



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

如何判断出口的量价增速?

投资要点:

- **核心观点:** 2020年以来外需对经济增长的强劲拉动正在落幕,未来经济的核心矛盾是外需回落、内需修复带来的内外增长动能交替。三季度以来,欧美等发达国家需求在加速回落,对美出口同比增速在8-9月连续负增长。另一方面,价格是前三季度支撑出口增速的一大支柱,但出口价格正在随着全球大宗商品价格下行,未来对出口增速的支撑亦不乐观。我们结合量价两方面因素判断,我国四季度美元计价的出口额将维持在4%左右的低速增长,明年在量价齐跌之下,出口额将下降7%左右。
- **前三季度出口回顾:** (1) 2020年以来,净出口贡献了约四分之一的经济增长,而2000-2019年最高为14.3%,平均为-2.1%。两方面原因导致这一指标超越历史水平,一是出口高增,二是服务贸易逆差大幅缩小。疫情导致旅行、留学等服务贸易大幅缩水,我国服务贸易逆差从2019年的1.8万亿收窄至2021年6500亿。
- (2) 今年我国出口主要由价格效应拉动,实际出口数量增速缓慢,三季度实际出口增速已经开始负增长。前8月人民币计价的出口增长14%左右,其中出口价格增长11.7%,出口数量仅增长2.1%。8月开始的出口下滑主要是数量增速转负,比上月大幅下降9.1个点,为-0.8%,而出口价格仅下降1.6个点,基本稳定。
- (3) 东盟是今年我国出口的主要拉动,美国对我国的贡献已连续两个月负增长。
- **外需跟踪:** (1) 我们利用WTO监测的75国月度进口数据可跟踪全球外需变动情况,今年1-7月名义外需仍然相对坚挺,7月全球进口增速仍有12.3%,二季度扣除价格后的真实外需增长5%。美国和韩国进出口数据与全球贸易需求变动基本一致,以美国进口和韩国出口观察,8-9月全球进口增速或加速下降至个位数。
- (2) 外需代表全球贸易需求强弱,即“蛋糕有多大”,出口份额则代表中国能“分到多大一块”。我们利用美欧日韩东盟等主要经济体进口数据构建了中国出口份额月度指标,发现今年以来我国出口增速慢于全球贸易增速,出口份额下降至疫情前水平,背后原因是国内生产因疫情影响而部分停工。
- (3) 随着海外生产进一步恢复,我国中间品出口增速远高于消费品和投资品,成为出口的结构亮点。我国中间品需求好于消费品和投资品反映出两个问题,一是

全球生产强于需求，二是我国在全球价值链中具有不可替代的作用，后者是我国出口竞争力的重要优势。

- (4) 分产品来看，我国出口产品中，初级品出口增速最高，机电产品次之，劳动密集型产品整体增速较慢。机电产品中，汽车出口强劲，手机、家电、音视频设备等耐用消费品出口增速出现明显下降；劳动密集型产品中，家具是主要拖累，箱包、鞋靴出口额增长强劲，反映出今年全球出行活动仍然活跃。
- (5) 比较全球需求和中国出口，我们发现今年以来中国出口的纺织服装、机电增速与全球需求走势基本一致，运输设备、化学品则明显超过全球增速。
- (6) 本轮海外衰退不只是需求的衰退，对欧洲而言，能源危机更会带来生产成本的上升和工业生产强度的下降，给我国带来出口替代机会，对于高耗能行业的“化学工业及其相关工业的产品”（第六类）、“塑料及其制品；橡胶及其制品”（第七类）以及“贱金属及其制品”（第十五类）存在一定替代。
- **如何判断未来外需走势：**（1）我国对外贸易计价货币大部分是美元，人民币贬值对美元计价的出口价格影响较小，自然不会增强出口产品的价格竞争力，只会在出口企业结汇后影响其利润情况。如果未来人民币继续贬值，会扩大人民币和美元计价的出口增速差，人民币计价的出口增速会提高，对美元计价出口增速影响较小。
- （2）我们将出口增速拆分为量价两部分，真实外需决定我国出口量，我国出口数量增速基本围绕全球贸易量上下波动；CRB 指数基本领先我国出口价格变动半年左右。预计今年 Q4 和明年，我国出口量的增速为 1%左右；美元计价的出口价格增速分别为 3%、-8%，对应出口额增速分别为 4%、-7%。
- **风险提示：**样本国家数据无法完全代表全球外需；供给端扰动导致全球贸易量价变化超预期；疫情形势出现变化，影响出口相关生产。

内容目录

1. 前三季度出口情况回顾	5
2. 外需走向跟踪：上半年回落速度慢，下半年将加速	7
2.1. 如何跟踪外需走向和中国份额变化?	7
2.2. 结构性需求有何亮点?	9
2.3. 能源危机之下，我国会对欧洲形成出口替代吗?	12
3. 如何判断未来外需走势	15
3.1. 人民币贬值如何影响出口?	15
3.2. 未来出口量价的判断	16
4. 风险提示	17

图表目录

图 1: 净出口对经济增长的贡献和拉动	5
图 2: 近两年的出口保持高增速	6
图 3: 服务贸易逆差大幅缩窄	6
图 4: 我国出口贸易总额及同比增速	6
图 5: 出口量价贡献	6
图 6: 各经济体对我国出口的拉动	7
图 7: 分地区出口同比增速	7
图 8: 75 国进口金额增速	7
图 9: 美国进口和韩国出口增速与全球进口需求一致	7
图 10: 21Q2 以来全球进口价格增速维持高位	8
图 11: 以贸易量增速衡量的真实外需远低于进口总额增速	8
图 12: 出口增速差与中国出口份额变动	9
图 13: 我们跟踪的主要经济体进口增速与全球进口增速一致	9
图 14: 主要经济体自华进口与总进口情况	9
图 15: 中国出口份额月度跟踪	9
图 16: 今年我国中间品出口增速快于消费品和资本品	10
图 17: 欧盟从中国进口的中间品增速强于全球	10
图 18: 美国从中国进口的中间品增速强于全球	10
图 19: 我国按大类分主要商品出口金额及其增速	11
图 20: 各类产品 1-9 月数量及金额累计增速	11
图 21: 纺织服装类产品的中国与全球贸易增速	12
图 22: 机电类产品的中国与全球贸易增速	12
图 23: 运输设备类产品的中国与全球贸易增速	12
图 24: 化学品的中国与全球贸易增速	12
图 25: 欧盟 27 国非居民用户电价	13
图 26: 2020 年各行业耗电情况	13
图 27: 5-8 月部分高耗能行业的工业生产指数边际下行	13
图 28: 我国与欧盟出口同比增速对比	14
图 29: 欧盟出口总金额	14
图 30: 7 月我国与欧盟整体及高耗能行业出口增速对比	14
图 31: 欧盟国家 HS 第六、七、十五类产品出口表现	15

图 32: 我国 HS 第六、七、十五类产品出口表现.....	15
图 33: 我国汇率与出口无明显关系	16
图 34: 汇率决定我国人民币与美元计价的出口增速差	16
图 35: 我国出口量围绕全球出口量波动	16
图 36: CRB 指数领先于我国美元出口价格变动.....	16

10月24日发布的三季度经济数据显示，外需回落、内需弱修复是四季度和明年的经济主线。在消费和房地产未见明显改善之时，判断出口回落的幅度和节奏非常重要。

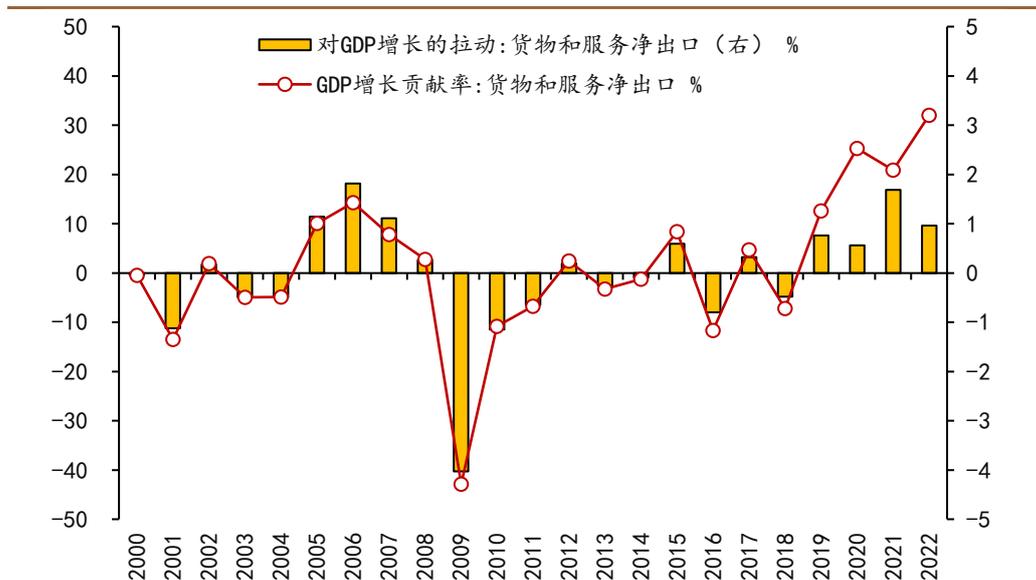
1. 前三季度出口情况回顾

2020年以来，净出口贡献了约四分之一的经济增长，而2000-2019年最高为14.3%。2020、2021、2022前三季度，净出口对经济增长的累计贡献分别为25.3%、20.9%、32%，均超过20%，而此前二十年里这一指标最高为2006年的14.3%，2000-2019年平均仅为-2.1%。

两方面原因导致这一指标超越历史水平，一是出口高增，去年美元计价的出口增速接近30%，是2011年以来最高水平，今年前三季度也累计增长了12.5%。但出口增速不能解释全部，另一个原因是服务贸易逆差大幅缩小。疫情导致旅行、留学等服务贸易大幅缩水，我国服务贸易逆差从2019年的1.8万亿收窄至2021年6500亿，今年上半年只有2400亿。

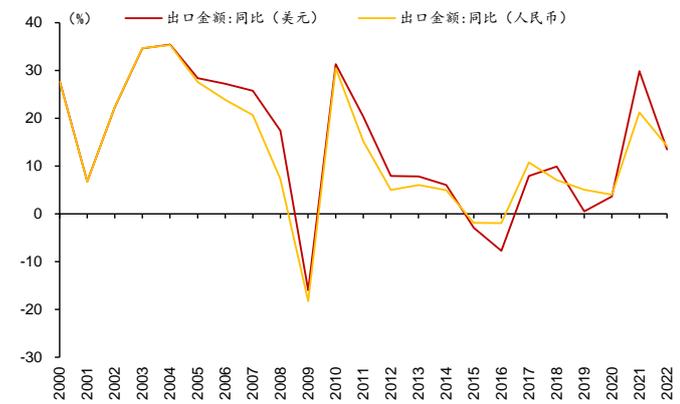
但8月开始，我国出口增长的动能减弱，本轮出口高增长即将迎来尾声。今年前三季度，我国出口增速呈现出低位反弹、后又趋弱的走势。4月，我国出口增速降至3.5%的低点，5月回升至16.3%，之后两个月保持在17%以上的高位。8月出口增速再次大幅下降，较前值回落10.7个百分点，降至7.1%，9月数据进一步确认出口回落态势。

图1：净出口对经济增长的贡献和拉动



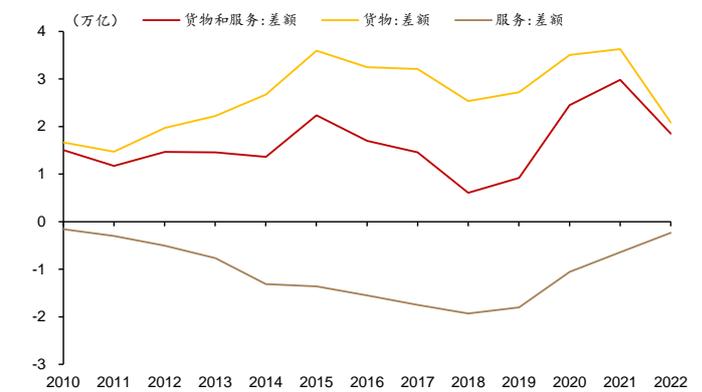
资料来源：Wind，德邦研究所
注：2022年为前三季度数据

图 2：近两年的出口保持高增速



资料来源：Wind，德邦研究所
注：2022 年为前三季度数据

图 3：服务贸易逆差大幅缩窄



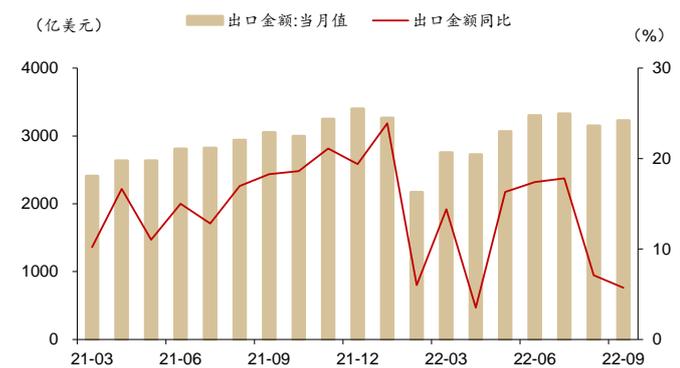
资料来源：Wind，德邦研究所
注：2022 年为上半年数据

回头看，今年我国出口主要由价格效应拉动，出口数量增速缓慢。2月、4月、8月出口数量增速为负，出口量对于出口表现有所拖累；其他时期尽管数量效应对出口有拉动作用，但相较于人民币贬值带来的价格效应，对出口的贡献较小。

三季度实际出口增速已经开始负增长。前 8 月人民币计价的出口增长 14% 左右，其中出口价格增长 11.7%，出口数量仅增长 2.1%。除 1 月之外，只有 5-7 月出口数量增速相对较高，8 月出口下滑主要是数量增速转负，比上月大幅下降 9.1 个点，为 -0.8%，而出口价格仅下降 1.6 个点，基本稳定。

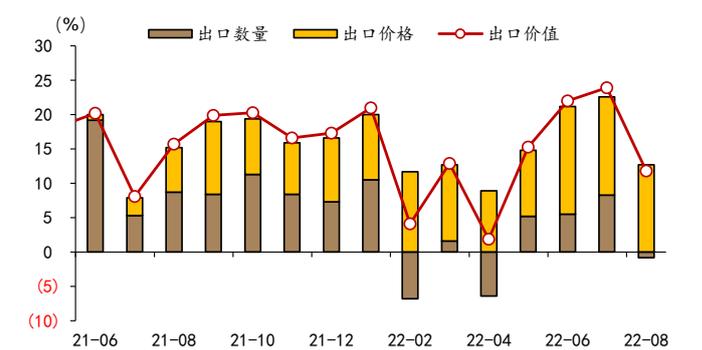
分地区来看，东盟是我国出口的主要拉动，美国的贡献转负。9 月东盟地区出口额 522.6 亿美元，反超美国成为我国出口对象之首，对当期出口拉动 3.9%；同期美国、欧盟对出口的拉动率分别为 -2.2%、0.8%。就出口增速言，9 月我国对美国、欧洲、日本、印度等地出口同比增速有所下滑，其中美国与东盟地区降速最为明显，增速较上期分别下降 7.8、5.5 个百分点至 -11.6%、-5.6%。

图 4：我国出口贸易总额及同比增速



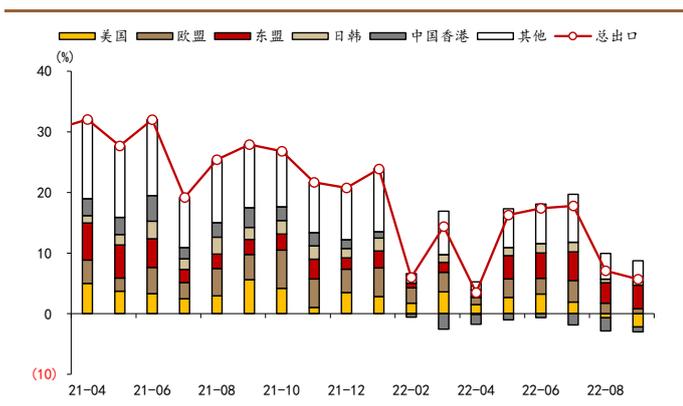
资料来源：Wind，德邦研究所
注：2021 为两年平均增速

图 5：出口量价贡献



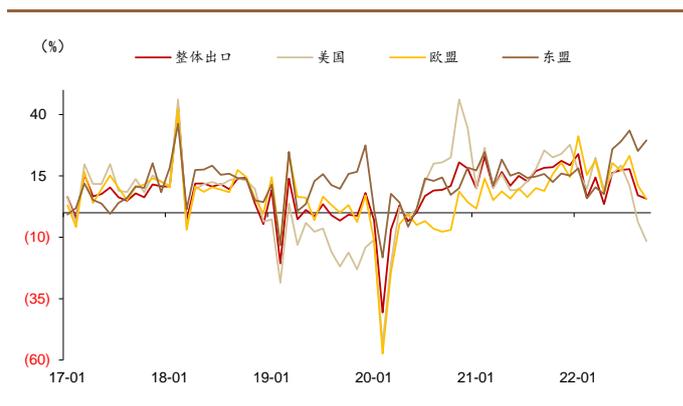
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：各经济体对我国出口的拉动



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：分地区出口同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 外需走向跟踪：上半年回落速度慢，下半年将加速

2.1. 如何跟踪外需走向和中国份额变化？

外需跟踪：今年 1-7 月名义外需仍然相对坚挺，7 月全球进口增速仍有 12.3%。我们利用 WTO 监测的 75 国月度进口数据可跟踪全球外需变动情况。全球进口在 2021 年各月平均增长 27%，今年 1-2 月仍维持 20% 以上，3-7 月平均增速降至 15.9%，其中 7 月为 12.3%。可见尽管外需回落已经是大势所趋，但其下降的速度仍然较慢，7 月增速仍处历史较高区间。

美国和韩国进出口数据与全球贸易需求变动基本一致，8-9 月全球进口增速或加速下降至个位数。分国别来看，美国作为首屈一指的最终需求国，其进口需求与全球贸易需求基本一致。二者相关性高达 92.8%；韩国对全球贸易敏感度高，被称为全球经济的“金丝雀”，其出口增速与全球贸易需求也基本一致，二者相关性为 87.8%。美国 9 月数据尚未披露，但 9 月中国对美出口增速比 7 月下降超过 20 个点；而韩国在 6-8 月出口平均增速为 6.8%，9 月大幅降至 2.7%。通过美韩数据可推测，全球需求在 9 月明显再下台阶，我们预计 8-9 月全球进口需求增速已经降至个位数。

图 8：75 国进口金额增速



图 9：美国进口和韩国出口增速与全球进口需求一致



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_47919



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn