

宏观

证券研究报告

2023年12月26日

无力的脱钩

尽管在贸易摩擦期间的2017-2020年,中国对美的直接出口份额下滑了2.9个百分点,但是投入产出表展示了不一样的结果,同期美国对中国商品的直接和间接依赖程度(完全消耗系数)不降反升,出口的脱钩事实上是无力的。

风险提示: 份额韧性表现不及预期,地缘政治冲突超预期,海外供应链转移速度超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

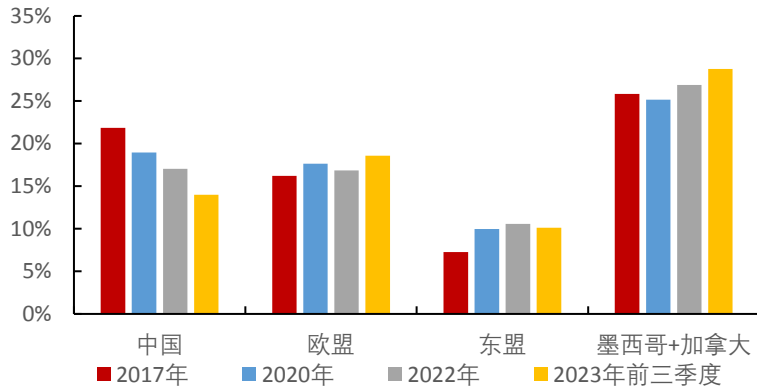
相关报告

- 《宏观报告:宏观-大类资产风险定价周度观察-23年12月第5周》
2023-12-25
- 《宏观报告:宏观-2024年制造业投资展望》
2023-12-23
- 《宏观报告:宏观-大类资产风险定价周度观察-23年12月第4周》
2023-12-19

自贸易摩擦以来，市场对中美供应链脱钩的担忧挥之不去。2023年，中国占美国进口的比重从2017年的21.9%下滑至前三季度的14%，加剧了市场的担忧。

直观来看，下滑的份额主要流向了北美自贸区（墨西哥和加拿大）、东盟、欧盟。这些地区2023年前三季度占美国进口的比重，相比2017年提高了2.9、2.8、2.3个百分点，是这一轮产业链转移的直接受益方。

图 1：美国进口结构的变化（单位：%）

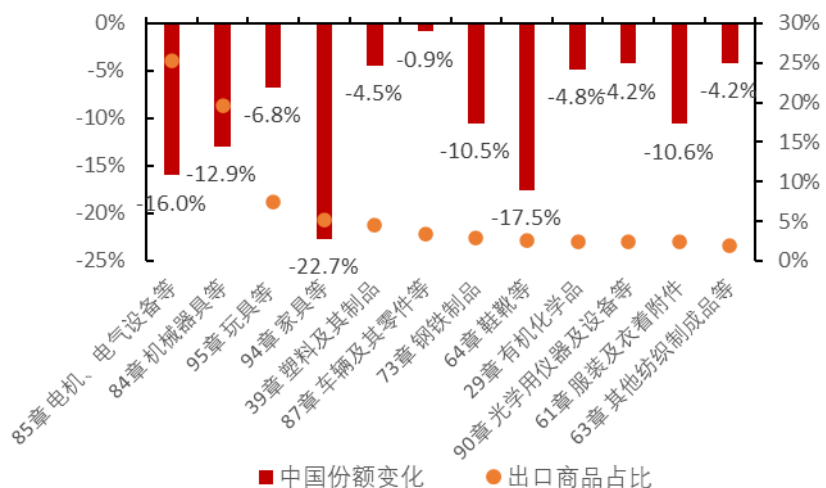


资料来源：ITC，天风证券研究所

从商品类别上看，家具、鞋靴、纺织服装等劳动密集型产品的份额主要流向了东盟。2023年前三季度，中国的家具（HS94）、鞋靴（HS64）、纺织服装（HS62）等商品占美国的进口份额相比2017年下滑了22.7、17.5和14.1个百分点。东盟的家具（HS94）和鞋靴（HS64）占美国的进口份额相比于2017年提高了13.8和12个百分点。

电气设备、机械设备等资本密集型商品的份额有一部分流向了墨西哥、加拿大、日本等国家。2023年前三季度，中国的电气设备（HS85）、机械器具（HS84）等商品占美国的进口份额相于2017年回落16和12.9个百分点。日本、北美自贸区（墨西哥和加拿大）、东盟的机械器具（HS84）占美国的进口份额分别提高了5.5、3.2、2.8个百分点。

图 2：中国对美出口商品份额（单位：%）



资料来源：ITC，天风证券研究所

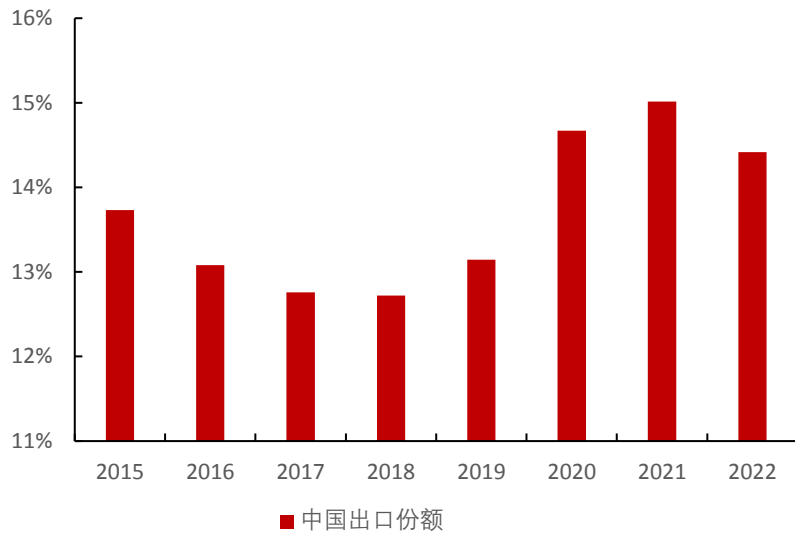
图 3：主要商品各国占美国进口份额相比 2017 年的变动（单位：%）

	中国的变化	欧盟的变化	东盟的变化	墨西哥和加拿大的变化
85章 电机、电气设备等	-16.0%	1.3%	8.4%	1.6%
84章 机械器具及零件等	-12.9%	1.2%	2.8%	3.2%
95章 玩具、游戏品等	-6.8%	0.0%	6.4%	0.0%
94章 家具、寝具等	-22.7%	2.1%	13.8%	5.0%
87章 车辆及其零件等	-0.9%	1.3%	0.5%	1.5%
73章 钢铁制品	-10.5%	3.3%	2.3%	4.6%
64章 鞋靴、护腿和类似品及其零件	-17.5%	4.2%	12.0%	1.1%
29章 有机化学品	-4.8%	8.3%	4.5%	-1.7%
90章 光学仪器及设备	-4.2%	-0.3%	2.1%	2.6%
63章 其他纺织制成品	-4.2%	0.3%	1.9%	1.2%
62章 服装及衣着附件	-14.1%	1.7%	6.3%	-0.6%

资料来源：ITC，天风证券研究所

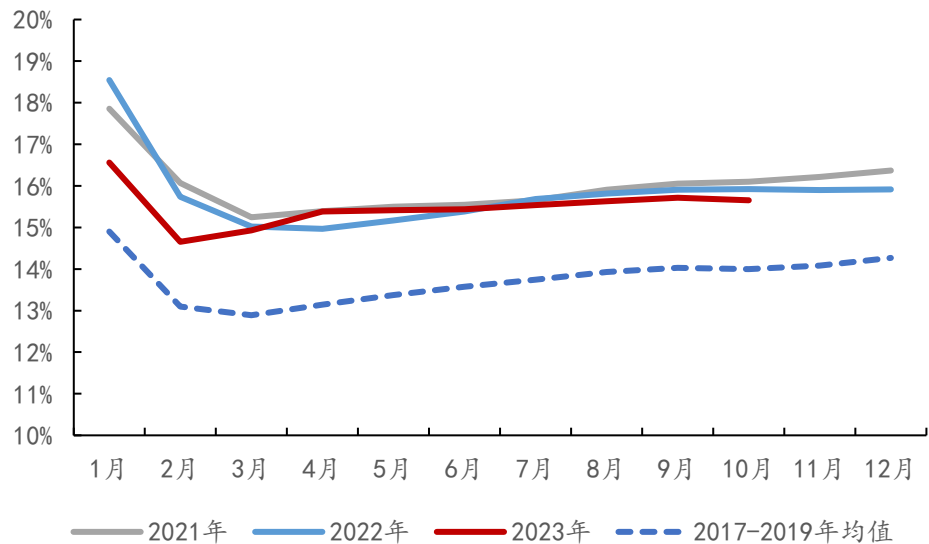
但是在中国对美出口份额下滑的同时，中国占全球的出口份额却在提升。2017 年中国占全球商品出口的比重为 12.8%，2019 年上升到 13.1%，2022 年上升至 14.4%。从样本国家看，2023 年 1-7 月在样本国家中，中国的出口份额比 2017 年提高了 2 个百分点。

图 4：中国总出口份额（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

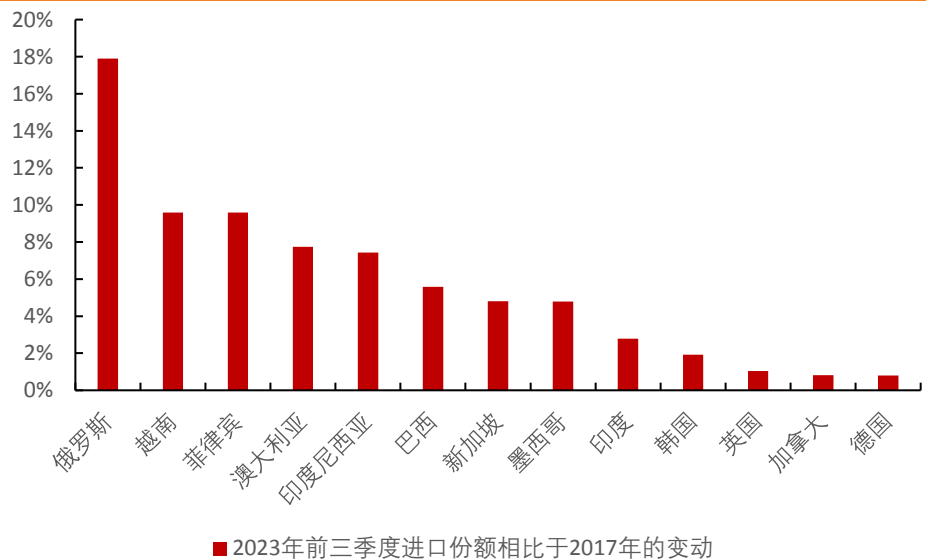
图 5：中国占样本国家出口份额（单位：%）



资料来源: WTO, 天风证券研究所

其中, 中国对东盟、欧盟和北美自贸区(墨西哥和加拿大)的出口份额均在上升。2023年1-9月, 中国占墨西哥、加拿大、印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾等国家的进口份额相比于2017年分别提高了4.8、0.8、7.4、9.6、4.8、9.6个百分点。墨西哥和东南亚替代中国直接对美出口的同时, 又接收了大量来自中国的出口。

图 6: 中国占其他国家进口份额的变动 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 进口份额为中国对A国出口/A国总进口)

从这个角度上讲, 中国制造业正在发生的不是转移, 而是外溢。中国企业将对美出口的生产地延伸到了东盟和墨西哥。这些成本或者关税更低的国家, 使得中国在全球供应链中的地位不降反升。

从细分商品来看, 在全球主要样本国家中, 中国出口份额下滑的主要是纺织服装等劳动密集型商品, 份额不断提高的是电气设备、机械器具、汽车等资本密集型商品。

2023年1-7月, 中国生产的电气设备(HS85)、机械器具(HS84)、车辆及其零件(HS87)等商品的出口份额相比于2017年提升2、1.6、5.9个百分点, 这三类商品占2022年中国出口的46.1%, 自然就决定了中国出口份额的韧性。

图 7: 中国主要商品出口份额 (单位: %)

	2022年中国出口商品结构	2017年中国出口商品份额占比	2022年中国出口商品份额占比	2023年1-7月中国出口商品份额占比	2023年1-7月中国份额变化
85章 电机、电气设备等	26.6%	26.6%	30.1%	28.6%	2.0%
84章 机械器具及零件等	15.4%	20.3%	24.1%	21.9%	1.6%
87章 车辆及其零件等	4.2%	5.3%	10.8%	11.3%	5.9%
39章 塑料及其制品	4.0%	13.6%	20.3%	20.2%	6.6%
94章 家具、寝具等	3.6%	42.4%	48.9%	45.3%	2.9%
73章 钢铁制品	3.1%	23.0%	31.6%	28.5%	5.5%
95章 玩具、游戏品等	2.9%	51.4%	63.6%	59.6%	8.2%
29章 有机化学品	2.8%	15.2%	22.0%	18.5%	3.3%
61章 服装及衣着附件	2.5%	46.3%	47.6%	45.4%	-0.9%
72章 钢铁	2.2%	14.3%	16.7%	17.2%	2.8%
62章 非针织或非钩编的服装及衣着附件	2.1%	44.7%	43.5%	40.7%	-4.0%
90章 精密仪器及设备	2.0%	13.7%	12.2%	11.6%	-2.1%
27章 矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品等	1.8%	4.2%	3.4%	3.8%	-0.3%
64章 鞋靴、护腿和类似品及其零件	1.7%	42.8%	43.7%	39.4%	-3.4%

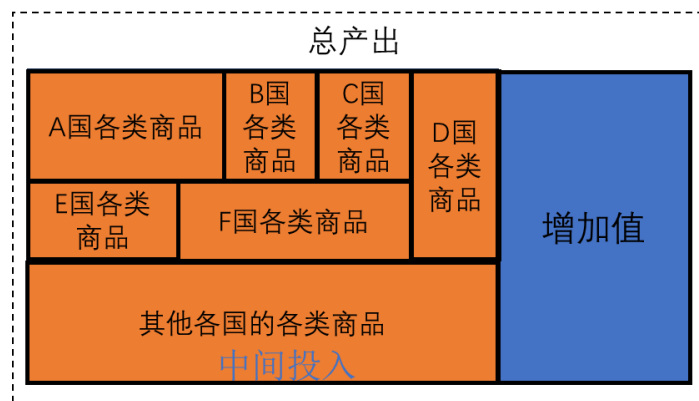
资料来源：ITC，天风证券研究所

从可量化的指标上，我们用投入产出表来衡量美国制造对中国制造的依赖程度。

结果是美国生产 1 单位产品所消耗的中国商品先降后升。比如，2017 年美国电气设备行业总产出为 1227.7 亿美元，这一共消耗了来自各国价值 604.5 亿美元的商品（总产出与中间投入的差值则是行业增加值），其中 38.2 亿美元是来自中国的商品，即来自中国的中间投入占美国总中间投入的比重为 6.3%。2019 年、2020 年的比重分别为 5.9%和 7.3%。

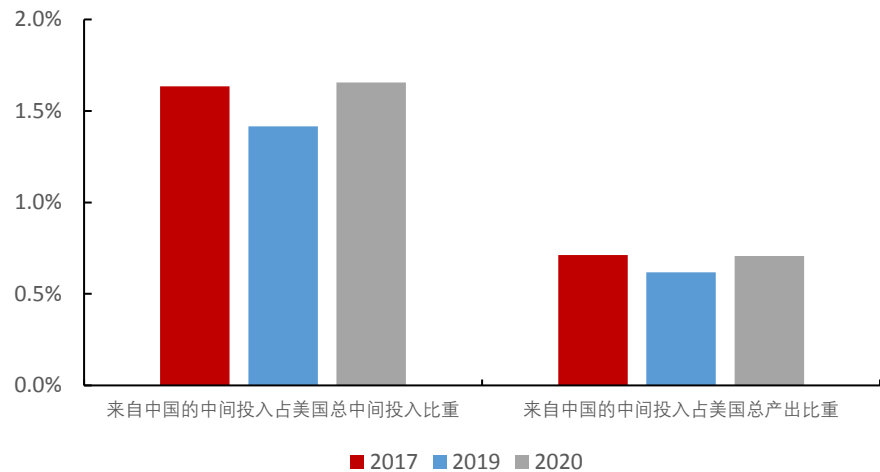
从全部行业来看，2017 年来自中国的中间投入占美国中间投入和美国总产出的比重为 1.6%和 0.7%。2019 受中美贸易摩擦影响，占比回落至 1.4%和 0.6%。2020 年受疫情影响，占比重新上行至 1.7%和 0.7%。

图 8：投入产出数据示意



资料来源：天风证券研究所

图 9：来自中国的中间投入占美国中间投入和产出的比重变化（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 2020 年美国对中国的直接消耗系数(总产出, 中间投入单位: 百万美元, 产出结构和占比单位: %)

	美国总产出	美国产出结构	中国中间投入	中国中间投入占美国总产出比重
纺织品、纺织产品、鞋类等	63690	0.18%	3865	6.07%
电气设备	126965	0.35%	4631	3.65%
机动车、拖车和半拖车	610365	1.70%	17012	2.79%
橡塑制品	236308	0.66%	6395	2.71%
机械设备等	356918	1.00%	9150	2.56%
机械设备的维修和安装	265434	0.74%	6313	2.38%
建筑	1787084	4.99%	39450	2.21%
纸制品和印刷	253513	0.71%	5500	2.17%
计算机、电子和光学设备	435668	1.22%	7744	1.78%
化工及化工产品	463142	1.29%	8072	1.74%
木材和木材和软木制品	121861	0.34%	2111	1.73%
其他非金属矿物制品业	160502	0.45%	2476	1.54%
金属制品	364716	1.02%	5247	1.44%
其他运输设备	267013	0.74%	3631	1.36%
食品、饮料和烟草	979205	2.73%	13015	1.33%

资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 直接消耗系数=中间投入/总产出¹)

进一步衡量中国通过东盟、墨西哥、欧盟等地区对美国的间接出口, 可以使用美国对中国的**完全消耗系数**。

相比于**直接消耗系数**, **完全消耗系数**同时考虑了美国对中国商品的直接消耗, 以及其他各国商品对中国商品的间接消耗。比如, 美国生产 1 单位的 A 商品会直接消耗 0.2 单位的中国商品和 0.3 单位的东盟商品, 而东盟生产这 0.3 单位商品也会消耗 0.01 单位的中国商品, 则美国对中国的完全消耗系数为 0.21。

虽然在贸易摩擦后 (2017-2020 年), 中国占美国的进口份额下滑了 2.9 个百分点, 但是从**完全消耗系数**上看, 2020 年美国对中国出口的依赖程度相比于 2017 年还有所提高。

2020 年, 美国有 35 个行业对中国的完全消耗系数高于 2017 年, 仅有 9 个行业对中国完全消耗系数低于 2017 年。

其中, 美国对中国出口依赖程度较高的行业集中在纺织产品、机动车、电气设备、机械设备², 相关商品对中国的依赖度在 2017-2020 年小幅提高。

比如, 虽然中国纺织服装对美国的出口份额回落, 但是完全消耗系数却有小幅提升, 其原因是中国的化纤长丝 (HS54)、化纤短丝 (HS55) 等中间品的占样本国家的出口份额相比

¹ 投入产出表的分析要点有哪些 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

² 行业按照 OECD 划分的 45 个行业

于 2017 年出现上升。

另外，美国在电气设备行业、机械设备行业上对中国完全消耗系数也有提升。虽然中国对美国的直接出口下滑，但是中国对东盟等其他国家的设备出口提高，这使得美国对中国的间接依赖度不降反升。

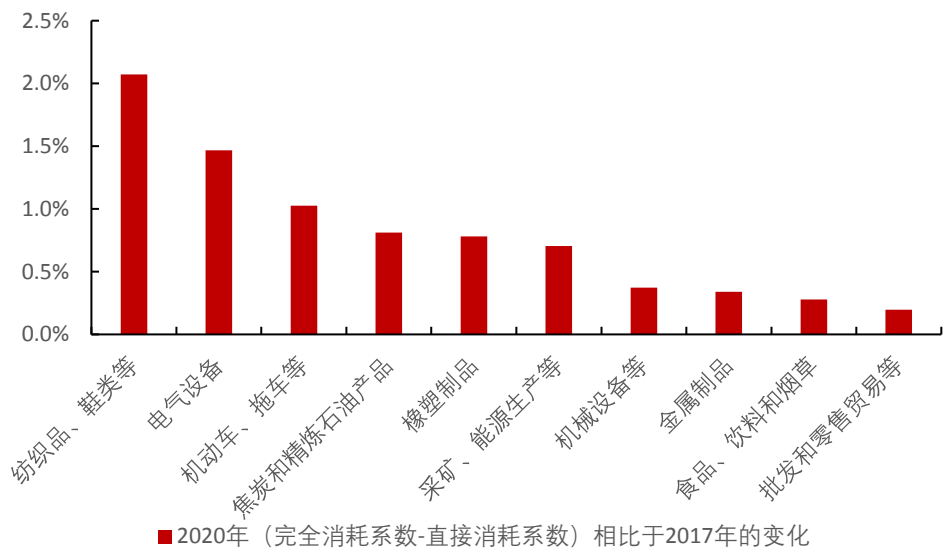
图 11：美国完全消耗系数的变化（单位：%）

	2020年相比于2017年完全消耗系数变化	2020年中国完全消耗系数
纺织品、纺织产品、皮革和鞋类	0.04	0.20
机动车、拖车和半拖车	0.03	0.15
电气设备	0.04	0.14
橡塑制品	0.03	0.11
机械设备，其他	0.03	0.11
纸制品和印刷	0.02	0.10
机械设备的维修和安装	0.02	0.09
建筑业	0.01	0.09
木材和木材和软木制品	-0.01	0.08
化工及化工产品	0.02	0.08

资料来源：wind，天风证券研究所

另外，以完全消耗系数减去直接消耗系数来衡量间接消耗可以得出同样的结论，相比于 2017 年，美国在纺织产品、电气设备、机动车等商品上对中国间接依赖度有所提高。

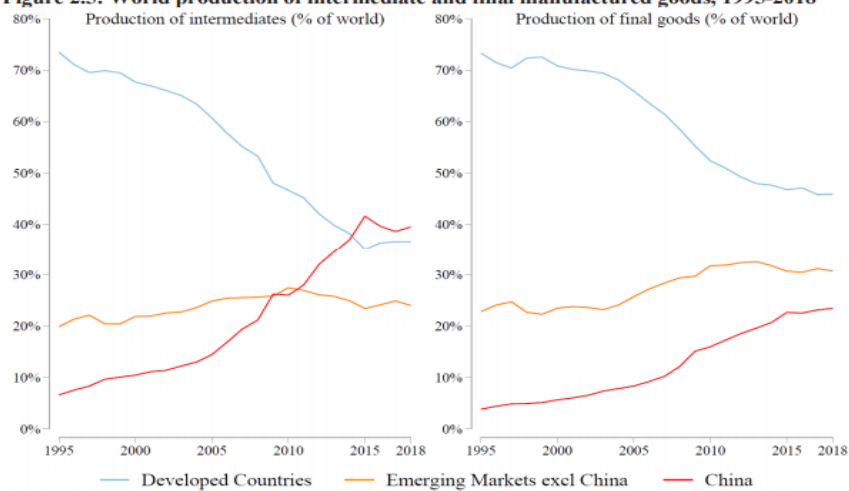
图 12：美国对中国的间接依赖度上升（完全消耗系数-直接消耗系数）（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

总的来说，尽管在贸易摩擦期间的 2017-2020 年，中国对美的直接出口份额下滑了 2.9 个百分点，但是投入产出表展示了不一样的结果，同期美国对中国商品的（直接和间接）依赖程度（完全消耗系数）不降反升，出口的脱钩事实上是无力的。

图 13：中国占中间品的出口份额维持高位（单位：%）

Figure 2.5: World production of intermediate and final manufactured goods, 1995-2018

资料来源:《Hidden Exposure Measuring US Supply Chain Reliance》理查德·鲍德温 (Richard Baldwin) 等³, 天风证券研究所

³ [Hidden Exposure: Measuring US Supply Chain Reliance | NBER](#)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com