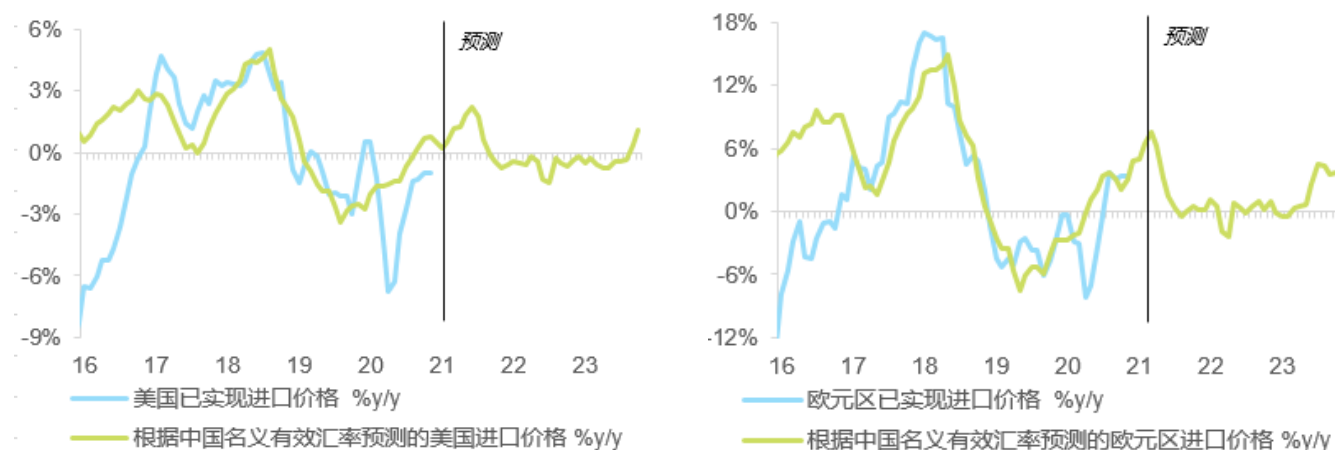


中国的“牛势”是否引发全球再次陷入通胀

随着从中国进口的需求激增，集装箱短缺和人民币升值推高了欧洲企业的进口价格：我们预计，到2021年4月底，其年同比增长率将从2020年11月的3%升至6%的峰值。而对美国来说，影响应该比较温和：从11月的-1%增加到7月的2%（见图1）。集装箱短缺是由于各国新冠疫情封锁的时间线差异以及亚洲生产活动较早复苏带来的结果。外加供应链中断和海运行业的寡头垄断性质，导致运费急剧上升，2020年第四季度环比增长率为150%，（见图2）。这种短缺状况可能会持续到夏季：2020年下半年开展的一项调查发现，中国90%以上的集装箱航运企业认为该时期至少会持续3个月，25%的企业预计会持续半年或更长时间。部分阻碍也可能与库存管理有关，主要归因于欧洲制造商在新冠疫情冲击后重建库存举措迟缓。

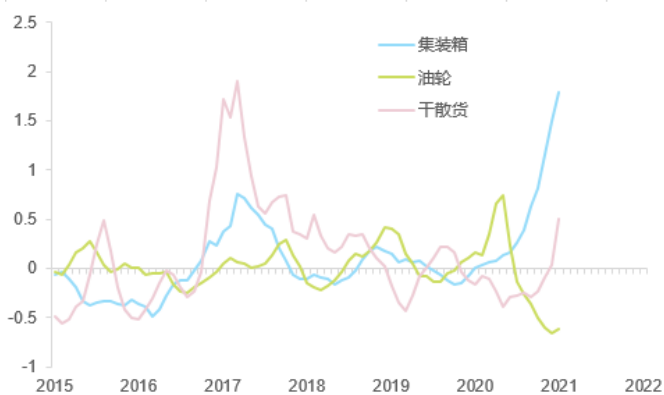
与此同时，由于以下原因：1）. 新冠疫情危机后更快的复苏；2）. 更早的政策正常化和；3）. 开放中国资本账户吸引外资的措施，2020年人民币的强劲势头可能会延续到2021年。我们预计今年年底人民币兑美元汇率为6.3，而2020年底该数值为6.5。人民币汇率走强是在中国的出口价格也可能上涨的大背景下出现，最新数据显示，中国的生产者价格12个月来首次出现年同比上涨。我们发现，在中国，生产者价格倾向于领先出口价格5个月。

图1：美国和欧元区的中国名义有效汇率和进口价格



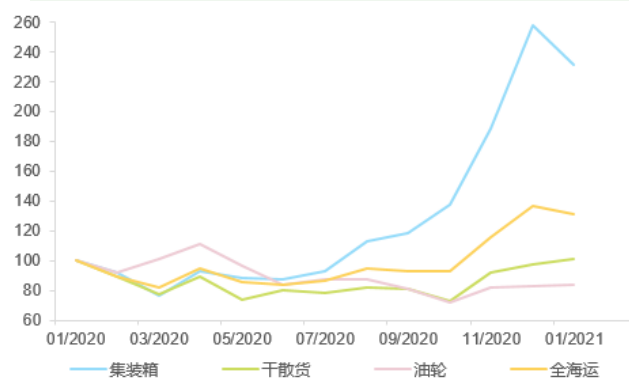
来源：BIS、CPB、安联研究

图2：按市场区隔划分的运费 3个月环比变化



来源：IHS、安联研究

图3：航运公司全球估值，按货物运输类型划分
(指数100 = 2020年1月)

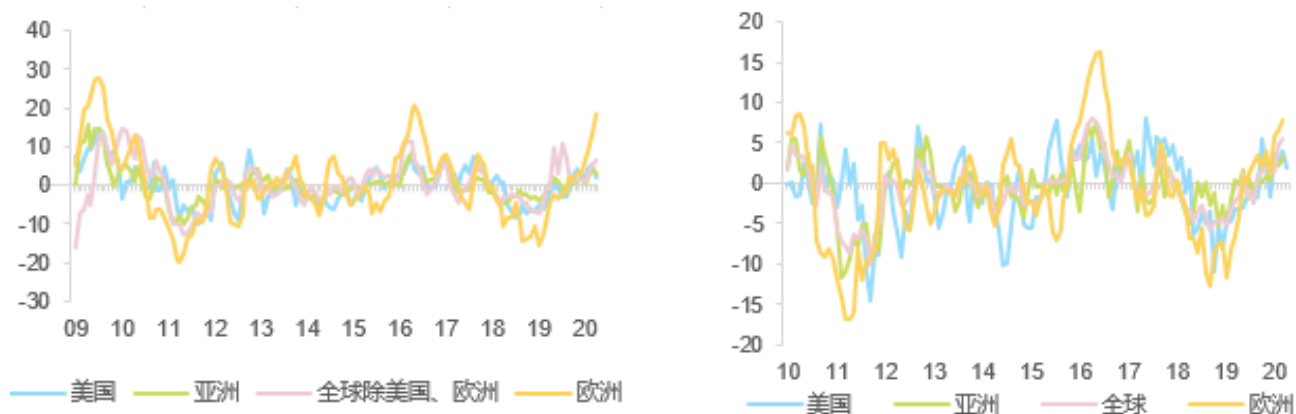


来源：彭博社、安联研究

不断上涨的运费对集装箱航运企业来说是利好消息：15家主要企业的营业利润率将在2021年上升到10.3%（2020年为8.9%，2019年为3.5%），随后在2022年略微下降到约8%。由于价格上的差异，局面从原先的势均力敌转变为集装箱航运企业占上风，而其他两种主要海运方式则陷入颓势（见图3）。集装箱船舶终于扭转了自己在运输市场表现不佳的历史趋势。虽然在未来几个月监管可能会介入，但集装箱供需失衡和航运公司的定价权在握的局面已成定局，我们预计这些企业的营业利润率在2022年只会小幅调整（相比之下，2010-2015年的平均利润率是5.5%）。

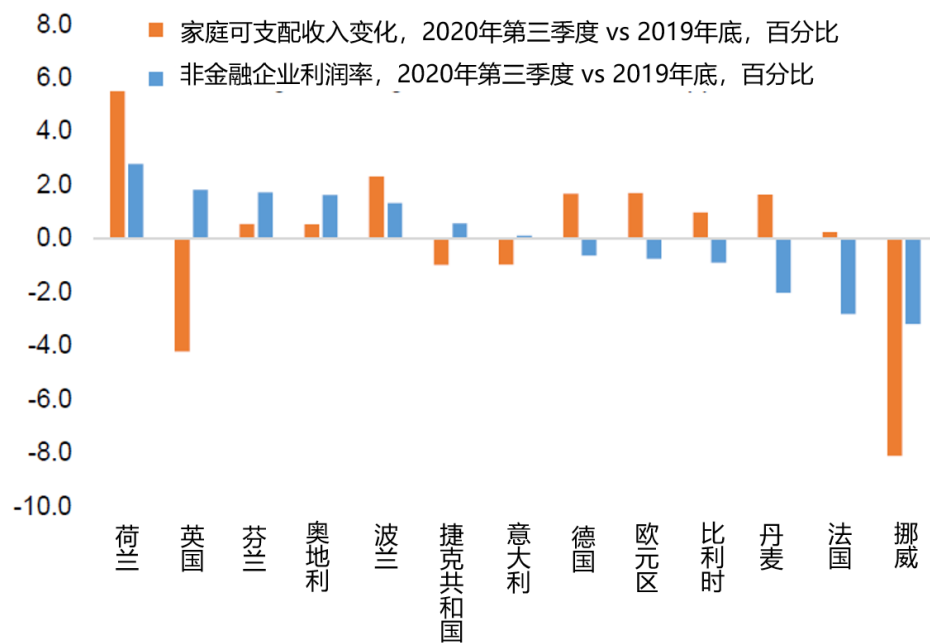
对其他行业来说，这对利润率的影响是负面的。到目前为止，欧元区企业受到投入成本上升的影响最大：预计，2021年上半年，欧元区利润率将受到-4.5至-7.0个百分点的拖累，具体取决于企业的定价能力，而美国企业的利润率将受到-2.0至-4.0个百分点的拖累。过去几个月，消费品和制造业商品的投入成本都在快速增长，欧洲遭受的影响最大（见图4）。鉴于国内需求疲软，这一轮上涨尚未转化为售价的上涨，而过往情况表明，企业的定价权（尤其是在欧洲）仍然非常有限。因此，企业所受最直接的影响是在2021年上半年的利润率下降。如果企业设法将运输成本增加的20%（如果将运输成本的10%权重纳入中间消费，则为+15%）转嫁到销售价格上，对欧元区利润率的影响将会是-4.5个百分点。在仅10%转嫁给最终售价的情况下，影响可以减少6.0个百分点，而如果未能转嫁给销售价格，影响可以减少7.0个百分点以上。最高定价权属于那些家庭可支配收入在2020年因国家扶持措施而未收缩的国家：主要是德国、荷兰、比利时、奥地利，法国的情况次之（见图5）。若以数量计，这可能意味着2021年上半年，德国非金融企业的最大营业利润损失将接近360亿欧元，法国非金融企业的营业利润损失将达到230亿欧元（见图6）。在美国，这种影响相对较小，因为生产对外国投入的依赖较小，且由于以美元计价的进口商品所占比例更高，对汇率变动的依赖程度也较轻。

图4：价格压力对消费品行业（左）和制造业（右）利润率的影响
(正值=投入价格增幅大于产出价格)



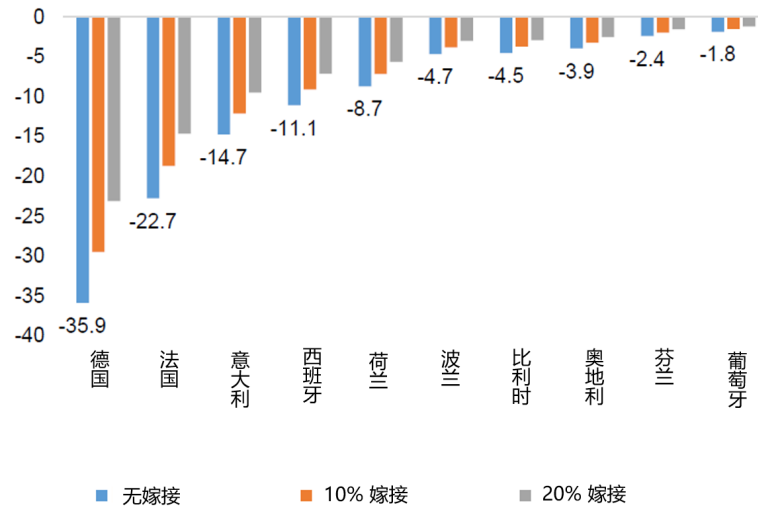
来源：马基特、安联研究

图5：家庭可支配收入vs企业利润率



来源：欧盟统计局、安联研究

图6：运输成本增加转嫁到最终价格情景下的营业利润损失，10亿欧元



来源：欧盟统计局、安联研究

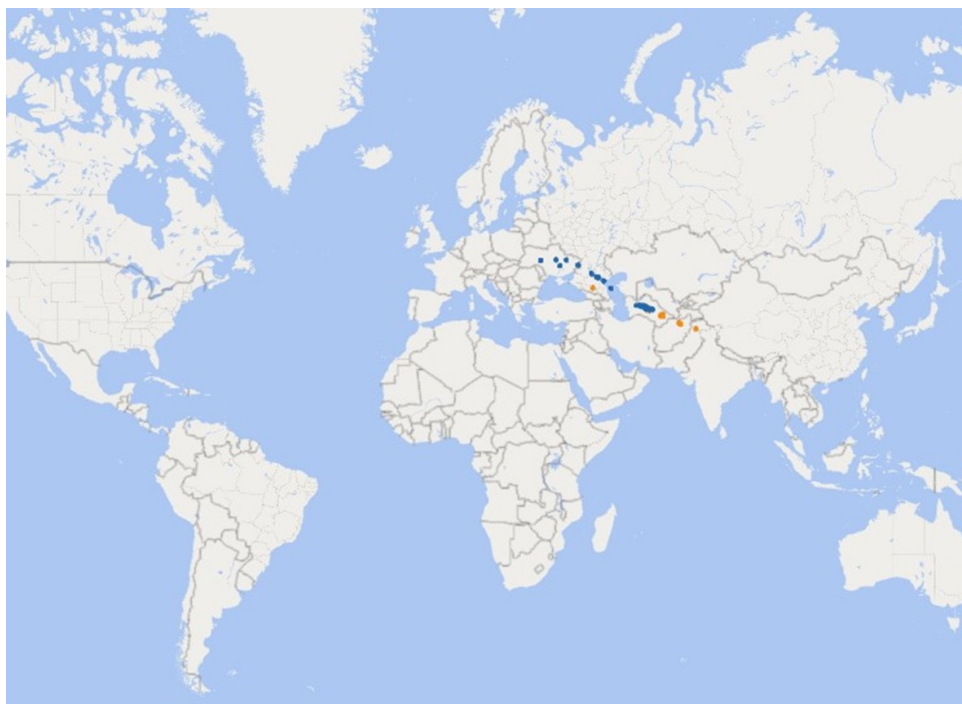
制造业交付时间的延长和潜在的投入短缺（汽车、半导体等行业）可能导致2021年欧元区GDP增长下降1.2个百分点，美国则下降0.7个百分点。自去年夏季以来，集装箱运输时间一直在延长，截至2020年底，集装箱准点率仅为50%，而2019年该数值为78%。美国和欧洲企业的供应商交付时间迅速恶化，而亚洲的供应商则更有韧性。我们发现，供应链中断导致欧元区GDP增长率在2020年下降了2.5个百分点，并可能在2021年进一步下降1.2个百分点。在美国，供应链中断给其2020年GDP增长率减少了0.3个百分点的压力，并可能导致2021年GDP进一步下降0.7个百分点。美国所受的影响相对较小，因其对供应商交付时间收到的冲击较小，而且其对（外国）投入的脆弱性也较低——这在一定程度上要归功于更好的库存管理。

短期再通胀会演变成中期通胀吗？

未来几年，中国势必将对全球贸易产生越来越重要的影响。在新冠疫情危机中，中国成为相对赢家，并将保持比发达经济体更快的增长。我们估计，到2030年，世界经济重心将位于中国、印度和巴基斯坦的交汇点附近（而2007年时它还在大西洋上）。按照同样的方法，我们基于2019年占全球贸易91%的67个经济体计算了世界出口重心位置（见图7）。我们发现，在过去几年中，它也在向东移动，随着中国在全球出口市场份额的增加，2020年的移动速度有所加快。

图7：世界出口重心

蓝点代表2000年到2019年情况，橙色点代表2020年1月到9月的情况



来源：国家来源、安联研究

未来几年，全球供应链将不可避免受到中国经济结构变化的影响。可以用中国的双循环战略来加以概括。这一战略的目标围绕增加国内需求和降低对外国投入的依赖（“内循环”），同时保持出口市场份额和自由化资本流动作为补充（“外循环”）来展开。

更具体地说，内循环可能意味着对中国战略至关重要的行业在全球范围内将迎来长期变化，如汽车动力、电子、半导体等。**中国扩大内需，调整国内供应链以满足国内需求的行为，可能会影响世界其他地区的投入成本和通胀情况。**为了评估这些易损性，我们研究了美国和欧洲的CPI权重及其对中国的敞口（见图8）。我们发现，对中国双循环战略而言重要的行业（通信、运输和卫生）占到美国和欧洲主要经济体CPI的12%至20%。通信行业尤其容易受到中国行业变迁的影响，欧美平均10%的内需依赖于中国。

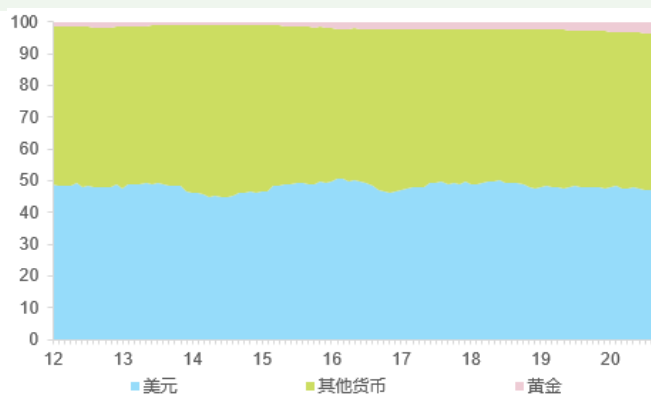
图8：行业划分的CPI权重和对中国敞口

		中国双循环战略重要的行业			对中国的强 大敞口	CPI占比较大	服务		
		通讯	运输（不含燃油）	健康	服装、鞋类	住房、公用事业	娱乐与文 化	教育	餐厅和酒店
美国	CPI 权重	3%	10%	7%	3%	40%	6%	3%	7%
	中国附加值占国内最终需求%	10%	5%	1%	37%	1%	1%	1%	1%
德国	CPI 权重	3%	9%	5%	5%	37%	11%	1%	5%
	中国附加值占国内最终需求%	12%	2%	1%	23%	1%	1%	0%	1%
法国	CPI 权重	2%	12%	11%	4%	19%	9%	0%	8%
	中国附加值占国内最终需求%	12%	3%	1%	27%	1%	1%	0%	1%
意大利	CPI 权重	2%	10%	9%	7%	17%	8%	1%	12%
	中国附加值占国内最终需求%	8%	2%	1%	11%	1%	1%	0%	0%
西班牙	CPI 权重	4%	9%	4%	6%	19%	8%	2%	12%
	中国附加值占国内最终需求%	11%	3%	1%	25%	1%	1%	0%	1%
荷兰	CPI 权重	3%	8%	2%	5%	32%	9%	1%	6%
	中国附加值占国内最终需求%	9%	3%	1%	24%	1%	1%	0%	1%
英国	CPI 权重	2%	10%	2%	5%	35%	14%	2%	10%
	中国附加值占国内最终需求%	11%	3%	1%	27%	1%	1%	0%	1%

来源：OECD、安联研究

成功的双循环战略还将意味着人民币在长期内走强，推高中国贸易伙伴以本币计价的进口价格。事实上，中国金融业持续的全球整合（这一模式正从低成本出口转向高质量的国内消费），以及外汇储备从单一美元转向多元化的态势，都对人民币起到了支撑作用。人民币走强及其相应条件的具备意味着，中国央行不需要再像过去那样积累外汇储备（尤其是在2014年之前的几十年中那样）。此外，中国央行的目标是逐步增加其外国资产的多样化，从而逐渐减少对美元的依赖（见图9）。我们预计，到2030年，美国公共债务将达到GDP的160%，美国国债将在未来几年大量发行，而这正是发生上述长期趋势的大背景。美国国债潜在的需求缺口需要由其它机构消化，以避免出现美国国债收益率上升、美元走弱的情形。

图9：中国人民银行外汇资产分类（外汇储备和黄金）



来源：中国国家外汇管理局 (SAFE)

咨询有关信用风险解决方案，请联系我们

Email: Marketing.china@eulerhermes.com

Tel: 021-60305900

Website: www.eulerhermes.cn.com

扫码关注裕利安怡社交账号



微信公众号：裕利安怡



领英：EulerHermesAsiaPacific



微信小程序

有关前瞻性陈述的注意事项：

本文陈述的内容包括对未来的预测以及其他前瞻性论述，这些预测基于管理层当前的观察角度，所用的假设中存在已知和未知的风险以及不确定性，可能会导致实际结果、表现或终局与本文明确或隐含的表述出现明显差异。导致实际结果、表现或终局可能与前瞻性陈述明显不符的情况包括，但不限于：（i）总体的经济情况，包括裕利安怡集团核心的业务和核心市场所在的经济情况，（ii）金融市场的表现，涉及市场波动性、流动性以及信贷条件，（iii）已投保损失的频率和严重性，包括自然灾害和损失的后续发展，（iv）发病率和死亡率的水平和发展趋势，（v）持续性水平，（vi）尤其是银行业信用违约的程度，（vii）利率水平，（viii）汇率，包括欧元兑美元的汇率，（ix）法律和法规的变化，包括税收法律法规（x）收购包括相关整合问题以及重组措施造成的影响，（xi）各种竞争性因素，具体个案基于当地、地区、国家和/或全球的相关因素。由于恐怖主义活动及其影响，很多相关因素出现的可能性更大，或更明显。

不承担更新义务

企业不会承担对本文所包含任何信息或前瞻性陈述进行更新的义务，或是保留任何法律要求披露信息的义务。