



靳毅：2022 年，中国出口是否 会再超预期





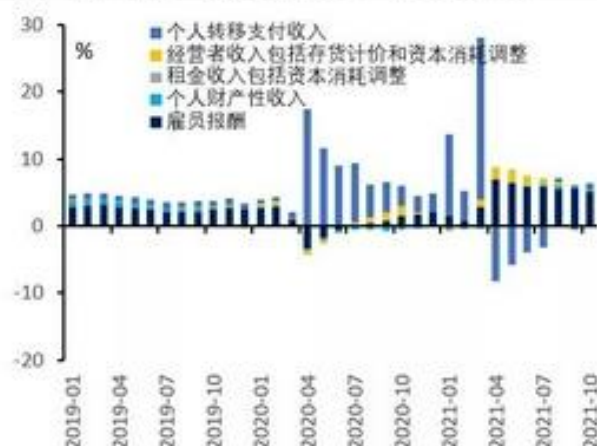
今年三季度以来，中国出口增速反弹引发了市场关注。虽然本轮出口反弹，主要由商品价格涨价因素推动。但是单看出口的量，也表现出了超预期的韧性。此前有一些市场观点认为：随着美国等发达国家疫情补贴的结束，当地居民转移支付收入下滑，带动居民总收入增速回落，最终会传导至消费端，加大发达国家外需下行压力。

图 1: 二季度以来, 中国出口“量”反而回升



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 美国“个人总收入”各部分对于同比增速的贡献, 今年以来“转移支付收入”增速大幅下降



资料来源: Wind、国海证券研究所

但这无法解释, 为何三季度以来中国出口的数量指标不降反升。当然, 东南亚国家疫情全面暴发, 促使海外订单回流, 是支撑中国出口的一个短期逻辑。但从中期来看, 我们认为还有一个重要因素——那就是美国等国家的补库需求正在上升。以美国为例, 有关库存的数据, 我们可以观察美国商务部统计的“库存总额”, 其中包含了制造商、批发商、零售商三项库存数据。其中, 制造商、批发商库存增速高度一致, 且与中国对美出口相关性较强; 而零售商数据则与中国对美出口相关性较弱。关于这一结论, 可以观察 2016 年美国库存周期对中国出口的影响。彼时制造商、批发商库存下降而零售商库存上升, 结果中国对美出口增速下降, 反映出中国对美出口受零售商、批发商库存周期的主导。接下来, 我们以美国制造商库存数据为代表进行分析。当前, 单从数字上来看, 无论是增速还是金额绝对值, 美国制造商库存已经超过疫情前的高点, 本轮美国补库周期似乎已经见顶。

图 3: 中国对美出口三受制造商、批发商库存周期影响



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 制造商库存金额及增速已经见顶



资料来源: Wind、国海证券研究所

但我们认为，本轮美国库存数据的见顶，主要由“价”来贡献——今年以来全球大宗商品普涨，推升了制造商库存名义金额数据。而从“量”上来看，当前美国制造商库存仍没有达到顶点。这一结论，可以通过美国实际GDP中“私人存货变化”一项进行佐证，今年上半年，美国私人存货变化（不变价）对GDP的环比贡献为负、绝对金额为负，反映出当时美国总体仍在去库周期当中。

图 5: 上半年私人存货 (不变价) 环比为负



资料来源: Wind、国海证券研究所

1、如何计算美国库存的“量”？

然而可惜的是, 美国经济分析局统计的“美国私人存货变化 (不变价)”虽然可以精确地把握美国库存总体量的变化, 但其为季度数据 (与 GDP 一同公布)、频率较低, 且并没有进行行业细分, 所以我们还需要从“制造商库存”数据入手。

由于“制造商库存”数据按照 NAICS 标准进行行业分类, 与 PPI 行业标准相同, 所以我们尝试以美国 PPI 作为“价”的指标, 并从各行业库存名义数据中剔除“价”的因素, 最终得出“量”的数据。

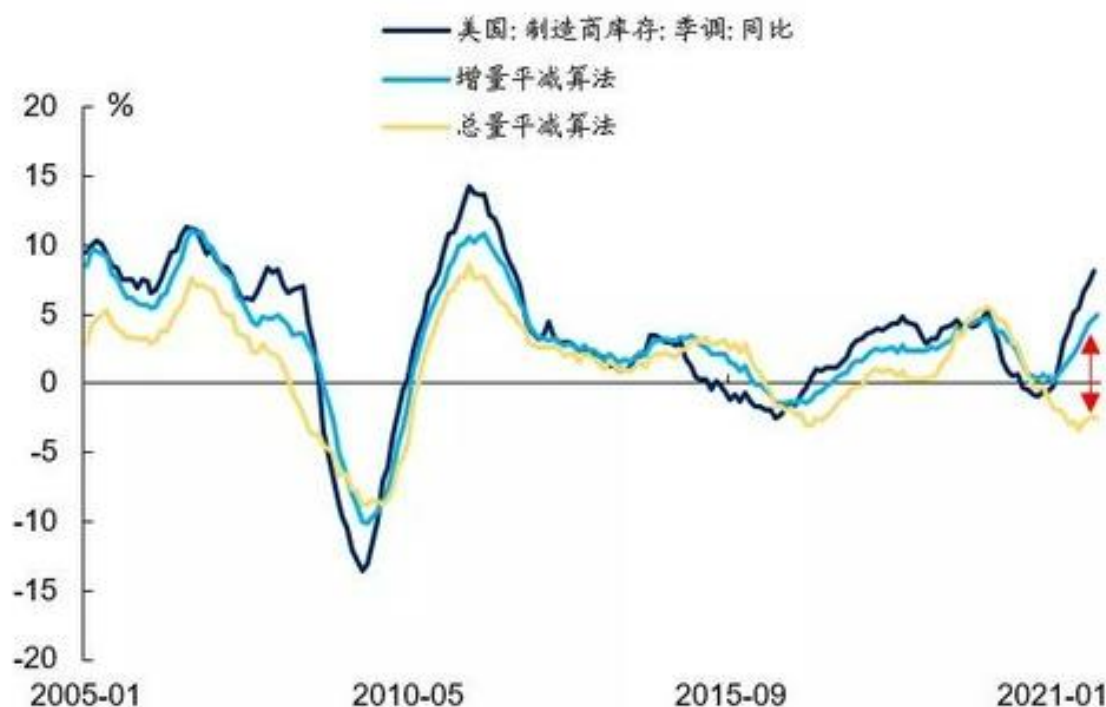
如何剔除“价”的因素? 我们在此提出两种方法: 一是“总量平减

法”，将当期的制造商库存名义数据除以当期 PPI，隐含假设是“制造商会以 PPI 价格全部替换当期所有库存”，此种算法会过大估计价格因素对库存数据的影响；二是“增量平减法”，即将制造商库存名义数据的环比增量除以当期 PPI，再将各期进行累加。隐含假设是“制造商仅会以 PPI 价格补充（或去除）当期增量库存，历史库存仍以过去的 PPI 价格计算”，此种算法会过小估计价格因素对库存的影响。通过上述两种算法计算 NAICS 中每个行业库存量的数据，再进行加总之后，我们即可得到美国制造商总体库存量数据。由于 2021 年 PPI 涨价过快，两种算法得出的美国真实库存量数据差异较大。

按照最为保守的“增量平减法”来看（过小估计价格因素，过大估计本轮库存量），本轮美国补库周期从 2021 年 1 月开启，当前美国库存量增速刚刚达到上一轮高点。

而按照激进的“总量平减法”来看（过大估计价格因素，过小估计本轮库存量），本轮美国补库周期从 2021 年 6 月开启，目前距离补库顶点还有较远距离。

图 6：真实美国库存量数据，介于两种算法之间



资料来源：Wind、国海证券研究所

真实的美国库存量数据，应该介于两种算法之间。结合 GDP 中“私人库存变化”数据来分析，我们判断本轮美国补库周期应该开启于今年二季度，当前正在补库周期途中。这也可以解释，为什么中国出口量数据在 7 月份后出现反弹。

2 美国补库对中国出口有何影响？

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_30391

