

中國出口的結構性改變



經濟視線 沈建光

京東科技集團
首席經濟學家

新冠疫情爆發以來，中國產業鏈展現出強大韌性，出口份額快速提升。究其原因，疫情後中國「保市場經營主體」的政策取向和美歐實踐現代貨幣理論「保需求」的政策取向形成互補，有效彌補了美歐經濟體由於生產受阻造成的供需缺口。根據世界貿易組織（WTO）的數據，2020年中國出口佔全球份額大幅提升至14.7%，扭轉了中美經貿摩擦以來的下行趨勢，並超過了2015年的高點（13.7%）；2021年中國出口實現了接近30%的同比增長，佔全球份額更是達到15%的歷史新高。

伴隨新冠疫情影響逐步消退、全球生產秩序恢復，中國出口份額正在向疫情前水準回歸。地緣政治形勢日益複雜，以及全球產業鏈呈現本土化、區域化、逆全球化態勢，對中國出口造成了較大影響。一方面，海外產業鏈恢復對國內出口形成替代。2022年，中國出口金額（以美元計價）同比增速降至5.9%。WTO數據顯示，截至今年6月末，中國出口佔全球份額為14.2%，較2021年15%的歷史高點回落0.8個百分點。相比之下，歐盟、美國出口份額分別比2021年提升1.3、0.6個百分點。隨着海外疫情緩解，美歐等主要經濟體生產能力恢復推動其出口份額回升。

另一方面，全球供應鏈重構對中國出口產生深遠影響。近年來，中國對美出口份額快速下滑，背後是中美經貿摩擦持續以及全球供應鏈重構。根據美國國際貿易委員會（USITC）的數據，美國自華商品進口佔比從2017年的21.6%快速下降到2022年的16.3%，下降部分由東盟、加拿大和歐盟填補；2023年1至8月，中國商品在美國進口中的佔比進一步下滑至13.4%，低於歐盟的18.8%，也落後於墨西哥（15.5%）和加拿大（13.8%），排名第四。

新興市場貿易比重上升

全球供應鏈重構趨勢之下，中國積極拓展對新興市場的出口，在一定程度上對沖了對美歐等經濟體出口的回落。2023年1至10月，對拉丁美洲、非洲、俄羅斯的出口佔中國出口份額為

7.3%、5.1%、3.2%，較2022年同期分別提升0.2、0.5、1.1個百分點，合計份額達到15.6%，超過對東盟、歐盟和美國的出口；東盟佔中國出口份額保持在15.4%，依然高於歐盟和美國，是中國第一大出口夥伴。相比之下，2023年1至10月，中國對美國、歐盟出口金額累計同比下降15.4%、10.6%，二者佔中國出口份額分別降至14.9%、15.1%。

汽車出口持續高速增長

與此同時，中國汽車出口持續高速增長，成為出口最大亮點。2023年1至10月，汽車包括底盤出口同比增長77.9%，佔中國總體出口的比重抬升至5.6%，而2019年這一佔比只有2.7%。縱觀全球，2021年中國汽車出口超過200萬輛，超越韓國成為世界第三大汽車出口國；2022年中國汽車出口332萬輛，超越德國成為世界第二大汽車出口國；今年上半年，中國汽車出口234萬輛，同比增長77%，超過日本成為世界第一大汽車出口國。

新能源車是推動汽車出口高速增長的重要力量。中汽協數據顯示，2023年前三季度，中國新能源汽車產量和銷量同比增速高達33.8%和37.5%，其中，新能源車出口表現尤為突出。在整體出口下滑的背景下，2023年前三季度電動載人汽車出口金額接近300億美元，同比增速高達106.4%。受此帶動，今年前三季度，中國「新三樣」：電動載人汽車、鋰電池、太陽能電池產品出口同比增長41.7%（人民幣計價），佔中國出口比重提升至4.5%。

面對當前中國外貿領域的新形勢、新格局，政策層面應對的關鍵在於：

一方面，堅持對外開放。維護好與美歐等發達經濟體的經貿關係，繼續推進共建「一帶一路」，強化與發展中國家的合作，保持中國在國際市場的地位。近期，中美、中歐外交互動頻繁，第三屆「一帶一路」國際合作高峰論壇順利舉辦，釋放了積極信號。

另一方面，繼續加力穩增長。例如，中央財政積極發力，盡快落實對低收入人口的救助幫扶，提升教育、醫療等領域保障投入；進一步放鬆房地產限制措施，加大對房企流動性支持，推動行業盡快企穩。維持合理水準的經濟增長，有助於發揮國內產業鏈和大市場優勢，改善外貿外資發展預期。



今年前三季度，中國新能源汽車產銷量高速增长，電動載人汽車出口增長逾倍。

美息見頂 全球股樓料回穩



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼任住宅總裁

聯儲局日前發布11月議息會議紀錄，稱聯邦公開市場委員會（FOMC）成員一致認為，利率仍將在一段時間內保持限制性。若通脹回落的進展不足，局方將收緊貨幣政策。反映成員對息口去向意見分歧，並非一致鷹派。聯儲局主席鮑威爾最近表示，若條件適合，將會毫不猶豫地進一步收緊貨幣政策。儘管聯儲局鷹派爭鋒，筆者預計，加息壓力不會太大，距離息口見頂不遠。

明尼阿波利斯聯儲銀行行長卡什卡里表示，未能信服聯儲局加息週期經已完結看法。他寧願看到貨幣政策過度收緊，以令通脹在合理時間內回落至2%目標。

里士滿聯儲銀行行長巴爾金表示，就業數據轉弱是朝着當局試圖降低通脹的方向發展，但未來仍要視乎經濟數據表現，至下次會議前將有兩項通脹數據公布。在決定是否再度加息還是維持利率不變前，仍有很多時間。

亞特蘭大聯儲銀行行長博斯捷克指

出，目前經濟走勢似乎表明須進一步加息。由現時到下次會議之間，將有幾項就業及通脹數據公布，將給予當局更多信號，得知經濟現況。

美國前財長薩默斯認為，投資者不宜過早判斷聯儲局經已結束加息週期。他稱，投資者過度解讀數據，相信聯儲局控制通脹工作已完成，不會再加息。目前擔任哈佛大學教授的薩默斯認為，今次數據不足以成為聯儲局結束加息週期的結論，也不代表就業市場已足夠回穩，以及通脹有望持續回落至2%局方目標。

薩默斯強調，美國長債孳息率上升，不代表聯儲局可以暫緩加息。他延續過去數年對聯儲局的批評，指出當局在債務管理方面的功夫十分差勁。

筆者不排除未來還有一次加息0.25厘的可能性，但再加機會不大。因為美國債務纏身不能視而不見，加息令息口成本會大增，聯儲局也要關注這個問題。美國加息程度經已去到頂位，高息並會橫行多月，惟不能輕易再加，儘管未能減息，這也對於投資市場的樓市及股市利好。近期美樓美股展現升勢，預計與凍息有關。美樓美股反彈，料會帶動全球樓市股市回穩。



▲美國本輪加息的壓力，率先攻破金融部門還是實體經濟的氣球尚不可明確，但預計美國將同時面臨經濟明顯惡化和金融系統風波兩大風險。圖為美國財政部大樓。

當前美國經濟所面臨的一大問題，在於經濟增長結構已改變，經濟或許並不如數據所表現的那般具有韌性，另一大問題在於居民部門資產負債表不再健康，其所支撐的消費增速也可能逐步放緩。此外，非農就業總量已長時間處在下行通道，這在歷史上通常意味着經濟明顯惡化。實際庫存周期和朱格拉周期同樣指向美國經濟面臨明顯的惡化壓力。

美經濟惡化 降息周期將至



經濟把脈 明明

中信證券
首席經濟學家

預計隨着加息對經濟滯後性衝擊效果的不斷顯現，美經濟將於明年年中前後出現明顯惡化，美聯儲或同步轉向降息。歷史上美聯儲通常可以在經濟明顯惡化前開啟降息，由於本輪加息過於陡峭和貨幣政策傳導不暢，預計本輪降息周期開啟的時點不會顯著早於美國經濟明顯惡化的時點。

以下將從經濟結構脆弱、家庭資產負債表惡化、勞動力市場退火、經濟周期位置四個方面度量美國經濟惡化的可能性，並給出對美國經濟惡化、美聯儲降息的節奏判斷。

今年前三季度，美國GDP的增長結構有所改變，或許是美國經濟增長動能整體開始回落的前兆。以支出法統計GDP，疫情期間，主要為美國經濟帶來增量的是消費、除固定投資外的其他投資。但在近三個季度的GDP增長數據中，不論環比還是同比，政府支出、消費都發揮了更加重要的增量貢獻。其中服務消費對總量增長的貢獻仍然顯著，商品消費、政府支出的同比增速顯著提高則更多源於低基數效應。而從環比來看，今年第三季美國商品消費的增長由非耐用品，特別是其中的處方藥、娛樂用品和車輛增長帶動。服務消費的增長主要由住房和公用事業、醫療保健、金融服務和保險、食品服務和住宿貢獻。因此，雖然從總量上看，美國經濟韌性似乎超出市場預期，但從結構上看，美國經濟增長結構已經開始轉變，而這或許是經濟增長動能整體開始回落的前兆。

美國經濟所面臨的另一大問題在於，美國居民部門資產負債表或已經不再健康，其所支撐的消費增速也可能會逐步放緩，作為美國經濟的重要支撐項，消費增長放緩後，美國明顯惡化風險也將有所上升。疫情期間，美國極度寬鬆的財政政策使得居民部門超額儲蓄快速累積，而超額儲蓄消耗殆盡的時點頻頻晚於市場預期，背後原因或在於信用卡扮演了居民部門金融狀況惡化後的最後安全墊角色。

勞動力市場或加速下行

自從去年開始，美國勞動力市場熱度已經在逐漸消失，職位空缺、新

增就業的絕對值相比歷史的高位並不能代表實際情況。勞動力市場若供給偏低有可能推動薪資上漲過快，進而成為通脹強韌性的原因之一，這也是當前美聯儲和市場十分關心勞動力市場狀況的原因。並且勞動力市場可以印證美國經濟的運行狀況，用以觀察是否存在經濟明顯惡化風險。新增非農就業的行業過於集中，增長總量數據可能高估了勞動力市場熱度。美國新增非農就業儘管持續下降，但總量仍然遠高於疫情前水準。不過詳細拆解新增就業的行業構成就能發現，連續三個月超八成的新增就業來自休閒酒店、醫療保健和社會救濟、政府僱傭，其中後兩者就佔比超七成。今年年初至夏季的新增非農就業更多是由酒店休閒業完成，尚且可以解釋為居民在放開社交距離管控後對積壓休閒需求的釋放。但當前新增就業結構中，醫療保健與社會救濟的新增可能對應着長新冠影響，而政府僱傭則是逆周期托舉就業的重要因素。因此儘管10月新增非農數據顯示的是美國勞動力市場可能剛剛轉向疲軟，但是從結構拆分來看，這種趨勢在更久之前或許就已經比較明確。來自醫療保健、社會救助和政府的就業新增自然難以一直維持，美國勞動力市場的熱度程度可能已經觸及臨界點，並可能將開啟加速下行。

加息對美國經濟的滯後性負面衝擊將逐步顯現，經濟惡化終將到來。綜合經濟與勞動力市場情況，可以看到加息對美國經濟的負面衝擊已經逐步顯現。加息與高通脹並存的影響是：金融部門的緊縮阻礙了實體經濟的擴張速度。從企業的視角來看，員工的工作時間增長慢於總薪資增長，勞工成本增長又快於產量增長。在沒有技術突破和生產力提高，且信貸成本逐漸提高的情況下，企業利潤正在減少。從居民部門視角來看，不考慮轉移支付的個人總支出增速高於總收入，且絕對值也出現反超，即家庭部門的貨幣計價財富在流失。家庭與企業部門的現金流迴圈無法維持，逐步萎縮，通脹與加息的同時存在讓這一過程變得不可持續。因此，在美國經濟讀數繁榮的背後，增長的內生動能可能已經較為疲軟，經濟惡化可能即將到來。

實際庫存周期顯示美國經濟已經開始走弱。庫存周期通常約3年為一個周期，大致可以分為去庫存階段和

補庫存階段。由於當前通脹因素擾動明顯，若採用扣除價格影響的實際庫存進行衡量，可以發現實際庫存周期已經進入了主動去庫階段，按照周期規律，與經濟明顯惡化對應的被迫去庫階段即將在明年年中左右到來。

預計美國經濟將在2024年年中前後明顯惡化。在快速的加息和仍然持續的通脹影響下，美國經濟當前已經顯露疲態，庫存周期與勞動力市場、家庭資產負債表等高頻指標指向了美國將於2024年年中前後明顯惡化。通脹不再是美聯儲唯一關心的問題，美聯儲有望在2024年年中前後開啟降息周期。去年以來美聯儲貨幣政策幾乎完全圍繞通脹動態運行。其他諸如充分就業、金融穩定、美元全球迴圈等因素似乎不再是問題，但這樣的狀態無法一直延續。不過，美聯儲在未來不能放棄對2%通脹目標的反覆申明。因為放棄申明帶來的後果很有可能是通脹脫錨，本輪通脹高企的初始原因之一就是美聯儲修改了貨幣政策框架中的通脹目標表述，但申明這一目標並非意味着通脹不達到2%貨幣政策無法正常化。實際上明確政策目標與前瞻指引的最終目的，就是減少實際貨幣政策緊縮的必要程度。並且當高通脹與失業率抬升、經濟失速同時出現時，美聯儲快速貨幣轉向的可能性同樣存在。因此，儘管美聯儲的點陣圖指引與市場對開啟降息的時間點預期有明顯差異，美聯儲有望在2024年年中前後開啟降息周期。

提防美金融系統風險

本輪美聯儲的降息過程可能與歷史不同，或與經濟惡化基本同步。歷史上美聯儲的加息過程中，對經濟的狀態有充足的觀察時間，因此美聯儲的加息程度一般可以恰到好處：20世紀80年代之後，美國均在結束加息後才進入衰退區間，且降息開啟的時間也早於衰退，通常在高位位置維持6-9個月。如果按照這一規律推算，預期的美聯儲開啟降息的時間可能在2024年年中前後，即本輪美聯儲開啟降息的時間點相比歷史規律更晚，可能與經濟惡化同步。

降息和經濟惡化同步，一方面是因為本輪加息過快；另一方面是因為當前貨幣政策傳導極度不暢。

在快速加息與高利率壓力下，不僅經濟面臨明顯惡化風險，美國金融系統也有風波再起的可能。高利率對實體經濟的衝擊將逐步滯後性地體現。不論是對實體經濟還是金融部門而言，建立在低息環境的龐大資產負債表，基準利率快速抬升勢必造成資產端壓縮比負債端更明顯，進而帶來經濟快速下行的壓力。且本輪加息中，由於貨幣政策傳導不暢等因素，金融部門過度承受了緊縮貨幣政策的負面衝擊，尤其是處在弱勢地位的中小銀行，因此加息的壓力率先吹破金融部門還是實體經濟的氣球尚不可明確結論。預計美國將同時面臨經濟明顯惡化和金融系統風波兩大風險。

美國經濟每次明顯惡化前，聯儲局即開始降息

(厘)

