



宏观专题

经济研究方法论系列之外贸篇

——兼论下半年出口形势

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点:

- **我国进出口结构的拆解分析:** 从出口来看,自2001年以来,我国内地出口最大的五个贸易伙伴分别为美国(18.02%)、欧盟(16.90%)、中国香港(13.51%)、东盟(11.51%)和日本(6.93%),对这5个国家和地区的出口总额占我国内地出口总额的比例接近67%;从进口来看,自2001年以来,我国内地进口最大的五个贸易伙伴分别为欧盟(12.3%)、东盟(12.1%)、日本(10.1%)、韩国(9.5%)和美国(7.5%),对这5个国家和地区的进口总额占我国内地进口总额的比例约为52%。相对于出口,我国进口的集中度较低,这与我国近些年实行进口多元化战略有着直接关系。
- **从先行指标预判进出口走势:** 就出口而言,PMI新出口订单是预判出口走势较为常用的指标之一。此外,由于一国出口受到其他国家经济状况与需求的影响,因此可以从我国主要贸易伙伴的进口需求层面出发,对我国未来出口走势进行预判。相关可观测的指标有一国PMI及其进口相关指数、OECD综合领先指标等。而由于我国出口较多的机电产品、高新技术产品和纺织服装等主要是通过集装箱运输的方式,因此可以通过上海航运交易所发布的中国出口集装箱运价指数(CCFI)和上海出口集装箱运价指数(SCFI)等对我国出口方面的走势进行预判;就进口而言,PMI及其进口分项是预判进口走势的重要指标,货运价格指数方面,由于我国进口较多的煤炭、粮食等主要以干散货方式运输,因此通过干散货运输价格的变动可以对我国进口的变动进行提前的预判。
- **用高频数据预测进出口变动:** 以出口为例,由于我国约95%的国际贸易都是通过海运完成的,因此主要选取海运价格相关的高频数据来对出口总额进行拟合预测。而海运的主要方式包括干散货运输、原油&成品油运输和集装箱化货物运输,我们可以分别选取以上几种货运方式运费的高频数据来对出口的状况进行有效的追踪。除此之外,韩国作为全球范围内最为典型的出口导向型经济体,其出口增速与全球需求有较高的一致性,且会实时发布每月前10日和前20日的出口增速数据,也可以作为预测我国出口增速的重要高频指标之一。
- **从三大效应看下半年出口走势。**后续来看,下半年总量效应可能会随着全球需求的下滑而趋势回落。目前对于全球经济衰退的预期持续升温,就美国而言,传统的汽油需求旺季因为油价的飙升而远不及历史同期,但这部分需求可能并不会对我国出口造成直接的影响。而从美国消费来看,商品方面总体仍然过热,但价格因素的



影响日益凸显，具体到耐用品方面，电子产品消费受益于疫情后居家办公的常态发展仍居于高位，这部分需求对于我国出口的结构效应或有一定提振。主要的压力或将来自于欧洲，在能源价格持续位于高位的背景下，欧元区工业生产表现疲弱，需求端也是难阻颓势，欧盟 27 国 4 月贸易差额录得 436.25 亿的历史最大逆差，而德国 5 月季调后贸易差额更是录得近 20 年来首次逆差。欧元区需求的大幅回落或对我国出口的总量效应造成扰动，但同时可能对份额效应有一定的提升。综合来看，需求因素将是主导下半年我国出口走势的关键。

- **风险提示：**疫情不确定性仍较高；欧美需求大幅下滑；大宗商品价格持续居于高位。

内容目录

1. 我国进出口结构的拆解分析.....	5
1.1. 从国别来看：东盟正逐步成为我国最大的外贸伙伴	6
1.2. 从产品分类来看：机电产品占据我国进出口的核心地位	8
2. 进出口走势的预判及预测	10
2.1. 从先行指标预判进出口走势.....	10
2.2. 用高频数据预测进出口变动.....	14
3. 从三大效应看下半年出口走势	17
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 我国出口占全球比重不断提升	5
图 2: 进口金额保持稳定增长	5
图 3: 美国是我国 21 世纪以来最大的出口贸易伙伴	6
图 4: 东盟正逐渐成为我国最大的出口贸易伙伴	6
图 5: 相较于出口, 我国进口集中度较低	7
图 6: 东盟已成为我国最大的进口贸易伙伴	7
图 7: 疫情前后出口占比增长前十大产品类别 (%)	8
图 8: 疫情前后出口占比减少前十大产品类别 (%)	8
图 9: 疫情前后进口占比增长前十大产品类别 (%)	9
图 10: 疫情前后进口占比减少前十大产品类别 (%)	9
图 11: PMI 新出口订单与出口金额环比变动有较高一致性 (%)	10
图 12: PMI 新出口订单领先出口金额同比变动 2~3 个月 (%)	10
图 13: 美国制造业 PMI 进口指数是我国对美出口环比变动的先行指标 (%)	11
图 14: OECD 领先指标对出口同比变动有一定的指导作用 (%)	11
图 15: 出口金额同比变动与出口集装箱运价指数变动趋势高度一致 (%)	12
图 16: PMI 及其进口分项与进口同比变动一致性较高 (%)	13
图 17: 波罗的海干散货指数是观测进口走势变动的最佳指标 (%)	13
图 18: 韩国出口增速是全球经济运行的先行指标 (%)	14
图 19: 韩国出口变动与我国出口变动有一定的相关性 (%)	14
图 20: 模型拟合结果与出口实际变动的走势较为一致 (%)	15
图 21: 出口金额的环比变动具有一定的季节性特征 (%)	15
图 22: 总量效应是拉动出口增长的主要因素 (%)	17
图 23: 疫情以来结构效应的影响显著提升 (%)	17
图 24: 出口增长的三大效应 (%)	18
表 1: 我国出口金额前十大产品类别	8
表 2: 我国进口金额前十大产品类别	9
表 3: 出口集装箱运价指数与出口金额同比变动相关性	12
表 4: 出口金额预测的高频指标体系	14

本篇是德邦宏观经济研究方法论系列的第二篇——外贸篇。在第一篇中我们对通胀进行了详细地分析和预测，本篇我们聚焦于“三驾马车”之一的净出口，探究需求侧对经济增长的影响。

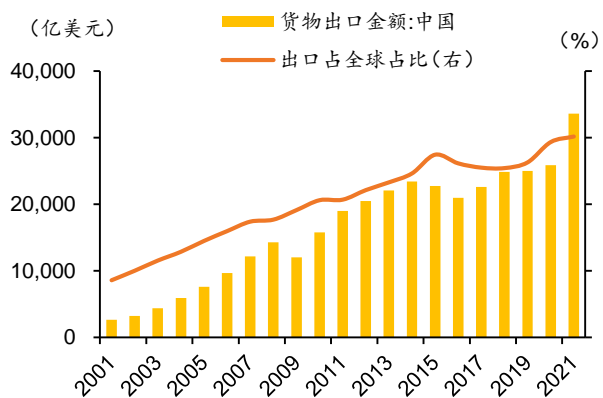
进出口贸易是我国经济结构中的重要组成部分，从进口来看，一方面可以通过进口国内稀缺的资源、设备和技术等来解决我国经济增长中供给端瓶颈问题，同时引进的技术也会带动国内相关行业的创新；而另一方面，进口贸易可以提高企业的生产质量和效率，有效的扩大内需，刺激经济增长。从出口来看，一方面出口规模的扩大带动了我国产业结构的优化升级，通过促进高新技术产业发展有效提升了我国的生产率；另一方面，出口的增长也有效的拉动了我国的投资和就业，我国劳动密集型产业为我国劳动者创造了大量的就业机会。

因此，有必要对我国进口和出口的情况进行深入的探讨分析及前瞻性的预判，进而为我国产业结构的调整和出口结构的优化提供可以参考的信息。

1. 我国进出口结构的拆解分析

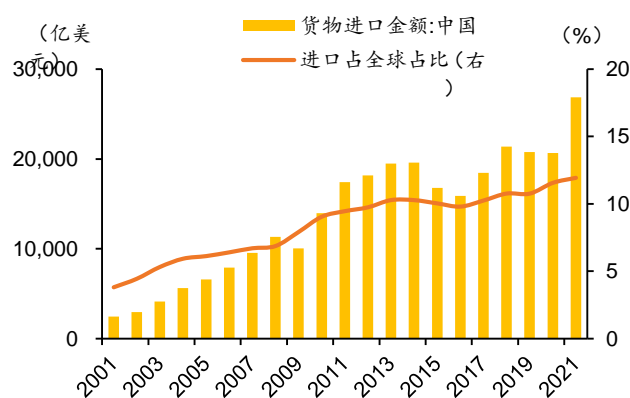
从总量来看，我国在 2009 年首次超过德国成为了全球最大的贸易出口国，并一直延续至今；而同样在 2009 年，我国超越德国成为了全球第二大进口国，仅次于美国。自 2001 年加入世贸组织以来，我国始终维持着净出口的态势，2021 年我国净出口金额达到了 6764.3 亿美元，创下了历史新高。而今年 1-5 月，我国出口和进口金额分别同比增长 13.5%和 6.6%，保持了较为稳定的增长态势。

图 1：我国出口占全球比重不断提升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：进口金额保持稳定增长



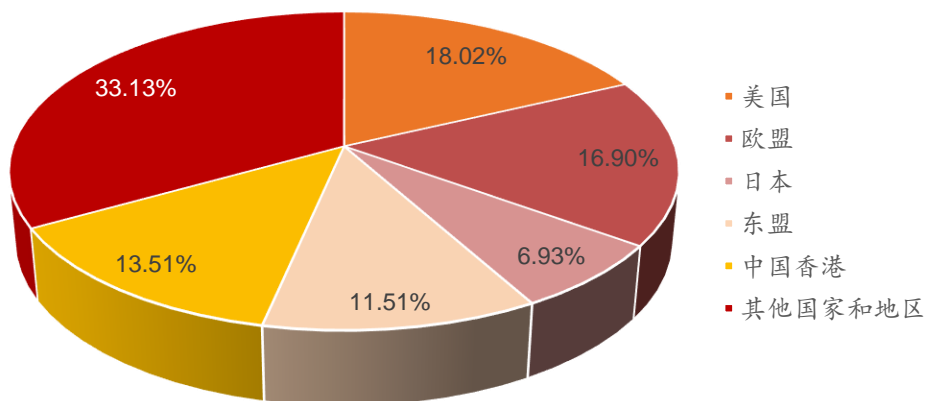
资料来源：Wind，德邦研究所

即便是在受疫情冲击最为严重的 2020 年，全球贸易受到重创出现负增长，中国出口额依然录得了 3.6%的正增长，全球范围内对中国商品的需求反而有所增加，这得益于中国在全球价值链贸易地位的不断提升。而在我们之前的报告《国际分工、全球价值链重构与产业转移》中我们也提到，中国已经取代日本成为亚洲的区域贸易中心，与德国和美国形成了全球贸易网络的新三大中心。

1.1. 从国别来看：东盟正逐步成为我国最大的外贸伙伴

从出口来看，自 2001 年以来，我国内地出口最大的五个贸易伙伴分别为美国（18.02%）、欧盟（16.90%）、中国香港（13.51%）、东盟（11.51%）和日本（6.93%），对这 5 个国家和地区的出口总额占我国内地全部出口总额的比例接近 67%。截止今年前五个月，我国对美国、欧盟和东盟的出口额分别同比增长 14.9%、19.3% 和 14.1%，在去年高基数的影响下仍保持了强劲的增长态势，一定程度上得益于今年全球高通胀推高了我国出口商品的价格。

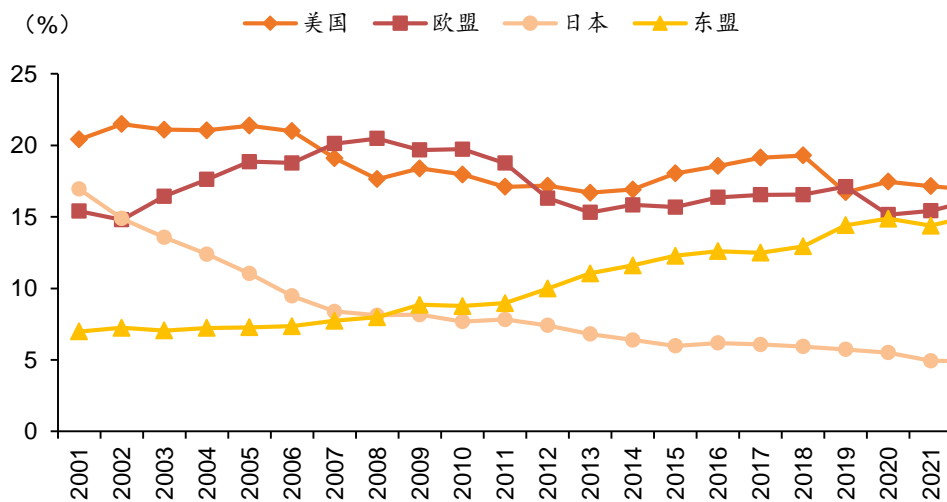
图 3：美国是我国内地 21 世纪以来最大的出口贸易伙伴



资料来源：Wind，德邦研究所

而从出口结构变化来看，我国对欧美和日本的出口份额均处于波动下行的趋势，而对东盟的出口份额不断提升，自 2010 年中国与东盟签署零关税贸易协定以来呈现快速增长的趋势。尤其是 2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，中国与东盟在疫情防控方面较为出色，保持了较好的经济增长活力，在全球产业链中的合作日益密切，而预计随着 RCEP 协定的不断落地深入，东盟有望在未来几年取代美国成为我国最大的出口贸易伙伴。

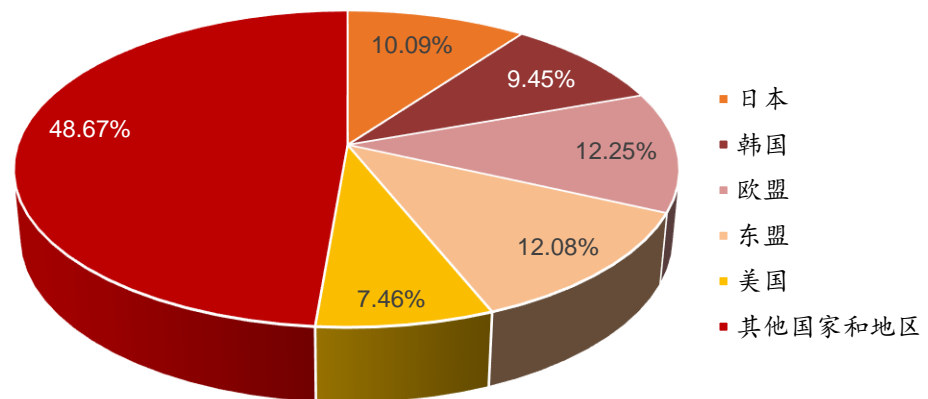
图 4：东盟正逐渐成为我国最大的出口贸易伙伴



资料来源：Wind，德邦研究所

从进口来看，自 2001 年以来，我国内地进口最大的五个贸易伙伴分别为欧盟（12.3%）、东盟（12.1%）、日本（10.1%）、韩国（9.5%）和美国（7.5%），对这 5 个国家和地区的进口总额占我国内地进口总额的比例约为 52%。相对于出口，我国进口的集中度较低，这与我国近些年实行进口多元化战略有着直接关系，通过进口多元化战略，可以一定程度上避免我国受到出口地政策和产量变化等不确定性的影响。截止今年前五个月，我国内地主要进口贸易伙伴呈现两极分化的现象，对韩国（5.6%）、东盟（5.8%）和美国（4.1%）进口额均保持正增长，对日本（-6.0%）和欧盟（-7.1%）进口则呈现缩减态势。

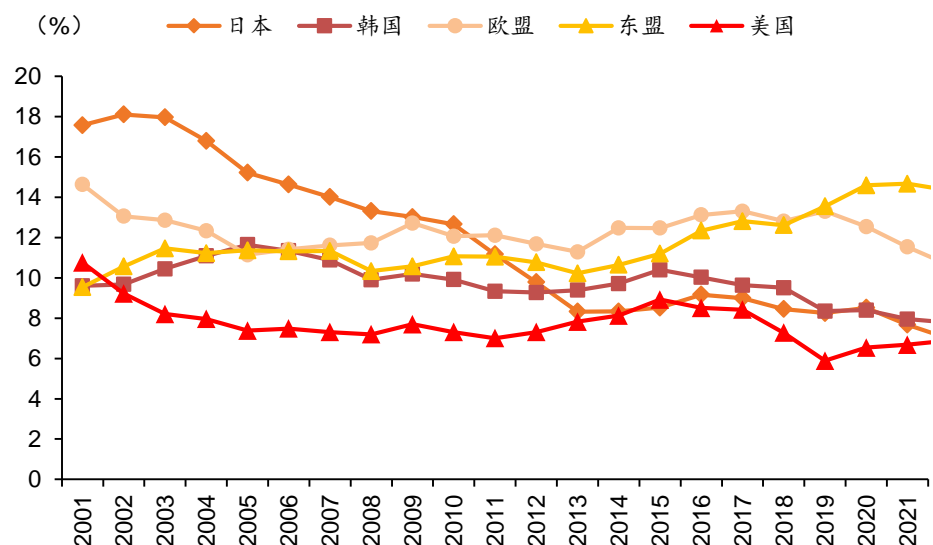
图 5：相较于出口，我国内地进口集中度较低



资料来源：Wind，德邦研究所

从进口的结构变化来看，东盟在 2019 年就超越欧盟成为了我国最大的进口贸易伙伴，且份额不断提高，尤其是新冠肺炎疫情爆发以来，我国与东盟国家贸易往来更加密切。

图 6：东盟已成为我国最大的进口贸易伙伴



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 从产品分类来看：机电产品占据我国进出口的核心地位

从出口的产品类别来看，我国自 2001 年以来出口占比最高的产品主要是机电产品，这部分出口主要源于我国对日、韩等国家和地区的进口加工再出口。而家具、纺织品等劳动密集型产品出口比重也均位于前列，机电产品和七大类劳动密集型产品是我国出口最重要的两个组成部分。

表 1：我国出口金额前十大产品类别

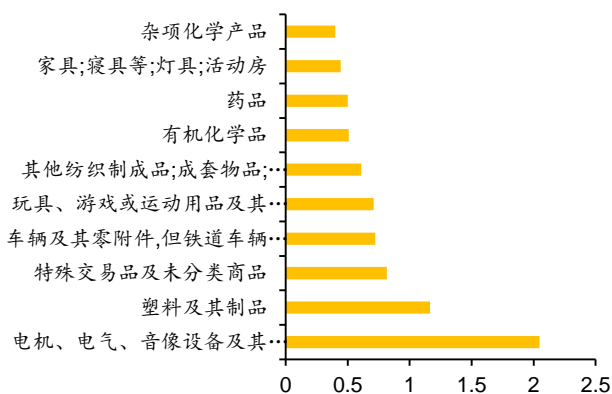
产品类别	占全部出口总额比重 (%)
电机、电气、音像设备及其零附件	25.43
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	17.47
家具;寝具等;灯具;活动房	3.76
针织或钩编的服装及衣着附件	3.61
非针织或非钩编的服装及衣着附件	3.23
光学、照相、医疗等设备及零附件	3.08
塑料及其制品	2.97
车辆及其零附件,但铁道车辆除外	2.83
钢铁制品	2.71
玩具、游戏或运动用品及其零附件	2.27

资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：因统计口径问题，数据可能存在微小误差

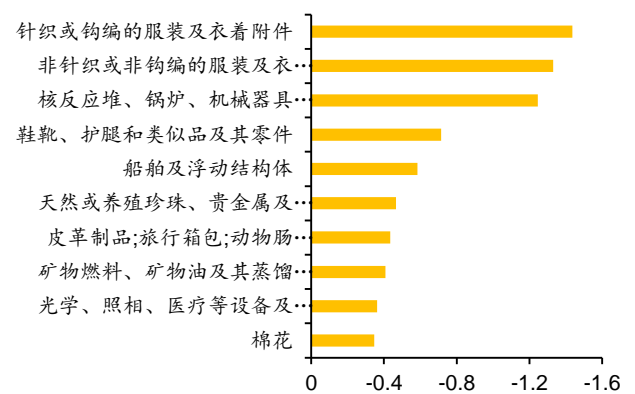
而对比疫情前后各分类出口份额的变化可以看出，受益于我国对疫情防控的优异表现，防疫物资相关出口品的份额有显著提升。此外全球“宅经济”的推进使得全球对玩具、家具等我国优势产品的需求大幅提升，带动了其份额的提升。而服饰和配饰则受疫情影响最为显著，占出口份额大幅降低。

图 7：疫情前后出口占比增长前十大产品类别 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：疫情前后出口占比减少前十大产品类别 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

从进口的产品类别来看，我国在 2001 年以来进口占比最高的主要是机电产品，在上文我们提及，这部分进口会经过再加工转化为我国的出口。此外，铁矿砂、原油和铜等工业生产的重要上游资源品也是我国主要的进口品，尽管我国铁矿石和铜的产量在全球位居前列，但工业生产的巨额需求以及进口的成本效益是我国大量进口上游资源品的主要原因。

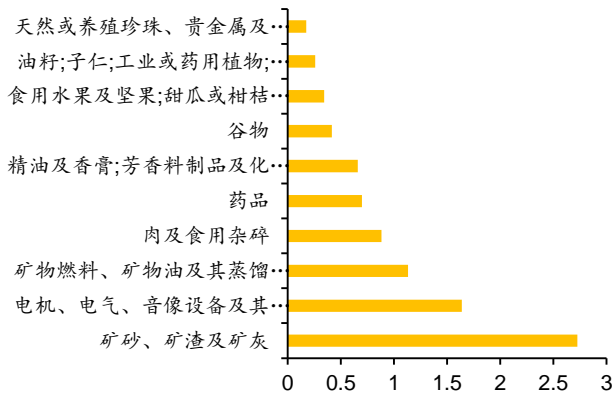
表 2：我国进口金额前十大产品类别

产品类别	占全部出口总额比重 (%)
电机、电气、音像设备及其零附件	24.11
矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品;沥青物质;矿物蜡	14.15
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	10.40
矿砂、矿渣及矿灰	7.08
光学、照相、医疗等设备及其零附件	5.49
塑料及其制品	3.90
车辆及其零附件,但铁道车辆除外	3.54
有机化学品	3.10
铜及其制品	2.46
天然或养殖珍珠、贵金属及制品;仿首饰;硬币	2.18

资料来源：Wind，德邦研究所测算

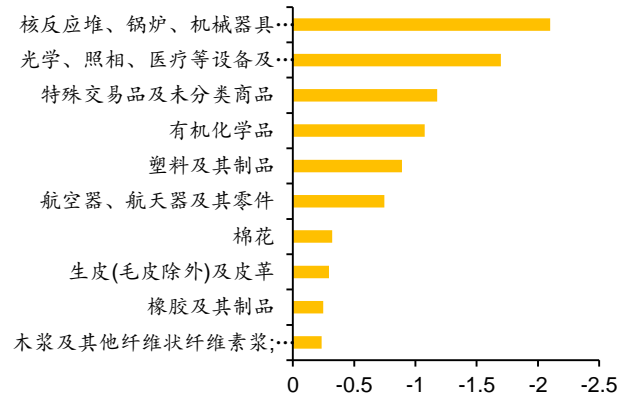
而对比疫情前后各分类进口份额的变化可以看出，进口份额提升较为明显的是上游资源品及民生消费品，而医疗设备的进口份额则显著降低。

图 9：疫情前后进口占比增长前十大产品类别 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：疫情前后进口占比减少前十大产品类别 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 进出口走势的预判及预测

通常意义上的净出口指的是支出法中的货物和服务净出口，而海关总署发布的数据仅包含货物贸易的进出口金额。但由于服务贸易净出口在 GDP 中的占比相对较小，因此我们通常只关注货物贸易进出口的变化情况，即对货物贸易进出口的变动情况进行判断和预测，以得到外需层面对经济增长可能产生的影响。

而在预测当中，通常使用的是以美元计价的进出口金额。一方面，美元在国际贸易结算中的占比超过 80%，使用美元计价进行预测可以更好地反映我国进出口在国际贸易中的变化；另一方面，我国目前进出口贸易也主要以美元进行结算，使用美元计价对进出口进行预测可以减少由于人民币兑美元汇率波动所造成的数据误差。

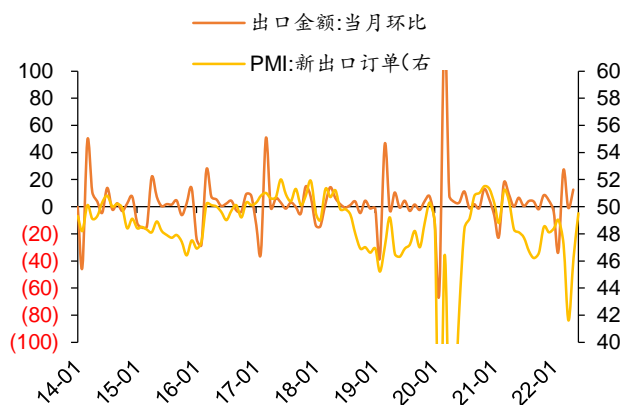
2.1. 从先行指标预判进出口走势

相较于其他宏观指标，货物进出口数据很难做到精准的预测，一方面指标本身容易受到贸易伪报、瞒报等特殊情况的影响，而另一方面进出口受国际经济形势影响波动较为剧烈，仅通过历史数据和经验总结难以捕捉进出口的实时变化。因此，通常可以通过观测一些与外贸相关性较高的经济指标来对进出口后续的走势做出大致的预判。

就出口而言，PMI 新出口订单是预判出口走势较为常用的指标之一。从环比来看，PMI 新出口订单与出口金额环比变动具有较高的同步性，其在样本期内发生同方向变动的概率达到了 64%。而由于 PMI 新出口订单发布数据较早，因此在一定程度上可以对当月出口金额的环比变动起到一定的预判作用。

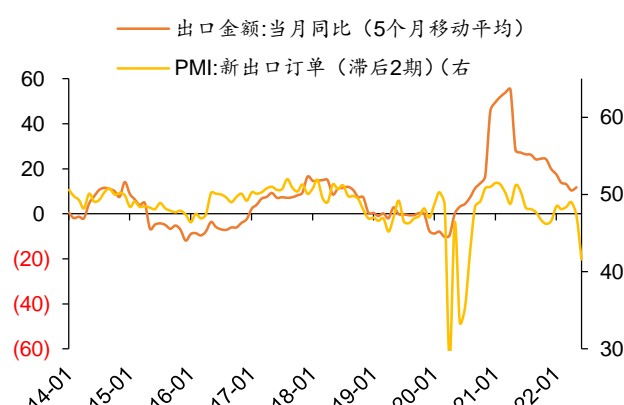
而从 PMI 新出口订单和出口金额同比变动的走势来看，PMI 新出口订单对出口金额同比变动有 2~3 个月的领先作用，但在新冠肺炎疫情爆发以来这种领先作用并不显著。主要原因在于疫情对我国出口结构造成了一定冲击，而 PMI 指数中样本结构和权重并没有进行相对应的调整，因此会使得部分行业出口变动的极端数据对 PMI 新出口订单数据造成明显的扰动。

图 11: PMI 新出口订单与出口金额环比变动有较高一致性 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: PMI 新出口订单领先出口金额同比变动 2~3 个月 (%)

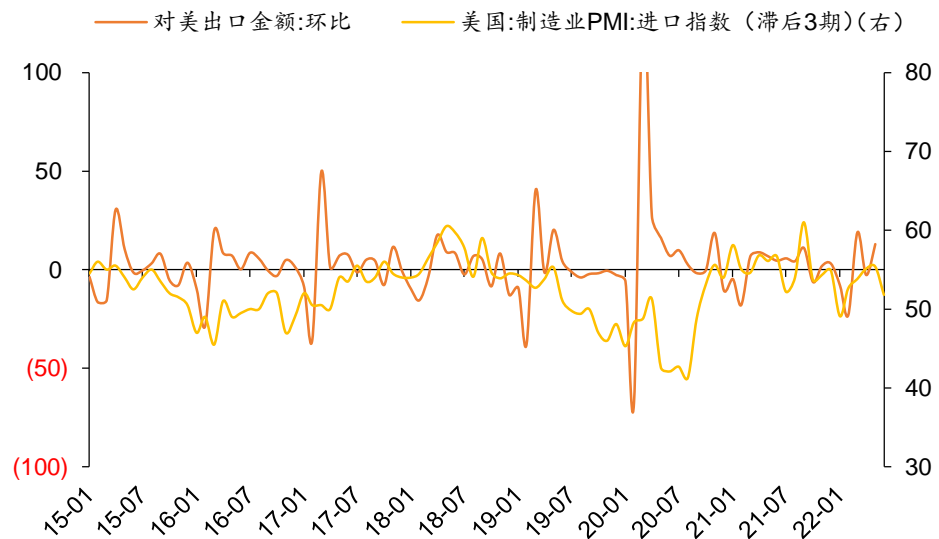


资料来源: Wind, 德邦研究所

此外，由于一国出口受到其他国家经济状况与需求的影响，因此可以从我国主要贸易伙伴的进口需求层面出发，对我国未来出口走势进行预判。相关可观测的指标有一国 PMI 及其进口相关指数、OECD 综合领先指标等。

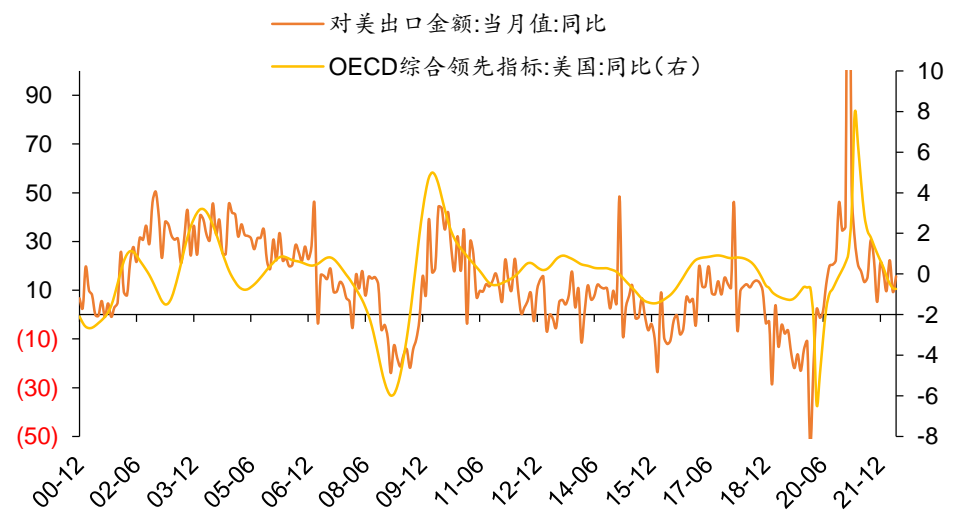
以对我国有最大贸易顺差的美国为例，通过观察我们发现美国 ISM 制造业 PMI 进口指数领先我国对美国出口金额的环比变动大约一个季度，而美国 OECD 综合领先指标的同比变动也对预判我国对美国出口金额的同比变动具有一定的指导作用。

图 13：美国制造业 PMI 进口指数是我国对美出口环比变动的先行指标（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：OECD 领先指标对出口同比变动有一定的指导作用（%）

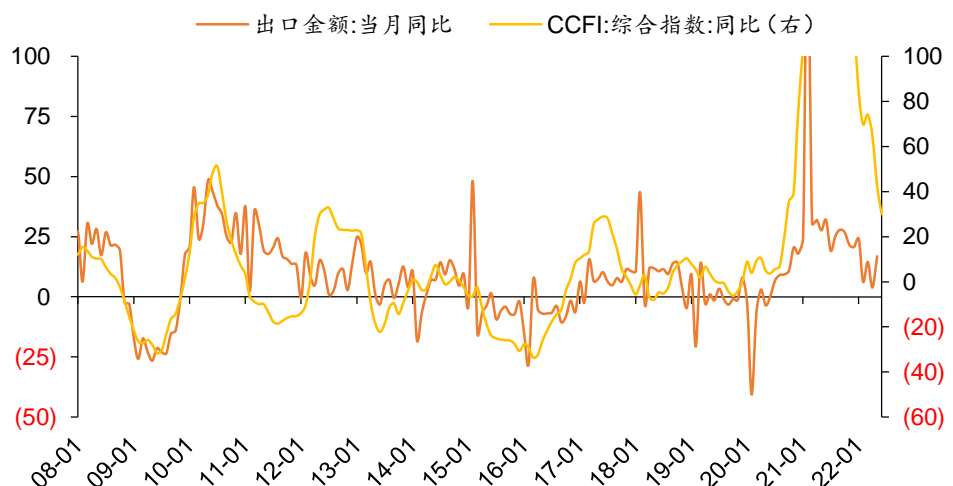


资料来源：Wind，德邦研究所

由于运输规模大且运输成本相对较低，海运是国际贸易中最主要的运输方式，以贸易量统计，国际贸易中超过 85% 的运输方式是由海运完成的，而我国作为全球范围内主要的航运大国和造船大国，在全球海运贸易中占有举足轻重的地位。根据《2021 年中国航海日公告》发布的数据，我国海运进出口量占全球海运贸易量的 30%，因此可以通过观测海运相关的运输价格以对我国出口的冷暖程度有一个大体的感知。

由于我国出口较多的机电产品、高新技术产品和纺织服装等主要是通过集装箱运输的方式，因此可以通过上海航运交易所发布的中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 和上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 等对我国出口方面的走势进行预判。

图 15：出口金额同比变动与出口集装箱运价指数变动趋势高度一致 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

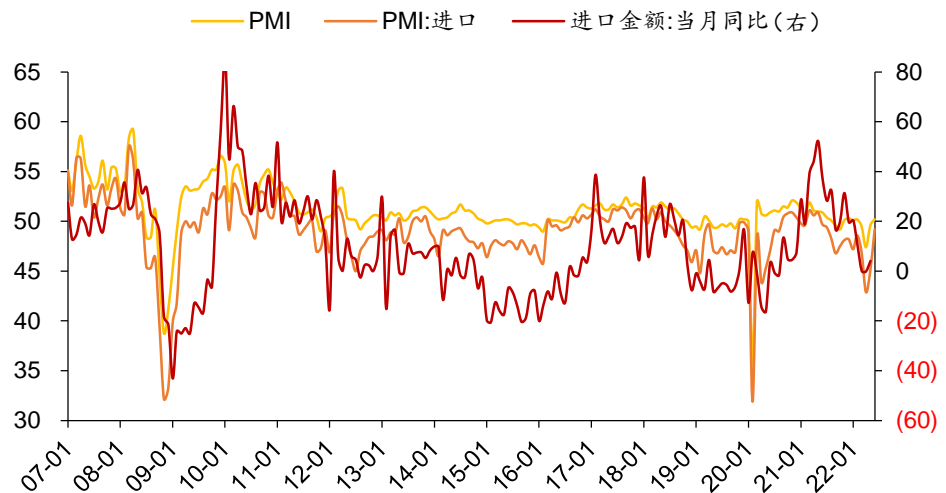
表 3：出口集装箱运价指数与出口金额同比变动相关性

指标名称	起始时间	发布机构	更新频率	与出口同比变动相关性
中国出口集装箱运价指数	2002 年 1 月 11 日	上海航运交易所	周度	33.9%
长江集装箱运价指数	2007 年 1 月 31 日	交通部	月度	24.3%
上海出口集装箱运价指数	2009 年 10 月 16 日	上海航运交易所	周度	46.8%
宁波出口集装箱运价指数	2012 年 3 月 9 日	宁波航运交易所	周度	50.6%
台湾海峡集装箱运价指数	2014 年 11 月 26 日	上海、厦门航运交易所联合发布	周度	48.0%
“海上丝绸之路”出口集装箱运价指数	2015 年 6 月 29 日	上海航运交易所	周度	47.1%
东南亚集装箱运价指数	2015 年 11 月 30 日	上海航运交易所	周度	51.7%

资料来源：Wind，德邦研究所测算

而进口方面先行指标的选取与出口方面在逻辑上具有一致性，出口层面我们考虑外部经济及需求的影响，而进口层面我们则关注国内经济景气程度的影响，因此 PMI 及其进口分项是预判进口走势的重要指标。

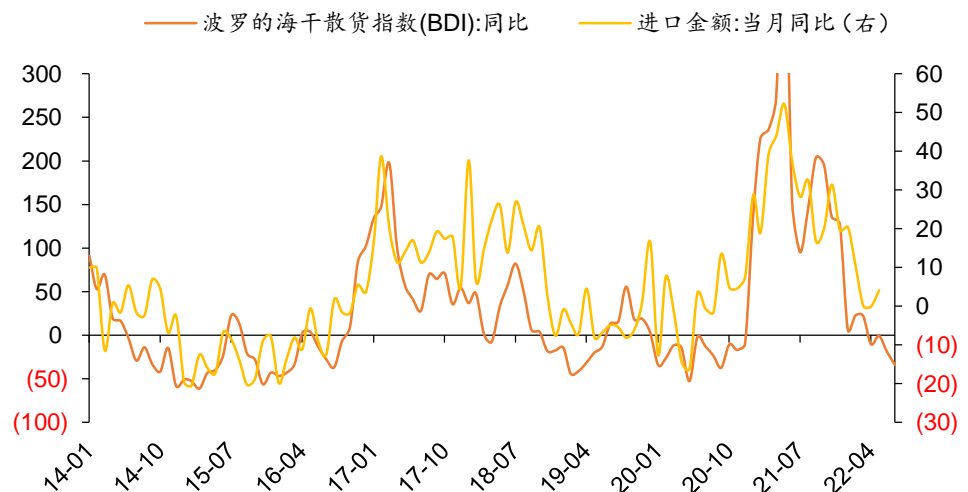
图 16: PMI 及其进口分项与进口同比变动一致性较高 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所测算

货运价格指数方面, 由于我国进口较多的煤炭、粮食等主要以干散货方式运输, 因此通过干散货运输价格的变动可以对我国进口的变动进行提前预判。由波罗的海航交所发布的波罗的海航运指数是全球范围内反映海运状况最为权威的指数之一, 也是国际贸易最为关注的领先指标之一。波罗的海航交所最早于 1985 年发布了航运综合运价指数 BFI (BALTIC FREIGHT INDEX), 而后在 1999 年发布了波罗的海干散货指数 BDI 取代了 BFI 成为了衡量国际贸易运价最为权威的综合性指数之一。

图 17: 波罗的海干散货指数是观测进口走势变动的最佳指标 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所测算

从计算结果来看, 波罗的海干散货指数同比变动与进口金额同比变动的相关系数高达 75%, 因此可以通过波罗的海干散货指数的实时变动趋势对进口金额的同比变动进行预判。

此外, 包括中国进口干散货运价指数(CDFI)、中国进口油轮运价指数(CTFI)和中国进口集装箱运价指数(CICFI)等在内的运价指数也可以对我国未来进口走势有一定的指示作用。

2.2. 用高频数据预测进出口变动

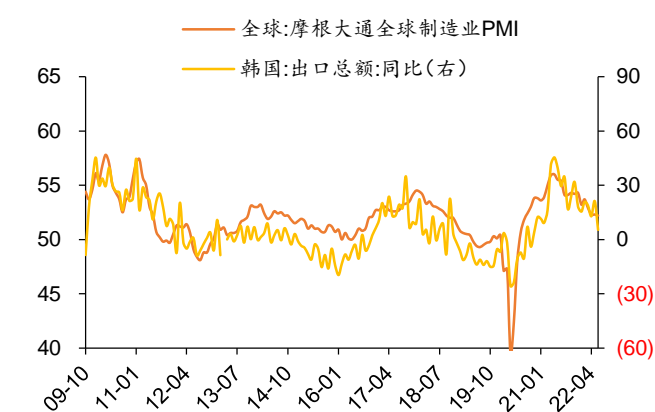
在前文先行指标分析的基础上，我们可以通过选取进出口相关的高频数据来对进出口的变动进行实时预测。

以出口为例，由于我国约 95% 的国际贸易都是通过海运完成的，因此主要选取海运价格相关的高频数据来对出口总额进行拟合预测。而海运的主要方式包括干散货运输、原油&成品油运输和集装箱化货物运输，我们可以分别选取以上几种货运方式运费的高频数据来对出口的状况进行有效的追踪。

针对集装箱化货物，上海航运交易所每周五会公布上海出口集装箱运价指数以及中国出口集装箱运价指数等运价指数，可以对我国集装箱化货物的出口情况进行有效追踪；针对干散货货物，波罗的海航交所公布的波罗的海干散货指数是公认衡量干散货运价变动最为权威的指数。而我国上海航运交易所也会发布周度的中国沿海散货运价指数。

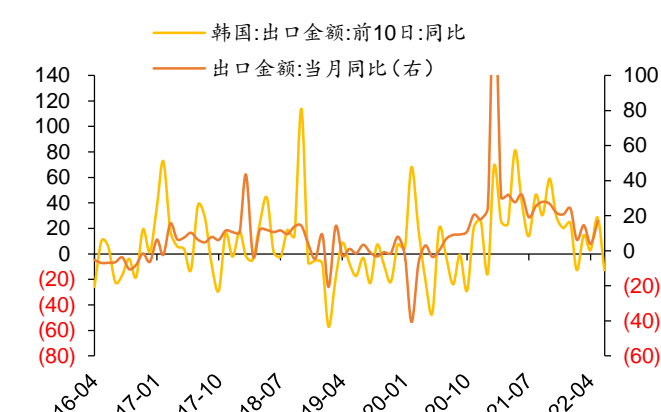
除此之外，韩国作为全球范围内最为典型的出口导向型经济体，其出口增速与全球需求有较高的一致性，且会实时发布每月前 10 日和前 20 日的出口增速数据，也可以作为预测我国出口增速的重要高频指标之一。

图 18：韩国出口增速是全球经济运行的先行指标（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：韩国出口变动与我国出口变动有一定的相关性（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

根据以上分析，同时结合各个指标与我国出口金额同比变动的相关性，我们最终选取了上海出口集装箱运价指数、东南亚集装箱运价指数、波罗的海干散货指数、中国沿海散货运价指数¹和韩国前 10 日（20 日、整月）出口增速作为预测我国出口总额同比变动的高频数据。

表 4：出口金额预测的高频指标体系

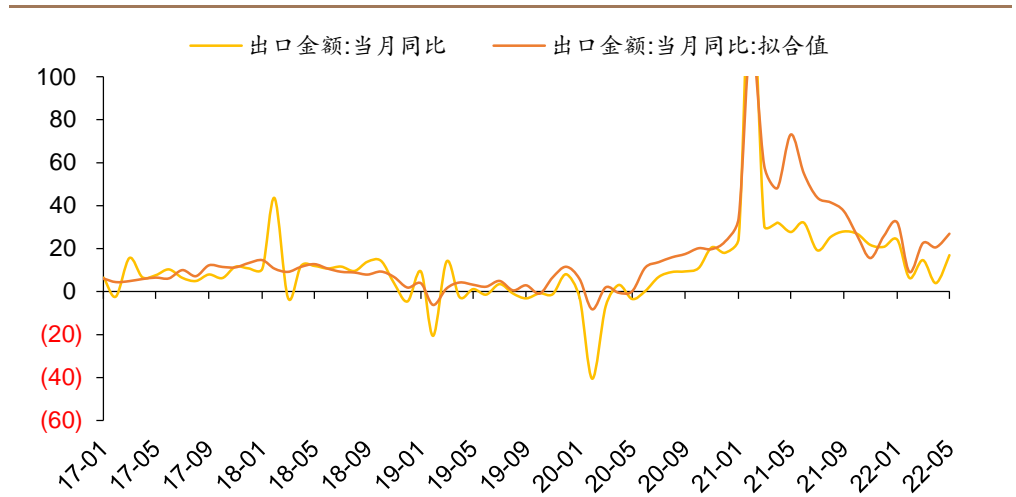
指标名称	更新频率	与出口同比变动相关系数
上海出口集装箱运价指数	周度	46.8%
东南亚集装箱运价指数	周度	51.7%
中国沿海散货运价指数	周度	43.1%
波罗的海干散货指数	日度	30.9%
韩国前 10 日（20 日、整月）出口增速	旬度	37.0%

资料来源：Wind，德邦研究所测算

¹ 指数均计算其月度同比变动数据作为最终的预测数据。

我们选取的高频指标主要为日度和周度的高频数据，而出口金额为月度数据，首先需要将日度和周度数据通过计算其均值转化为月度数据。在得到选取指标的月度数据后，我们以这些指标为解释变量，以出口金额同比变动作为被解释变量，采用滚动线性回归的方法，用高频指标对应的月度数据对出口金额同比变动进行拟合。

图 20：模型拟合结果与出口实际变动的走势较为一致（%）

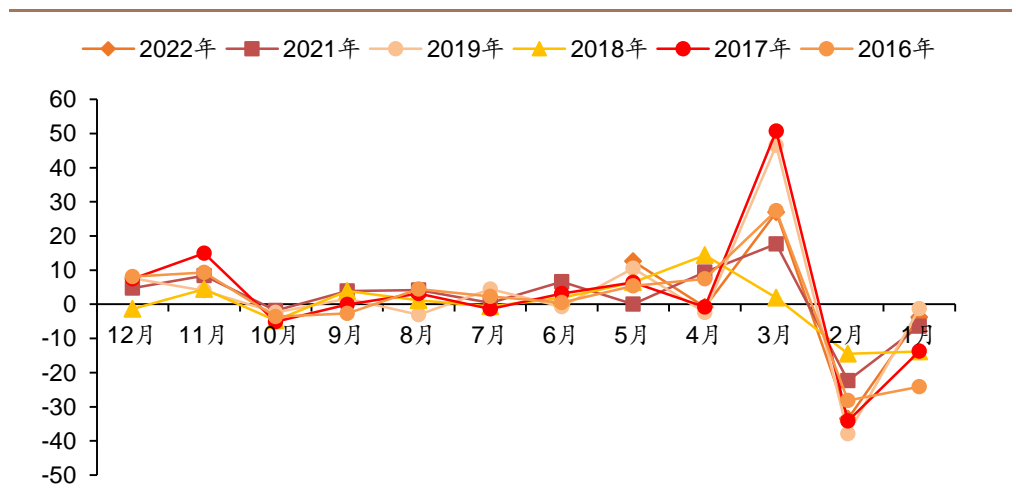


资料来源：Wind，德邦研究所测算

从拟合的结果来看，通过高频数据拟合得到的出口金额同比变动与出口金额实际同比变动在方向上的准确性达到了 82%，在变化方向上的准确性为 62%，可以较好的对出口的变动情况作出准确的预判。

而在拟合的基础上，可以进一步结合出口金额环比变动的季节性特征，以对预测结果进行一定的修正。从环比变动的季节性特征来看，受春节假期和国庆长假的影响，1 月、2 月和 10 月份出口环比回落较为明显，同时会使得 3 月和 11 月份环比处于回升态势。这也可以解释为什么通过模型拟合得到的预测值在 1 月和 2 月份往往会显著高于实际值。同时，由于春节错位导致的出口金额基数问题也会对 1 月和 2 月出口同比变动的预测造成一定程度的扰动。

图 21：出口金额的环比变动具有一定的季节性特征（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

综合以上分析，通过结合先行指标变动、高频数据预测以及环比变动的季节

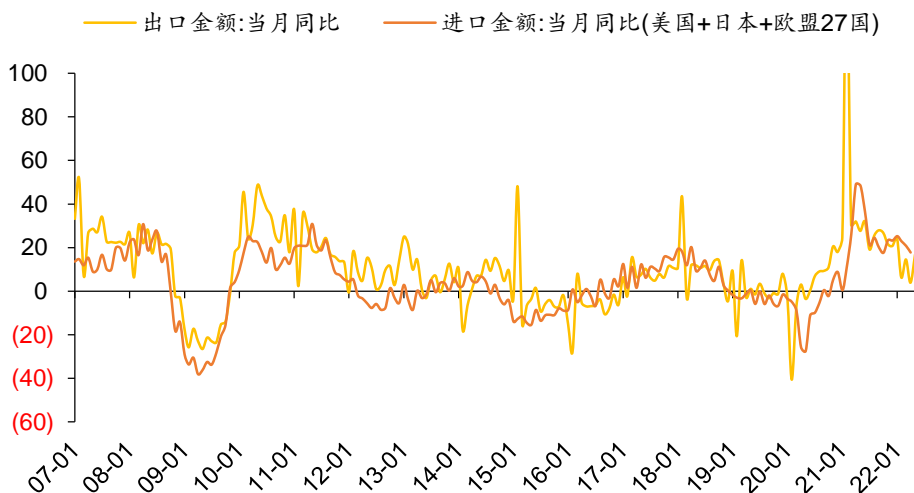
性特征，能最好的从整体上预判未来出口的变动情况。此外，一些小的数据规律也可以帮我们对预测结果进行验证，例如上半年的出口总额往往占全年出口总额的比例在 45% 左右。而进口预判方式与出口预判方式的逻辑较为一致，区别在于具体指标的选取。

3. 从三大效应看下半年出口走势

为了从海内外基本面层面出发对当下及未来出口走势进行准确的预判，我们进一步将出口增速拆解为三个部分——总量效应、结构效应和份额效应。

总量效应指海外进口总量提升对我国出口的拉动效应，海外进口总量提升代表海外需求相对旺盛，外需的提升会使我国出口有所增加。

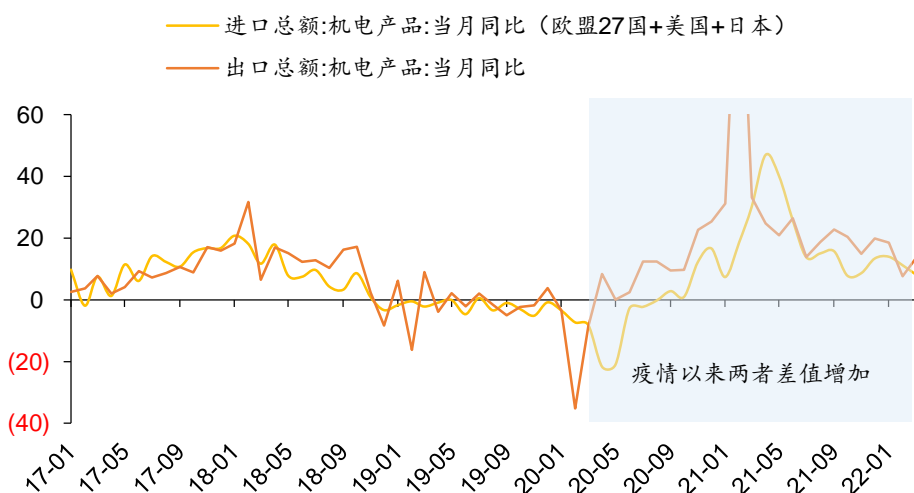
图 22：总量效应是拉动出口增长的主要因素（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

结构效应指我国出口结构与海外需求结构匹配度提升对我国出口的拉动效应，当海外需求恰好对应我国出口的主要产品（如机电、七大劳动密集型产品等）时，会直接带动我国出口的提升。而如果海外需求与我国出口结构并不对应时，无效的外需并不会引起我国出口的增长。

图 23：疫情以来结构效应的影响显著提升（%）

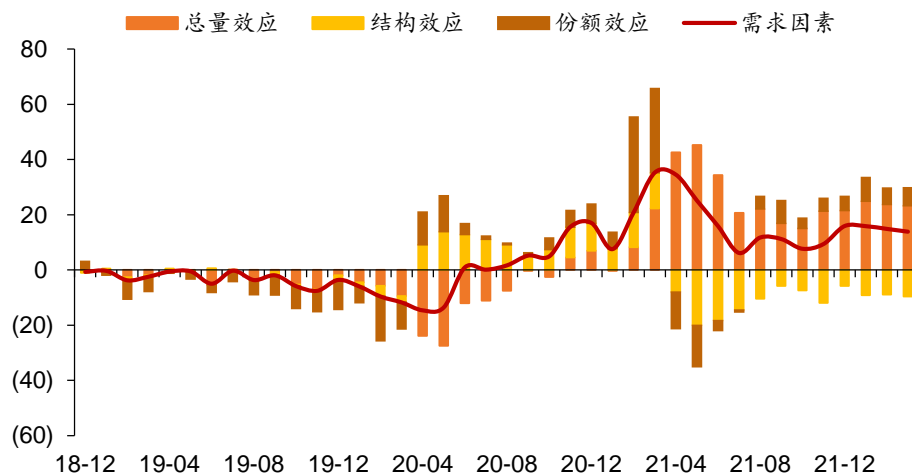


资料来源：Wind，德邦研究所

份额效应指我国商品对某一国家的出口金额占该国家该商品进口金额的比重，该比重越高表明我国对其他国家出口产生了替代作用，替代作用出现的主要原因是海外由于疫情而导致的产能不足。

总量效应和结构效应均是由于海外需求变动引起，因此两者之和可以记为需求因素；而份额效应主要是受海外供给影响，可以记为供给因素。由于篇幅限制，本文不详细展示三个效应的计算公式，本文研究的样本为 G7 和韩国，产品分类细分至 HS 编码 4 位。

图 24：出口增长的三大效应（%）



资料来源：Wind，德邦研究所测算

从疫情以来三大效应的影响来看，对我国出口造成显著影响的主要是总量效应，在经历疫情初期的低迷以后，海外各国的刺激政策使得居民消费需求不断提升，大量的外需带动了我国出口规模的持续增长。

从结构效应来看，疫情初期结构效应是拉动我国出口增长的主要动力，彼时海外服务业受到严重冲击，对于运输燃料需求持续低迷，而对于防疫物资、机电以及家具（2020 年 5 月开始的地产销售热潮）等产品的需求则大幅提升。这恰好与我国的出口结构相匹配，在扬长避短的背景下结构效应持续推动我国出口的增长。但在 2021 年 5 月欧美主要经济体（美国、德国、西班牙和法国等）逐步对内和对外的开放以来，服务业的持续修复使其进口结构逐步修复，对我国出口的影响也由正转负，在今年以来对我国出口的负面影响一直维持在 10% 左右。

从份额效应来看，疫情以来份额效应对我国出口的影响并无显著规律，如医疗物资与居家办公用品等出口增加带来的份额效应提升也仅限于短期，长期来看我国暂时还没有对欧美国家取得出口替代的能力。

而后续来看，下半年总量效应可能会随着全球需求的下滑而趋势回落。目前对于全球经济衰退的预期持续升温，就美国而言，传统的汽油需求旺季因为油价的飙升而远不及历史同期，但这部分需求可能并不会对我国出口造成直接的影响。而从美国消费来看，商品方面总体仍然过热，但价格因素的影响日益凸显，具体到耐用品方面，美国电子产品消费受益于疫情后居家办公的常态化发展仍居于高位，这部分需求对于我国出口的结构效应或有一定提振。主要的压力或将来自于欧洲，在能源价格持续位于高位的背景下，欧元区工业生产表现疲弱，需求端也是难阻颓势，欧盟 27 国 4 月贸易差额录得 436.25 亿的历史最大逆差，而德国 5 月季调后贸易差额更是录得近 20 年来首次逆差。欧元区需求的大幅回落或对我国出口的总量效应造成扰动，而对份额效应可能有一定的提升。综合来看，需求因素将是主导下半年我国出口走势的关键，预计我国下半年出口将保持较强韧性。

4. 风险提示

- (1) 疫情不确定性仍较高；
- (2) 欧美需求大幅下滑；
- (3) 大宗商品价格持续居于高位。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券研究所首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。