

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

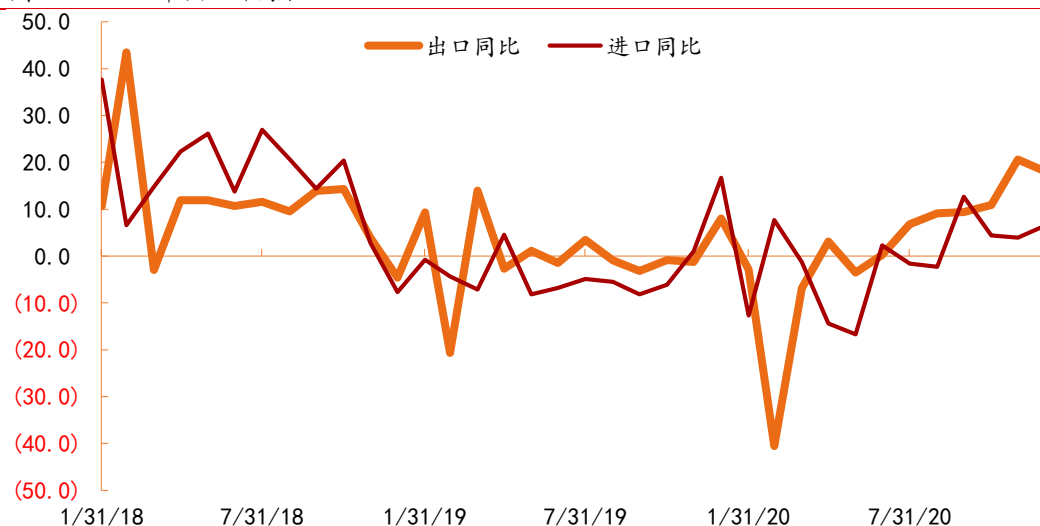
- 《债市上涨暂时钝化，警惕资金面回调风险》
- 《宽松超预期，股债双牛》
- 《PMI 冲高回落，价格指数走高》

- 1-2 月是中国出口的拐点，随后中国出口将迅速回落。外需与内需在同一时间段回落，决定了 1-2 月是中国经济环比增速的拐点。为此，股债商品汇率等大类资产可能在 1-2 个月之内迎来拐点。
- 经过细致的测算，我们估计 2021 年的出口同比增速呈典型的前高后低走势，其中一个重要原因是基数的影响。从绝对量上看，我们预计 1-2 月的标准化后的出口量还将上涨，但随后将快速回落，预计到年中之后恢复到一个正常水平。
- 我们估计的方法是中国的出口=全球出口 X 中国的出口占比。2021 年全球贸易量高点是在 1-2 月，而同比增速的高点在 5 月。由于基数原因，同比增速呈现明显的倒 V 型走势。随着全球疫苗的不断普及，中国出口的替代效应在不断走弱，人民币汇率也对出口有压制，中国出口占海外进口的比例在不断减小。
- 股债商品的表现和宏观经济息息相关。由于 1-2 月比较特殊，属于数据的空窗期，拐点的确认需要等到 3 月甚至到 4 月。因此，在这段时间内，市场仍然会延续之前的逻辑：股市和商品相对较强，债市相对较弱。然而，从现在开始，我们建议对股市和商品要开始战略性防守，对债市特别是长债要开始战略性进攻。随着数据的一步步确认，市场的拐点会进一步清晰。
- 风险提示：疫苗不及预期

1 出口同比增速将从高位一路回落

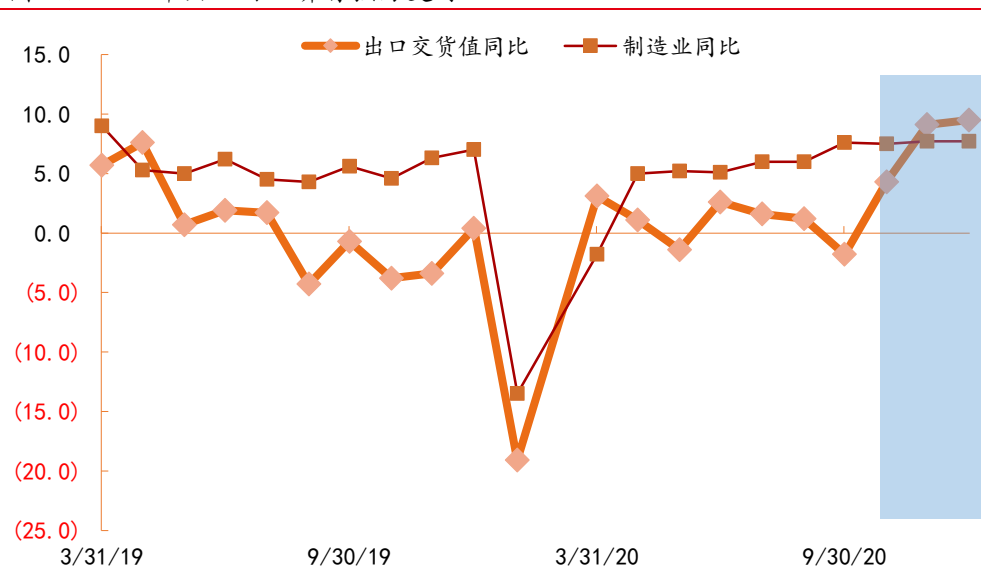
2020 年全球疫情爆发之后，市场对 2020 年的中国出口一度非常悲观，普遍与 2008 年金融危机的跌幅相对比。本人在 2020 年 4 月 14 日的报告（请见《3 月外贸点评——国内生产渐恢复，进出口跌幅收窄》）里明确提出中国出口的替代效应将使得我国出口下降幅度要小于金融危机时期。这个观点在当时市场是最早提出来的，逻辑和数据也得到了事后的验证。然而，中国出口后来的表现还是大幅超出了本人和市场的预期，并对中国经济及 A 股在下半年的牛市提供了重要的支撑。

图 1：2020 年出口较强



资料来源：Wind，首创证券

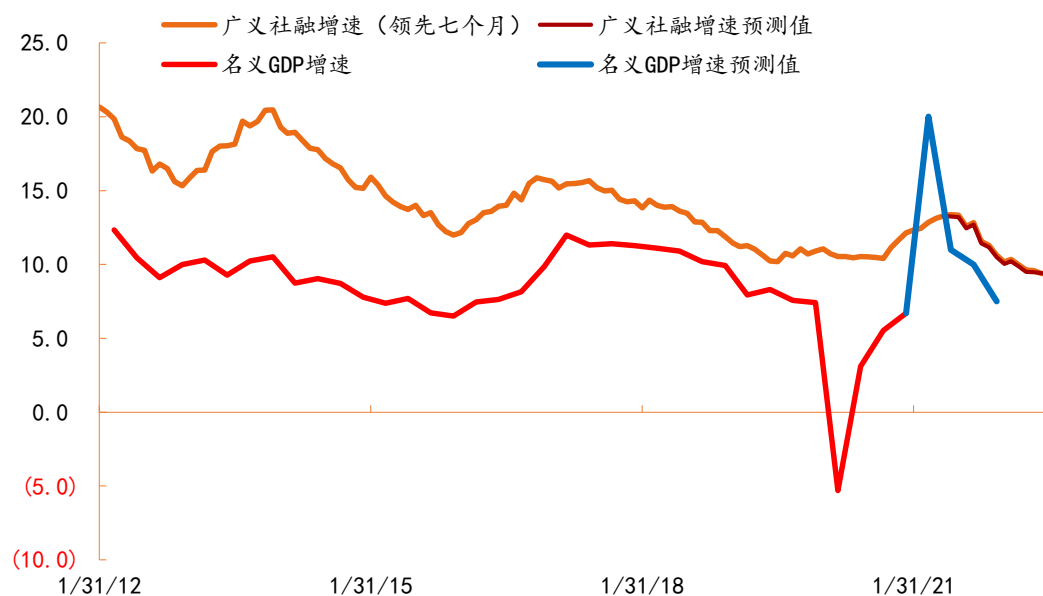
图 2：2020 年出口对经济有强力支撑



资料来源：Wind，首创证券

展望 2021 年的经济，出口仍然是非常重要的变量。对于内需，市场普遍的共识是社融领先的逻辑，由于广义社融同比增速在 2020 年 10-11 月见顶，所以整体的名义 GDP 同比增速大约在 2021 年年中左右见顶回落（剔除疫情导致的基数效应的影响）。对于出口而言，由于中国出口在 2020 年下半年明显抬升，市场普遍认为，其产生的基数效应使得 2021 年出口同比增速呈现出明显的前高后低走势。但由于出口的影响因素众多，市场对于 2021 年出口具体的增速和节奏是比较模糊的。我们认为，鉴于出口的重要性，即使难度比较大，还是有必要做一个基本的测算，有个大致的把握。

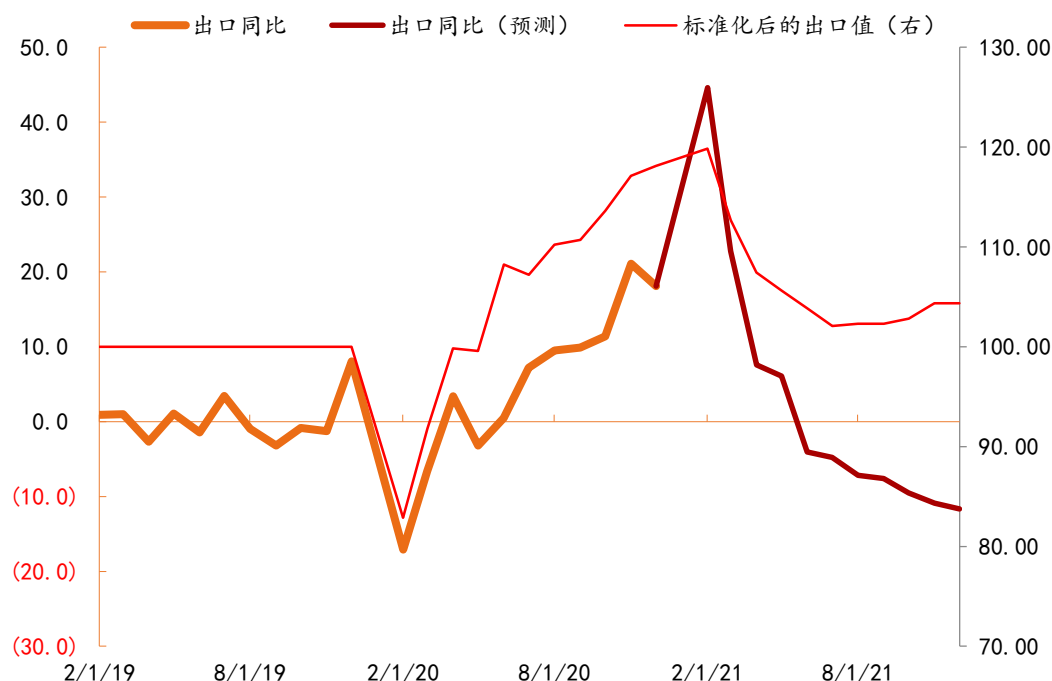
图 3：广义社融领先名义 GDP



资料来源：Wind，首创证券

经过细致的测算，我们估计 2021 年的出口同比增速呈典型的前高后低走势，其中一个重要原因是基数的影响。从绝对量上看，我们预计 1-2 月的标准化后的出口量还将上涨，但随后将回落，预计到年中之后恢复到一个正常水平。

图 4：中国出口将在 1-2 月见顶回落



资料来源：Wind，首创证券

2 中国 2021 年出口的测算

我们对 2021 年出口估计的方法相对比较简单，主要考虑两个方面：一是估计全球出口；二是估计中国的出口占比。中国的出口=全球出口×中国的出口占比。

2.1 全球 2021 年出口估计

首先，我们对 2020 年和 2021 年整年的出口做一个大致的判断。根据 IMF 和 WTO 在 2020 年 10 月做的预测，2020 年和 2021 年的外贸增速大约在-10%和 8%左右。由于 IMF 和 WTO 所做的预测是在 2020 年 10 月，正好在全球多个疫苗出来之前，明显存在低估。因此，综合两个机构的预测，我们把 2020 年和 2021 年的全球贸易增速预测值定为-9%和 13%。

表 1：全球贸易增速及预测

	2016	2017	2018	2019	2020 预测	2021 预测
WTO					-9.2%	7.2%
IMF	-3.1%	10.6%	9.8%	-2.8%	-10.4%	8.3%
首创					-9%	13%

资料来源：WTO，IMF，首创证券

注：WTO 和 IMF 的预测均为 2020 年 10 月所做

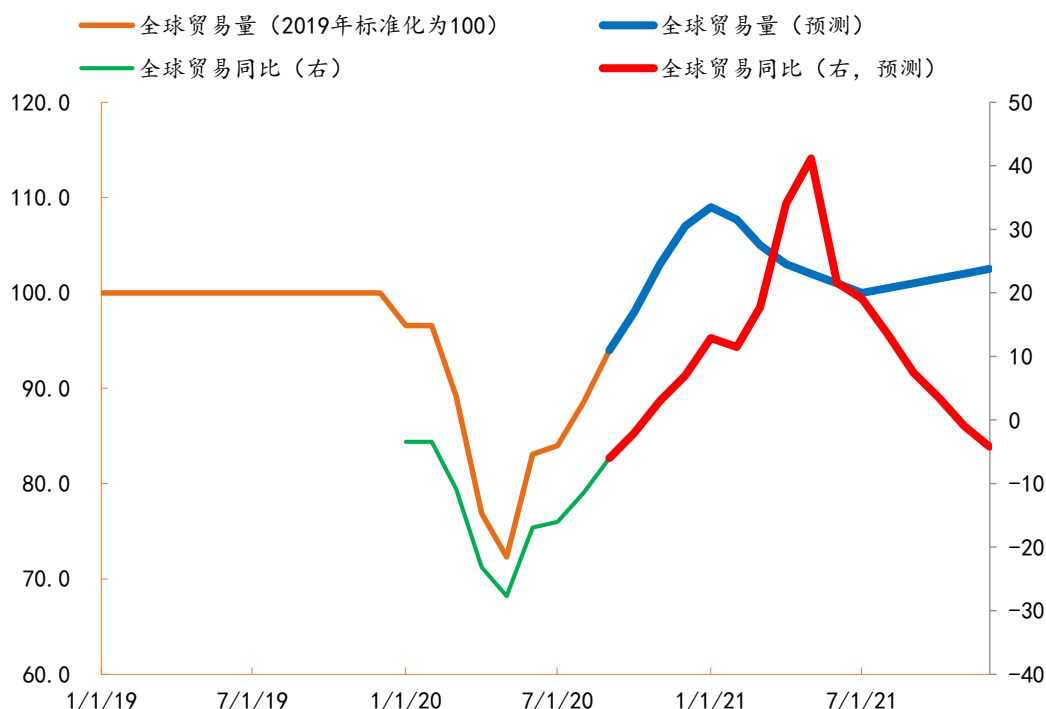
其次，我们对全球贸易增速的节奏做一个大致的判断和测算。我们的测算基于以下的思路和假设。其中的一个核心假设是新冠疫苗有效且全球的疫苗注射按部就班的进行。目前关于疫苗的有效性和进展依然有许多不确定性，也有许多预测。站在当下，一个中性的假设是发达国家将在 2021 年三季度左右大致可以实现群体免疫，发展中国家将在 2022 年上半年实现群体免疫。

除了以上的核心假设以外，基于此，我们还做了以下假设：

- (1) 形态上，全球出口修复的态势为“李宁型”。这主要是参考了中国某些行业修复的经验。在 2020 年 5 月，全球外贸增速见底，然后开始快速的修复。这个修复一部分是经济的正常恢复，另一部分是经济的“补坑”行为。“补坑”结束之后，鉴于全球仍处在向上修复的轨道上，我们假设全球外贸还会在下半年缓步向上。
- (2) 时间上，基于全球疫苗注射进展的估计，我们认为“补坑”活动的结束会略早，我们假设在 2021 年年中基本结束。
- (3) 数值上，我们假设即使有补坑行为，有部分的全球需求在 2020-2021 年已经永久性失去了。基于 2020 年累计增速大概在-9%的假设，我们假设，全球外贸在补坑结束时的累计增速为-5%。2021 年下半年我们假设全球贸易缓步向上，平均增速为 1-2%。
- (4) 拐点的考虑上，我们假设向上冲高和冲高回落的时间跨度相近，再结合形态的判断与数值模拟的结果，结果显示冲高回落的拐点在 2021 年 1-2 月。
- (5) 基于以上框架性的基本假设，我们假设各月的具体数值用线性插值法处理。

基于以上假设以及截至 2020 年 10 月的全球外贸数据，我们得到 2021 年全球贸易量及增速大致如图 2 所示。从图中可以看出，标准化后的绝对量高点是在 1-2 月，而同比增速的高点在 5 月。由于基数原因，同比增速呈现明显的倒 V 型走势。

图 5：全球贸易增速预测



资料来源：Wind，首创证券

2.2 中国的出口占比估计

中国出口占比的估计涉及的因素更多，因此更为复杂。具体而言，我们需要考虑以下因素：

- (1) 中国出口占比的趋势变化；
- (2) 人民币汇率变动的影响；
- (3) 防疫物资的贡献变化；
- (4) 中国出口替代效应的变化。

其中，中国出口替代效应的变化最为重要。

2.2.1 中国出口的趋势变化

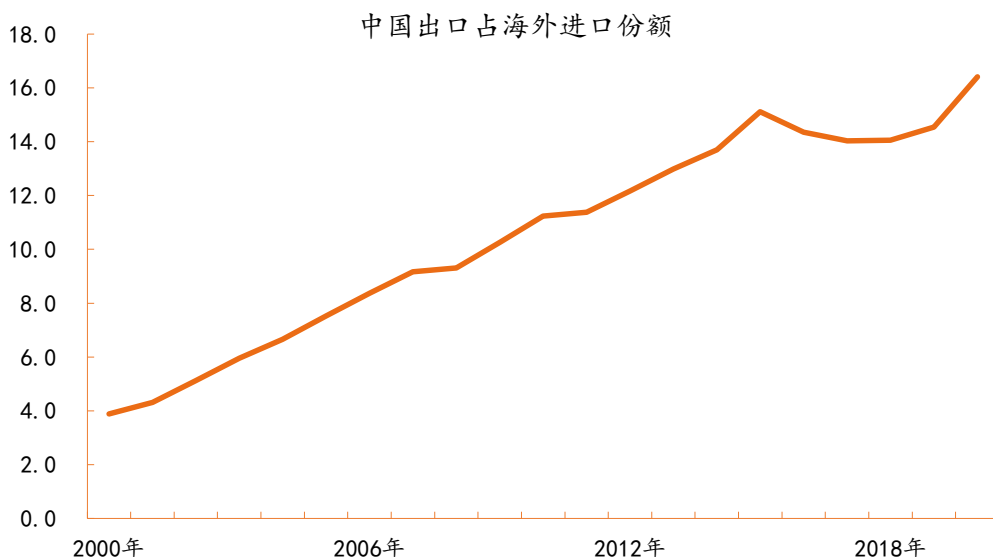
首先，从过去几年的情况来看，中国出口占海外进口的份额一直稳定在 14.4% 左右。在 2000 至 2014 年之间，这个份额年均变动在 0.7% 左右。因此，即使在中国出口大发展的时期，出口份额不会出现大幅变动。

往后看，参考美国、日本和韩国的情况，这个份额可能还会趋势性缓慢上升。这是因为，一方面，中国的 2020 年相当于日本的 1980 年，韩国的 2000 年；日本份额在 1980 年之后，韩国份额在 2000 年之后都还在缓慢上升。另一方面，中国份额的峰值应该和

美国的峰值接近。

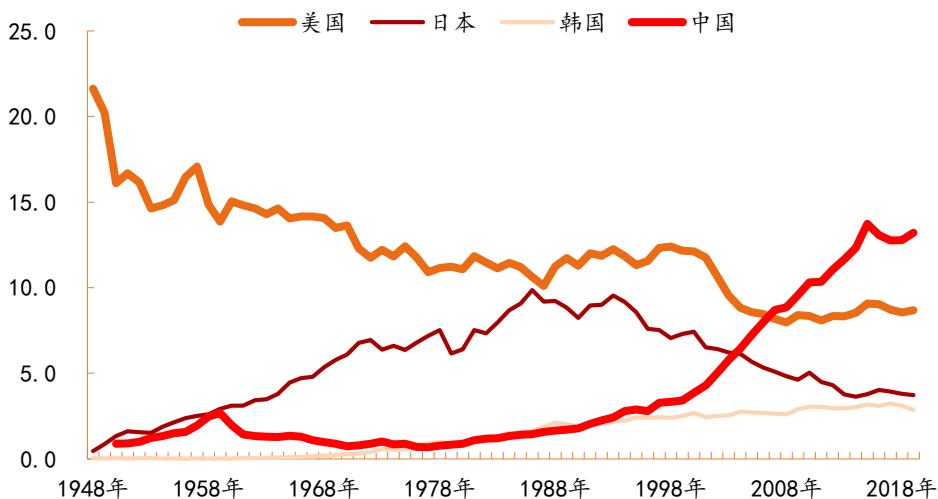
因此，我们假设当疫苗使得全球经济恢复正常之后，中国占比的数值在 $14.4\%+0.3\%=14.7\%$ 左右。

图 6：中国出口占海外进口份额（%）



资料来源：Wind，首创证券

图 7：各国出口占全球出口百分比（%）



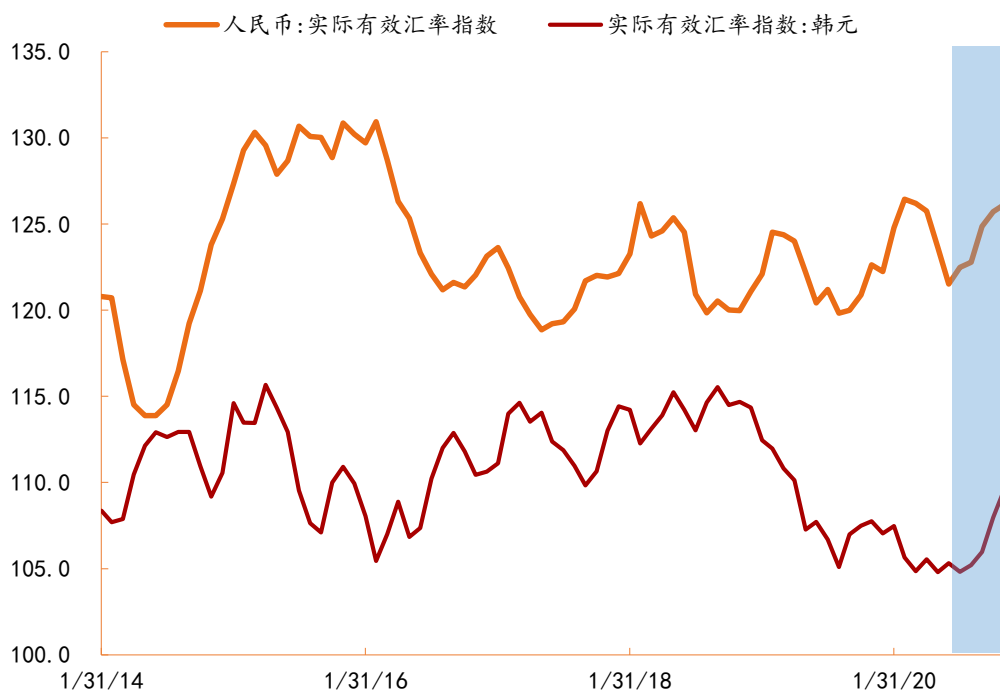
资料来源：Wind，首创证券

2.2.2 人民币汇率变动的影响

2020 年下半年，由于疫情管控更为有力，东亚地区特别是中国、韩国和中国台湾的生产受损较小，汇率均明显升值，且幅度相当。但随着全球其他国家生产的逐步恢复，

相对优势逐渐减少，这些国家和地区的汇率很可能在 2021 年一季度左右冲高回落。

图 8：人民币与韩元均明显升值



资料来源：Wind，首创证券

观察过去几年人民币实际有效汇率的走势，基本维持在区间震荡的态势。因此，我们认为人民币实际有效汇率可能也将冲高回落，并不会趋势性的上升。

以往汇率和出口数据之间的规律显示，汇率升贬与出口相关性较强，且弹性大致为 1 左右，因此，我们把这个规律做一个简单的线性外推，假设弹性保持在 1 左右。

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_47

