



李奇霖：出口将维持韧性



文/意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐 殷越

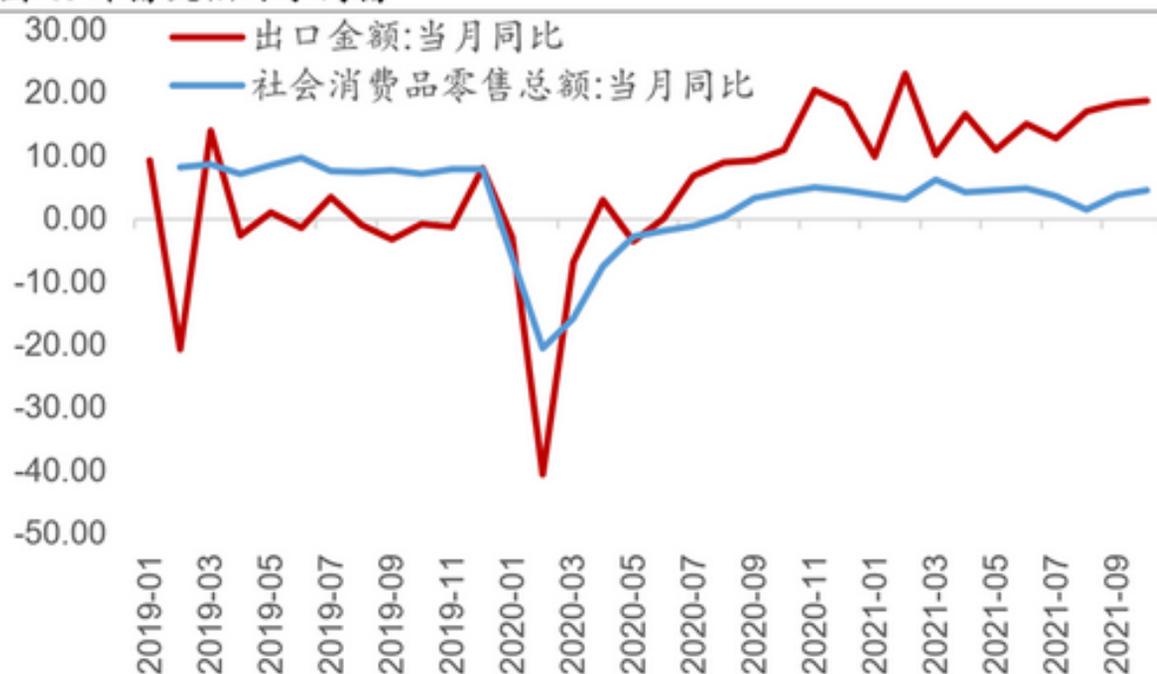


01

出口的韧性来源

2020年以来，受益于海外疫情持续反复、供应链修复缓慢、海外央行放水等，出口成为了中国经济中表现最为亮眼的一项。2021年10月出口累计增长32.3%，两年平均增长15.1%，大幅高于其他分项的同比增速。

图 1. 外需大幅好于内需



资料来源: Wind, 红塔证券 (注: 2021 年数据使用两年平均同比增速)

那么, 为什么出口成绩如此亮眼呢?

对于出口的分析, 我们可以将其拆分为这么几个角度, 一是中国的出口份额占比; 二是全球的总需求情况。

前者主要考虑的是中国在全球产业链中的定位和竞争优势; 后者主要的影响因素则是全球的经济修复情况、财政货币刺激力度等。

在 2020-2021 年, 这两项对中国的出口都形成了明显的支撑。

先来看份额占比。

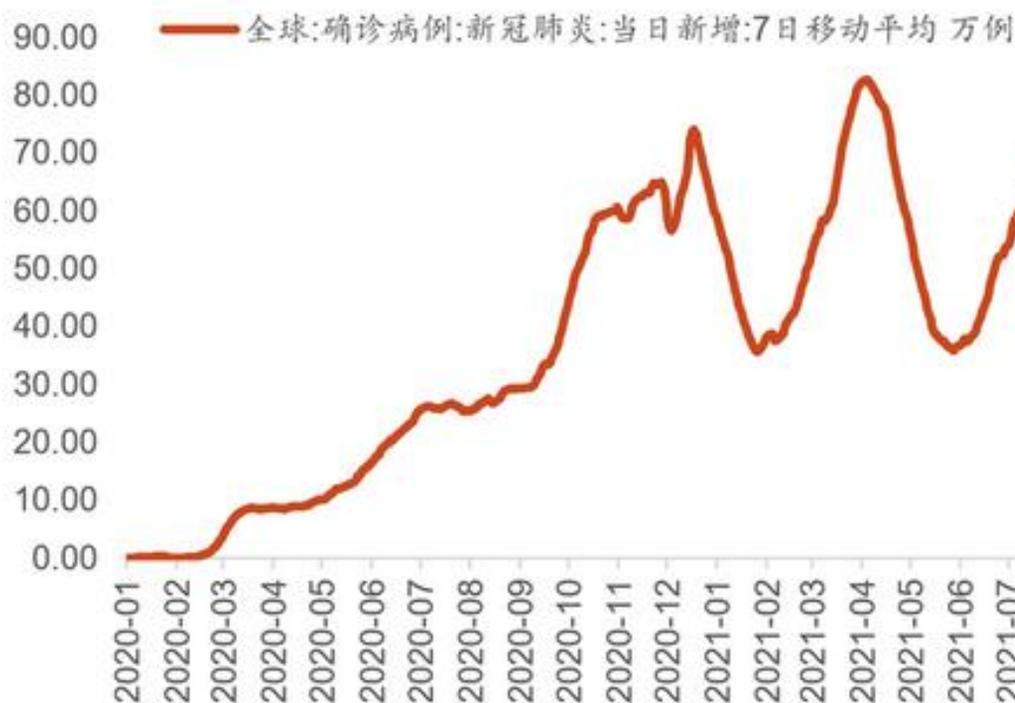
在疫情的冲击下, 全球大部分国家的生产按下了暂停键。发展中国家主要是因为疫苗接种率低, 疫情的多次反复抑制了当地生产能力的修复。而且全球化分工模式下, 很多发展中国家只承担着生产链中的一部分职责,

这使得疫情对他们的影响会更加明显。

但是，中国最先保住的是生产端，受益于政策的严防死守，国内只出现了几次零星的小规模疫情，对生产影响不大。

全球分工的模式对中国虽然也会造成影响，但是要知道，中国目前是全球唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。完善的工业产业一方面使得中国受海外疫情的影响相对较小；另一方面这反而还是一个机遇期，以前国内企业要和海外厂商一起争夺国内外的市场份额，现在海外生产跟不上，中国进口替代行业就迎来了一个快速发展期。

图 2. 多次反复的疫情



资料来源: Wind, 红塔证券

发达国家虽然疫苗接种率会高一些，受疫情的影响会小一些。但是受此前财政货币刺激政策后遗症的影响，劳动力市场出现了居民就业意愿低，

部分劳动力提前退出等现象。缺乏劳动力成为了制约生产能力修复的主要因素。这一点我们会在下面进行进一步分析。

简单来说,就是在全球疫情多次反复的情况下,海外供应链稳定性弱,修复缓慢。这就使得这些发达国家的进口主要依赖于产业链齐全、生产能力强的中国。

可以看到,2020年以来,中国出口占全球出口的比重出现了明显的回升。按照WTO的统计口径,2020年中国出口占全球出口总额的比重达到了14.7%,相比于2019年提高了1.6个百分点。

2021年我们以中国占31个国家(有公布数据)的数据为例,可以看到2021年中国出口的占比依旧明显高于疫情前水平,并且前8个月的占比比2020年还提高了1.2个百分点。

图 3. 中国出口维持韧性



资料来源: Wind, 红塔证券(样本为: 中国、欧盟27国、美国、日本、英国)

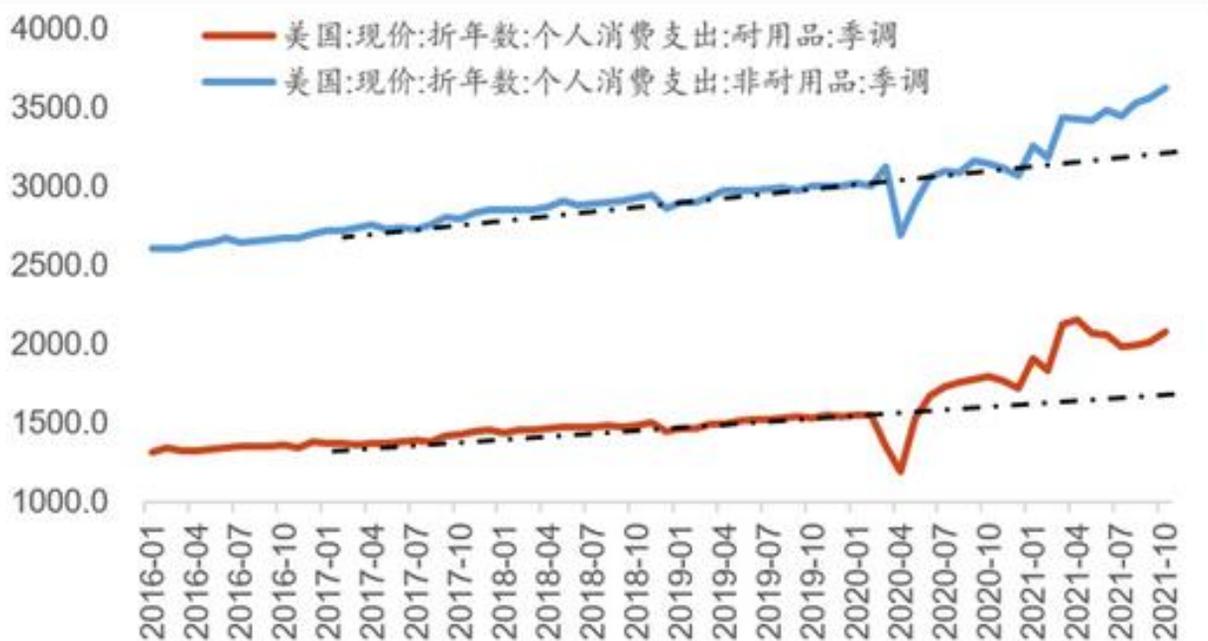
再来看一下总需求。

疫情之后，与中国保生产的做法不一样，海外优先保的是需求端。以美国为代表的大部分海外国家开启了财政赤字货币化之路。

以美国为例，美联储印钱买美债，财政拿到钱之后再以财政转移支付等方式（比如失业救济金、援助贷款等）给居民和企业发放各种福利。

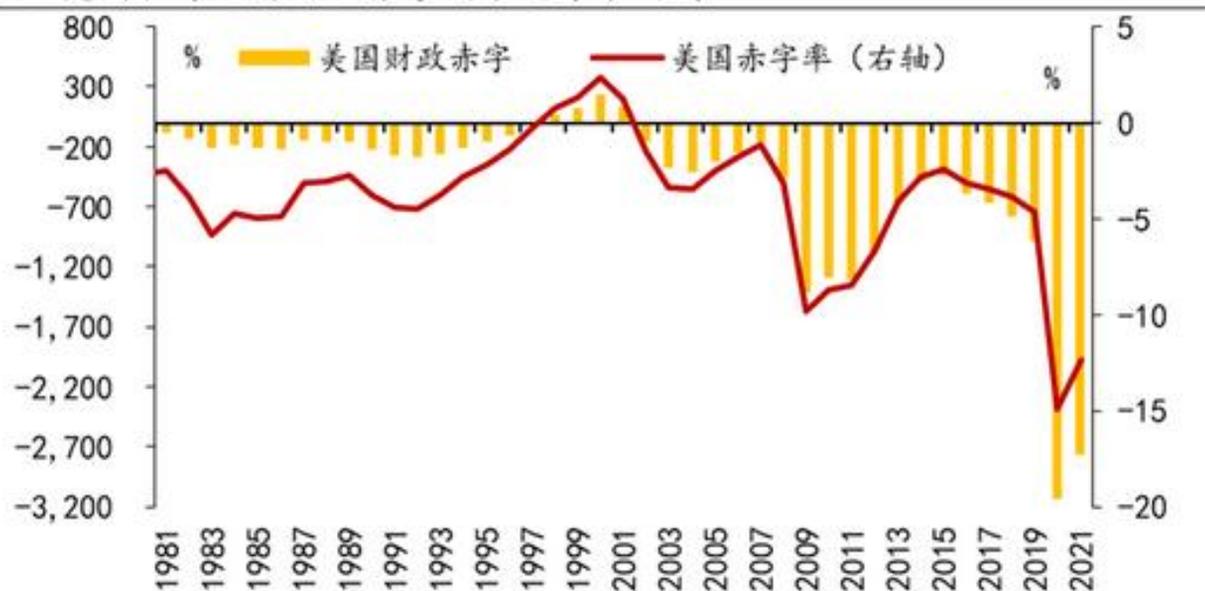
通过这样的方式，美国居民和企业的资产负债表在疫情下维持了韧性，居民收入不跌反涨，需求十分旺盛。与之对应的是美国财政赤字规模的飙升和美联储大幅扩表。

图 4. 美国耐用品消费大幅上行



资料来源: Wind, 红塔证券

图 5. 美国联邦政府财政赤字创下近年来新高



资料来源：Wind，国会预算办公室，红塔证券

图 6. 美联储大规模扩表



资料来源：Wind，红塔证券

除了终端消费维持韧性之外，海外生产的缓慢修复还带动了我国中间品出口的回升。

此前市场担心的一个点是随着疫情影响的逐渐减弱，海外生产修复，供需缺口收窄，从而对中国出口产生一定的负面影响。

但是生产修复是一个过程，在修复期其对中间品的需求反而会对中国出口形成支撑，可能需要生产快修复好了，才会和中国形成一个竞争。

体现在今年的出口数据上，就是随着海外复产复工的推进，中间品比如专用设备等的出口出现了明显的回升，成为了出口的重要推动力。

图 7. 专用设备出口增速维持高位



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_30125

