

拨开出口的基数“面纱”

-----评2021年1-2月进、出口数据

Lifting the "veil" of export data ----- Review January-February 2021 import and export data of China

BRIEF INTRO

China's export number are prone to be fluctuated dramatically in the first quarter due to the Spring Festival, and the COVID-19 which outbreaked in the first quarter of last year further amplified the effect. Accordingly, this article attempts to analyse the base effect, and observe the "truth" of the export.

Looking forward, China export may show the following changes: First, narrowing gap between overseas supply and demand, the normalization of monetary and fiscal policies will lead to a periodic slowdown in China's export number; Second, the improvement of enterprises' production is faster than resident final consumption, which may lead to the performance of China intermediate goods export is much better than consumer goods; Third, due to most emerging economies vaccination significantly lags behind other developed economies, the growth rate of China's export is rapidly increased in emerging economies.

SUMMARY

From January to February this year, China's export shows an extraordinary start, and the year-on-year growth rate rose by 54.1% to 60.6% in December last year. Compared with the year-on-year amount of exports from January to February over the years, the exports this year made a new record, as shown in Figure 1. However, according to the PMI data of manufacturing industry just released, new export orders

have fallen since three months ago and fell below threshold in February, which deviated significantly from the year-on-year exports amount in the same period. (Chart 2). On the one hand, the year-on-year increase of exports indicates the "prosperity" of current exports; on the other hand, the continuous decline of new export orders indicates the "recession" of expected exports. Face to the imbalance between expectation and current situation, where are the China's exports heading? To better answer this issue, we need to analyse the circumstance, after eliminating the base effect, to explore the truth of China's export.

摘要

受春节扰动，我国出口读数在第一季度所在月份易出现跳变，而爆发于去年第一季度的新冠疫情进一步放大了这一效应。据此，本文试图剥离基数效应观察出口读数的“真相”。

结果显示：

第一，剔除基数效应后，我国出口通常在第一季度呈季节性回落，2021年1-2月的出口读数符合这一规律；第二，剔除基数效应后，2021年1-2月出口读数降幅超季节性，其中对美国、欧盟降幅尤为明显。剔除基数效应后的出口读数走低与近期新出口订单连续下滑相一致，但走势却与海外经济复苏出现了背离。由此说明，海外经济体生产修复快于需求，供需缺口收窄进而带动剔除基数效应后的出口增速超季节性下滑。

展望未来，我国出口或呈现以下变化：第一，海外供需缺口收窄及货币财政政策正常化，带动我国出口读数阶段性放缓；第二，企业生产改善快于居民终端消费，或导致我国中间品出口表现好于消费品；第三，发达经济体疫苗接

种速度快于新兴经济体，我国对新兴经济体出口增速表现好于发达经济体。

关键词：进出口

事件：

以美元计价，中国1-2月份出口同比60.6%，前值18.0%，市场预期40%，我们的预期值为50.0%；进口同比22.2%，前值6.5%，市场预期16.0%，我们的预期值15.0%。贸易顺差1032.5亿美元，前值781.7亿美元，市场预期590.0亿美元，我们的预期值936.5亿美元

评论：

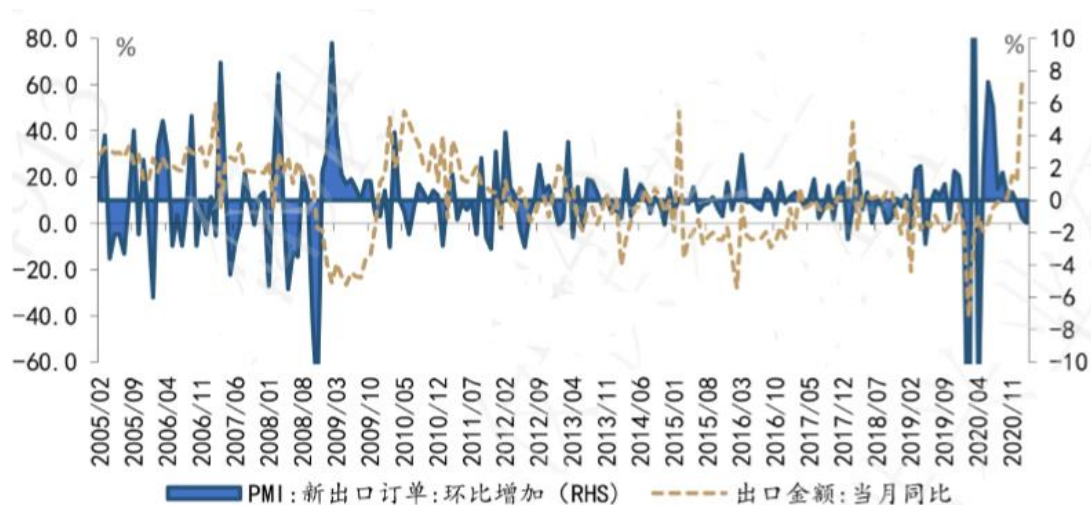
一、 拨开基数的面纱看出口现状

1-2月，我国出口喜迎“开门红”，同比增速去年12月回升54.1个百分点至60.6%。与历年1-2月出口同比读数相比，今年出口同比读数录得历年来的最高值，参见图表1。然而，近期公布的制造业PMI数据显示，新出口订单连续三个月下滑且在2月降至荣枯线下，与同期出口同比读数显著背离，参见图表2。一边是出口同比读数的飙升，表征当下出口的“繁荣”；另一边则是新出口订单连续下滑，表征预期出口的“衰退”。面对预期与现实的冷热不均，我国出口将何去何从？为回答这个问题，我们需厘清现实的真相，即剔除基数效应后，我国出口的真相是什么？

图表 1 历年 1-2月出口同比



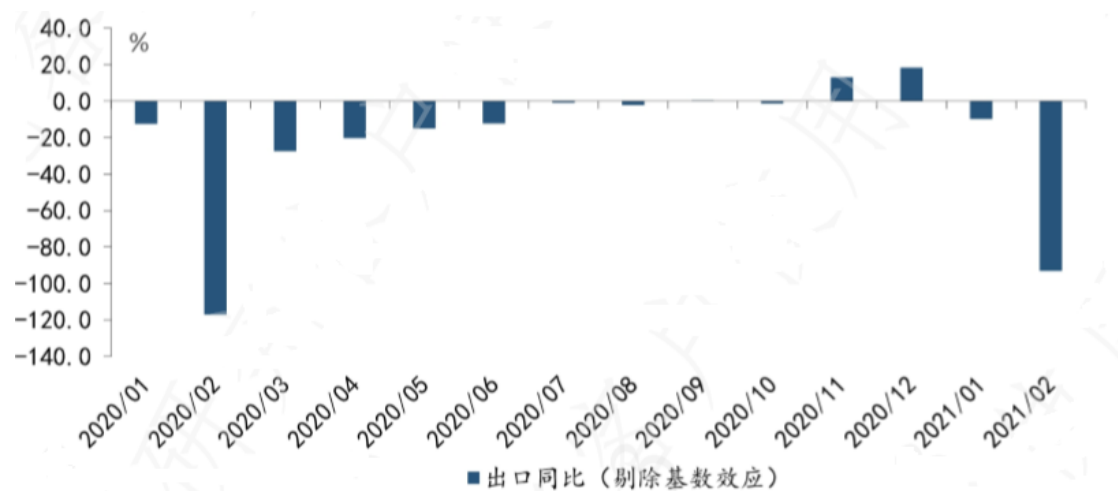
图表 2 新出口订单环比增加值与出口同比



一般而言，受春节错位影响，我国出口同比在第一季度所在月份易出现大幅跳变。同时，新冠疫情在2020年第一季度大范围爆发，去年同期出口同比大幅走低。从翘尾因素看，1-2月出口翘尾大幅走高，录得33.2%和250.7%，参见图表3。从单月读数看，按美元计价，2月份我出口2048.5亿美元，增长154.9%，由此推算1月出口同比增速为24.8%。剔除基数效应，出口同比涨幅

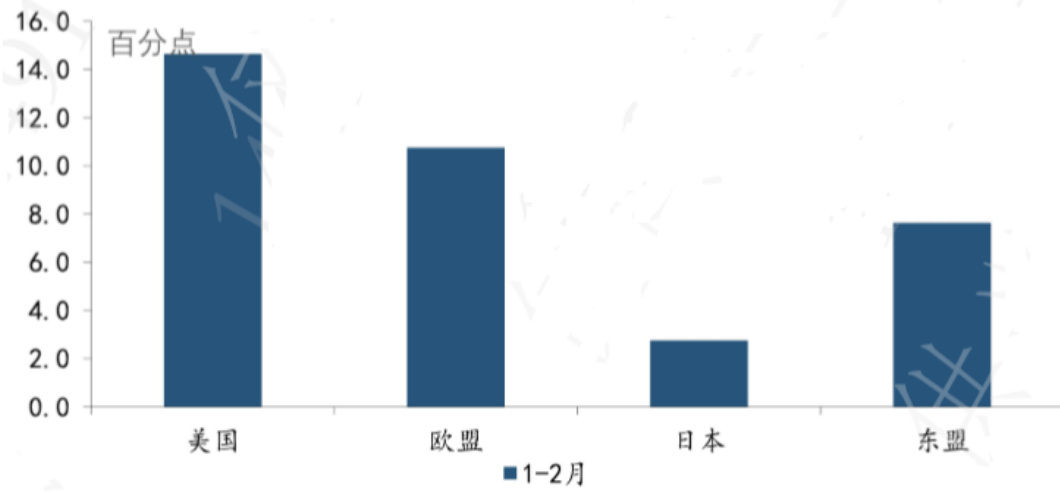
分别为-8.4%和-95.8%，出口出现转弱迹象，参见图表3。

图表3 剔除基数效应后，出口读数现走弱迹象

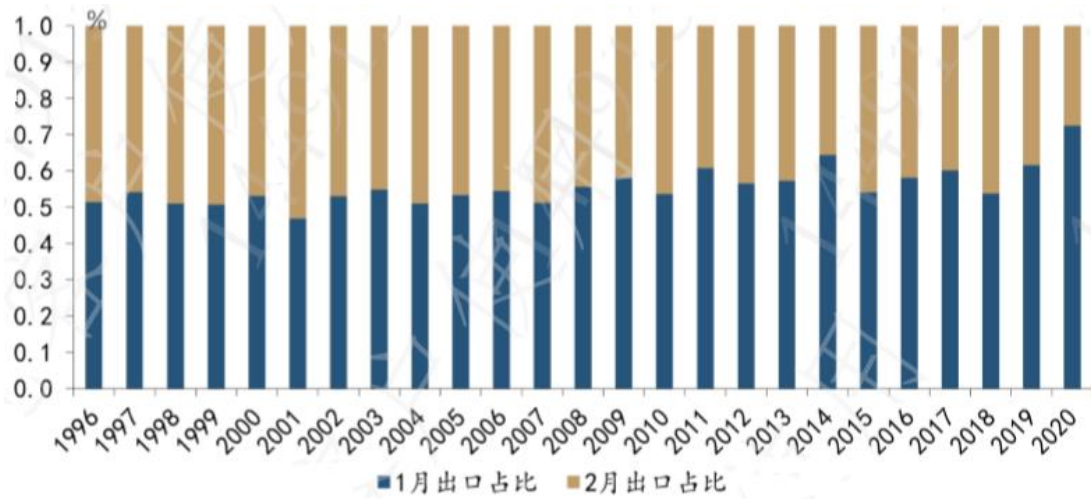


分国别看，在低基数效应下，我国对美国、欧盟、东盟及日本等主要经济体出口读数全面走高，分别对我国出口整体读数贡献14.6、10.7、7.6和2.7个百分点，参见图表4。为剔除基数效应，我们需计算我国分国别出口单月数据。在此，我们用历史1月和2月出口权重，推测1月和2月出口同比读数。1995-2020年数据显示，1月出口占1-2月出口份额均值为55.8%，而2月出口占比则为44.2%，参见图表5。计算结果显示，剔除基数效应后，我国对主要出口目的地全面走弱且降幅超季节性，参见图表6。其中，对美国、欧盟出口降幅显著高于日本。而此时，美国与欧盟经济却在强劲复苏中，2月美国和欧元区制造业PMI分别录得60.8%和57.9%，升至89.3%和95.7%的历史分位数，参见图表7。

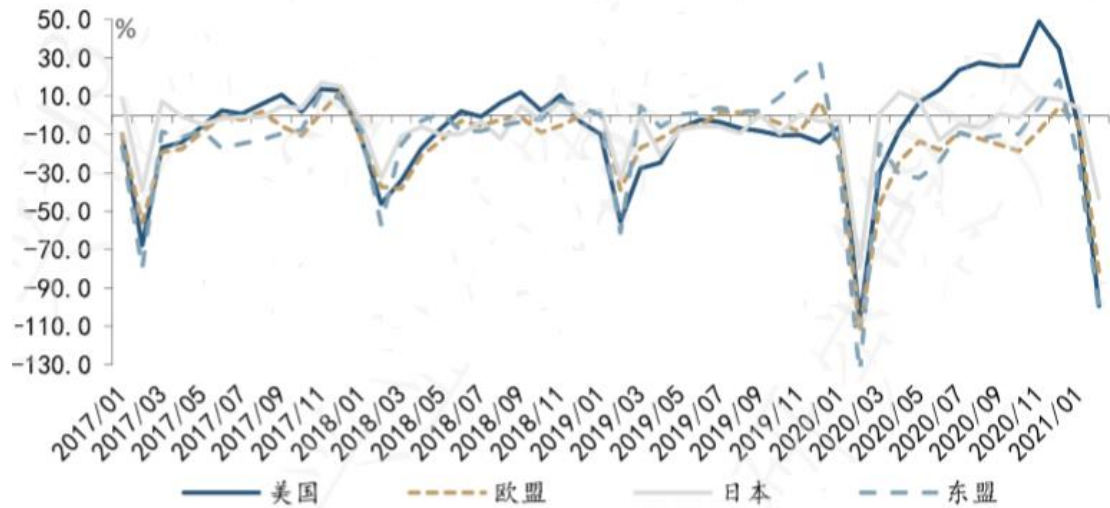
图表4 分国别对我国整体出口读数的拉动



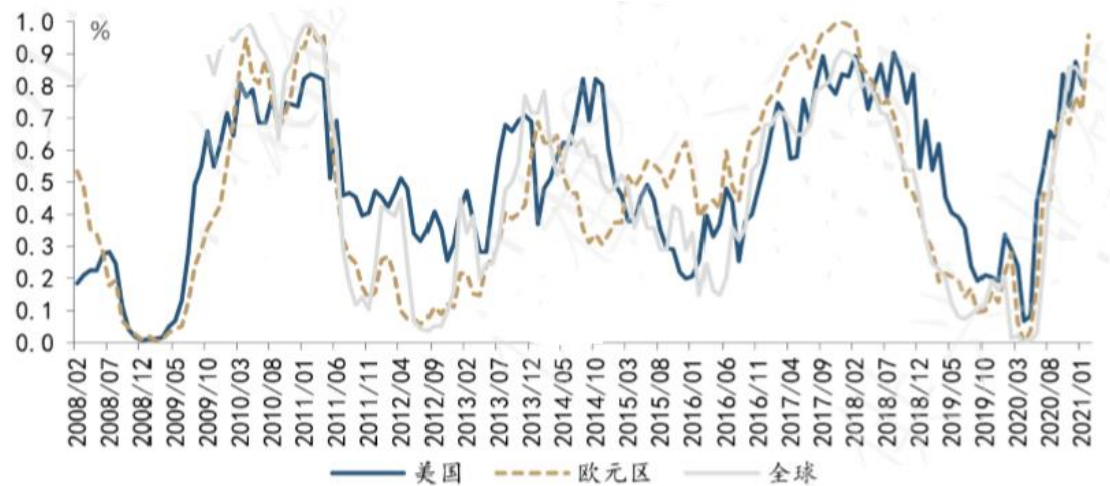
图表5 1月和 2月出口分布



图表6 剔除基数效应后，我国对主要出口目的地出口同比



图表 7 美国、欧元区与全球制造业 PMI 分位数

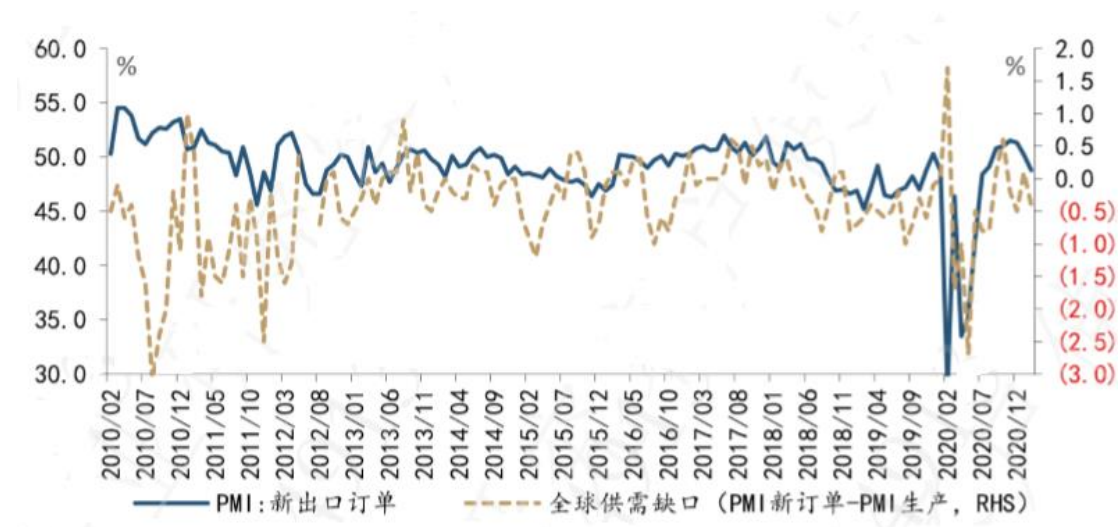


综上，一方面，剔除基数效应看，我国出口并未大幅跳升，反而出现了超季节性下滑；另一方面，海外经济加速复苏，欧盟和美国制造业PMI升至90%以上的历史分位数，外需不弱。出口的弱而外需的强或折射，海外生产复苏快于需求，供需缺口下降正拖累我国出口。随着全球疫苗接种率上升，海外生产提速。以制造业新订单与生产衡量的供需指标显示，海外生产加速修复带动供需缺口指标下行，2月全球供需缺口收窄至-0.4%，与我国新出口订单走低相互

验证，参见

图表8。那么，在这种供需缺口收窄，我国新出口订单下滑的情况下，未来出口将走向何方？

图表 8 新出口订单与全球供需缺口



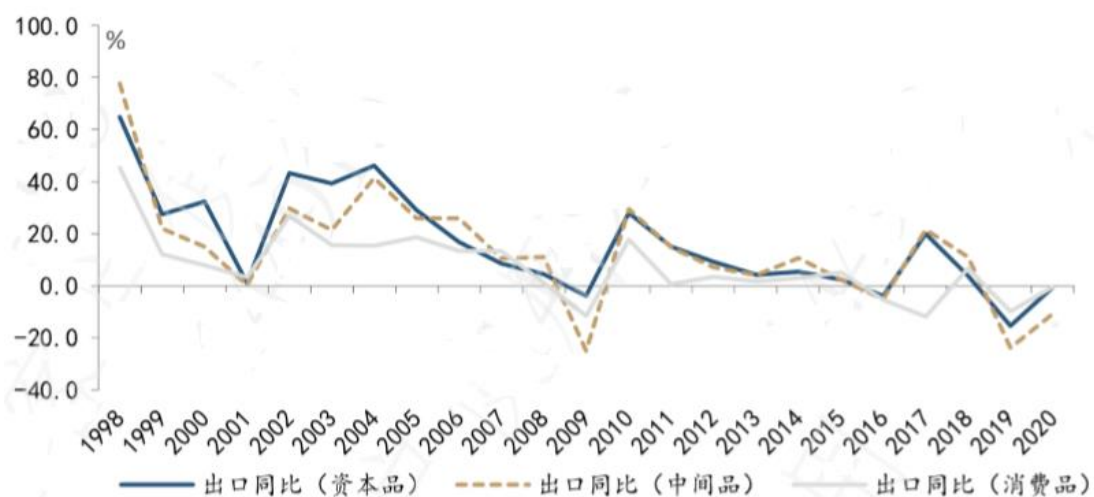
二、 拨开基数的面纱看出口未来

剔除基数效应，我国出口或呈下以下变化：

第一，从总量上看，与海外修复节奏相左，我国出口上升节奏放缓。全球供需缺口扩大，继而导致出口需求向我国转移，是2020年出口超预期增长的主要逻辑。而这种逻辑将在2021年出现反转：一方面，疫情对生产的约束下降，海外生产复苏提速；另一方面，宽松货币政策和积极财政政策逐步正常化，或使需求回升的速率放缓。在二者的共同作用下，全球供需缺口下降，带动我国出口增速阶段性放缓。

第二，从产品结构看，中间品出口表现优于资本品、消费品。在海外生产放缓而居民终端消费增长的背景下，2020年我国消费品和资本品出口表现好于中间品。以美国为例，截至2021年2月22日，美联储、国会及特朗普、拜登政府共计推出规模约为10.6万亿美元的救助计划，其中约有9510亿用于个人的现金支持和失业补助。由此，2020年美国出现了经济萎缩而居民可支配收入上升的“怪象”。表现在我国对美出口商品结构上，消费品、资本品出口增速明显高于中间品，参见图表9。随着美国企业生产活动复苏，其对中间品的需求上升或带动我国中间品出口增速改善；同时，以消费为代表的终端需求部分向国内转移，我国对美国消费品出口上行动能减弱。

图表9 我国对美国消费品、资本品和中间品出口同比



第三，从区域结构看，我国对新兴经济体出口表现或好于发达经济体。受益于美国“放水”政策及中美第一阶段协议达成，2020年我国对美国出口占比较2019年回升0.7个百分点至17.4%。展望2021年，美国“放水”难以维持

2020年的水平，货币和财政政策较2020年边际收紧，对我国出口外溢效应减弱。同时，新兴经济体疫苗接种速度明显慢于发达经济体，生产恢复进程缓慢或导致需求转移至我国。

图表 10 我国对美国、欧盟、日本、东盟及韩国出口占比

