



王涵：下阶段中国出口驱动力来自何方



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵等



投资要点

2020 年新冠疫情以来,外需一直是中国经济的重要支撑。我们自 2021 年 2 月 3 日报告《2021 年疫后出口的逻辑与受益链条——来自千万量级海关商品出口大数据的证据》以来对贸易大数据进行持续追踪。

近期,美国基建计划出炉,东南亚疫情蔓延影响产业链,我们进一步将贸易大数据研究范围拓展到全球,试图回答以下几个主要问题:

当前中国贸易处于什么阶段,中国出口后续如何展望? 新冠疫情以来,中国出口的主要拉动逐渐从“防疫品”转向“消费品”再转到“中间品”,反映了贸易逻辑从“防疫”到“美国财政刺激”再到“产业恢复”的变化。正如我们在前期报告《2021 年疫后出口的逻辑与受益链条》和《内需转弱

后，外需能否接棒支撑经济？》中所分析的，上半年美国财政刺激对商品需求已有所透支，中国出口增速可能“上半年持续超预期，下半年逐渐回落”，目前已在逐渐落地。7 月份以来，中国出口中消费品的拉动逐渐减弱，中间品和资本品的拉动也呈现边际放缓的趋势，下半年出口或继续回落。

美国财政刺激的效果消退了吗？疫情以来，美国三轮财政刺激拉动了全球消费品贸易的复苏。而 2021 年以来，美国消费品进口增速有所放缓，年中期资本品和中间品的贸易增速明显加快，显示美国财政刺激效果已逐渐消退，而工业生产逐渐恢复。

拜登基建计划影响几何？2021 年 8 月 10 日，美国参议院通过 1.2 万亿美元基建计划，其中 5500 亿美元为新增基建支出，且侧重传统基建。该部分基金对美国经济的直接拉动效用以及对外的外溢性偏弱。而民主党将 3.5 万亿美元后续基建计划与 2022 财年预算决议案捆绑推进，该部分财政计划如果落地，可能拉动新能源贸易和经济上升。但该计划与企业加税相捆绑，实际效果仍然存疑。

近期东南亚疫情反复，对贸易影响多大？前几轮美欧疫情反复的过程中，亚洲整体受影响相对有限。2021 年 6 月中旬以来，Delta 变种病毒的快速传播，东南亚成为新“震中”且死亡率明显高于美欧，对东南亚经济活动带来明显拖累。往后看，海外的疫情意味着全球产业链对中国的高依赖度依然会维持，但短期可能将对中国相关产业链生产和贸易产生拖累，

加大下半年中国出口增速回落压力。

风险提示: 疫情的不确定性, 国内外经济形势及政策调整超预期变化。

2020 年新冠疫情以来, 外需一直是中国经济的重要支撑。我们自 2021 年 2 月 3 日报告《2021 年疫后出口的逻辑与受益链条——来自千万量级海关商品出口大数据的证据》以来持续对贸易大数据进行追踪。基于对美国财政刺激透支商品需求的分析, 我们对中国出口增速做出“上半年持续超预期, 下半年逐渐回落”的判断, 目前已在逐渐落地。

近期, 美国基建计划出炉, 东南亚疫情蔓延影响产业链, 这些宏观新变化对全球贸易有何影响? 在对中国贸易大数据研究的基础上, 我们进一步将贸易大数据范围拓展到美国和欧洲, 试图回答以下几个主要问题:

1. 按照我们疫情后全球贸易观察框架, 当前贸易处于什么阶段?
2. 从终端需求和中国份额的角度来看, 当前贸易环境有何变化?
3. 美国财政刺激影响消退, 基建计划影响几何?
4. 东南亚疫情反复, 对全球贸易影响多大?
5. 欧洲经济复苏对中国影响如何?
6. 大宗价格上涨, 会拉动资源国需求上升吗?

Q1: 以之前的框架, 当前贸易处于什么阶段?

下半年以来，中国消费品、中间品、资本品拉动均有减弱趋势。但整体来看，中国出口的逻辑从“防疫品”转向“消费品”再转到“中间品”。

图表 1: 2021 年下半年以来，消费品、中间品、资本品拉动均有减弱趋势

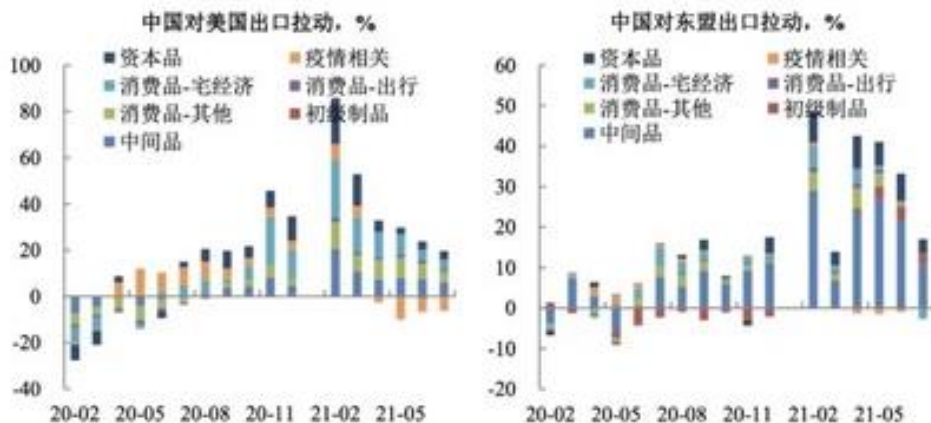
2021 年上半年，中国出口呈现消费品、资本品、中间品共振向上的趋势。然而，随着美国商品部门的逐渐透支和其他制造业国家生产的逐渐恢复，中国出口中消费品的拉动逐渐减弱，中间品和资本品的拉动在 7 月也呈现了边际的放缓的趋势。



数据来源：中国海关，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 分国家来看，中国对美消费品出口较快回落，对东盟中间品出口稳中有降

分国家来看，中国对美国出口以消费品为主，2021 年以来出口增速逐渐回落，其中居家经济相关消费品下降较快，出行相关消费品有所上升但规模有限。中国对东盟出口以中间品为主，上半年整体稳定，7 月份增速稳中有降。



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 中国出口的逻辑从“防疫品”转向“消费品”再转到“中间品”

整体而言，中国出口的逻辑自 2020 年以来逐渐从“防疫品”转向“消费品”再转到“中间品”，反映从“防疫”到“美国财政刺激”再到“产业恢复”的变化。

经济体	中国对主要经济体出口拉动较大的商品类别（BEC5 分类）		
	2020 年 2-3 季度	2020 年 4 季度	2021 年上半年
全球	防疫品>资本品>消费品	消费品>中间品>资本品>防疫品	中间品>消费品
美国	防疫品>资本品>消费品	消费品>中间品>资本品>防疫品	消费品>资本品>中间品
欧盟	防疫品>资本品	消费品≈资本品≈中间品	中间品>消费品>资本品
东盟	中间品>防疫品>消费品	中间品>消费品	中间品>消费品>资本品
韩国	防疫品>消费品	中间品>消费品	中间品>消费品
日本	防疫品	消费品>防疫品	消费品≈中间品

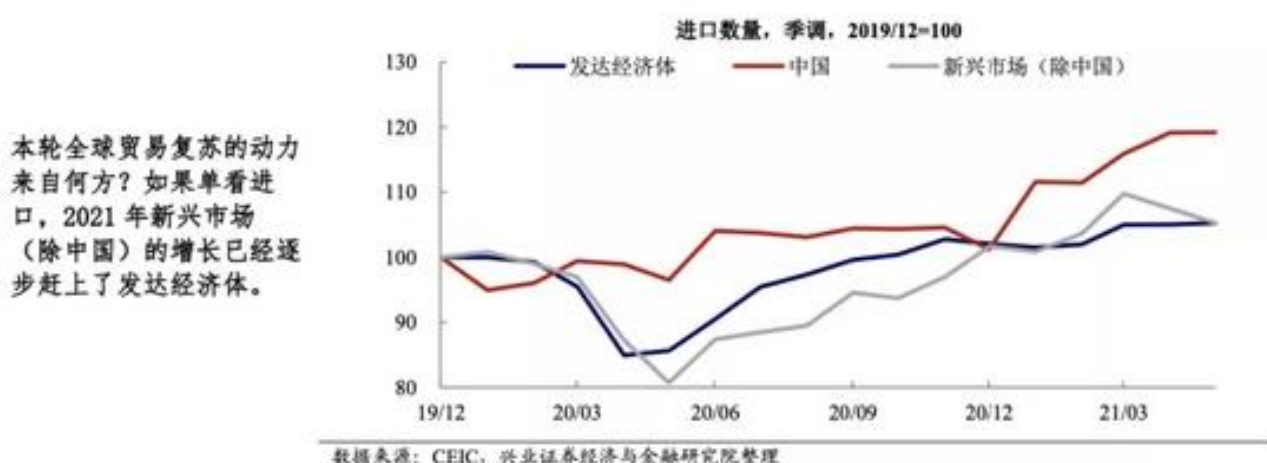
数据来源：中国海关，兴业证券经济与金融研究院整理

Q2：从终端需求和中国份额的角度来看，有何变化？

终端需求：随着本轮全球贸易回升的深化，我们提出一个新的框架，不从进口角度，而从贸易余额角度来判断全球需求的来源。因为随着全球贸易的恢复，新兴市场也提供了大量的需求，但这背后可能对应着新兴市场加工贸易的身份（出口多，也意味着进口多），而如果要判断终端需求仍需从贸易余额的角度出发，而从贸易余额的角度，发达经济体显然仍然是本轮终端需求的提供者。从这一框架出发，美国贸易余额已有边际放缓的迹象。

中国的份额：从各口径来看，今年中国份额均有下降，但仍高于 2020 年初的水平。今年发达经济体在出口份额中或企稳或有小幅回升。

图表 4：单从进口角度来看，新兴市场也提供了大量需求



图表 5: 但从贸易余额的角度来看, 美国明显为本轮全球需求的提供者

但这背后很重要的原因之一是新兴市场经济体是加工贸易经济体, 其大量出口背后往往对应着大量进口。

因此, 需求的提供仍需从贸易余额角度去看。而从贸易余额来看, 美国很显然仍然是本轮需求的主要提供者。



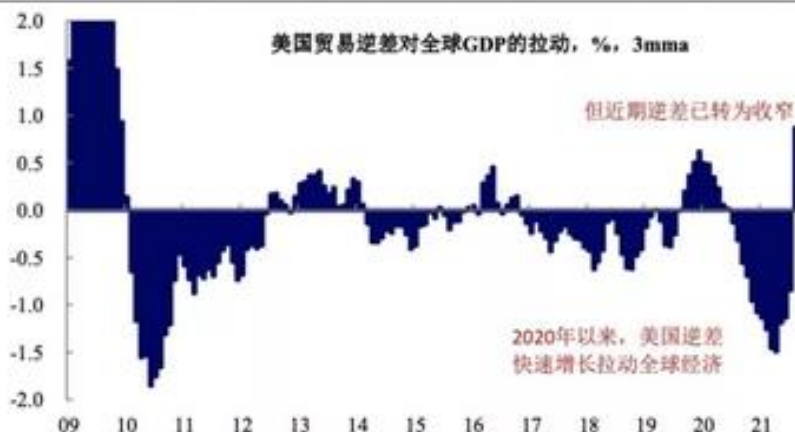
注: 上述经济体分类是对 112 个更新数据较快的经济体进行了区域分类, 商品出口国、东盟、拉美均未包含该区域的所有经济体, 其中商品出口国包括澳大利亚、印尼、阿塞拜疆、哈萨克斯坦等 18 个经济体, 根据 IMF 的标准划分, 其中剔除部分数据有缺失的经济体。

数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 贸易余额角度看, 本轮美国是全球需求提供者, 但近期逆差已转为收窄

从贸易余额的角度来看, 2020 年新冠疫情以来, 美国是本轮需求的主要提供者, 逆差扩大拉动全球经济的幅度与 QE1-3 时期相当。

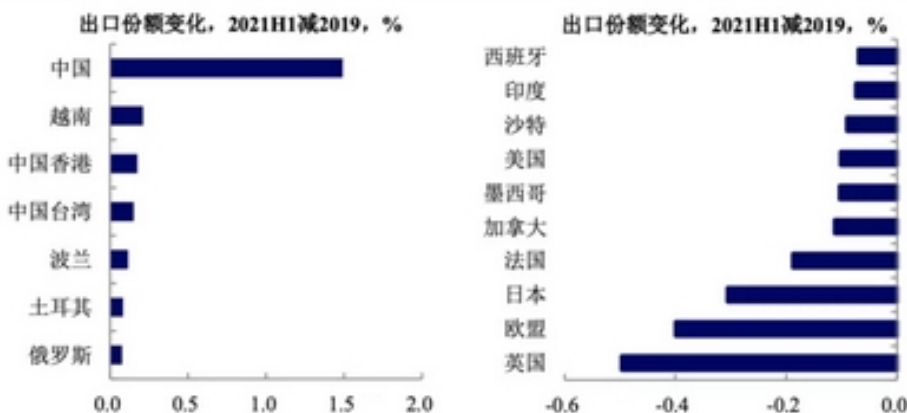
但随着财政刺激效果消退, 近期美国逆差已开始收窄, 或意味着贡献开始下降。



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 2021 年上半年相较 2019 年全球出口份额变化

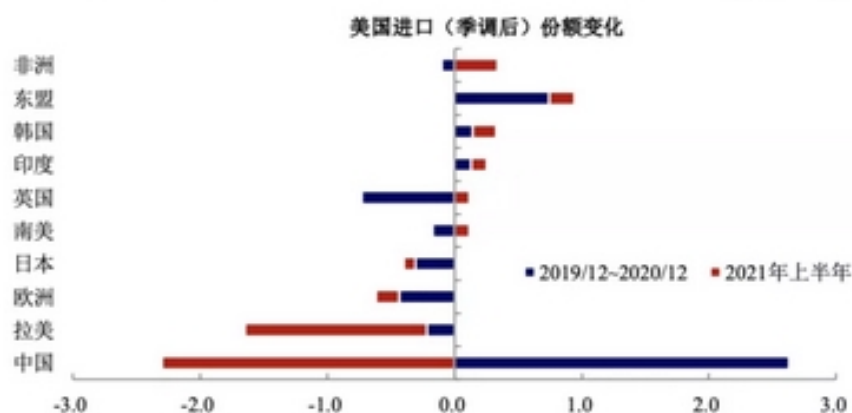
相较于疫情前, 中国出口在全球贸易中的市场份额快速扩大, 而日本和欧洲等贸易导向的发达经济体市场份额出现较快回落。



注: 全球部分经济体出口数据公布较晚, 使用已有数据
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 今年以来, 美国从发达经济体进口份额企稳或回升, 中国份额回落

2021 年上半年, 随着海外经济活动逐渐恢复正常, 美国自中国的进口份额已出现大幅下降, 从发达经济体进口的份额有所企稳或回升 (如欧洲企稳, 英国小幅回升), 自东盟的进口份额仍稳定。



数据来源: USITC, 兴业证券经济与金融研究院整理

Q3: 美国财政刺激影响消退,

基建计划影响几何?

美国财政刺激拉动了消费品贸易复苏。随着刺激效果逐渐消退, 2021 年年中美国消费品进口增速有所放缓, 而中间品明显加快。2021 年 8 月 10 日, 美国参议院通过 1.2 万亿美元基建计划, 其中 5500 亿美元为新增基建支出, 且侧重传统基建。疫情以来, 中国对美国出口基建和新能源产品增速上升。但当前中国对美国工程机械和金属原材料出口规模仅约 17 亿美元/月, 中国对美国新能源相关出口约 12 亿美元/月, 规模相对有限。

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_34724

