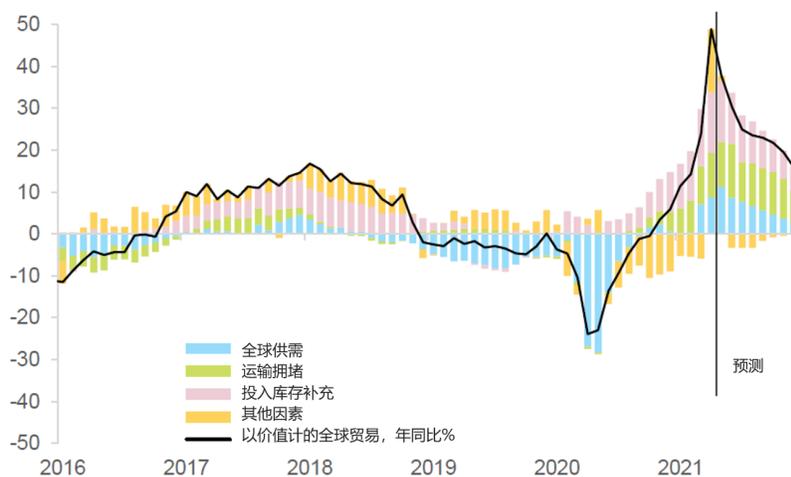


全球贸易 供需失衡

7月8日

今年到目前为止，受价格和产能压力的推动，全球贸易的反弹速度和力度均超过了预期，若按价值计算尤其显著（2021年第一季度季度环比增长8.6%，以量计则增长3.4%）。尽管这种反弹本将在2021年达到峰值，但因为较低的关税无法弥补贸易流缓慢的正常化和结构性变化，其势头可能会在2022年持续下去。虽然全球供应和需求状况是2020年贸易年度萎缩的主因，但其带来的反弹只占自今年年初以来全球贸易以价值计年均增长的约15%（见图1）。相反，投入补进存货带来了约50%的增长。更具体地说，美国和欧洲企业正在管理库存，以应对当地需求的强劲反弹。而当地需求则依赖于在亚洲制造并运出的投入和商品。

图1：全球以价值计的货物贸易，年增长率%

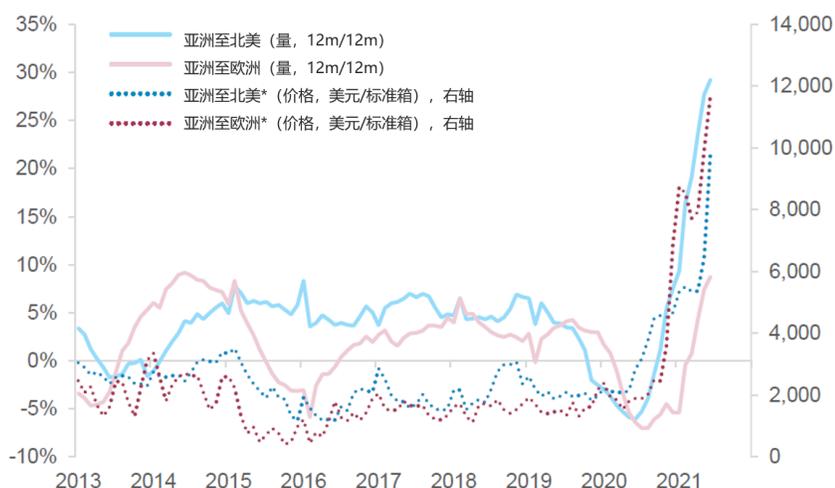


来源：CPB、IHS、彭博社、裕利安怡、安联研究

全球对投入原材料的争夺支撑了贸易量，更重要的是，推高了价格。这种争夺导致库存管理的“有备无患”模式被更为广泛采用，这可能导致一种微观投机形式，即企业争相获取投入，以防止其价格进一步上涨。这种策略进一步加大了全球供需失衡的压力。目前全球供需失衡是由亚太地区对新冠疫情的限制措施和电力短缺造成的，同时美国和欧洲的大规模重新开放也加速了需求复苏。其结果是贸易量得以维持，而价格继续加速上涨。

航运方面的限制也成为了今年贸易往来价值增长的另外约35%的来源。目前船只几乎满负荷使用，可用的集装箱仍然稀缺。在2020年下半年持续上升后，有迹象表明海运延误现象正趋于平稳，但其总体表现仍然是十年来记录中最差的（自年初以来，未按时到达的船舶比例一直保持在60-65%左右，而2020年7月为25%，2019年平均为约20%）。因此，进口商可能愿意为他们的订单支付更多的运输费用。事实上，从亚洲到北美的运输量正在急剧上升，这表明需求强劲，而从亚洲到欧洲的运费上涨得更早且更快（见图2）。因此，北美正在搜罗来自亚洲的可用集装箱，而欧洲早些时候被迫支付更高的价格来获得航运能力。

图2：集装箱运量和价格指标



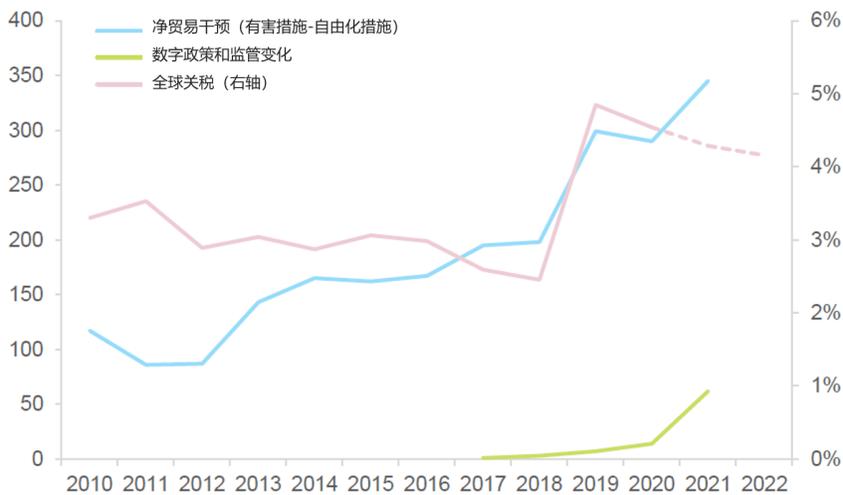
*亚洲至北美、亚洲至欧洲航线的平均值

来源：德鲁里航运咨询、彭博社、裕利安怡、安联研究

在这种背景下，以价值计的贸易流动将继续过冲：我们预计2021年全球贸易以量计将增长7.7%（2020年为-8.0%），以价值计将增长15.9%（2020年为-9.9%），这一预测还存在上行风险。环比增长形势可能会更加崎岖坎坷，尤其是第二季度面临压力（部分原因是亚洲经济活动暂时疲软），第三季度将出现温和反弹。以量和价值所计年度数字之间的巨大差距反映了复苏，但尤为反映的是投入和集装箱短缺造成的价格压力。由于美国零售商目前遭遇极低的库存水平，对来自亚洲航运能力的强劲需求将继续。航运业不太可能在短期内（2021-2022年）恢复正常，原因有以下几点：1). 全球经济复苏持续不平衡，2). 过去几年海运业投资不足，3). 新的运力只能慢慢投入使用（可能在2023年之前不会投入，因为建造新船时间成本较大），4). 海运的替代选项有限。

2022年，价格和产能压力可能会继续存在，尽管它们本应在2021年见顶。较低的关税税率不会弥补可能使贸易成本升高的结构性变化。我们预计，2022年全球贸易增长仍将高于平均水平，以量计为+6.2%，以价值计为+8.4%，这是正常化进展缓慢的反映。由于新的基础设施周期、财政刺激、剩余储蓄（尤其是发达经济体）和贸易关税的放松，全球需求将在2022年继续保持。事实上，我们估计，与2019年相比，2021年全球关税税率已经下降了0.6个百分点，逆转了特朗普执政期间近三分之一的增幅，也就是1100亿美元的全球出口收益（见附录）。到2022年，全球关税可能继续下降，尤其是由于亚太地区可能批准区域全面经济伙伴关系（RCEP），该协定对全球关税税率的影响为下降0.1个百分点。然而，与此同时，保护主义措施的数量在2021年加速增长（见图3），持续的紧张局势（特别是中美之间）可能导致进一步的非关税壁垒，从而导致贸易成本上升（见附录）。支持绿色转型的措施，例如与碳边界调整相关的措施，也可以作为非关税壁垒，并体现一种新的保护主义形式。

图3：贸易干预和全球关税税率



注：全球关税税率（适用，贸易加权平均）是基于我们对2018年至2020年的估计，以及我们对2021年至2022年的主要情景预测。

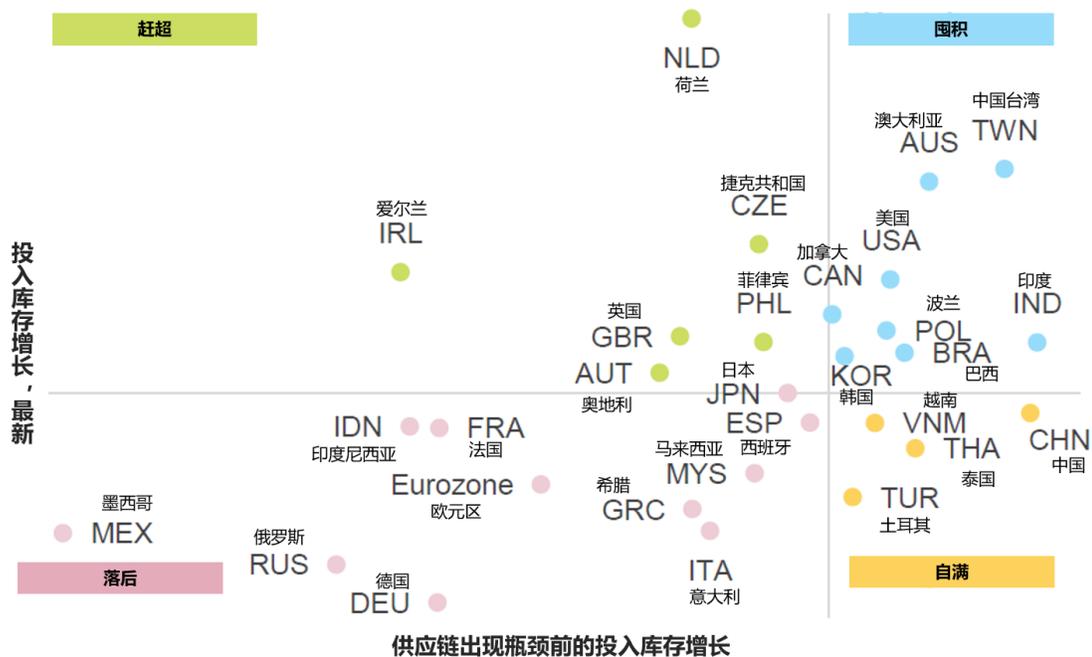
来源：全球贸易预警组织、世界银行、裕利安怡、安联研究

贸易流动的结构性变化也可能导致运输成本保持在高于危机前的水平。值得注意的是，根据我们的估计，电子商务似乎在全球海运集装箱运力中占据了更大的份额，2020-2021年为30%，而2016-2019年平均仅为15%。通过电子商务订购的产品更受消费者驱动，其通常比工业品对成本增长的容忍度更高。让我们以更准确的目光观察美国的情况，自2021年初以来，通常从亚洲进口的商品的电子商务和零售销售额一直处于异常高的水平。今年，非商店零售额与亚洲至北美海运运量之间的两年相关性平均达到72%，高于实体零售额的56%（2016-2019年两者的平均相关性都在30%左右）。

哪些地区和行业最脆弱？欧洲（尤其是德国）在投入存量方面总体落后，而美国和一些亚洲经济体似乎在囤积投入原材料。

事实上，在当前供应链瓶颈出现之前，美国和亚太地区一些经济体（如中国台湾、澳大利亚、韩国）的投入库存已经处于相对较高的水平，目前仍呈现上升趋势（见图4）。亚洲可能较少受到投入短缺的影响，10因为区域贸易一体化程度高，且供应商优先考虑行业定位11。相比之下，欧洲大多数国家都在努力补充本已较低的库存。荷兰和爱尔兰似乎是例外，这可能是得益于它们的贸易平台地位，以及在科技、化学和制药领域的专长。考虑到需求是非常动态的，该地区整体上更明显的投入短缺就更令人担忧了（见图5）。因此，制造商不得不支付更高的价格来获得投入，并且/或不能完全匹配需求。

图4：制造业投入库存管理，按经济体划分

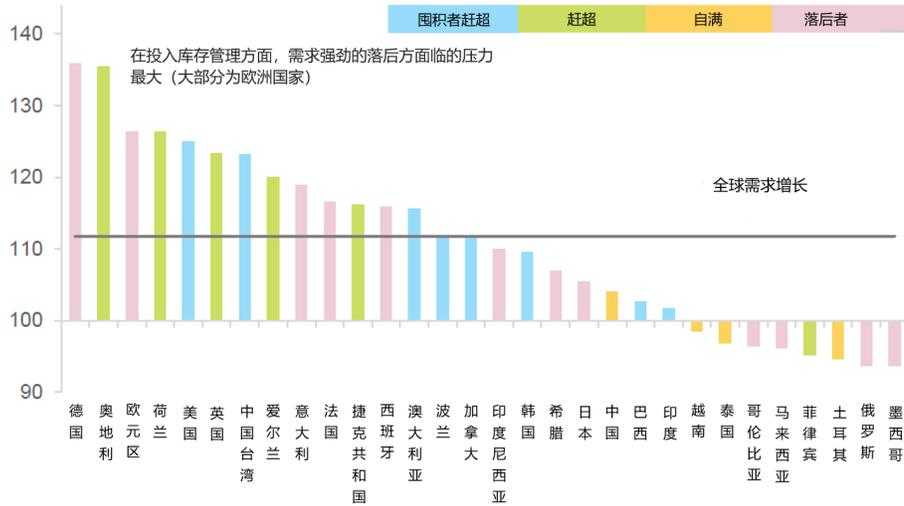


注：各轴在全球价值交错。投入存量增长是制造业PMI调查中购买存量指数的3个月平均值。

在供应链出现瓶颈之前是2020年10月，最晚是2021年5月。

来源：IHS、裕利安怡、安联研究

图5：制造业需求增长，按经济体（及相应的投入库存管理）划分



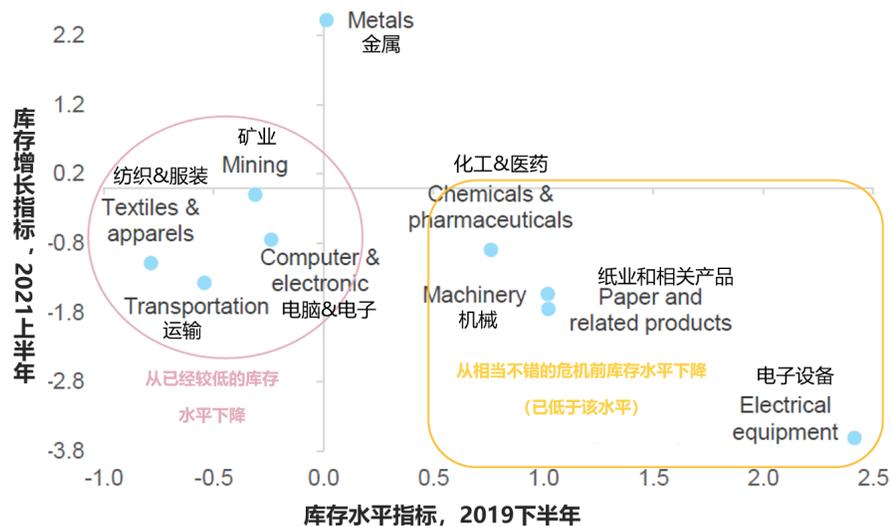
注：需求增长基于制造业PMI调查的新订单和积压未交付订货（截至2021年5月的三个月平均值）。

来源：IHS、裕利安怡、安联研究

持续的价格上涨还将对更多陷入危机、库存水平较低的企业产生负面影响。例如，以最小化库存需求为目标的即时生产模式被广泛应用于汽车行业。我们发现，运输业、纺织和服装、计算机和电子行业的库存正在从危机前已经偏低的水平再次下降（见图6）。

在全球层面上，今年之后，制造商将不得不对需求周期的高峰（大约2022年中），在持续的投入竞争之后，库存将高于平均水平。

图6：库存指数，按行业划分



注：2010-2019年标准化库存水平指标。库存增长的指标是该库存水平指标的序差。

来源：IHS、裕利安怡、安联研究

附录

2020年和2021年支持全球贸易的重大政策事件

2020

中美：第一阶段协议后关税下降

美国将对1010亿美元的中国输美商品（表4A）加征关税减半（从15%降至7.5%），中国将750亿美元自美进口商品加征关税减半（从15%降至7.5%）

欧盟-越南：自由贸易协定

越南取消了65%的欧盟进口商品的关税，欧盟取消了71%的越南进口商品的关税

2021

中国降低最惠国关税税率

美国-欧盟：暂停征收与大型民用飞机争端有关的额外关税（5年）

美国对欧盟：价值75亿美元的商品

欧盟对美国：价值40亿美元的商品

飞机的额外关税是15%，非飞机类产品的关税是25%

美英：暂停征收与大型民用飞机争端有关的额外关税（5年）

英国在其新的关税配置中取消了价值770亿美元的进口关税

欧盟-越南：自由贸易协定

越南将在10年内取消对剩余欧盟进口产品（35%）的关税

欧盟将在7年内取消对剩余的大部分越南进口产品（29%）的关税

来源：国家来源、裕利安怡、安联研究

2022年以后的贸易政策展望

2022年以后——主要情景（60%的可能性）

RCEP：2022年初批准

超过65%的商品贸易将取消关税和配额；我们估计，消除10%的非关税壁垒将导致全球关税税率下降0.2个百分点；非农业产品的关税税率预计将在未来15年逐步下降至0%

美中：

关税维持现状；战略和技术行业的持续紧张局势（例如通过非关税壁垒）

美国-欧盟：

TTIP不太可能达成，但有可能达成规模较小的跨大西洋协定，降低某些产品类别（如工业品）的关税，并实现标准和规范的相互承认

CPTPP：

不包括中国和美国，英国可能会加入

2022年以后——乐观情景（15%的可能性）

中美：

放宽301关税清单1产品（价值340亿美元的商品）的关税和/或取消对清单4A产品的额外关税

美国-欧盟：

TTIP包括关税减少和逐步取消非关税措施；我们估计，取消10%的非关税壁垒将导致全球关税税率下降0.1个百分点

CPTPP：

包括美国、英国和韩国

2022年以后——悲观情景（25%的可能性）

中美：

非关税壁垒的增加和关税的增加（如清单4A产品，其关税已在2020年降低）

美国-欧盟：

未达成协议（TTIP或更小的协议），也未再次出现紧张局势

CPTPP：

无新成员

来源：裕利安怡、安联研究

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/小程序：裕利安怡



领英：EulerHermesAsiaPacific

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准和发展趋势，（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。