2024 年全球制造业 PMI 回暖视角下的 2024 出口分析

一、总量视角 1：出口中枢回暖背后？美强拉动全球制造业 PMI 反弹

（一）近期边际变化：全球制造业 PMI 回升

今年开年全球制造业 PMI 突破荣枯线，前四个月保持在荣枯线上，均值 50.3%，去年全 年均值仅有 49.2%。全球制造业 PMI 是样本经济体制造业 PMI 加权平均，权重为制造业 增加值占比，海外经济体中体量比较大的就是美国、欧元区，权重分别约为 19%、16%， 因此欧美制造业 PMI 对整体走势影响较大。而今年以来，欧元区制造业 PMI 持续在 46 附近波动（处在 2004 年以来 12%历史分位），全球制造业 PMI 能升破荣枯线，主要得 益于美国 Markit 制造业 PMI 的强势反弹，由去年 12 月的 47.9 升至 52 附近。 综上，回到开篇第一个问题（美国需求强到足以抵消掉欧弱的拖累吗?），就目前趋势来说，美强似乎足够抵消欧弱的影响。欧弱美强格局下，全球制造业 PMI 仍然回到了荣枯 线上。

（二）历史经验启示：对全球制造业 PMI，美国决定方向，欧弱或掣肘幅度

结合历史经验观察，美国制造业趋势向好是全球制造业周期上行的必要条件，但欧洲不 是。背后是美国经济体量和终端消费国（逆差大国）角色的支撑，美国需求趋势性回暖能带动全球需求的好转。例如 2015 年，欧元区 PMI 改善，但美国 PMI 持续下行，带来 全球 PMI 持续回落。 不过，欧洲偏弱可能会掣肘全球制造业复苏弹性空间。例如，2011-12 年，欧元区深陷主 权债务危机泥潭，制造业 PMI 落入荣枯线以下，在此期间尽管美国 PMI 表现尚可，在 52- 53 区间波动，但全球 PMI 仅维持在荣枯线附近。

图表 1　美强是全球制造业复苏的必要条件



（三）未来趋势展望：季度级别，美国制造业 PMI 中枢或仍趋上行

进一步拆分可以看到，美国制造业 PMI 回升背后，库存分项指数回升是重要推动因素。去年 12 月-今年 3 月，美国 ISM PMI 库存指数由 43.9%升至 48.2%，上涨 4.3 个点，高于同期美国 ISM 制造业 PMI 整体回升幅度（3.2 个点）。PMI 库存指数的回升可能对应库存周期回暖（库存同比增速反弹），而补库拉动美国进口需求，美国进口增速今年 2 月大幅回升。

展望未来，预测制造业 PMI 以及库存周期反弹的持续性和幅度比较困难，我们大致从领先指标推断，2 季度美国制造业 PMI 中枢可能还有上行空间。①对于美国制造业 PMI，从领先指标观察，美国 ISM 新订单与库存剪刀差领先 PMI 整体 3 个月左右，而一季度新订单与库存剪刀差均值 4.5，去年四季度均值为 2.9，指向二季度美国 ISM 制造业 PMI 中枢或进一步上移，但节奏上可能有波动（2-4 月新订单与库存剪刀差有所回落）。②对于美国库存周期，我们从可能影响企业补库行为的因素出发提供 4 个思考角度：一是库存本身的高低，出于供应安全等因素的考虑，企业可能会倾向于保有一定的库存，所以当下库存所处分位数越低，意味着库存周期反转可能性越高。二是价格（PPI），一方面反映需求，另一方面也是企业补库的成本。价格上涨，往往表示需求向好发展，也

意味着越晚补库，成本会越高，所以会增加企业补库的必要性。三是需求（新订单、销 售额），需求回暖将提振企业补库倾向（主动补库）。四是利率，补库本身也是一种投资行为，利率是资金成本，将影响企业补库意愿和补库的幅度。目前来看，一方面，物价上涨或支撑企业补库行为。3 月 ISM 物价指数为 55.8%，前值 为 52.5%，连续三个月高于荣枯线。另一方面，从前瞻指标来看，2-3 季度美国库存周期 或趋向补库。一是美国 ISM 制造业 PMI 库存指数拐点略领先于库存总额同比增速，考虑 到领先指标指向美国制造业 PMI 季度级别中枢有望上移，或对应 2 季度美国库存周期仍 趋向上（即补库）。二是美国 OECD 综合领先指标拐点大概领先库存同比增速拐点半年左 右，指向 2-3 季度美国补库或有望持续。

二、总量视角 2：美国对华“脱钩”背景下，美需求强还能拉动我国出口吗？

在美国对华“脱钩”的宏大叙事背景下，一个自然而然的疑问是，美国主导的制造业需 求复苏能使我国出口受益吗？

（一）直接视角：直接观察美国进口数据，似乎美国进口强≠我国出口好

①美国从我国进口增速慢于美国整体进口增速。②我国占美国进口份额明显下滑。美国进口主要区域中，我国份额降

，新加坡、泰国、 越南、墨西哥、中国台湾、韩国份额升。2017 年至 2024 年 1-2 月，我国占美国进口份额 由

21.4%下降到 12.7%，下滑 8.7pp。同期，越南所占份额+1.6pp 至 3.6%，墨西哥份额 +1.5pp 至 14.7%，中国台湾份额+1pp 至 2.8%，韩国份额+0.8pp 至 3.9%，新加坡份额+0.4pp 至 1.3%，泰国份额+0.4pp 至 1.7%。

（二）间接视角：美国进口是否可能通过间接方式拉动我国出口？

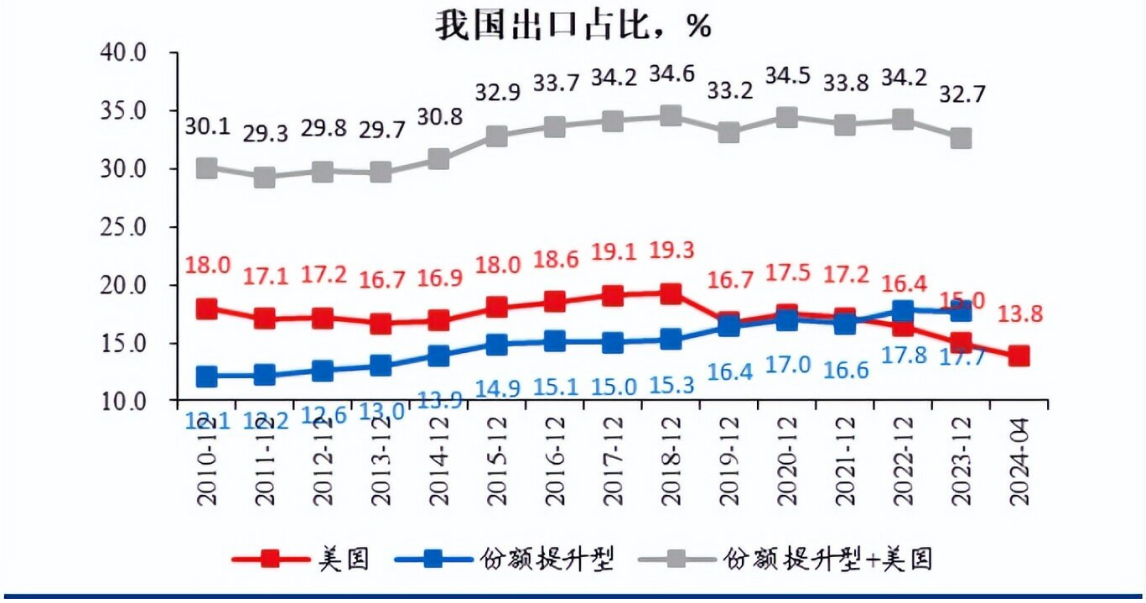
将在美国进口份额有所增加的新加坡、泰国、越南、墨西哥、中国台湾、韩国等 6 大经 济体称为“份额提升型经济体”。整体来看，美国对“份额提升型经济体”的进口似乎拉 动了我国对“份额提升型经济体”的出口。①诚然，我国在美国进口中直接份额下滑较快，但这可能并不意味着关联关系的削弱， 因为美国从份额提升型经济体进口与我国对份额提升型经济体出口的联系反而有所加深。 观察指标是美国从份额提升型经济体进口增速与我国对份额提升型经济体出口增速的相关系数，其经历三个阶段变化： 第一阶段，我国和份额提升型经济体共同做大对美出口“蛋糕”，在美国进口中所占份额齐升。在此阶段，美国从份额提升型经济体进口增速与我国对份额提升型经济体出口增 速基本同步，反映的是全球化大趋势下，全球外贸景气方向高度一致。2009-14 年中枢 70.8%。第二阶段，对美出口“蛋糕”做到一定规模，我国和份额提升型经济体在美国进口中所

占份额增长基本停滞，存量竞争初现端倪，份额有此消彼长态势。在此阶段，美国从份额提升型经济体进口增速与我国对份额提升型经济体出口增速相关系数呈下滑态势，2015-17 年中枢 38.4%。第三阶段，中美贸易争端加剧，我国在美国进口中所占份额大幅下滑，取而代之的是份 额提升型经济体所占份额大幅提升。但是，在这一阶段，美国从份额提升型经济体进口 增速与我国对份额提升型经济体出口增速的相关系数中枢（剔除期间 2020-2022 年） 其实反而有所提升，为 47.1%。背后反映的是，对于政策手段干预带来的份额膨胀，份额 提升型经济体供给能力其实还匹配不上，最终要寻求我国供给补足。在数据上最终则呈 现为美国从份额提升型经济体进口与我国对份额提升型经济体出口的联系边际加深。

②份额方面：虽然对美出口份额明显下降，但对美国+份额提升型经济体整体出口份额尚 属稳定。2018 年，美国占我国总出口比例为 19.3%，此后持续回落，2022 年为 16.4%，2023 年在新三大伙伴（俄罗斯、非洲、中西亚）出口偏强的“挤压”下进一步降至 15%。同期，美国+“份额提升型经济体”占我国总出口比例在 34%附近波动，2018 年为 34.6%、2022 年为 34.2%，2023 年在新三大伙伴偏强的带动下才降至 32.7%。③增速方面：2017 年以来，中国对份额提升型经济体出口与美国从份额提升型经济体进 口的增速差值明显收敛。2004

年-2016 年，两个增速差的月均值为 11.3%，2017 年-至今， 增速差的月均值收敛至 0.5%。 综上，美国+份额提升型 6 个经济体占我国出口份额基本稳定，叠加两个增速的一致性增 强，或意味着美国需求增强能外溢至我国对份额提升型经济体的出口。

图表 10　虽然我国对美出口份额明显下降，但对美+份额提升型经济体出口份额尚属稳定



③重点国别来看：以墨西哥为例。设 2019 年金额为 100，2018 年以来，中国对墨西哥出 口激增，由此前低于美国从墨西哥进口升至基本持平（2018-2019 年）、甚至大幅超越美国进口墨西哥（2020 年-至今）。在墨西哥等典型经济体的拉动下，2020-2022 年，中国对 份额提升型经济体出口一度超越美国进口份额提升型经济体。2023 年-至今，又恢复至与

美国进口份额提升型经济体基本持平。墨西哥是“份额提升型经济体”中的典型例子：中国直接出口美国下降后，对墨西哥出口大幅增加。这种外贸模式似乎进一步印证了美国进口需求的修复有望拉动我国出口。

三、总量视角 3：从全球制造业 PMI 视角对 2024 出口的定量观察

在第一点判断：美强有望拉动全球制造业 PMI 上行的基础上，我们尝试从制造业 PMI 视角出发，定量判断其对我国出口的影响，因为制造业 PMI 回升的持续性和幅度不好把握，我们尝试利用经验数据给出一个大致的定量参考区间。

（一）基本分析思路

如前所述，美国制造业复苏有望通过两条路径拉动我国出口，一是直接拉动，表现为我国对美出口增速改善。二是间接拉动，这种拉动既有可能是我国产能外溢至第三方经济体，也有可能是美国作为全球终端需求大国，对全球需求的刺激（提振其他国家居民收入，进而刺激消费需求），对此，在我们的总量分析中，暂不必做区分。

（二）基准情景下的保守估计

基准情形（保守估计）：假设全年全球 PMI 维持当前中枢水平不变 从出口总量分析的角度，可直接以全球 PMI 作为观测变量（无论是上述三条路中哪条路，

最后都是表征在全球制造业 PMI 提升）。假设 2024 年全球制造业 PMI 维持在当前中枢 水平 50.3%附近，则我国全年出口增速可能在 2%-7%，中枢可能在 2%-4%附近。具体 测算思路是：①从历史类比角度看，当下全球 PMI 整体略高于荣枯线+欧弱美强+PMI 弱回升的情形 比较像 2013 年。不过目前 PMI 升幅不及 2013 年，截至 4 月，摩根大通全球制造业 PMI 均值为 50.3，较 2023 年均值 49.2 回升 1.1 个点；2013 年全球制造业 PMI 则较前一年回 升了回升了 1.58 个百分点，对应当年我国累计出口同比增速 7.8%。②按 2010 年以来经验回归关系来看：我国出口累计同比增速（%）=4.87*摩根大通全球 制造业 PMI 累计均值-244.2（利用 2010 年 1 月-2023 年 12 月数据回归，调整后 R2=0.607）， 那么，全球 PMI 弱复苏情形，可能对应我国出口增速约为 2.5%。

（三）前景的上行风险有多大？

即，以出口增速能否达双位数作为风险边界，要触发上行风险边界可能需要什么外需条 件？

首先，整体来看，我国年出口增速对全球制造业 PMI 年均值的敏感系数大概是 4.87，即， 全球 PMI 提升 1 个点，我国出口增速中枢大概提升 4-5pp。目前一季度出口增速 1.5%，在此基础上要想破 10%，可能需要全球制造业 PMI 中枢再提升 2 个点至 52.3%附近。 可类比的历史阶段可能是 2014

年（全球制造业 PMI 中枢约 52.3%），但彼时欧美 PMI 均 在扩张区间，而当下欧元区 PMI 还处在历史低位的荣枯线下，且市场对全年欧洲经济复 苏预期不断下调，目前彭博对 2024 年欧元区 GDP 增速一致预期 0.5%，仅略高于 2023 年 的 0.4%。 其次，考虑当下全球经济的结构性特征是欧弱美强，我们考虑欧洲不同复苏情形下，要 想全球制造业 PMI 中枢再升 2 个点，需要美国 PMI 拉升多少。根据 2010-2023 年数据经验回归，全球制造业 PMI 对美国 PMI 敏感系数约为 0.3-0.4，对欧元区制造业 PMI 敏 感系数约为 0.21。在欧弱美强基本假设下，我们给出两个情景：①欧元区制造业 PMI 中枢维持当前水平不变，那么想要全球制造业 PMI 提升 2 个点到 52.3，可能需要美国制造业 PMI 中枢由现在的 51.6（1-3 月均值）再提升约 5-6 个点至 56- 57，处在 2010 年以来 70%以上高位。②欧元区制造业 PMI 由现在的 46.4（1-3 月均值）左右恢复至 50，那么想要全球制造业 PMI 中枢再提升 2 个点到 52.3，可能需要美国制造业 PMI 中枢再升 3-4 个点至 54-55， 可媲美 2017 年的水平。

（四）出口增速高低 vs 体感的冷暖

目前对我国出口的基准假设是全年增幅只有个位数，似乎不高？体感未必如此。 出口体感的冷暖，重点在“预期差”，即相对于市场预测，实际出口增速是带来了上行意

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：
https://d.book118.com/398111060006006076