



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

出口能拉起来下半年 GDP 吗？

投资要点：

- **核心观点：**7 月经济复苏不及预期，出口和基建是仅有的两个支撑。回顾上半年，出口屡次超出市场预期，净出口拉动上半年经济增长 0.9 个点，贡献了 36% 的经济增长。下半年随着需求复苏，实际进口会环比增加，实际出口随外需回落，净出口对经济的拉动将小于上半年。“衰退型顺差”的面纱褪去后，下半年外需不再会是经济增长的主要拉动力。预计净出口拉动全年经济增长 0.7 个点左右，低于上半年水平。
- （1）三季度是全年经济“力争实现最好结果”的关键时间窗口，但面临经济回升动能不足的问题，基建和出口是“唯二”的支撑，需要考虑出口超预期对经济增长的拉动作用。
- （2）2020-2022 年，出口增速每年都超出市场预期，但原因各不相同。2020 年是我国产业链率先恢复+防疫品出口拉动；2021 年是全球贸易复苏，中国出口水涨船高；2022 年主要是价格驱动，今年 1-6 月，出口价格指数的平均增速为 11.1%，数量指数的平均增速仅为 1.6%。
- （3）**净外需≠外需**。支出法简单用净出口衡量外贸对经济增长的拉动，混淆了净外需和外需两个概念。如果用净出口衡量外需对经济增长的拉动，那么“大进大出”和“小进小出”没有区别，贸易平衡或者贸易逆差时，外需对经济拉动为 0 或负数。
- （4）**GDP+进口=消费+投资+出口**，意味着消费、投资、出口三大最终需求所对应的供给，既可以通过国内生产来满足，又可以通过进口产品满足。最终需求诱发的国内生产增加值，即对应着该类需求对经济增长的拉动。仅用出口减去全部进口，一般会低估出口需求所诱发的国内增加值，而高估消费、投资对国内增加值的贡献。
- （5）我们可以将支出法的国民经济等式变形为： $GDP = (C - M_c) + (I - M_i) + (X - M_x)$ ， M_c 、 M_i 、 M_x 分别是用于消费、投资、出口三类需求的进口产品和服务， $(C - M_c)$ 、 $(I - M_i)$ 、 $(X - M_x)$ 分别代表三类需求诱发的国内生产增加值。我们分别计算出口和净出口对名义 GDP 增长的贡献，2017-2021 年，出口对名义经济增长的贡献

率均值为 16.3%，净出口仅为 7.5%，即净出口只能衡量外需对经济增长贡献的一半左右。

- (6)“衰退型顺差”的本质是内需变动带来生产在国内和国外相对配置的变化，即减少进口、增加国内生产，与外需无关，更不是因为出口降幅小于进口。由于支出法下，用出口扣减所有进口， $(C-M_C)$ 、 $(I-M_I)$ 的增长都分配给 $(X-M_X)$ ，会高估外需对经济的拉动。
- (7) 今年前两个季度，净出口对经济增长的实际拉动分别为 0.18、0.98 个点，上半年累计为 0.9 个点，贡献了 36% 的增长。实际进口下降和服务逆差减小，是净出口成为上半年增长主力的原因。下半年随着内需复苏、外需回落，净出口的拉动力将有所降低，预计拉动全年经济增长 0.7 个百分点左右，假设全年经济增长 4%，净出口贡献率为 17.5%。
- **风险提示：**宏观政策不及预期；全球经济衰退，引起出口减速；疫情形势发生变化。

内容目录

1. 复苏不及预期，基建和出口是“唯二”支撑	4
2. 外需拉动经济增长：旧误区与新视角	6
2.1. 旧误区：把净外需当作外需	6
2.2. 新视角：最终需求诱发的国内增加值	8
3. 出口对经济的拉动有多大？	10
3.1. 衰退型顺差与工业国逆差	10
3.2. 出口能拉起来下半年 GDP 吗？	13
4. 风险提示	16

图表目录

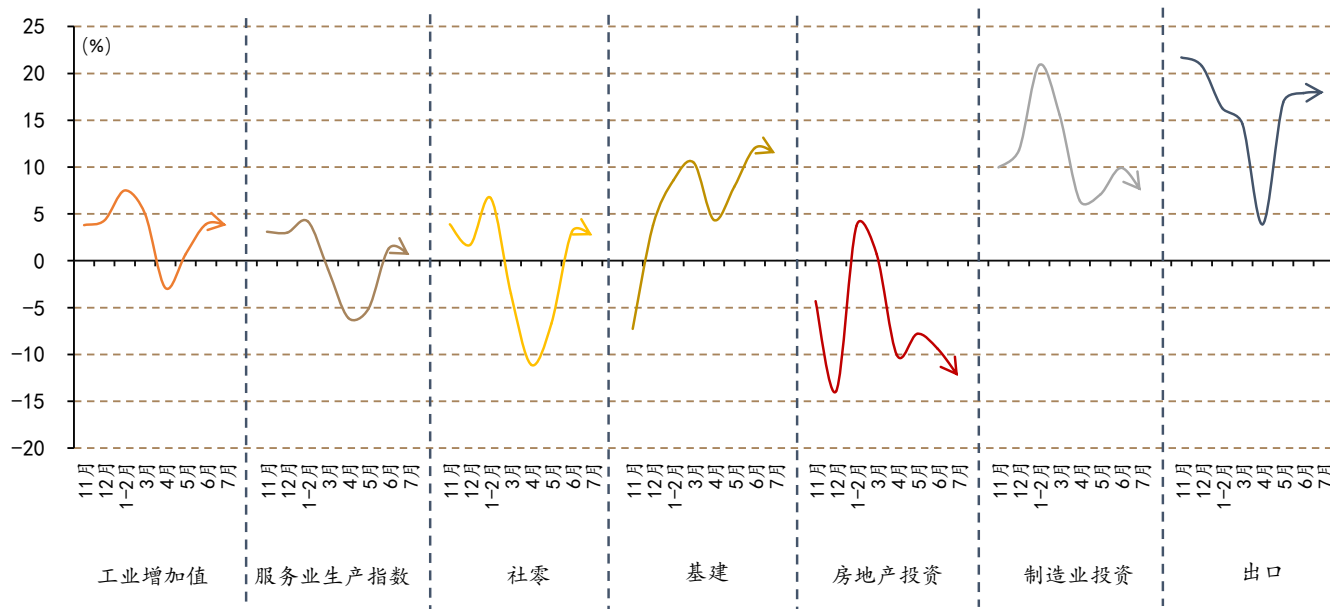
图 1: 7 月主要经济指标大多下行 (均为当月同比增速)	4
图 2: 防疫品出口	5
图 3: 中国与全球货物出口增速	5
图 4: 出口的量价增速	5
图 5: 贸易差额增速与净出口对 GDP 的拉动	7
图 6: 加入 WTO 前后, 净出口对经济的拉动	8
图 7: 加入 WTO 前后, 出口增速的变化	8
图 8: 2016-2021 年进口用于三类需求的比例	9
图 9: 2017-2021 年出口和净出口对名义 GDP 的拉动	9
图 10: 德国贸易盈余达到近 30 年来最低	10
图 11: 德国进口价格大幅上涨	10
图 12: 日韩越等工业出口国均出现贸易逆差	11
图 13: 我国单月贸易顺差屡创新高	12
图 14: 2018 年部分国家能源自给率	12
图 15: 今年进口数量仅 1 月正增长, 其他月份均为负	13
图 16: “衰退型顺差”	13
图 17: 净出口对名义和实际经济增长的拉动	14
图 18: 进出口数量增速	14

7月经济复苏不及预期，出口和基建是仅有的两个支撑。回顾上半年，出口屡次超出市场预期，净出口贡献了36%的经济增长。当前需要开始考虑出口超预期对全年经济增长的影响。

1. 复苏不及预期，基建和出口是“唯二”支撑

7月经济复苏不及预期，预计当月经济实际增速低于4%，且比6月更低。供给侧，工业增加值同比3.8%，低于前值0.1个点，服务业生产指数0.6%，比前值低0.7个点。经济增速通常介于工业和服务业增速之间，7月当月经济增速预计低于4%。需求侧，除基建投资和出口外，其他指标都在恶化。社零同比增速仅2.7%，远低于市场预期5.3%，也低于上月3.1%，实际社零增速自3月以来一直为负；房地产投资和制造业投资在经过6月短暂反弹后，7月增速继续下行。

图1：7月主要经济指标大多下行（均为当月同比增速）



资料来源：Wind，德邦研究所

三季度是全年经济“力争实现最好结果”的关键时间窗口，但面临经济回升动能不足的问题，基建和出口是“唯二”的支撑。我们在此前报告《全年GDP能守住4%吗？》中对当前经济形势和全年GDP增速做过分析，从经济增长节奏来看，4月经济触底后，三季度仍然是复苏反弹期，并且4月下旬以来的一揽子稳增长政策在三季度还将陆续落地生效。从政策面来看，7月下旬的三次重大会议，721国常会、728政治局会议、729国常会均强调了当前巩固经济回升趋势的重要性。但正如7月经济数据所提示，当前经济复苏回升的趋势仍不稳固，消费、房地产、工业增加值等私人部门相关领域动能不足。以政府投资为主的基建成为确定性最强的经济支撑，此外，出口部门的超预期也可能是下半年经济的“意外之喜”。

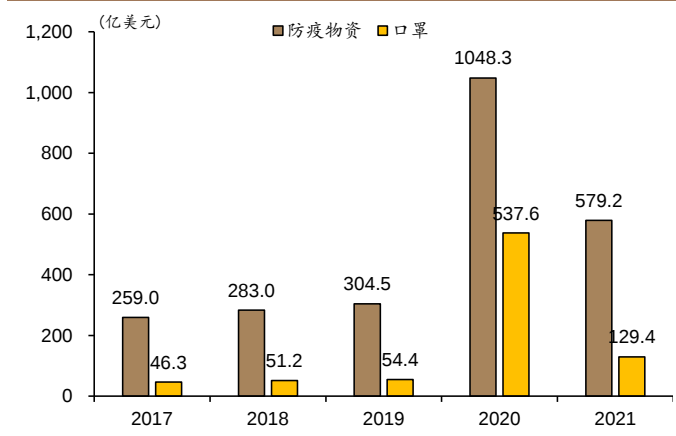
2020-2022年，出口增速每年都超出市场预期，但原因各不相同。2020年出口超预期主要是两方面原因，一是我国产业链供应链最快从疫情中恢复，形成“全球下单-中国生产”的贸易格局；二是防疫品出口暴增，2020年防疫品出口暴增

743.9 亿美元，拉动当年出口增长 3 个点，其中口罩出口增加了 483.3 亿美元。2021 年是全球经济和贸易恢复，中国出口水涨船高，这一年全球货物贸易同比增长 26.3%，我国出口增长 29.9%。

2022 年出口超预期主要是价格驱动，出口数量增速放缓，对经济增长的拉动有限。今年 1-6 月，出口价格指数的平均增速为 11.1%，数量指数的平均增速仅为 1.6%，反映出外需下滑、国内疫情双重影响下，实际出口增速缓慢，主要依靠价格拉动。因此，尽管今年 1-7 月出口增速高达 14.6%，但剔除价格因素后，出口对实际经济增长的拉动会小很多。

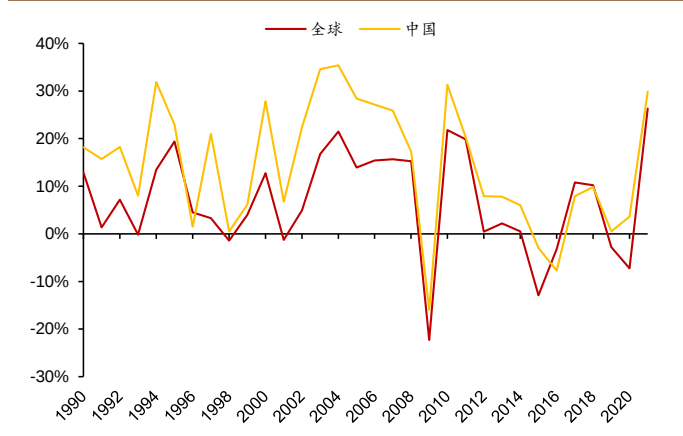
下面我们将讨论今年出口超预期对经济增长的拉动究竟有多大。

图 2：防疫品出口



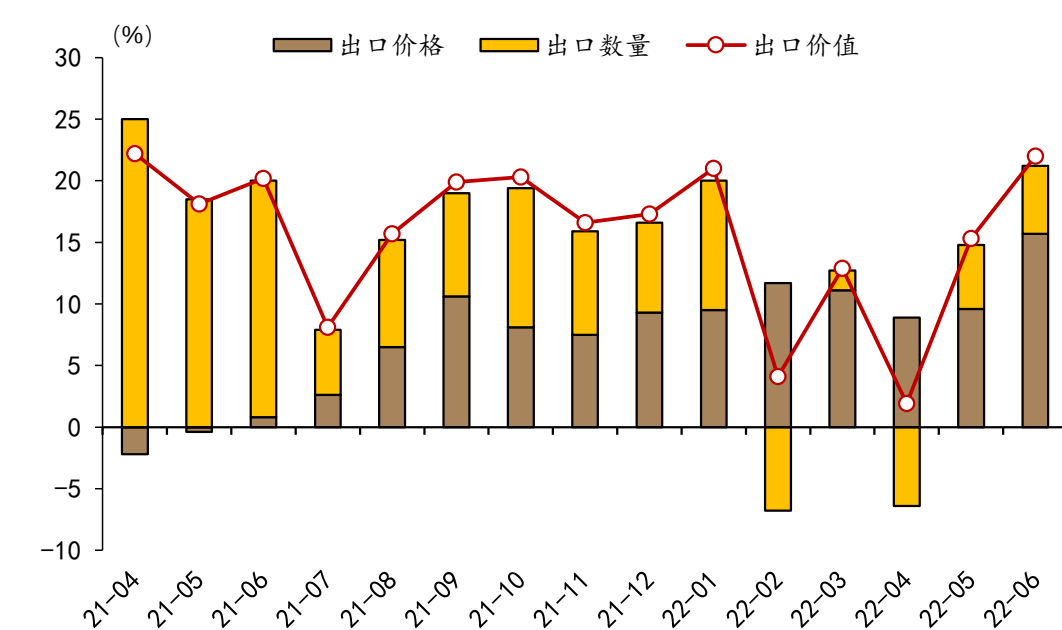
资料来源：海关总署，德邦研究所

图 3：中国与全球货物出口增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：出口的价量增速



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 外需拉动经济增长：旧误区与新视角

大多时候，支出法低估了外需对经济增长的贡献。作为全球第一出口大国、世界工厂，过去十年净出口对我国经济增长的平均拉动仅为 0.06 个点，只有疫情前经济增速的百分之一左右。

2.1. 旧误区：把净外需当作外需

支出法 GDP 统计下，贸易差额与净出口对经济的拉动经常出现背离。

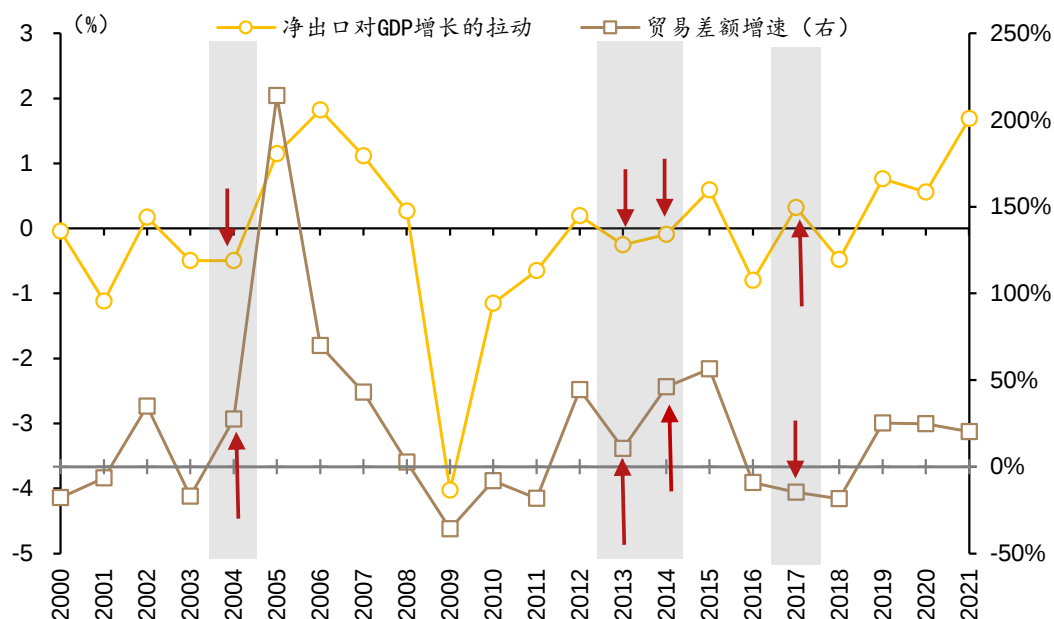
2000 年以来，有 4 个年份二者方向相反，大多是贸易差额在增长，但净出口对 GDP 的拉动却是负数。如 2004 年，贸易差额增长 27.5%，但净出口对 GDP 的拉动为 -0.5 个点；2013 和 2014 年，贸易差额分别增长 10.6%、46.2%，但净出口拉动 GDP 分别为 -0.3、-0.1 个点。2017 年二者方向倒置，贸易差额下降 14.7%，但净出口对 GDP 拉动为 0.3 个点。

除了方向相反之外，贸易差额和净出口对经济的拉动也经常出现趋势相反的情况。如 2021 年，贸易差额增速从 24.8% 降至 20.3%，但净出口对 GDP 的拉动反而从 0.6% 提高到 1.7%。

主要有两个原因导致了贸易差额和净出口的背离。一是二者范围不同，贸易差额只包括了货物进出口，但 GDP 净出口还包含了服务贸易差额。我国货物贸易顺差、服务贸易逆差的特点，往往会使得 GDP 净出口项小于货物贸易差额。

二是价格因素，净出口对经济的拉动是不变价核算，而贸易差额是现价核算。统计局核算净出口对 GDP 的拉动时，要对货物进出口、服务进出口分别进行价格缩减，涉及四方面的价格指数：出口商品价格、进口商品价格、出口服务价格、进口服务价格。其中，进口服务价格指数参考发达国家和地区的出口服务价格指数确定。因此，在价格缩减时，加入上述四个价格指数的变化后，实际净出口跟名义货物贸易差额可能完全反向变动。

图 5：贸易差额增速与净出口对 GDP 的拉动



资料来源：Wind，德邦研究所

在拉动经济增长方面，净出口与出口是两回事。

支出法 GDP 核算下， $GDP=C+I+G+(X-M)$ 。总需求分为内需和净外需，内需包括消费和投资需求，政府购买分解到这两类需求之中。外需中，出口代表外国对本国的需求，进口代表本国对外国的需求，二者差额的净出口代表净外需。

用净出口衡量外需对经济的拉动作用存在以下两个问题。

一是净外需 $\neq$ 外需。支出法下三大需求的计算中，简单用净出口衡量外贸对经济增长的拉动，是混淆了净外需和外需两个概念。如果用净出口衡量外需对经济增长的拉动，那么“大进大出”和“小进小出”没有区别，贸易平衡或者贸易逆差时，外需对经济拉动为 0 或负数。

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_45310

