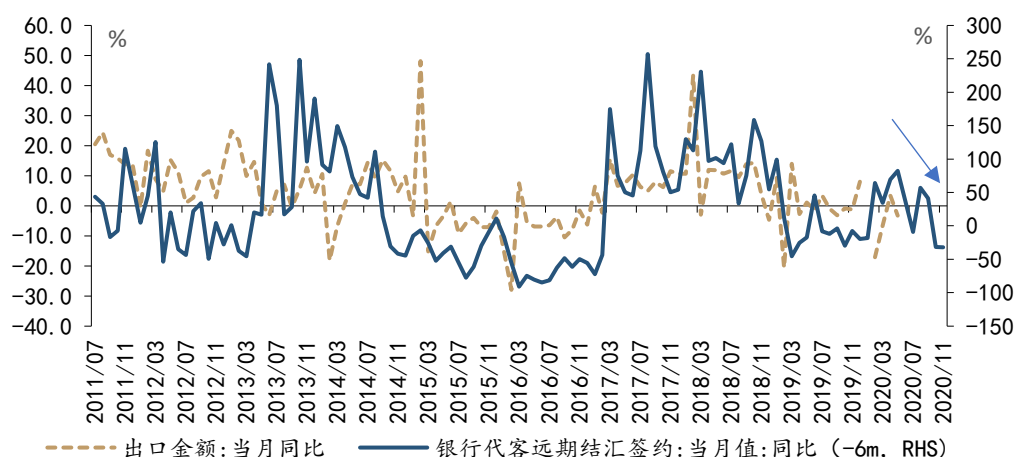
图表 1 出口同比与 OECD 综合领先指标



资料来源：WIND，兴业研究

第二，从微观企业行为看，出口企业利润率比较低，为维持经营活动大部分外汇收入必须结汇。由此，我们可从银行代客结汇走势跟踪出口走势。按汇价确定和实际外汇收支发生时差看，结汇分为为即期结汇和远期结汇。其中，即期结汇是指外汇指定银行按照当天结售汇即期汇率买入企业事业单位或个人外汇，并支付相应人民币的业务，即汇价确定和实际外汇收支同时发生。远期结汇是指确定汇价在前而实际外汇收支在后的结汇业务，客户与银行协商签订远期结汇合同，约定未来结汇的外币币种、金额、期限及汇率等。从数据的领先性看，银行代客远期结汇合同大致领先出口同比 6 个月左右，直观上看近期远期结汇签约数大幅下降似乎意味着未来 6 个月我国出口或仍将持续下滑，参见图表 2。

图表2 出口同比与银行代客远期结汇同比

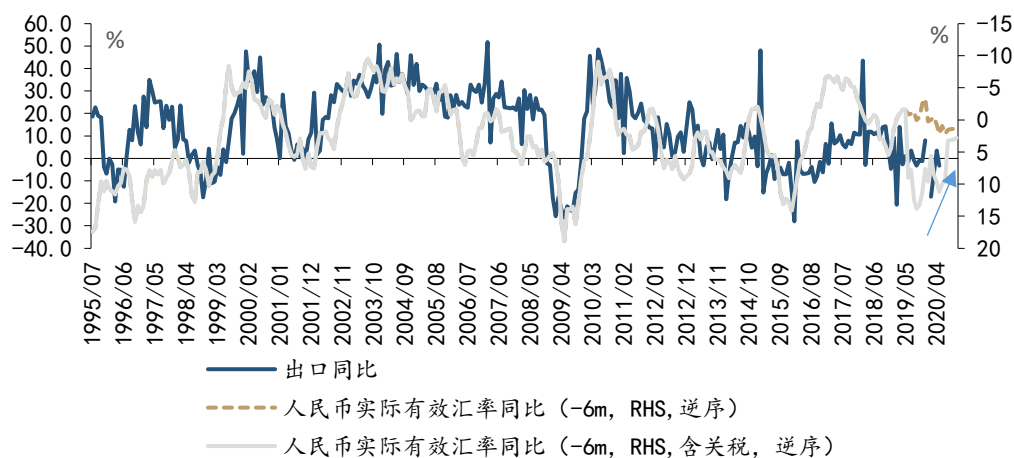


资料来源：WIND，兴业研究

另一方面，实际有效汇率指标及新出口订单大致领先 3-6 个月，二者指示未来我国出口将边际改善。

第一，从我国出口相对竞争力看，实际有效汇率较好的衡量了我国出口商品的价格竞争优势，其大致领先我国出口走势 6 个月左右。数据显示，在中美贸易战爆发之前人民币实际有效汇率同比与出口同比保持良好的反向相关关系，即人民币实际有效汇率贬值后通常会增强我国出口相对竞争优势进而拉升出口增速。但在中美贸易战爆发以后二者显著背离，这主要与中美贸易战的扰动有关。如果我们将关税因素考虑在内，不难发现二者走势仍保持一致。从含关税的实际有效汇率指标看，未来半年内出口走势则有望继续回升，参见图表 3。

图表3 出口同比与含关税人民币实际有效汇率同比

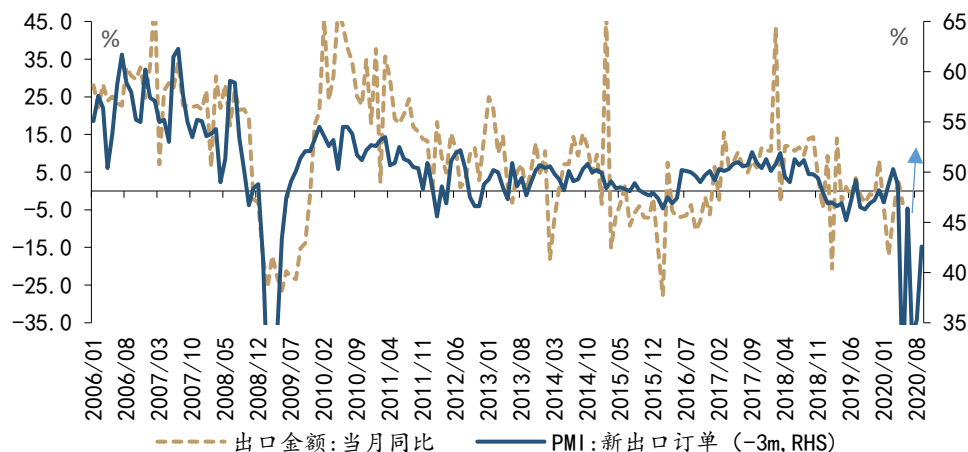


资料来源：WIND，兴业研究

第二，PMI 新出口订单指标主要调查了企业本月用于出口的产品订货数量，是我们跟踪出口走势的领先指标。历史数据显示，与出口企业平均交货周期一致，PMI 新出口订单大致领先出口

走势 3 个月左右，4 月以来 PMI 新出口订单连续 3 个月改善，或指示未来出口上行动力增强，参见图表 4。

图表 4 出口同比与新出口订单指标



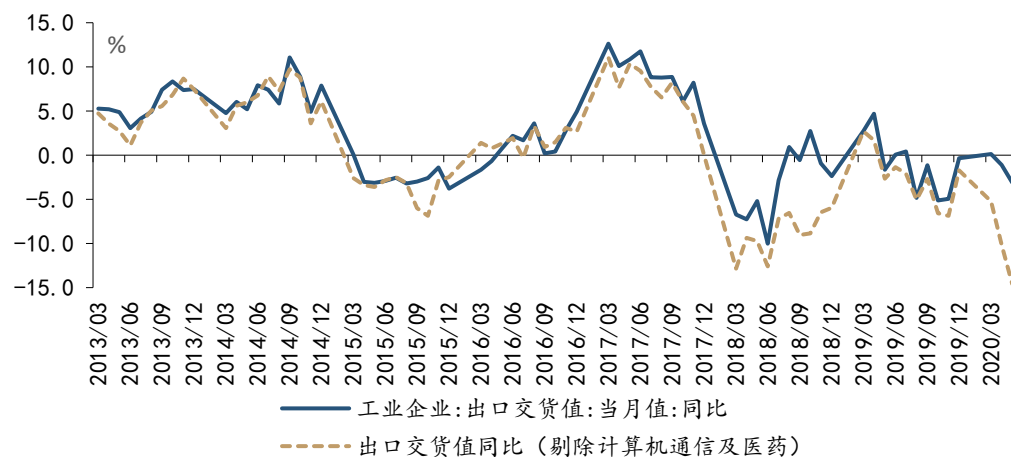
资料来源：WIND，兴业研究

2、出口信号不确定性的背后

根据前文，不同出口领先指标对出口走势的指示信号不一，折射未来出口面临诸多不确定性。这或主要是由于在中美贸易摩擦爆发以及疫情爆发这种重大外部冲击背景之下，我国出口出现了一些新变化，而各项指标涵盖信息局限性决定了其不足以概括出口全貌。具体而言：

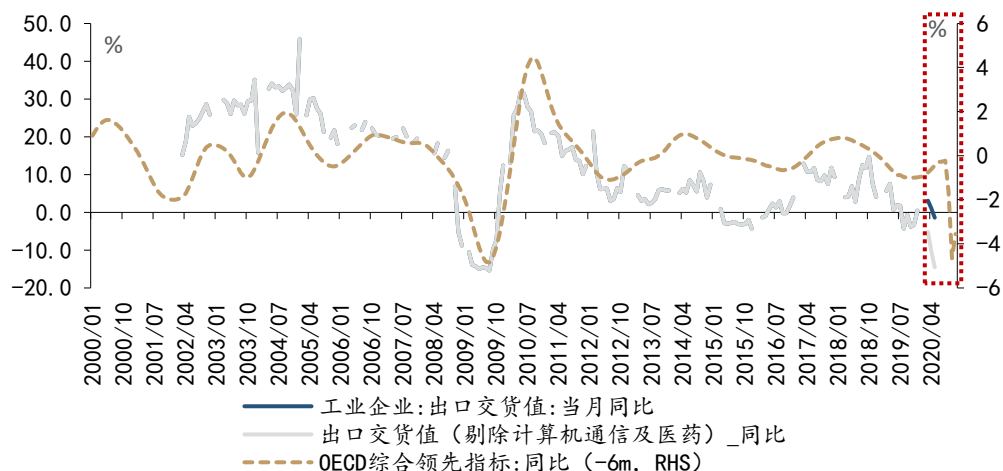
第一，疫情催生了新增长点。一方面，受疫情影响，防疫物资出口激增，3-5 月防疫物资出口分别带动出口增长 0.8、4.7 及 8.8 个百分点。另一方面，疫情催生了线上办公需求，线上办公用品如智能手机、耳机、笔记本电脑等需求激增。据此，本文剔除医药行业与计算机、通信和其他电子设备制造业观察发现，如果将医药及计算机行业剔除，5 月份我国出口交货值同比下滑至 -14.6%，低于整体出口交货值同比增速 13.2 个百分点，参见图表 5。从数据上看，近期 OECD 综合领先指标下滑更多反映的是除医疗物资、计算机通信等商品外出口，参见图表 6。

图表 5 出口交货值同比（剔除医药与计算机通信）与出口交货值同比



资料来源：WIND，兴业研究

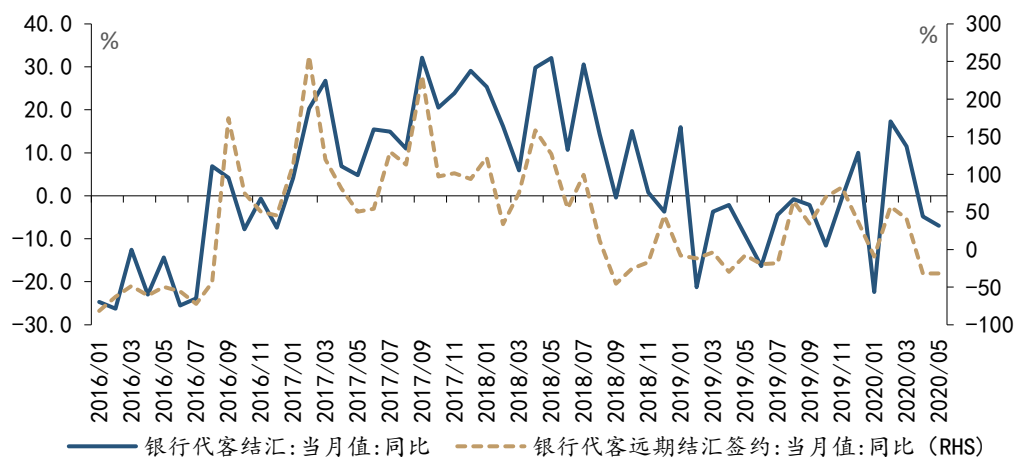
图表6 OECD综合领先指标与出口交货值同比



资料来源：WIND，兴业研究

同时疫情爆发加大了出口企业面临的不确定性：一方面，出口可选消费品的企业面临订单延迟甚至取消的困境，企业预期收入不确定性加大；另一方面，出口防疫物资及必需品的企业收到紧急订单，收款周期缩短。由此，在疫情存在反复的影响下，出口企业预期收入不确定性加大，这或降低其远期结汇的意愿。具体从数据上看，4月及5月银行代客远期结汇签约同比分别下滑31.7%和31.9%，同期银行代客即期结汇金额同比则为-4.8%和-7.0%，参见图表7。

图表7 银行代客结汇同比与银行代客远期结汇签约同比

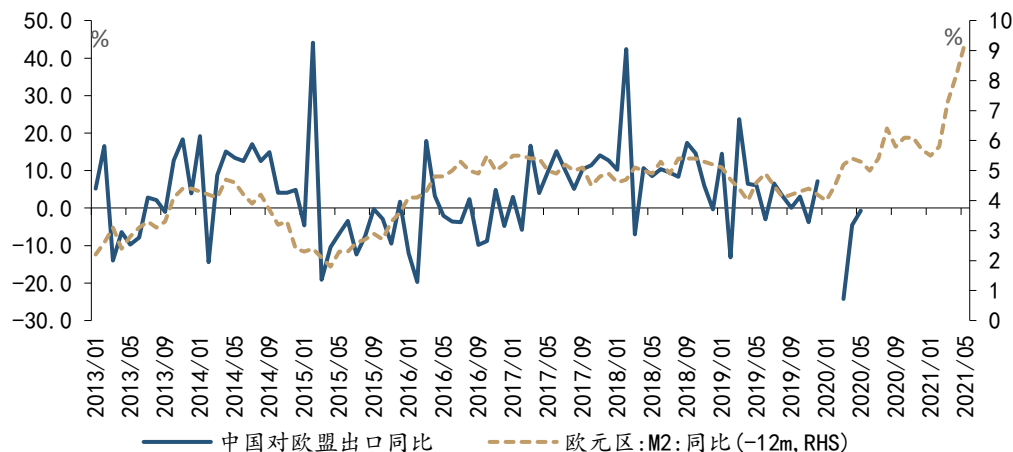


资料来源：WIND，兴业研究

第二，受疫情影响，以欧美为代表的发达经济体采取了宽松货币政策对冲经济下行压力，这或对我国出口具有外溢效应。以欧央行为例，为应对疫情欧央行采取了扩大资产购买、紧急资产购买、长期定向再融资等措施。数据显示，欧元区宽松货币政策大致领先我国出口走势12个月，参见图表8。其背后的逻辑或许是，欧元区实施宽松货币政策刺激了需求增长，而欧元区需求增

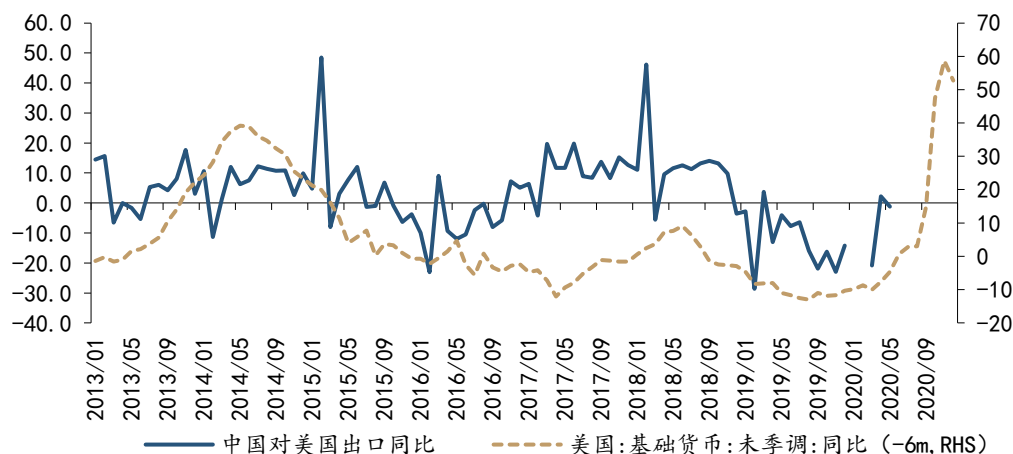
长则会外溢至我国出口。同理，数据显示美国基础货币大致领先我国出口 6 个月左右，参见图表 9。

图表 8 中国对欧盟出口同比与欧元区 M2 同比



资料来源：WIND，兴业研究

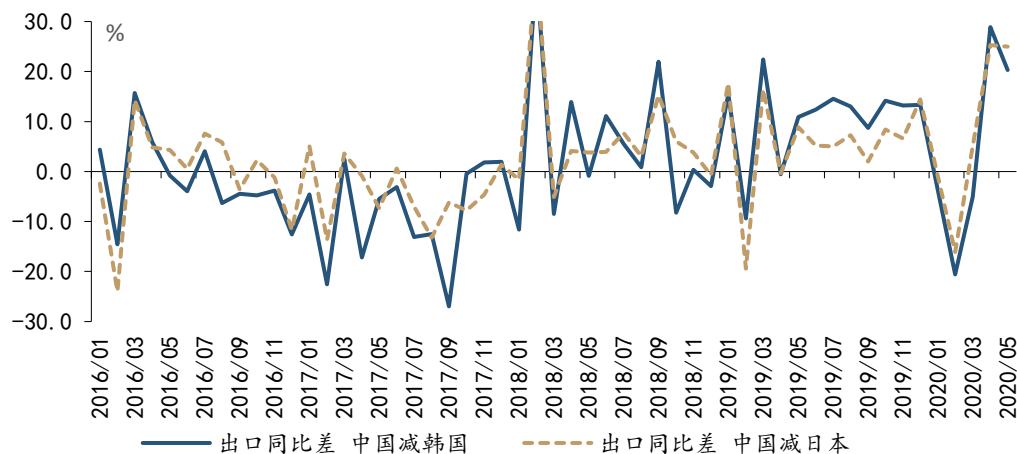
图表 9 中国对美国出口同比与美国基础货币同比



资料来源：WIND，兴业研究

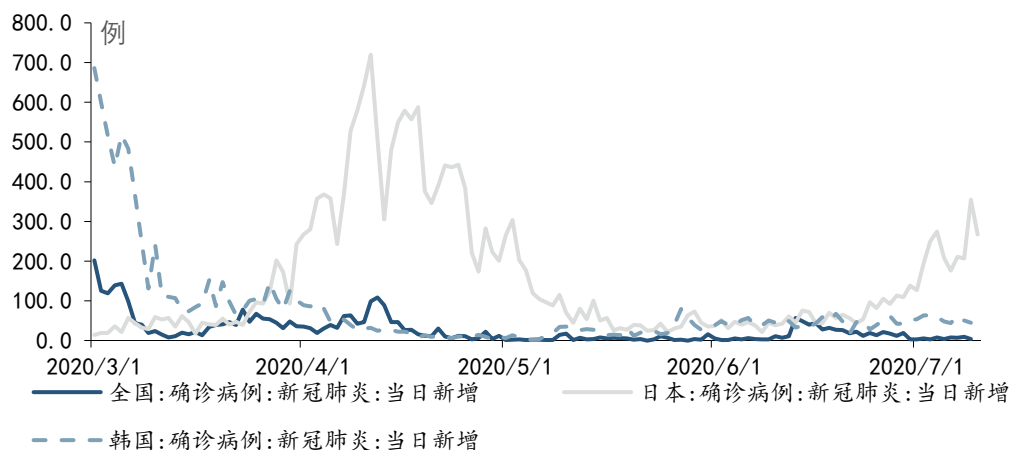
第三，中国供给相对优势上升，补给全球供需缺口。中国作为全球率先复工复产的经济体，其经济恢复程度好于同类出口竞争性经济体。具体从中国与日本、韩国出口增速差看，进入 2020 年 3 月以来随着中国复工复产稳步推进，中国出口增速重夺相对优势，参见图表 10。这种相对竞争优势主要得益于两方面：一方面，新增病例显示，中国疫情控制好于日本及韩国，疫情对中国生产活动扰动或小于日本、韩国，参见图表 11；另一方面，中国出口产品多样性及完整性决定了能更好的适应全球商品需求结构性变化，具体从 UNCOMTRADE 披露的数据看，2018 年中国对全球出口的 HS6 分位产品有 5002 项，同期日本、韩国对全球出口 HS6 分位产品分别为 4736 项和 4825 项。

图表 10 中国与同类出口竞争型经济体出口同比差



资料来源：WIND，兴业研究

图表 11 中国、日本与韩国新增病例



资料来源：WIND，兴业研究

3、出口的确 定性：总量与结构

根据前文，可以确定的是疫情蔓延全球收缩总需求的同时也催生了防疫物资及计算机通信设备需求，为我国出口下行提供了缓冲垫。未来随着欧美发达经济体疫情影响逐渐减弱，防疫物资

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_3854

