

出口景氣難以長期持續

- 2020年，我國以人民幣計價的出口全年同比增長4.0%，是主要經濟體中唯一實現正增長的國家。
- 疫情之下，我國與外部世界在經濟政策和防疫強度兩方面都形成鮮明的對比。政策上，歐美以支持居民部門為主，我國以支援實體企業為主；表現為歐美向居民派發現金，中國為企業減負讓利。從經濟運行的結果看，歐美家庭獲得現金資助，消費反彈強勁而企業生產受損；中國防控措施嚴厲有效，消費受損而企業生產強勁。如此，中國和外部世界在疫情期間構成了一種特殊的經濟關係：中國生產替代海外進口，海外需求向中國外溢。
- 進入2021年，隨著疫苗問世和大規模接種，全球經濟有望從低谷回升，中國生產的替代效應將逐漸消退。對那些疫情之下供給端受創的國家而言，經濟復蘇將首先表現在生產的恢復，受此影響，中國商品在全球出口市場的份額將逐步降低，回到疫情前水準。
- 另一方面，今年全球經濟和貿易活動有望回暖，“復蘇效應”將帶來出口市場蛋糕的擴大。我國儘管可能失去部分市場份額，但在今年的大部分時間仍將得益於全球貿易蛋糕的擴大，享受全球經濟復蘇帶來的外需增加。
- “替代效應”的回落與“復蘇效應”的提升，邊際上將決定未來中國經濟運行的形態。綜合來看，我國出口景氣最早可能在四季度，最遲明年上半年將出現明顯下行。

丁安華，首席經濟學家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

2020年，疫情衝擊下我國以人民幣計價的出口全年同比增長4.0%，是主要經濟體中唯一實現出口正增長的國家。淨出口拉動經濟增長0.64個百分點，對經濟增長的貢獻率達到28%，創下23年來最高紀錄。出口表現成為疫情下我國經濟最亮麗的風景線，支撐著特殊時期的經濟大局。

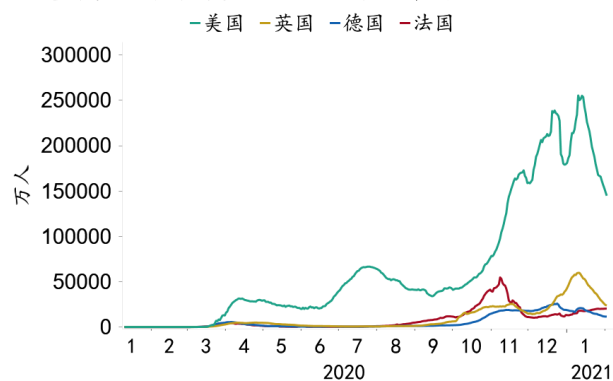
隨著全球經濟有望步入疫苗廣泛接種帶來的普遍復蘇，一個迫切需要回答的問題是，我國出口的高增長是否可以持續？答案可能是否定的。我們需要做好準備，未雨綢繆。

一、什麼原因導致去年的出口高增長？

疫情之下，我國與外部世界在經濟政策和防疫強度兩方面都形成鮮明對比。防疫上，歐美國家普遍實施“弱封鎖”政策，其目標是在醫療資源不出現擠兌的情況下，盡力保障經濟社會的運行，即最小化疫病損失和防疫成本之和。這種弱防疫政策雖然能維持社會生活的基本運轉，但同時也使得疫情多次反復（圖1），導致經濟活動持續受到衝擊（圖2）。

圖1：歐美疫情多次反復

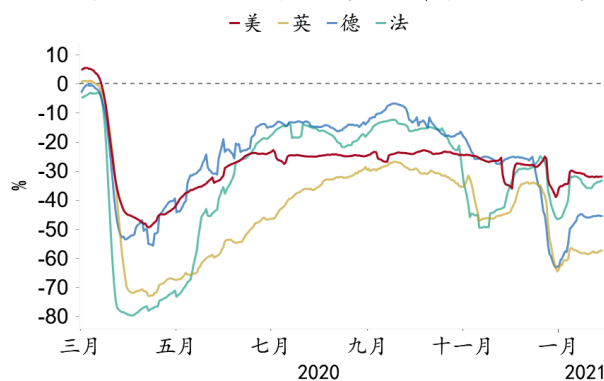
欧美国家日新增确诊人数（7日移动平均）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖2：歐美經濟活動持續受到衝擊

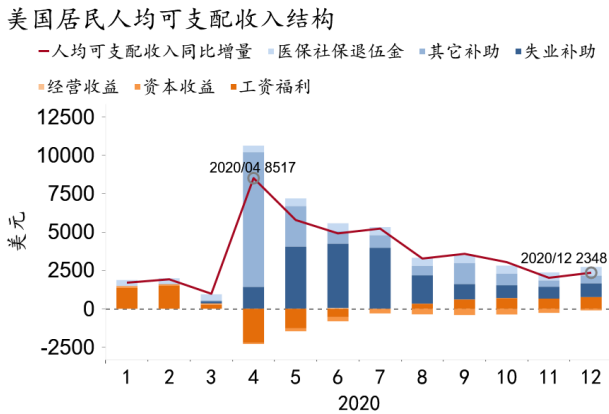
发达国家谷歌活动指数周移动平均（零售+交通+工作）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

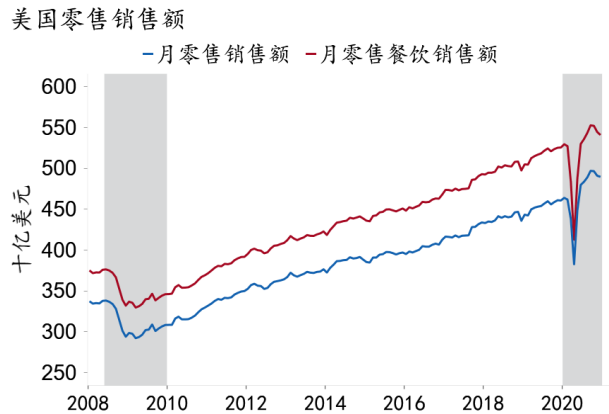
政策上，歐美以支持居民部門為主，表現為政府向居民派發現金。去年3月至今，美國已實施四輪財政刺激，總量近四萬億美元，其中約六成資金直接或間接流入居民部門，使居民資產負債表得到極大改善（圖3）。因此，儘管疫情使歐美經濟活動受損，失業率提升，工資性收入驟減，但大規模的財政補貼使居民總收入不減反增，支撐消費強勁反彈（圖4）。

圖 3：美國財政補貼支撐居民收入



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 4：5 月以來美國消費強勢反彈

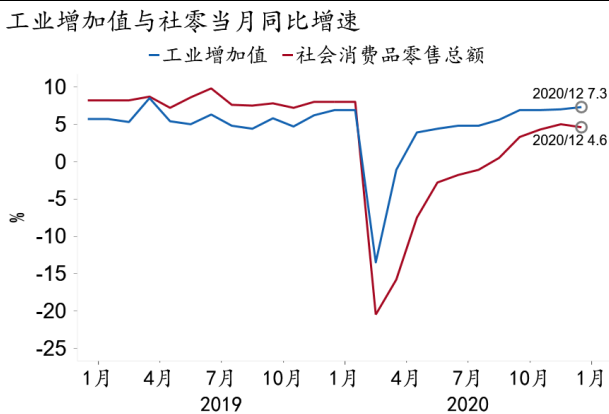


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

我國的防疫和經濟政策與歐美有著明顯的差異。防疫上，中國在短時間內通過嚴格的隔離措施基本消除新冠病毒在國內的傳播，代價則是經濟的暫時“停滯”。疫情受控後，經濟增速逐月走高，去年四季度已升至潛在水準上方。政策上，中國在疫情期間實施的宏觀經濟政策以支援實體企業為主，主要通過加大減稅降稅幅度、降低貸款利率、延期還本付息等措施為企業減負。

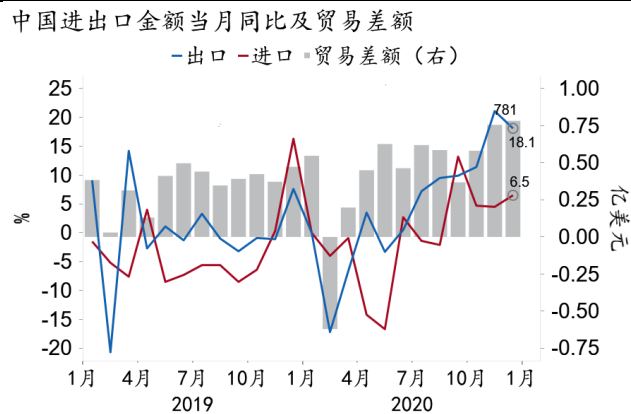
從經濟運行的結果看，嚴厲有效的防控措施疊加面向企業的政策支援，使消費與生產出現背離，消費因居民收入增速回升較慢、常態化疫情防控措施限制等原因，增速始終未能恢復疫前水準，而生產端則在房地產、基建以及出口的帶動下，迅速復蘇，四季度增速已超過近年同期水準（圖 5）。

圖 5：中國生產恢復快於需求



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 6：去年 4 月起中國出口大幅擴張



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

如此一來，中國和外部世界在疫情期間構成了一種特殊的經濟關係：中國生產替代海外進口（進口替代），海外需求向中國外溢（出口替代）。正因為如此，從出口看，去年 4 月起中國商品在全球出口市場的份額明顯上升。同樣，從進口看，國產替代了部分進口。這導致貿易順差擴大，淨出口對經濟增長的貢獻顯著提升，並驅動製造業投資加速上行（圖 6）。

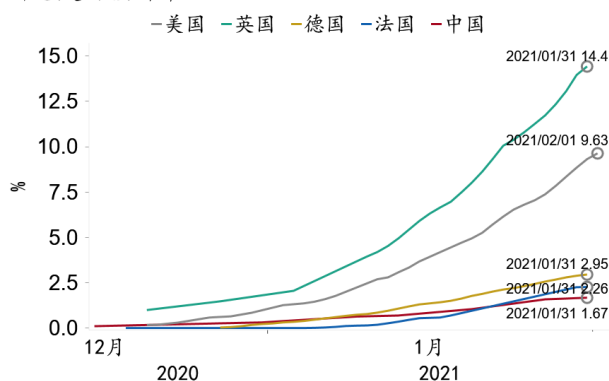
二、此消彼長的力量：失去的市場份額與增加的貿易總量

進入2021年，隨著新冠疫苗問世和大規模接種，全球經濟有望從低谷回升。疫苗提供了一種替代大規模隔離措施的有效手段，各國政府可以通過推廣疫苗接種，降低死亡率，緩解醫療系統壓力。新冠致死的案例中，65歲以上的老人佔比80%，也就是說，當第一階段的高危人群（醫護和老人）完成接種並獲得免疫保護後，病亡率還將持續下行。

當前全球主要國家已開始接種疫苗，雖然前期由於物流、接種點和其它保障部門均未做好準備，進度不及預期，但隨著分發策略的改進，接種速度正不斷提升（圖7）。主要發達國家有望在一季度完成高危群體接種，此後醫療資源壓力減輕，政府將逐步放鬆管制，經濟復蘇開始加速。

圖7：疫苗接種速度不及預期但斜率提升

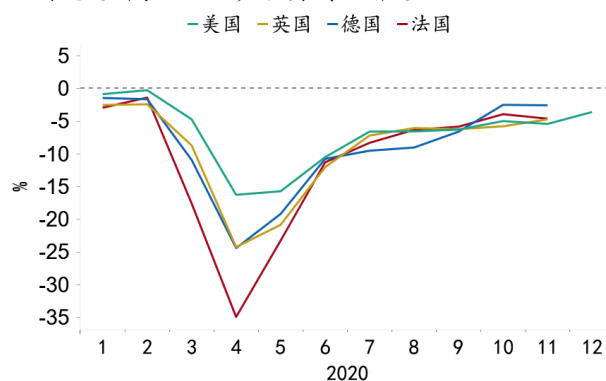
新冠疫苗接种率



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖8：主要發達國家工業生產持續負增長

主要发达国家工业生产当月同比增速

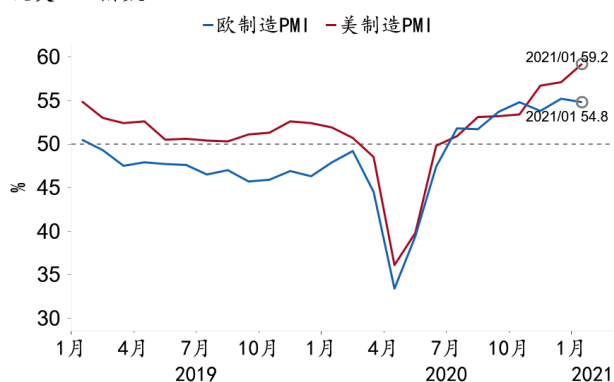


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

歐美經濟復蘇將首先表現在生產的恢復。疫情期間，歐美國家工業受到嚴重衝擊，生產持續負增長（圖8），許多工業部門出現普遍失業或縮減工作時間。不過，去年下半年以來，歐美製造業景氣度開始逐漸提升（圖9）。未來預計在疫苗的作用下，勞動人口將逐步獲得免疫，疫情對生產端的制約大幅減弱，疊加全球供應鏈秩序修復，歐美國家生產活動有望在下半年回歸正常。

圖9：歐美製造業景氣度持續擴張

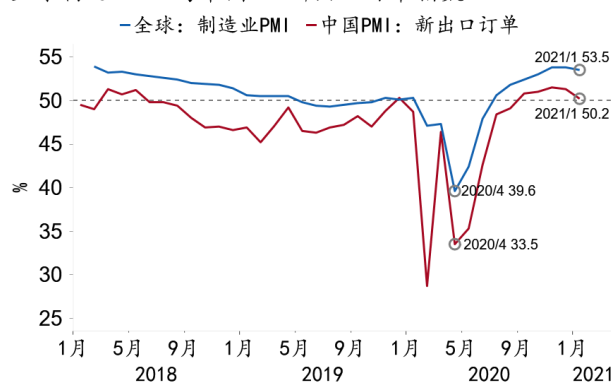
欧美PMI指数



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

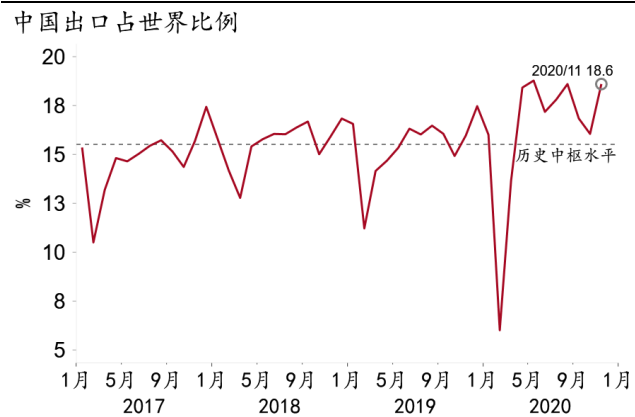
圖10：中國出口替代效應減弱

全球制造业PMI与中国PMI新出口订单指数

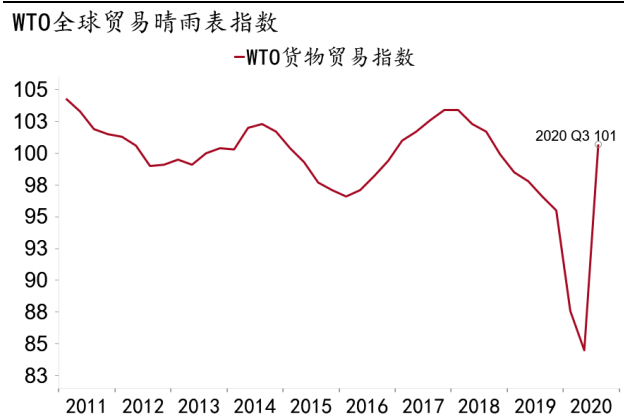


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

因此，一個合理的預測是，中國生產的替代效應將逐漸消退。從前瞻性指標來看，全球製造業景氣度持續提升，近期已對我國外需形成擠壓，表現為去年四季度以來新出口訂單指數的回落（圖 10）。反映在出口上，未來中國商品在全球出口市場的份額將逐步降低，回到歷史均值水準（圖 11）。同時，此前失去出口市場的其它國家的份額可能回升。不過，從全球看，經濟復蘇的節奏並不是一致的，由於大多數發展中國家疫苗可得性受限，短期內我國部分出口商品在國際市場上仍將保有供給優勢。

圖 11：中國出口份額將回歸歷史水準


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 12：全球經濟復蘇帶動貿易回升


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

另一方面，今年在全球經濟復蘇的大背景下，貿易活動有望回暖。去年三季度，全球貨物貿易晴雨表指數大幅回升，預示著在接下來的一到兩個季度裡，全球貿易將快速恢復（圖 12）。“復蘇效應”帶來全球貿易蛋糕的擴大。WTO 預測，今年全球貿易量將同比增長 7.2%。此外，拜登政府正在推動的新一輪財政刺激，也將對我國外需產生一定支撐。因此，儘管我國可能失去部分市場份額，但在今年的大部分時間仍將得益於全球貿易蛋糕的擴大，享受經濟復蘇帶來的外需增加。

今年上半年我國出口仍將保持景氣。一是由於歐美國家繼續維持貨幣寬鬆和財政刺激的政策組合，居民消費需求保持旺盛；二是疫苗起效，以及重新組織生產需要一定時間，歐美國家供給不會馬上恢復，供需缺口短期仍會存在；三是當前美國大部分消費品庫存水準偏低，補庫存有利於穩定我國貨物出口。

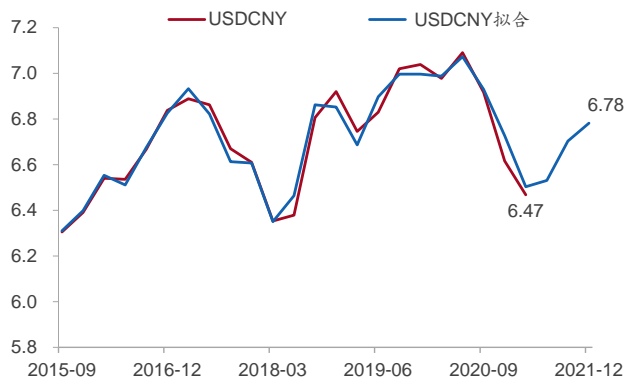
三、多種不利條件累加，制約出口增長

不過，在擴大的貿易蛋糕和縮小的市場份額共同作用下，我國出口景氣最早可能在四季度，最遲明年上半年將出現明顯下行。除替代效應衰減外，還有多方面不利條件對我國出口造成制約：

一是人民幣升值對出口的負面影響逐漸顯現。今年人民幣匯率整體走勢預計仍然偏強，但受制於經常專案差額縮窄、疫苗削弱中國疫情防控優勢、中美利差的見頂回落等因素的邊際變化，人民幣匯率的升值將不會是直線型，而是雙向波動型，節奏上將呈先升後貶的形態（圖 13），總體上仍將對出口造成不利影響。

圖 13：2021 年人民幣整體偏強且雙向波動

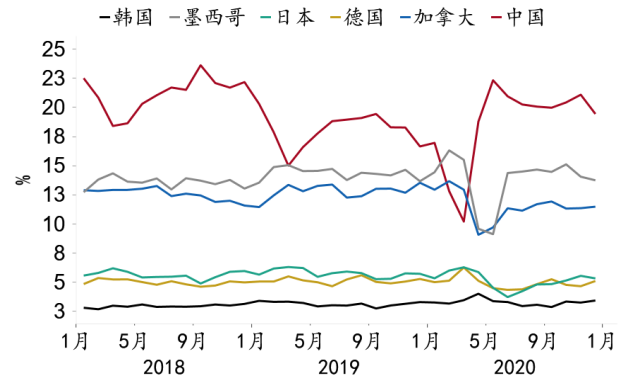
人民幣匯率走勢



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 14：中國商品在美國進口中的份額大幅增長

各國在美國進口中的份額



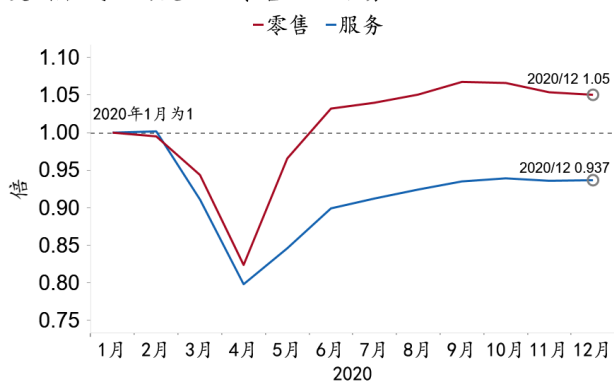
資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

二是西方國家對“中國依賴”的警覺可能加速我國出口市場的流失。疫情充分地暴露了全球化下產業鏈分工過細過長的缺陷，挑戰了此前全球化發展中唯效率論的邏輯。疫情期間，各國對中國商品的依賴增加（圖 14），令發達國家深感不安。美國方面，儘管拜登承諾在全球經濟恢復前不增加任何關稅，但從“遏制中國”的立場出發，美國也不會輕易削減/撤銷特朗普對華加征的關稅。另一方面，拜登大概率將削減對歐洲和亞太盟友的關稅，相當於間接提升對華關稅。

三是發達國家的經濟復蘇，更多將集中在服務業，對我國商品出口的提振有限。發達國家商品零售受疫情影響較小，而服務業受衝擊較大（圖 15），未來總需求的復蘇將更多的偏重於服務消費，商品消費提升空間有限。由於服務的可貿易性（tradability）顯著弱於商品，“疫苗復蘇”對我國出口的提振作用也將相應下降。

圖 15：美國服務消費受損高於零售消費

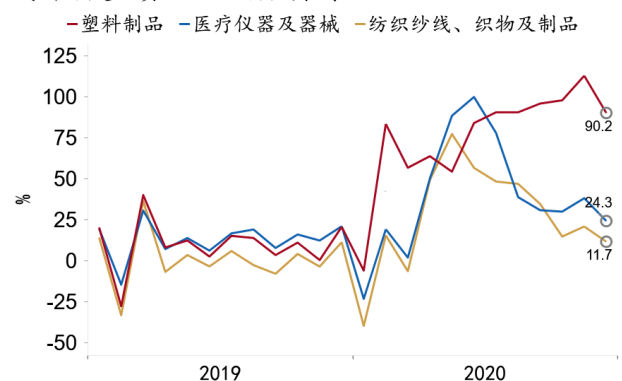
美國居民人均支出：零售 vs 服務



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 16：疫情期間防疫物資出口大幅增長

我國防疫物資出口金額當月同比



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

四是防疫物資出口增速將逐漸放緩。疫情爆發後，全球醫療物資需求驟增，支撐我國出口增長保持高位（圖 16）。海關資料顯示，去年3月份至年底，全國共出口主要疫情防控物資 4,385 億元，佔全年總出口金額的 2.5%。但隨著疫苗起效，防疫物資需求持續減弱，此前高企的醫療器械、口罩、防護服等防疫物資出口增速將逐漸放緩。

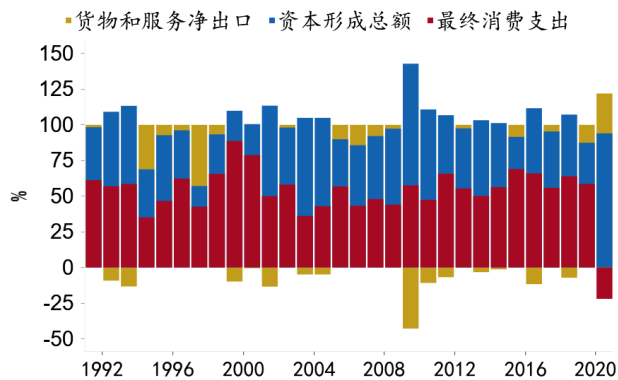
四、未雨綢繆：實現增長動力的切換

我國出口的“復蘇效應”與“替代效應”此消彼長，邊際上將決定未來中國經濟運行的形態。預計今年二季度後，在疫苗接種和疫情緩解的情況下，發達國家生產和貿易活動將逐步回歸正常。這意味著我國出口的“復蘇效應”逐步上升，相應地“替代效應”顯著衰減。疊加人民幣匯率偏強、全球化逆流等多方面不利因素，可能使得我國出口景氣在四季度出現拐點而下行。

若看得更遠一些，明年的出口形勢不容樂觀。我們需要平穩地切換經濟增長的引擎，未雨綢繆。儘管淨出口在疫情期間為中國經濟增長做出了重要貢獻，有效彌補了消費不足對經濟增長的負面影響（圖 17），但未來隨著“替代效應”的消退，出口對經濟的拉動也將回到正常水準。此時，內需應接替出口退潮後留下的空白，成為經濟增長的主要引擎。從國際上看，內需主導是大國經濟的共同特徵，不論是偏重製造業出口的德國日本，還是作為全球科技和金融中心的美國，消費均佔到 GDP 的 70% 以上，我國最終消費佔 GDP 的比重自 2010 年以來穩步提升，2019 年已達到 55.4%，但與發達國家相比仍然偏低（圖 18）。

圖 17：2020 年出口對沖了消費對 GDP 的拖累

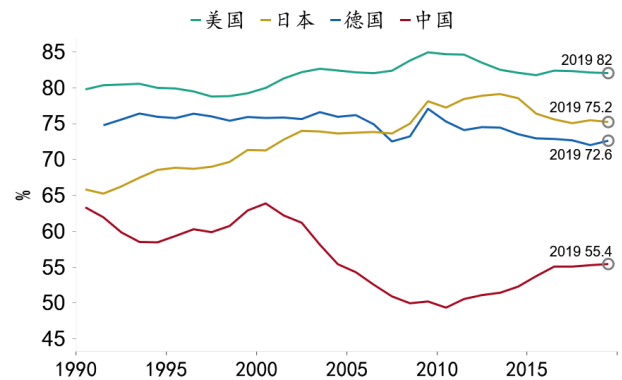
三大需求對 GDP 的貢獻率



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 18：消費在中國 GDP 中的比例仍然偏低

部分國家最終消費支出占 GDP 比重



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

擴大內需的關鍵在於提振消費。中央在“十四五”規劃和二〇三五年遠景目標的建議中，已把“全面促進消費”作為建設強大國內市場的重要舉措。促進消費包括兩方面內容：一是通過增加可支配收入、調整收入分配、強化社會保障，提升居民的消費能力和消費意願，從而擴大消費規模；二是培育新型消費，加快消費升級，釋放人民更加多樣化、個性化的潛在需求。

規模龐大、結構合理的國內消費市場，有條件成為推動我國經濟持續發展的動力，成為應對外部環境複雜變化的基石。爭取一個更美好的未來，我們必須將這種可能變成現實。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。