

2022 年 09 月 08 日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

从量价结构拆解出口韧性

—宏观专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《华鑫证券*宏观报告*宏观深度报告：美国衰退：多远多深影响多大？*20220804*谭倩》
- 2、《华鑫证券*宏观报告*宏观专题报告：本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望*20220416*谭倩》
- 3、《华鑫证券*宏观专题报告*2022年两会十大看点：5.5%左右的底气与机遇*20220305*谭倩》

从量跌价涨到量价齐跌，出口增速放缓

8 月出口增速较上月回落 10.9 个百分点，外需走弱压力显现，出口韧性迎来挑战。疫情以来，出口持续高速增长，除了低基数的贡献之外，价格因素也是重要的支撑因素，价涨在一定程度上对冲了量跌。但近期价格支撑难以为继，量价齐跌冲击逐渐显现，导致出口增速放缓。

PPI 下行和汇率承压，出口价格支撑边际减弱

成本端和汇率端因素使得年内出口价格优势减弱。成本端，将继续跟随 PPI 下行；汇率端，由于中美货币周期背离，人民币汇率有贬值压力，对应出口价格也会越来越便宜，价格效应开始退潮。

主要贸易伙伴需求回落，外需走弱拖累出口

海外鹰派加息压制需求，衰退预期加剧，能源问题愈演愈烈，外需明显走弱，对三大主要贸易伙伴东盟、欧盟、美国出口增速明显放缓。8 月对美出口同比增速转负，对欧盟和东盟出口同比增速也有明显下滑。

欧盟：能源危机叠加衰退冲击，供需双降

欧盟能源危机叠加经济衰退，对欧消费品和中间品出口同步下行风险加大。由于高通胀和消费信心走低，预计对欧消费品出口同比增速走负，全年同比增速在 7% 左右。四季度能源危机对制造业冲击凸显，导致对欧盟中间品出口承压，预计同比增速走负，全年中间品同比增速 15% 左右。

美国：低需求与高库存并存，支撑不足

美国激进加息直接冲击消费需求，再加上疫情期间的牛鞭效应导致库存高企，使得对美国消费品出口承压，预计增速降至 3% 左右，全年增速在 14% 附近。经济衰退预期下，美国企业生产需求逐步走低，也会影响对美中间品出口，预计同比增速在 5% 左右，全年增速在 11% 附近。

东盟：制造业景气度回落，难再亮眼

东盟当前总体 PMI 仍在景气度区间，但内部明显分化。菲律宾、越南、新加坡等主要进口国均有明显的回落压力，对东

盟出口的亮眼数据缺乏支撑。同时要警惕全球粮食价格上行和能源危机带来的冲击。预计年内对东盟出口增速回落至14%附近，全年同比增速在16%左右。

■ 全年出口增速 10%左右，贡献了近一半的经济增长

预计下半年对美国 and 欧盟出口同比增速分别回落至 5.6%和 5.45%。东盟则是仍会保持当前的当量，全年维持在 10%左右。下半年总体出口增速在 7%左右，全年在 10%左右，对经济的贡献度再次提升至 50%左右。

■ 风险提示

- 1) 能源危机进一步恶化
- 2) 海外衰退加速实现
- 3) 地缘政治风险再起

正文目录

1、 现状分析：8 月出口增速回落，量跌继续价涨趋缓	5
2、 疫后复盘：从防疫到新能源，从量涨到价涨	6
3、 价格展望：价格优势难存，出口支撑边际减弱	8
4、 下半年展望：全球需求减少，出口量继续下行	10
4.1、 欧盟：能源危机叠加衰退冲击，供需双降	12
4.2、 美国：低需求与高库存并存，支撑不足	15
4.3、 东盟：制造业景气度回落，难再亮眼	18
5、 增速测算：下半年在 7% 左右，全年在 10% 左右	20
6、 风险提示	24

图表目录

图表 1：8 月份主要贸易伙伴出口同比均出现下滑（%）	5
图表 2：主要商品显示出商品价格的上行的放缓	6
图表 3：疫情期间出口商品结构完成了从防疫到新能源的切换	7
图表 4：出口的量价效应：由 2021 年上半年的数量支撑变为 2022 年的价格支撑	8
图表 5：三大行业出口价格同比增速分化（%）	9
图表 6：制造业是国内出口的主要组成部分	9
图表 7：制造业出口价格落后于 PPI 变化	10
图表 8：HS 分类中三大贸易伙伴的出口类别分化	11
图表 9：美国进口了最多的消费品	11
图表 10：欧盟地区电价在两个月的时间翻倍（欧元/兆瓦时）	13
图表 11：天然气价格持续创新高	13
图表 12：欧盟主要制造国 PMI 均开始不景气	14
图表 13：中间品进口和 PMI 高度相关	14
图表 14：零售数据与消费者信心指数同步	15
图表 15：疫情后美国出现了商品的超额恢复	16
图表 16：个人消费支出往往领先于消费品进口	16
图表 17：美国零售商库存处在拐点	17
图表 18：制造业出现了新订单减少库存积累的情况	17
图表 19：GDP 走负往往带来中间品的快速下行	18
图表 20：越南是最大的贸易伙伴	19
图表 21：中间品是东盟的主要进口	19
图表 22：东盟出现了 PMI 的分化	20

图表 23：消费者信心是消费品进口的前瞻指标 21

图表 24：根据 PMI 和中间品出口的历史规律，可以推断出下半年对欧中间品增速 21

图表 25：零售数据的下行带动消费品进口的走低 22

图表 26：当前美国已经出现连续的 PMI 走低，将带动中间品金额下行 23

图表 27：东盟出口金额下半年预计走平，整体增速维持在相对高位 24

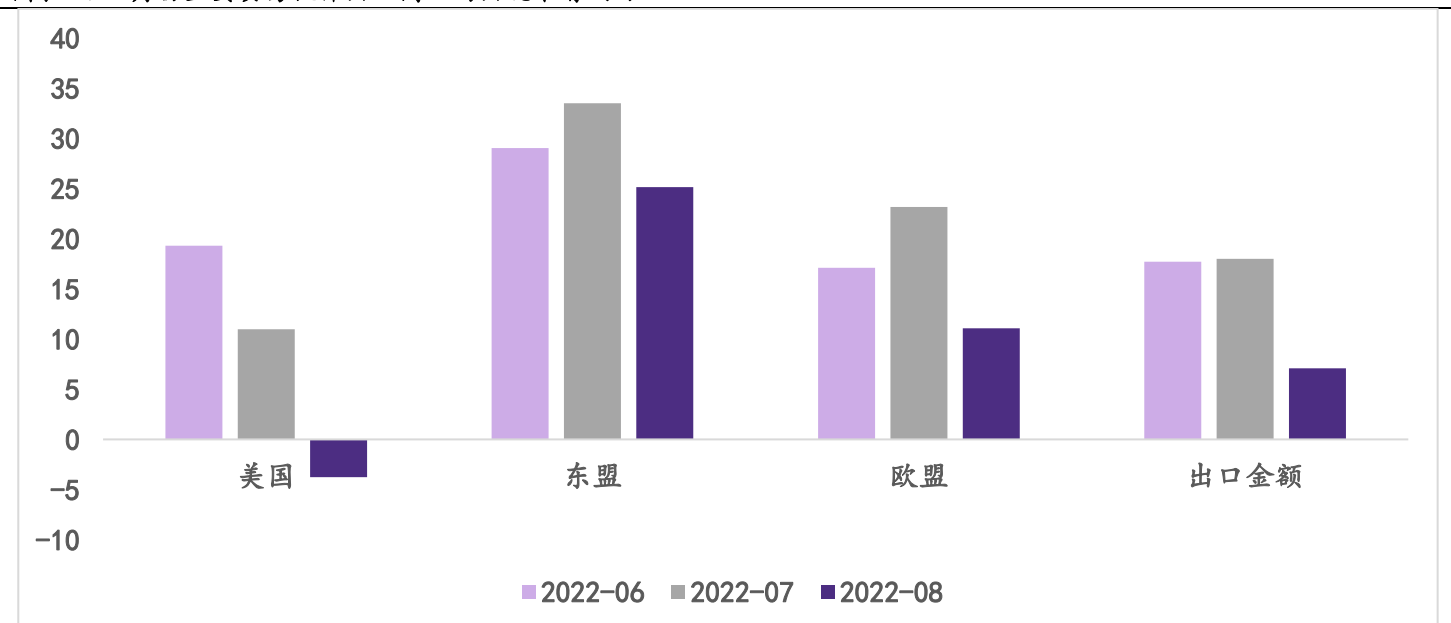
1、现状分析：8 月出口增速回落，量跌继续 价涨趋缓

8 月出口增速放缓，对美出口年内首次负增长。8 月份出口金额 3149 亿美元，较去年同期增长 7.1%，1-8 月累计出口金额 2.38 万亿美元，较去年同期增长 13.5%。从主要出口国来看，三大贸易伙伴仅有东盟仍维持在较高的增速，维持了 5 月份以来的高光表现，8 月份同比增速 25.1%。而欧盟在能源危机的压制下对出口的贡献开始逐渐减弱，单月出口额同比增速从上月的 20%至 9.9%，对美出口也出现了年内的首次负增长，8 月份同比减少 3.8%。

从主要的出口品来看，大部分商品延续量跌价涨的逻辑，但是出现了量跌的加速和价涨的放缓。从数量来看，大部分的出口品继续延续数量下行的趋势，且量跌加速。8 月份 12 种主要重点出口商品中，仅有成品油、手机以及汽车三项出口数量环比增长。陶瓷、铝材、家用电器以及液晶显示模组四类商品则是出现了数量环比增速的转负，显示出量跌逻辑的加速。从价格的因素来看，12 中商品中依然有 9 种商品保持了价格正增长，但是箱包、鞋靴、汽车以及液晶显示模组这四类商品价格同比增速下行，价涨的逻辑减弱得到印证。

8 月份出口数据显示出了发达国家需求快速回落，预计后续将继续对我国出口产生压力。从量价的角度来说，当前量跌价涨的逻辑还在，但是出现量跌加速而价涨不足的情况，我们预计下半年出口逻辑将从量跌价涨转变为量价齐跌，继续给出口增速产生压力。

图表 1：8 月份主要贸易伙伴出口同比均出现下滑（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：主要商品显示出商品价格的上行的放缓

	数量同比变化		价格同比变化	
	2022年8月	2022年7月	2022年8月	2022年7月
箱包及类似容器	19%	38%	4%	2%
成品油	28%	-26%	83%	89%
鞋靴	5%	22%	11%	13%
陶瓷产品	1%	10%	-2%	2%
钢材	22%	18%	27%	26%
未锻轧铝及铝材	10%	39%	10%	14%
手机	-3%	-15%	25%	6%
家用电器	-19%	-5%	3%	-3%
集成电路	-23%	-13%	8%	9%
汽车包括底盘	47%	59%	13%	3%
船舶	1%	-11%	36%	-22%
液晶平板显示模组	18%	20%	-25%	-21%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、疫后复盘：从防疫到新能源，从量涨到价涨

出口结构在疫情期间的两年经历了风格的切换。2020 年，中国出口在一季度受到疫情的打击，同比增速大幅回落，但是在疫情得到控制后，出口增速逐渐企稳并创下历史新高的数据。从主要的出口品来看，2020 年的出口品呈现出了防疫与制造并重的局面。作为最早从疫情中恢复的国家，中国不断地给世界各地出口防疫物资。因此可以看到防疫相关的出口都有比较明显的增长。其中口罩所属的 63 章-其他纺织制成品，防疫测试相关的 98 章-特殊交易品及未分类商品以及 30 章药品的 2020 年出口额较去年同期分别增加了 171%、112%和 44%。与此同时，中国开始承担起全球替代生产的任务，84 章和 85 章的机械电子产品，39 章的塑料制品，94 章 95 章的玩具家具等杂项商品以及 90 章的光学和医疗设备等类别的出口额均较 2019 年出现了比较明显的上行。而非必要的消费品和原料则是出现了比较明显的回落，比如 50 章的蚕丝，24 章的烟草以及 91 章节的钟表及其零件等，出口额均在 2020 年出现了比较明显的回落，分别同比减少了 49%、45%和 27%。总结下来，机电作为中国主要的出口品，在 2020 年快速走出疫情和替代生产的角度下保持了一定的韧性。同时防疫物资的出口也弥补了疫情导致其他出口品的减少，因此 2020 年中国出口额能在疫情的情况下保持少增的态势，较 2019 年增加 3.62%。

2021 年中国出口结构再次出现变化，主要体现在两方面：一方面，新能源相关产业链的出口开始增加，铅和锡作为新能源电池的重要组成部分，其出口增速在 2021 年分别达到了 548%和 292%，光伏和医学相关的 90 章出口品虽然在 2020 年保持了正增长，但是其 2021 年增加值要快过 2020 年（169.67 亿美元 VS 77.36 亿美元），可以看出新能源的拉动要强于医疗器械的部分；另一方面，在世界各国从疫情中逐渐恢复的背景下，2020 年被压抑的出口类别开始出现了复苏迹象：2020 年出口同比减少的章目有 55 个，而 2021 出口金额同比减少的章目则仅有 8 个：针织品，鞋类，箱包类等消费属性比较强的出口品均出现了

出口金额的正增长，分别较 2019 年多增了 150、39 和 34 亿美元。从出口金额的角度来看，84 章和 85 章的机电项目的出口金额同比分别多增了 1073 亿美元和 1878 亿美元，贡献了 38% 的全年出口增长。除此之外，汽车极其零部件（不含铁道车辆）的出口金额同比多增 437 亿美元，贡献了 5% 的出口增长。根据中汽协的数据，2021 年中国车辆出口 201.5 万辆，首次突破 200 万辆。其中新能源汽车出口 31 万辆，同比增长 3 倍，占总出口量的 15.4%。因此 2021 年的出口是在整体恢复的情况下加上新能源产业链的强势，全年出口额 3.36 万亿美元，同比增速 29.85%。

图表 3：疫情期间出口商品结构完成了从防疫到新能源的切换

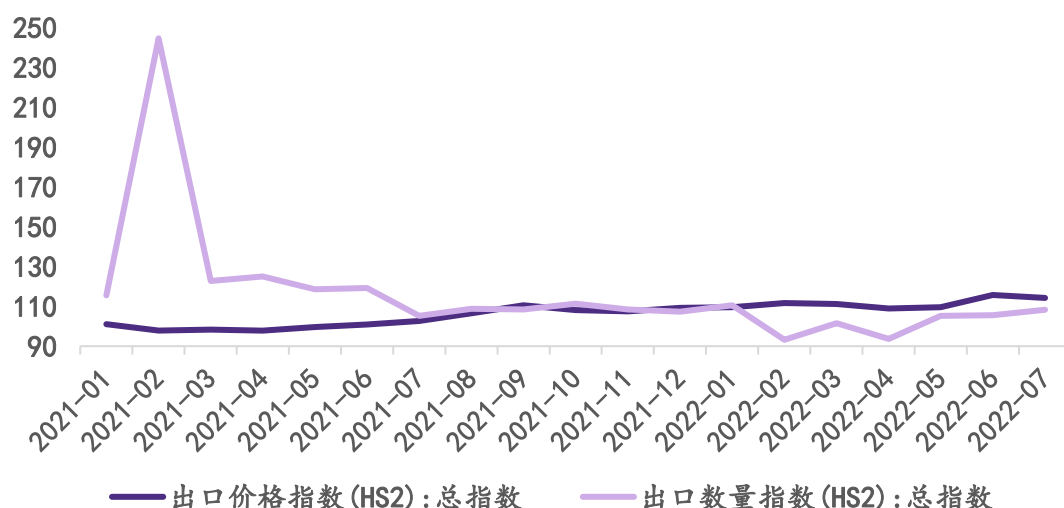
2020年同比增加前五名（亿美元）		2020年同比增速前五名（%）	
63章 其他纺织制成品	478.226	63章 其他纺织制成品	171.3%
85章 电机、电气、音像设备及其零附件	431.0785	98章 特殊交易品及未分类商品	111.7%
84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	236.7064	30章 药品	44.2%
98章 特殊交易品及未分类商品	124.448	56章 絮胎、毡呢及无纺织物；线绳索及其制品	34.9%
39章 塑料及其制品	121.8882	38章 杂项化学产品	29.9%

2021年同比增加前五名（亿美元）		2021年同比增速前五名（%）	
85章 电机、电气、音像设备及其零附件	1878.365	78章 铅及其制品	548.7%
84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	1073.263	80章 锡及其制品	292.4%
87章 车辆及其零附件，但铁道车辆除外	437.863	97章 艺术品、收藏品及古物	251.4%
39章 塑料及其制品	346.8609	30章 药品	191.3%
72章 钢铁	336.1391	86章 铁道车辆；轨道装置；信号设备	166.9%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

中国出口在量价贡献方面也经历了一定的切换。如果说 2020 年之后中国作为世界工厂带来的出口额的大增主要是出口数量的贡献，那进入到 2022 年以后这个趋势得到了根本的扭转，出口的主要推动力从走量转变为了抬价。根据海关总署的数据可以看出，2021 年上半年出口数量优势大于价格，但是进入到了 2022 年以来，价格优势要强于数量，在出口价格的支撑下，国内出口得以在量缩的情况下取得超预期的增长。HS 分类的价格指数中，价格上行的章目由 2021 年的 68 个增加到了 2022 年的 85 个，其中机电产品价格通过比增幅 11%，汽车及零部件增幅 8.9%。HS 分类数量指数中，数量下行的章目也由 2021 年的 6 个增加至了 25 个，其中机电类出口数量增速放缓明显，84 章机械相关的数量同比增速从 2021 年的 27%降低到了同比减少 3.1%，85 章机电相关的出口数量同比增速从 2021 年的 19%降低到了 2022 年的 2.9%。

图表 4：出口的量价效应：由 2021 年上半年的数量支撑变为 2022 年的价格支撑



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、价格展望：价格优势难存，出口支撑边际减弱

成本端和汇率端均将使得出口价格的优势在下半年减弱。首先从价格结构来说，制造业出口价格指数在 2022 年以来就不断上行，创下了数据以来的最高值，而采矿行业的出口价格指数则是在海外大宗商品价格的推动下出现了一定的震荡走势，目前总体仍维持在高位。农林牧渔相关的出口价格则是一直下行。但因为采矿业和农林牧渔在我国出口金额中占比较少，而制造业是主要的出口品，因此制造业出口价格指数是我们主要的分析对象：按照 SITC 分类，2022 年前七个月包含农林牧渔和采矿业的初级产品累计出口额为 902.6 亿美元，而制造业代表的工业制品则是累计出口 1.98 万亿，占 1-7 月总出口额的 95.6%。从总出口价格指数和制造业出口价格指数的高度相关中，也可以看出制造业价格指数对于整体价格的影响。

制造业出口价格由多方因素影响：上游原材料价格以及汇率带来的相对价格的变动都会影响并决定下半年国内出口价格优势能否延续，而航运成本以及集装箱价格等属于境外

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_45819

