

从量价来看历次出口如何从底部走出

——宏观经济周度观察

投资周报

在1-2月出口“旧订单”延后交付接近尾声后，外需将开始明显承压：

(1) 从PMI、OECD综合领先指标来看，欧元区、美国、日本等发达国家经济正在断崖式下跌。(2) 可比经济体韩国4月前20天出口同比大幅减少26.9%，较3月(-0.7%)显著下滑。费城半导体指数增速领先中国出口增速，前者已经从1月的高点(56.1%)大幅回落至4月的6.4%。(3) 3月美国洛杉矶港出口集装箱吞吐量同比下降35.8%，创1996年以来新低，这可能意味着美国的一些港口供给能力也受到了很大的限制。4月以来，宁波出口集装箱运价综合指数加速走弱；4月以来东南亚集装箱运价指数超季节性下滑，截至4月24日，东南亚集装箱运价指数自3月末的高点下降27.8%。

回顾1997年以来5轮出口增速触底回升周期量价的变化，一般而言，有两个特点：一是量价齐升，二是量远比价的弹性大。但也有例外，2001年10月-2004年12月出现量价背离，并在两个阶段背离的方式不同，2016年2月-2017年4月，价的弹性非常罕见的超过量的弹性。

出口量价出现背离的核心原因在于发达国家与新兴国家经济出现了阶段性背离。出口数量指数与欧美日等发达国家经济关联更密切，两者基本保持同步；而出口价格指数与新兴国家经济关联更密切，这是因为新兴国家对商品的需求大于发达国家。以2016年2月-2017年4月这一轮出口上升周期为例，新兴国家PMI自2015年9月触底反弹，而发达国家PMI在2016年中才开始触底反弹，新兴国家与发达国家经济的阶段性背离导致出口价格与数量指数背离。同时，中国供给侧改革进一步导致出口价格指数的上升斜率超过数量指数，2016年2月-2017年4月这一轮出口增速上升周期中，价格指数贡献率高达70%左右。

对当下的启示：从量价来看，历次出口从底部走出，要么发达国家经济持续回升带动出口数量指数显著回升（同时也要求新兴国家保持一定经济增速，例如2013年上半年），要么新兴国家经济复苏带动出口价格指数显著回升。而目前的情况是，发达与新兴国家经济处于同步深跌的过程，出口量价齐跌。根据中国的经验，欧美等发达国家经济的疫后重建会比较缓慢，而疫情数据的错位、疫情防控与应对金融风险能力的差异可能造成发达国家与新兴国家经济出现阶段性背离，进而导致出口量价背离，因此未来中国出口修复斜率可能会比较平缓。

● **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情超预期**

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

- 宏观报告：一季度经济数据的三个细节
2020-4-19
- 宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险
2020-4-12
- 宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退
2020-4-5
- 宏观报告：特别时期的扩内需
2020-3-29
- 宏观报告：如何理解当前形势下的消费
2020-3-21
- 宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选
2020-3-8
- 宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪
2020-02-23
- 宏观报告：疫情推动“强美元”
2020-2-16
- 宏观报告：产成品周转天数高增之谜
2019-12-22

目 录

1、 从量价来看历次出口如何从底部走出.....	3
2、 海外经济与市场流动性观察.....	10
3、 国内高频数据观察.....	12
3.1、 生产指标涨跌互现.....	12
3.2、 二线城市商品房销量同比降幅收窄.....	13
3.3、 历史首现负油价.....	13
3.4、 央行缩量降价续作 TMLF.....	14
3.5、 美元指数上涨，人民币贬值.....	15

图表目录

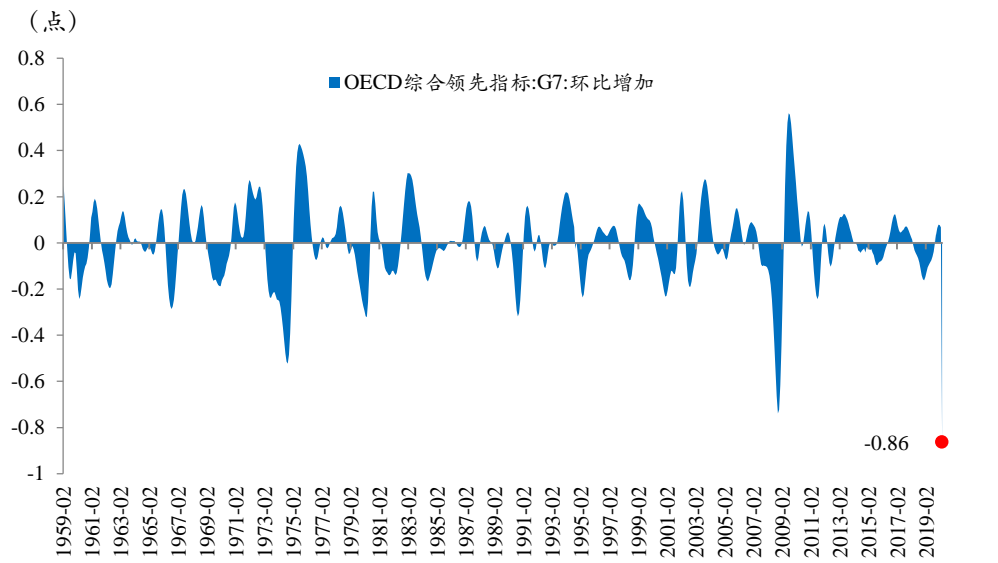
图 1: 3月 G7 OECD 综合领先指标环比下降 0.86 个点，为历史最大单月降幅.....	3
图 2: 韩国出口与中国出口密切相关.....	4
图 3: 费城半导体指数增速领先中国出口增速.....	4
图 4: 宁波出口集装箱运价综合指数环比增速弱于季节性.....	5
图 5: 美国洛杉矶港出口集装箱吞吐量同比增速创 1996 年以来新低.....	5
图 6: 4 月以来东南亚集装箱运价指数快速下滑.....	6
图 7: 1997 年以来中国出现过 5 轮出口增速触底.....	7
图 8: 通过出口数量与出口价格指数拟合出口增速效果较好.....	7
图 9: 出口数量指数与欧美日等发达国家经济关联更密切.....	9
图 10: 俄罗斯工业生产增速领先中国出口价格指数大约半年.....	9
图 11: 铁矿石价格增速领先出口价格指数.....	10
图 12: 2015 年金砖四国 PMI 领先欧美日触底回升.....	10
图 13: 美国 ECRI 领先指标增长年率略有回升.....	11
图 14: 纽约联储每周经济指数继续下滑.....	11
图 15: TED 利差小幅回落.....	11
图 16: VIX 继续回落.....	11
图 17: 铜金比下降.....	11
图 18: 美国高收益债利差回升.....	11
图 19: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回落 (%).....	12
图 20: 发电耗煤量回升 (%).....	12
图 21: 二线城市商品房销量同比降幅收窄.....	13
图 22: 猪肉价格下跌.....	13
图 23: WTI 原油期货价出现负数 (美元/桶).....	14
图 24: 布油价格下跌 (美元/桶).....	14
图 25: 货币市场利率上升.....	15
图 26: 美元指数上涨.....	15
图 27: 人民币汇率贬值.....	16
表 1: 1997 年以来 5 轮出口增速触底回升周期量价的变化.....	8
表 2: 央行公开市场操作 (2020.4.20-2020.4.24).....	14

1、从量价来看历次出口如何从底部走出

在1-2月出口“旧订单”延后交付接近尾声后，众多数据表明外需将开始明显承压：

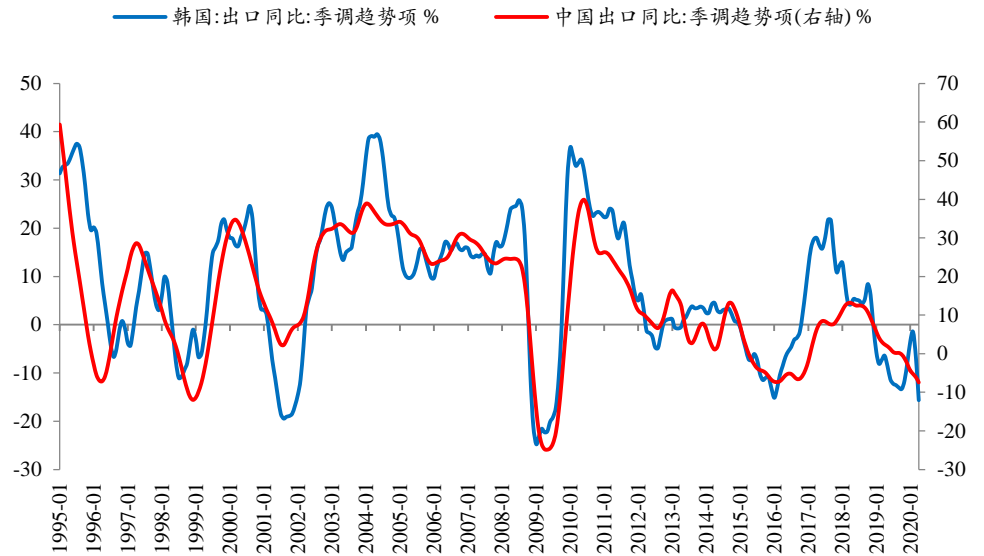
(1) 欧美等发达国家经济正在断崖式下跌。从经济景气指标来看，4月欧元区综合PMI初值下降16.2个百分点至29.7%，创历史新低；4月德国IFO商业景气指数在4月录的74.3，创纪录低位及纪录最大降幅；4月美国Markit综合PMI初值下降13.5个百分点至27.4%，创历史新低；4月日本综合PMI从36.2%下降至27.8%，创2008年金融危机以来新低；4月英国综合PMI从36%降至12.9%，创历史新低。需要指出的是，综合PMI其中一个组成部分制造业PMI涵盖了供应商配送时间这一分项，由于疫情导致各国采用封锁策略导致供应链紧张，供应商配送时间被动大幅下降并拉升了制造业PMI读数，2月中国制造业PMI亦出现过这一现象，因此，实际上3月欧元区、美国、日本综合PMI会比公布的数字更低。从领先指标来看，3月G7 OECD综合领先指标环比下降0.86个点，为历史最大单月降幅，OECD合成方式决定它的趋势一般会比较平滑，3月这种自由落体式下滑属于历史罕见，可见疫情对经济的杀伤力之大。同时，与金融危机时期不同的是，目前而言，疫情对服务业冲击远大于制造业，这意味着海外经济体失业压力远远大于金融危机时期，失业率的攀升又会强化消费的萎缩，进一步加剧经济的衰退。

图1：3月G7 OECD综合领先指标环比下降0.86个点，为历史最大单月降幅

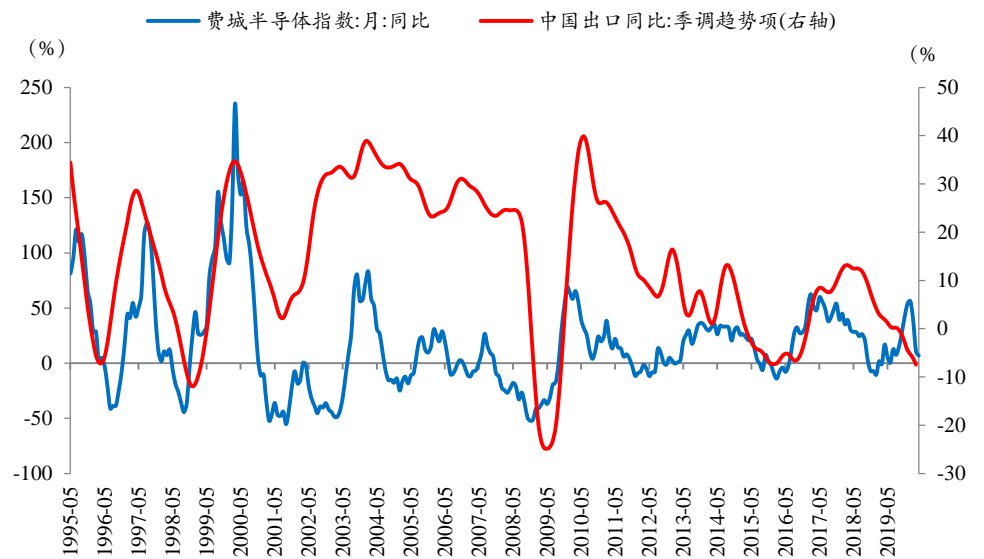


资料来源：Wind，新时代证券研究所

(2) 韩国出口与费城半导体指数增速大幅下滑。可比经济体韩国4月前20天出口同比大幅减少26.9%，较3月(-0.7%)显著下滑，中韩出口增速趋势大体一致，而韩国没有实施大规模封城措施，说明韩国出口走弱主要受外需回落影响，在中国1-2月出口“旧订单”延期交付进入尾声后，这一影响将会明显体现。韩国被称为全球经济的“金丝雀”，其中一个重要原因是韩国半导体行业在全球具有重要地位，而半导体行业与全球工业生产周期密切相关。费城半导体指数增速领先中国出口增速，前者已经从1月的高点(56.1%)大幅回落至4月的6.4%。

图2： 韩国出口与中国出口密切相关

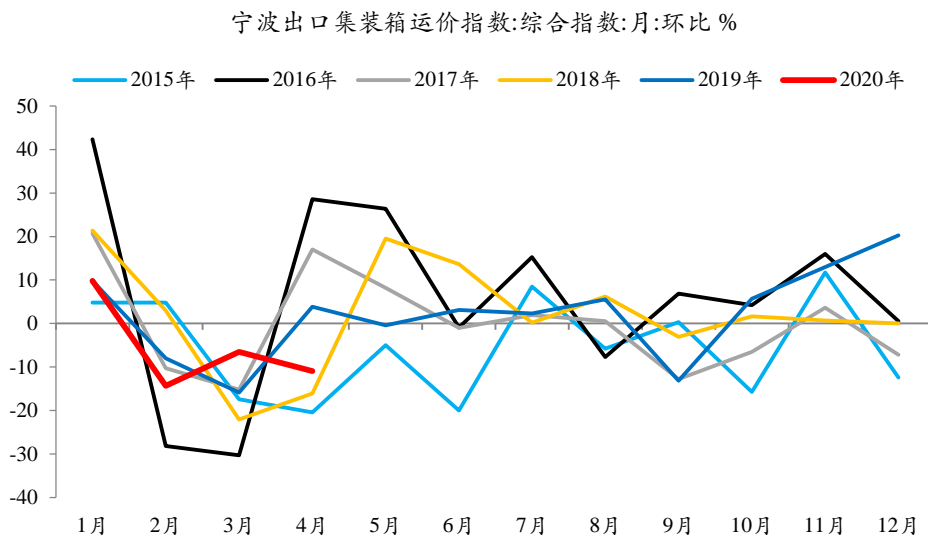
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 费城半导体指数增速领先中国出口增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

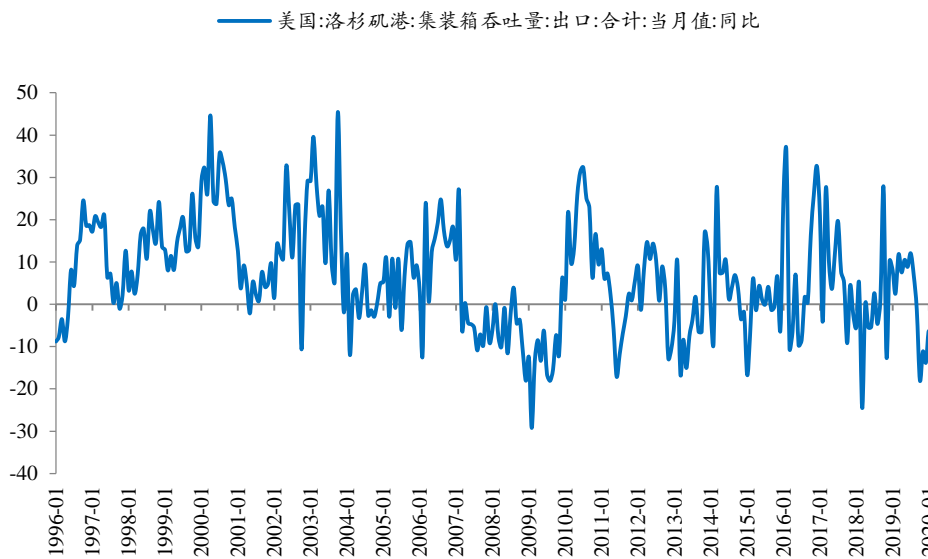
(3) 航运指标超季节性下滑。航运指标的优势在于数据发布比较高频，可以提前捕捉贸易走势。4月以来，宁波出口集装箱运价综合指数加速走弱，截至4月17日，宁波出口集装箱运价综合指数环比下降11%，为近年同期偏弱水平。受疫情影响，中国在1-2月曾出现过港口供给能力下降导致拥堵的情况，3月美国洛杉矶港出口集装箱吞吐量同比下降35.8%，创1996年以来新低，这可能意味着美国的一些港口供给能力也受到了很大的限制。值得注意的是，东盟对一季度中国出口有很强支撑作用，但4月以来东南亚集装箱运价指数超季节性下滑，截至4月24日，东南亚集装箱运价指数自3月末的高点下降27.8%。

图4： 宁波出口集装箱运价综合指数环比增速弱于季节性

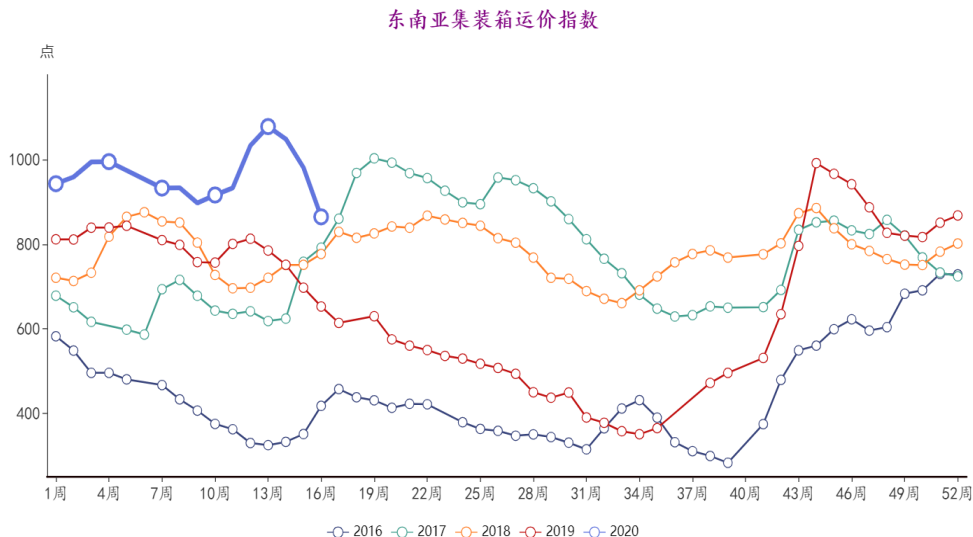


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国洛杉矶港出口集装箱吞吐量同比增速创1996年以来新低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：4月以来东南亚集装箱运价指数快速下滑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从量价来看历次出口如何从底部走出。外需承压是二季度主要矛盾之一已是市场共识，上述的一些指标有利于观测外需回落的程度，如果更进一步，在各国疫情出现好转迹象并进行经济重建后，出口能否快速走出底部？出口金额可拆分为出口数量与出口价格，对应出口数量指数与出口价格指数，我们的回归结果显示，出口价格指数对出口增速的影响略大于出口数量指数，两者系数比例约为10:9，但出口价格指数弹性要远小于出口数量指数。我们回顾1997年以来5轮出口增速触底回升周期量价的变化：

(1) 1998年10月-2000年3月，亚洲金融危机后的全球经济复苏。中国出口同比增速从-17.3%回升至23.8%，出口量价齐升，出口数量指数与价格指数分别回升40.7、11.3个百分点。

(2) 2001年10月-2004年12月，美国逐渐走出互联网泡沫后的经济衰退。根据出口量价关系可分为两个阶段，第一阶段是2001年10月-2002年10月，中国出口增速上升31.4个百分点，表现为量升价缩，出口数量指数上升34.5个百分点，出口价格指数下降1.6个百分点。第二阶段是2002年10月-2004年12月，出口增速上升1.2个百分点，表现为量缩价升，出口数量指数下降15.7个百分点，出口价格指数上升13.4个百分点。

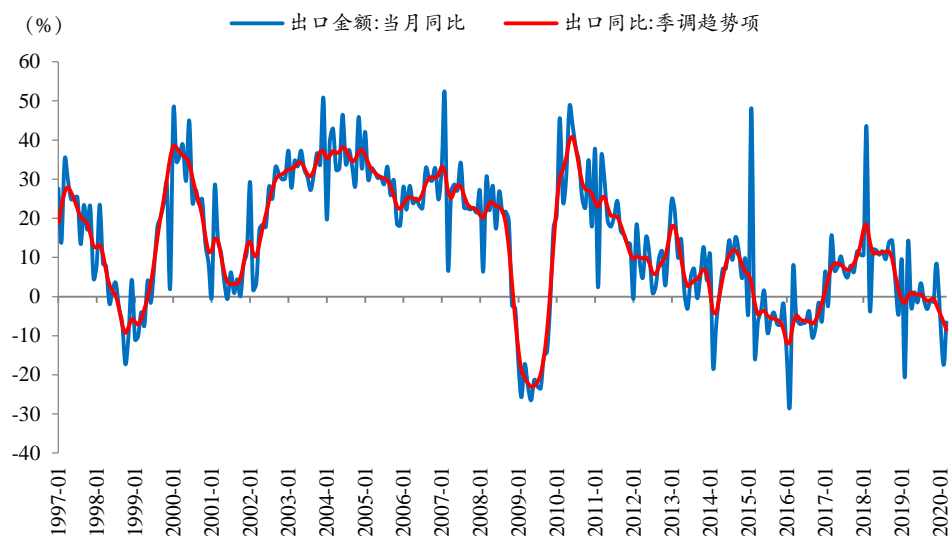
(3) 2005年12月-2007年2月，金融危机前的繁荣。2005年出口增速出现一定幅度调整，不过中国加入WTO的红利仍在，这个调整幅度并不大，出口在2005年12月的低点仍有接近20%的增速。2006-2007年大部分时候全球经济保持繁荣，2006年与2007年全球实际经济增速分别为5.56%、5.67%，位列1980年以来前两名。中国出口增速在2005年12月至2007年2月期间回升23.4个百分点，表现为量价齐升，出口数量与价格指数分别上升27.8、3.7个百分点。

(4) 2009年5月-2010年5月，全球从金融危机的低谷走出。中国出口增速回升75个百分点，表现为量价齐升，出口数量与价格指数分别上升66.8、8.4个百分点。

(5) 2016年2月-2017年4月，从深度通缩到再通胀。中国出口增速回升27.7

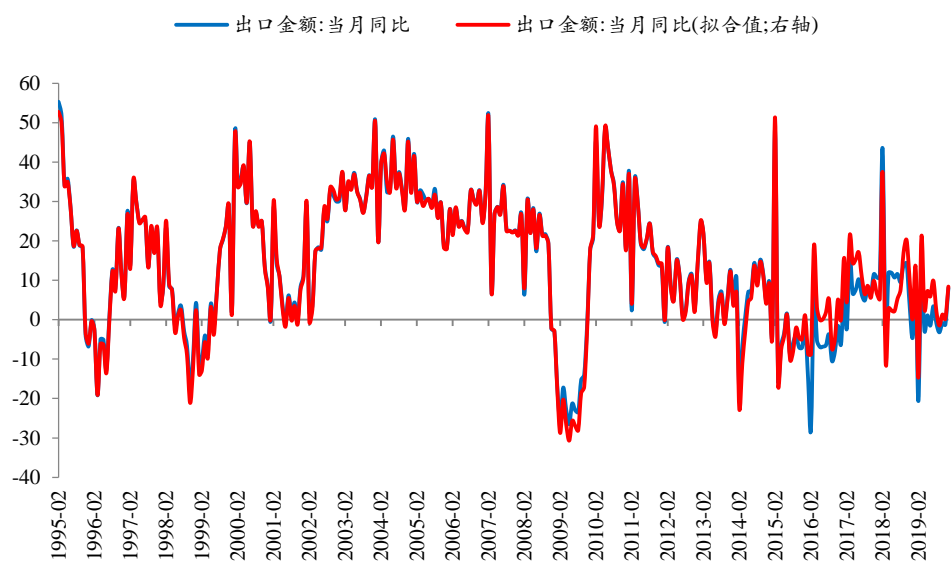
个百分点，表现为量价齐升，出口数量与价格指数分别上升7.6、13个百分点。

图7： 1997年以来中国出现过5轮出口增速触底



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 通过出口数量与出口价格指数拟合出口增速效果较好



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：拟合值是通过出口数量与出口价格指数回归得到

表1：1997年以来5轮出口增速触底回升周期量价的变化

日期	出口数量指数	出口价格指数	出口数量指数 变化幅度(%)	出口价格指数 变化幅度(%)	出口增速变化 幅度(%)
1998-10	91.4	90.5	40.7	11.3	53.2
2000-03	132.1	101.8			
2001-10	102.7	97.4	34.5	-1.6	31.4
2002-10	137.2	95.8			
2002-10	137.2	95.8	-15.7	13.4	1.2
2004-12	121.5	109.2			
2005-12	117.2	100.9	27.8	3.7	23.4
2007-02	145	104.6			
2009-05	78.5	93.8	66.8	8.4	75
2010-05	145.3	102.2			
2016-02	99.4	93.9	7.6	13	27.7
2017-04	107	106.9			

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从历次出口从底部走出的量价关系来看，一般而言，有两个特点：一是量价齐升，二是量远比价的弹性大。但也有例外，2001年10月-2004年12月出现量价背离，并在两个阶段背离的方式不同，2016年2月-2017年4月，价的弹性非常罕见的超过量的弹性。

出口量价出现背离的核心原因在于发达国家与新兴国家经济出现了阶段性背离。出口数量指数与欧美日等发达国家经济关联更密切，两者基本保持同步；而出口价格指数与新兴国家经济关联更密切，这是因为新兴国家对商品的需求大于发达国家，根据世界银行2018年6月发布的《全球经济展望》，在过去的二十年里，新兴国家贡献了全球92%的金属增量需求以及67%的能源增量需求，新兴国家对价格端的影响更大，出口价格指数大致滞后新兴国家PMI半年左右。以2016年2月-2017年4月为例，新兴国家PMI自2015年9月触底反弹，而发达国家PMI在2016年中才开始触底反弹，2016-2017年新兴国家对全球经济贡献率分别为59.2%、55.2%，远高于发达国家，新兴国家与发达国家经济的阶段性背离导致出口价格与数量指数背离。同时，中国供给侧改革进一步导致出口价格指数的上升斜率超过数量指数，2016年2月-2017年4月这一轮出口增速上升周期中，价格指数贡献率高达70%左右。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5612

