

出口冲击对国内流动性影响的推演

——宏观流动性分析

宏观摘要

出口作为推动我国经济增长的三驾马车之一，有不可或缺的地位。近 20 年来中国出口经历从加入 WTO，打开国际市场的高速发展；到全球外贸局势低迷，国内要素竞争力逐渐丧失的转型期，我国经济发展变化与出口密不可分。2015 年开启的供给侧改革推动出口结构转型，部分缓解出口低迷局势。

出口贸易额直接影响央行资产负债表中的外汇占款，对国内流动性产生影响。由于出口涉及外汇结算，当净出口额上升时，央行与企业通过换汇使央行外汇占款增加，国内货币供应量增加。央行向商业银行投放货币流动性，商业银行再通过贷款等方式投向实体经济，完成货币流动性传导。

出口放缓短期难改，央行可以通过加大宽松货币政策刺激维持流动性稳定。全球经济处在下行周期，外需疲软，国内要素优势逐渐丧失。在出口产业转型提升要素优势的同时，央行需通过公开市场操作、再贴现、降准、降息等逆周期宽松政策刺激内需，帮助过剩产能内部消化同时维持国内流动性稳定局势。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

疫情阴霾流动性宽松到几何？——
宏观观察专题报告

2020-02-06

序

经济学中，中国经济增长的“三驾马车”是投资、消费和净出口。从支出角度来看，GDP 是最终需求——投资、消费、净出口这三种需求之和。其中：

投资：主要是指固定资产投资；

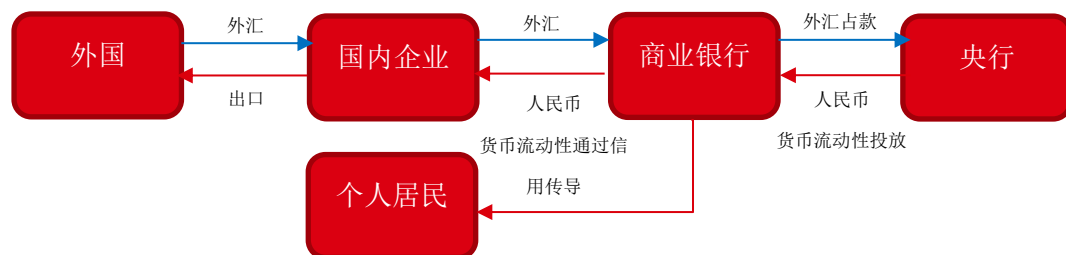
消费：表示本国居民的内部需求；

净出口：表示外部需求。

我国在 1997 年至 2012 年对进出口企业实行强制结售汇制度，当企业出口总体超过进口时，就有很多外汇收入流入国内外汇经常帐项目，此时央行会强制将外汇兑换成人民币，表现形式是外汇占款增加，同时国内人民币供应量增加。强制结售汇制度在 2007 年后放宽、2012 年退出历史舞台，企业可以选择保留外币在外汇账目上或选择随时兑换成人民币。当企业需要资金流或人民币升值时一般会选择换汇使国内人民币供应量增加。总体来说，出口是我国经济发展的重要支柱，并且对国内人民币流动性产生重要影响。

本文主要研究出口对于中国经济及国内流动性的影响。

图 1： 出口对流动性的影响传导图



数据来源：华泰期货研究院

中国外贸进出口结构变化

“净出口是出口额减进口额的差额项，当出口额大于进口额时产生贸易顺差”

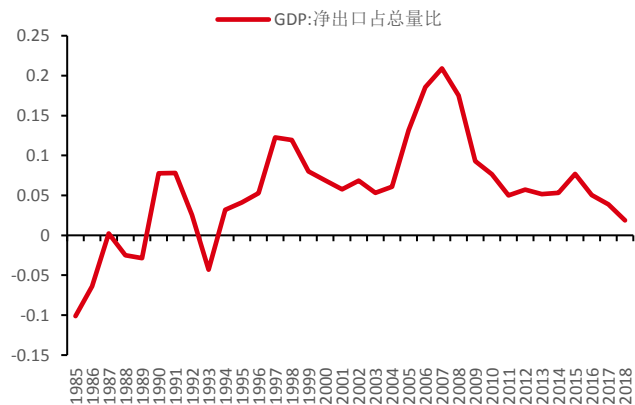
2010 年前的净出口

由于我国人口众多、劳动力价格低廉，多年一直保持世界劳动力密集型出口大国地位。

观察净出口对 GDP 的贡献可以发现，2000 年前外贸出口处于逐步增长中，总量在 GDP 中的占比逐渐走高，对 GDP 的贡献率也基本为正。而外贸出口的发展在 2001 年中国加入 WTO 后达到顶点，2004 年后中国逐渐享受到加入 WTO 的红利，净出口对 GDP 增长的贡献率连续三年为正，且达到 10% 以上。

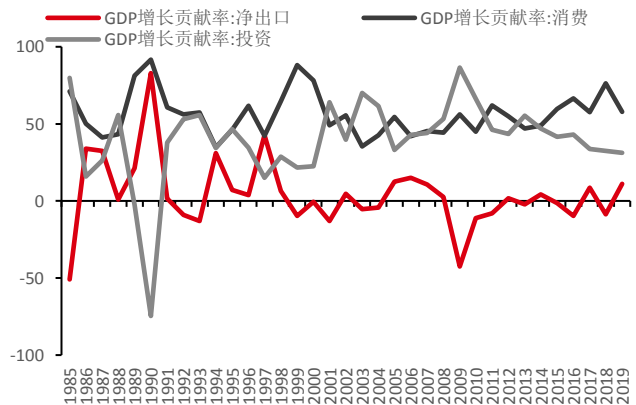
此后，在 2007 年至 2009 年受到美国次贷危机的影响，全球经济低迷，外部需求下降，净出口对 GDP 的贡献又正转负，对经济产生负面影响。2009 年后，全球经济局势基本恢复平稳，贸易差额对 GDP 影响维持稳定，贡献率正负相间。

图 2: 净出口占 GDP 比在 2007 年达到顶点后下行



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 3: 净出口对 GDP 贡献率在 2000 年后正负交替



数据来源: WIND 华泰期货研究院

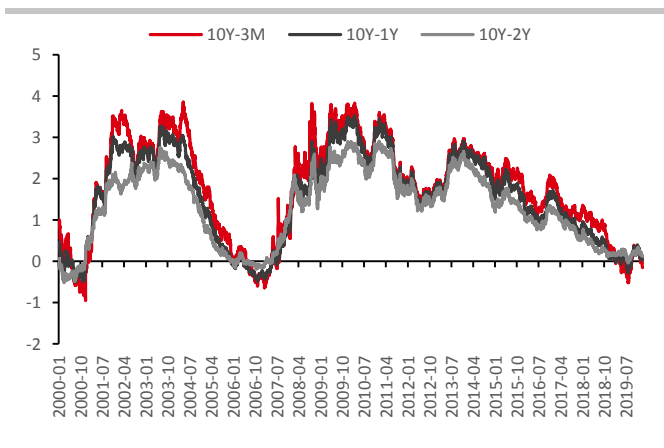
2010 年至 2015 年的净出口

虽然净出口对 GDP 的影响近年趋于平稳，但观察进口与出口同比增项可以发现 2010 年后中国进出口同比增长持续下滑并在 2014 年开始由正转负。

从供需角度分析，由于全球经济整体放缓，进入低速增长区，外部需求减少，贸易摩擦加剧；同时中国传统要素优势成本丧失，供给成本边际走高，竞争力下降。全球经济开启下

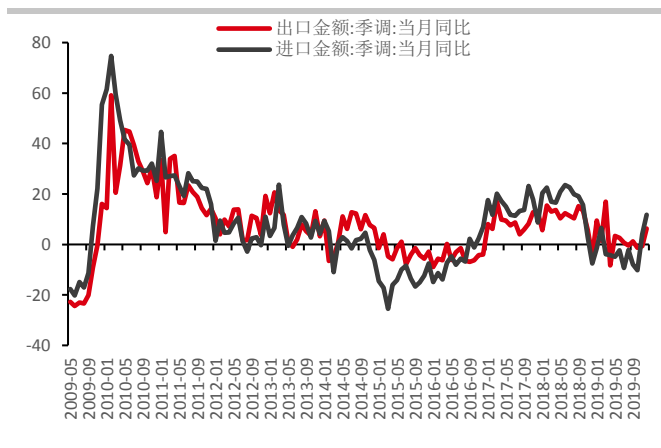
行周期，欧洲自 2010 年欧债危机后经济持续低迷，为了刺激消费，改善经济于 2011 年开启负利率时代。而中国劳动力成本上升，市场竞争加剧，出口份额被分散。因此，中国在 2015 年提出供给侧改革，推动我国出口贸易转型升级，调整供给结构，去除多余产能。

图 4： 美债长短期利差走势是衡量美国与世界经济的重要指标，2012 年后全球经济开始走弱



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 5： 中国进出口额自 2010 年后逐年下滑，至 2014 年进入负区间

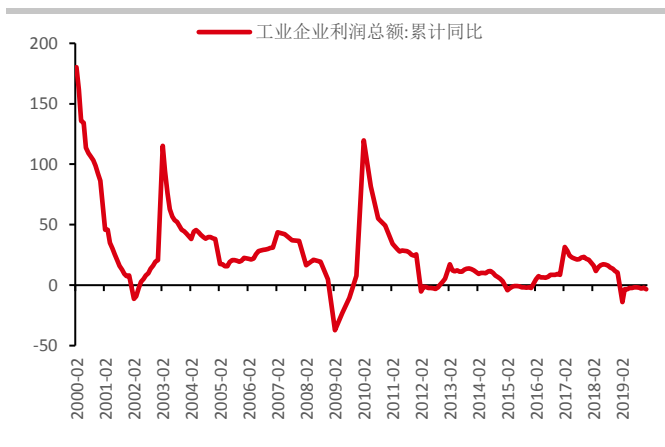


数据来源：WIND 华泰期货研究院

供给侧改革下的净出口

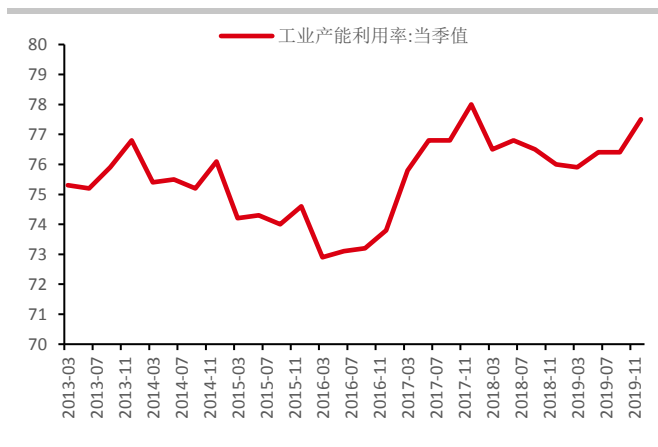
供给侧改革主要内容为“去产能、去库存、去杠杆”和“降成本、补短板”，希望借此实现经济的结构优化和提质增效。“三去”主要减少低端供给和无效供给，加速过剩产能出清，改善供求关系；“一降一补”为了引导资源配置到创新型生产活动中，优化产业结构，将宝贵要素资源合理配置。观察工业企业利润同比走势可以明显发现，2010 年后企业利润大幅下降，甚至在 15 年同比由正变负。受供给侧改革红利影响，在 17 年后企业利润出现回暖，同比回升至 20% 左右。与此同时在 17 年至 18 年工业产能利用率提升，从 2016 年第二季度的 72.9% 反弹至 2017 年四季度 78%，创 5 年新高。同时由于供给侧改革大力优化产业结构升级，力求改善一般产品相对过剩与技术含量高、附加值大的产品短缺的局面，高新技术产品与复杂工艺产品出口同比在 17 年至 18 年回升明显。但 2019 年由于全球贸易局势动荡，中美贸易战白热化，中国进出口发展再次受限。

图 6: 2010 年后工业企业利润出现下降趋势,至 2017 年后小幅回升



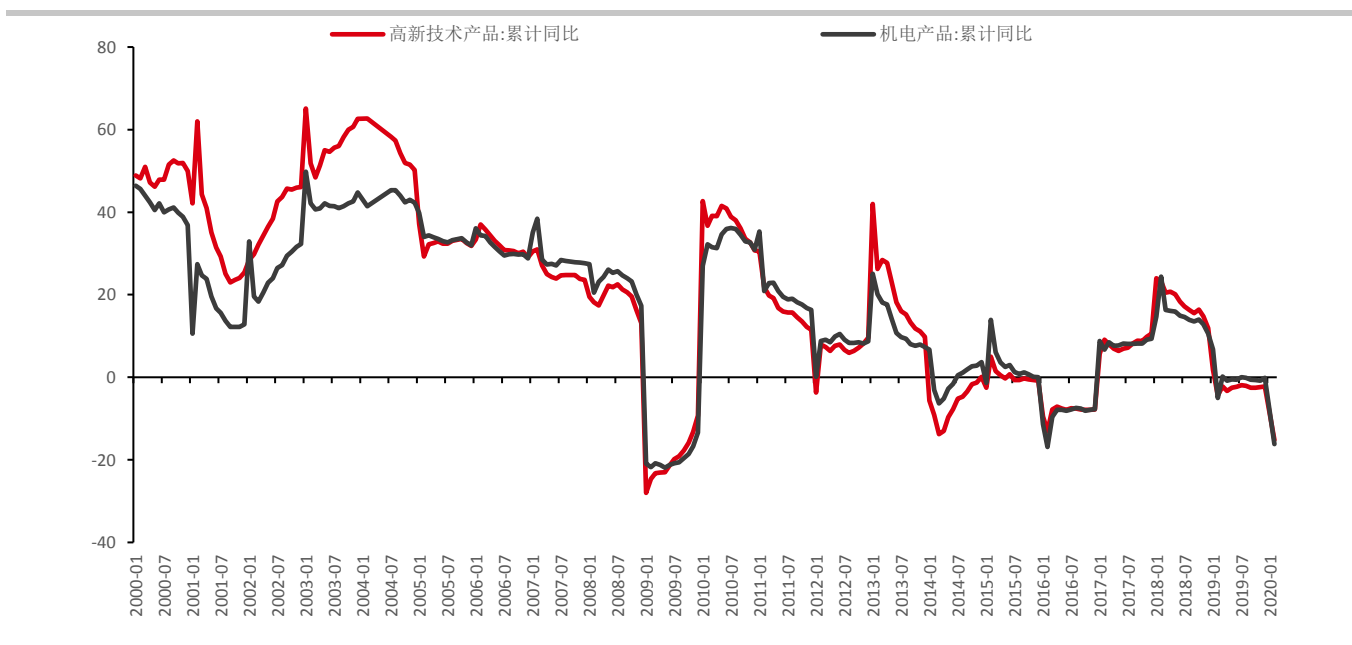
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 7: 2017 年后工业产能利用率出现明显回升



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 8: 2017 年后受供给侧改革影响, 高新技术产品和制作较为复杂的产品出口同比略有回升



数据来源: WIND 华泰期货研究院

外贸出口对国内流动性的影响

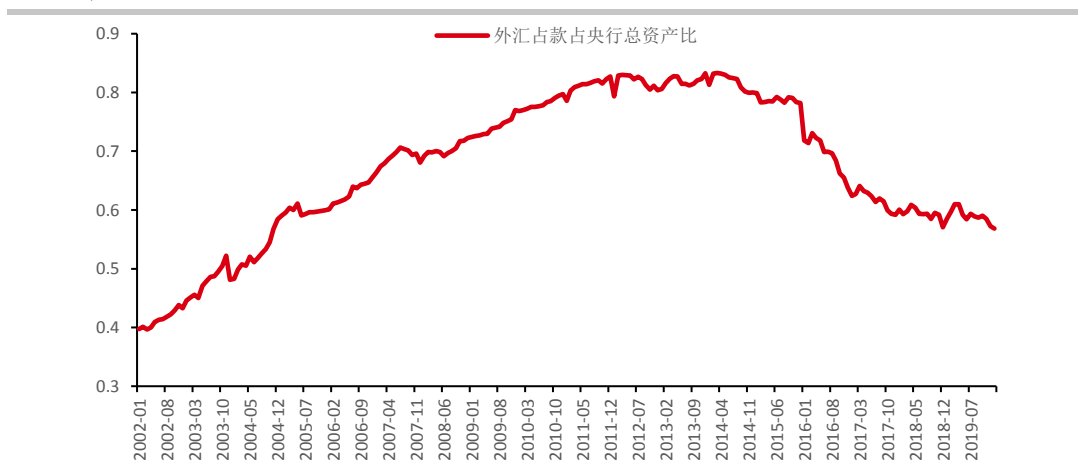
为了更好地分析国内流动性，首先了解央行货币投放的主要方式：

1. 包括回购、SLF、MLF、TLF、PSL 等的公开市场操作；
2. 对商业银行等金融机构的再贴现；
3. 通过购买外汇、黄金、白银等储备资产而投放的基础货币；
4. 降准&降息；

前三种货币投放方式基本构成了央行“资产负债表”的资产部分。根据数据可以发现，从中国加入 WTO 后，2004 年起外汇占款金额就占据央行资产超过 50%，且由于出口贸易高速发展占比继续走高，直到 2014 年左右到达顶峰，占比超过 80%。2015 至 2016 年进出口贸易低迷叠加强制结汇制度取消，外汇占款与央行总资产比逐渐回落，直至 17 年供给侧改革对出口红利显现后趋于平稳，维持 58% 左右。因此，外汇占款变化量对货币流动性产生巨大影响。

央行通过控制货币总量间接调节经济。在二级银行体制下，央行通过货币政策向商业银行投放货币流动性，同时商业银行在央行账户存放存款准备金；银行再通过发放贷款等形式将货币转化为信用传导给居民或企业，通过派生方式在实体经济中进行流通。对于实体经济中流通的货币用货币供应量指标来进行测量，由于广义货币供应量（M2）是指流通于银行体系之外的现金加上企业存款、居民储蓄存款以及其他存款，包括了一切可能成为现实购买力的货币形式，因此视作最重要的调控指标。

图 9： 04 年后外汇占款占央行总资产比超 50%，购买外汇是央行投放流动性的主要方式
单位（%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

由于外汇占款变化量主导央行基础货币投放量的变化，因而外汇占款的变化也将对实体经济中货币供应量产生影响。根据分析可以发现，**外汇占款与货币供应量（M2）呈现强正相关关系，且外汇占款变化略先行于 M2 变化**。21 世纪以来，由于我国出口高速发展，外汇占款催生的大量基础货币投放导致货币超发，同时加大了国内“输入性通胀”的压力。观察货币供应量与 GDP 增长比值可以发现，在 2000 年前比值已经破 1 并呈现高速发展状态直至 08 年金融危机导致小幅下降。2011 年后金融危机结束比值继续上涨，在 2015 与 2016 年迎来新高，后小幅回落。货币超发使大量货币流动性投向商业银行，导致实体经济流动性总体过度宽松，形成资产泡沫，增加系统性金融风险，导致经济过热。

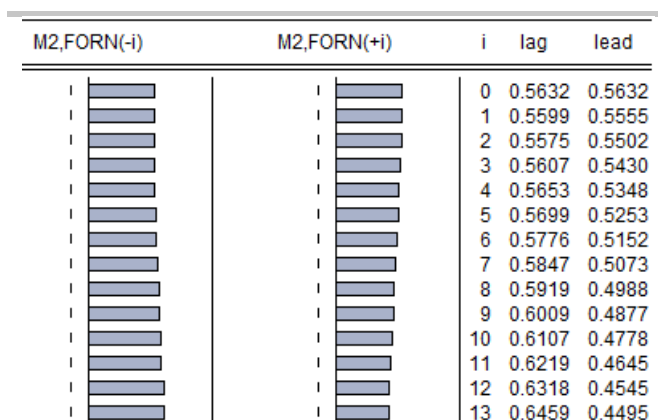
观察 M2 同比趋势可以发现，2010 年后，由于外部需求低迷，越南、印尼等国家具备劳动力成本更低的优势，使我国传统制造业出口产品竞争力下降，导致出口减弱，外汇占款下滑趋势明显，M2 同比增量也出现回落，从 2010 年的 15% 左右回落至 8%。M2 同比增速下行表明货币市场流动性有向紧趋势，对经济将会造成负面影响。

图 10： 外汇占款对货币供应量（M2）的影响



数据来源：中国人民银行 WIND 华泰期货研究院

图 11： 外汇占款与货币供应量（M2）有强正相关性



数据来源：EViews 华泰期货研究院

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_6425

