

2021年10月24日

出口量价拆分的分析框架

观点

■ 近几月我国出口仍在不断超出市场预期，但当前从结构上看有了一些新的变化，其中最突出的便是价格因素对出口的拉动在增加，而数量贡献在减小。由此，关于四季度乃至明年出口的判断也主要聚焦在这一问题上，即数量贡献的下滑是否预示着出口动能的减弱？

■ 数量贡献的下滑符合出口动能减弱的直观判断。对出口进行量价拆分的出发点在于在全球大通胀背景下，剔除价格因素观察真实的外需。至于出口动能为何减弱，可以列举的因素有很多，例如（1）海外持续复产后供需缺口进一步缩小，导致其对中国出口需求下降；（2）各国宽松政策陆续退出导致需求侧边际减缓；（3）高昂的运输成本导致企业进出口意愿下滑。而且，除中国外，越南、韩国近几个月出口同样存在“价涨量跌”（价格贡献上行、数量贡献下行）的特征（图2、图3），似乎更加证实了外需动能正在减弱这一趋势。

■ 但是，我们认为近几月我国出口“价涨量跌”不应仅归因于外需放缓，还有一个重要但容易被忽视的因素——供给约束。

从基础的经济学原理出发，如图4所示，需求因素变化的结果是商品价量同涨或同跌，而供给因素变化的才会导致商品价量反向变动。在这一框架下，我们会发现上述对出口动能减弱的判断并不准确，因为出口数量同比下滑表明外需边际减弱这一判断存在一个隐含条件——价格下跌。显然，事实并非如此。

■ 由此，我们认为相比于外需放缓，近几个月我国出口变化更主导的因素在于供给约束。具体怎么理解？我们从两个角度来进一步分析。

1、我国出口产品中机电类产品占比近60%，而当前全球芯片产业链供给仍偏紧，导致我国出口整体上“价涨量跌”。将我国出口的各类商品按行业分类——进行量价拆分，如图5-图8所示，分布于第一、三象限的商品表示9月出口数量和价格同增或同减，可以理解为由需求上升或下降主导了其出口的变化；同理，分布于第二、四象限的商品9月出口数量和价格反向变动，由供给扩张或收缩主导。

从图中可见，不同商品出口的主导影响因素不同。例如，机电类产品出口多为供给约束主导下的“价涨量跌”，这背后对应的是全球“缺芯”（图5）；建筑类产品呈“量价齐跌”，对应海外随着新屋销售见顶回落叠加货币收紧预期下建筑开工需求的收缩（图6）；机械设备类产品多为需求扩张主导下的“量价齐升”，对应全球复工过程中的资本品需求反弹（图7）；汽车出口也是“量价齐升”，对应“碳减排”背景下全球新能源汽车渗透率提升带来的需求扩张（图8）。

2、从以往经验来看，我国出口量价表现也符合这一分析框架。如图9所示，2016年我国出口量价表现与当前较为相似，即数量同比放缓、价格同比改善，这是由于2016年我国供给侧改革对生产端的约束主导了我国出口的下行，尤其是下半年海外经济开始回暖复苏。

■ 在这一分析框架下，如何判断我国出口后续走势？

出口“价涨量跌”趋势可能持续至2022年一季度，此后出口下行压力将加大。如前所述，尽管存在诸多出口动能边际放缓的因素，但主导此轮出口数量同比下滑更多是供给约束。也就是说，出口“价涨量跌”持续多久取决于供给紧张何时缓解，尤其是芯片行业。一方面，我们此前的报告《美国的供应短缺何时可以缓解？》指出芯片供给紧张可能要持续至2022年。另一方面，历史上我国出口数量同比拐点时间往往领先于价格6-9个月（对应着出口订单的生产周期），此轮出口数量同比于6月见顶，这意味着出口价格同比见顶大概率出现在2022年一季度。结合两方面考虑，出口“价涨量跌”趋势可能将持续至2022年一季度。此后随着供应短缺的缓解，价格支撑转为下行，我国出口下行压力将进一步加大。从结构上看，鉴于主导我国出口变化的因素转为需求变量，则机电类产品、消费品出口将进一步分化。

■ 风险提示：中美贸易缓和取得重大进展、变异病毒导致疫情反复、国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dzwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观周报 20211023：鲍威尔首提加息，全面评估美国的通胀压力有多大》2021-10-23

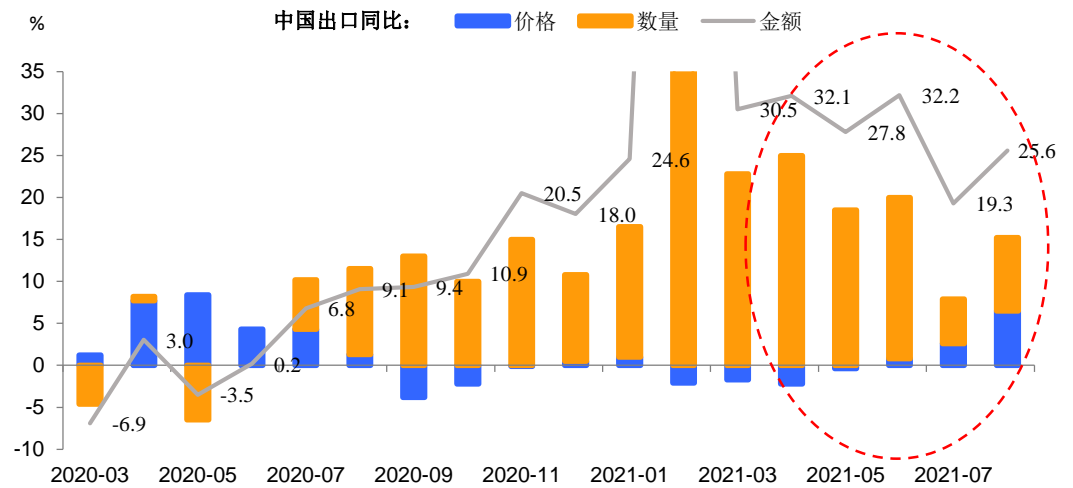
2、《宏观周报 20211019：为什么GDP跌破5，人民币却升破6.4？》2021-10-19

3、《宏观月报 20211018：GDP增速“破5”蕴含的“跨周期调节”信号》2021-10-18

4、《宏观周报 20211015：全球“气荒”何时缓解？》2021-10-15

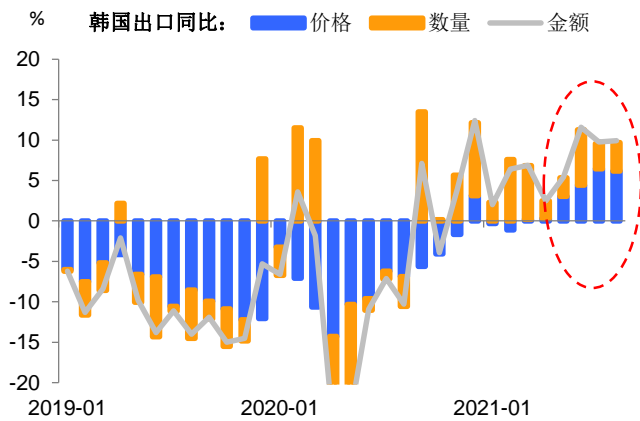
5、《宏观月报 20211014：通胀先见顶还是信贷先见底？》2021-10-14

图 1: 2021 年 4 月以来中国出口价格同比逐月提升, 数量同比有所放缓



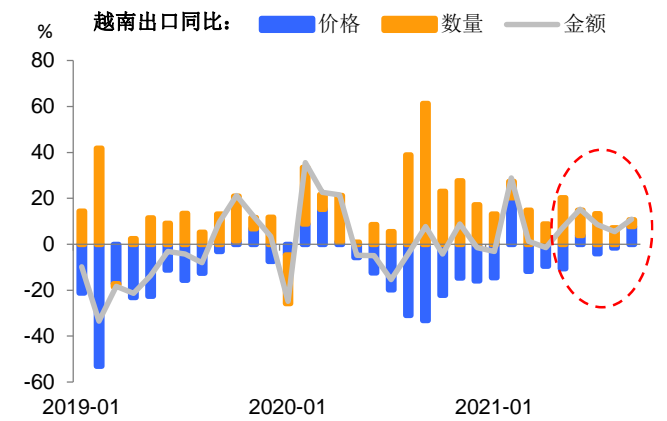
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 4 月以来韩国出口价格同比显著提升



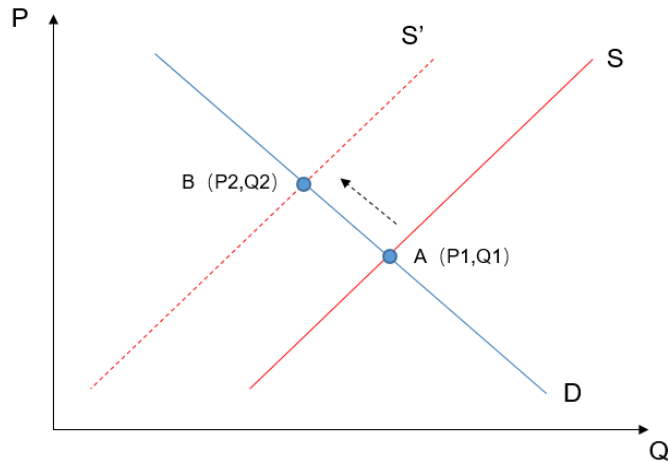
注: 2021 年为两年复合增速 (2019-2021)
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 4 月以来越南出口价格同比显著提升



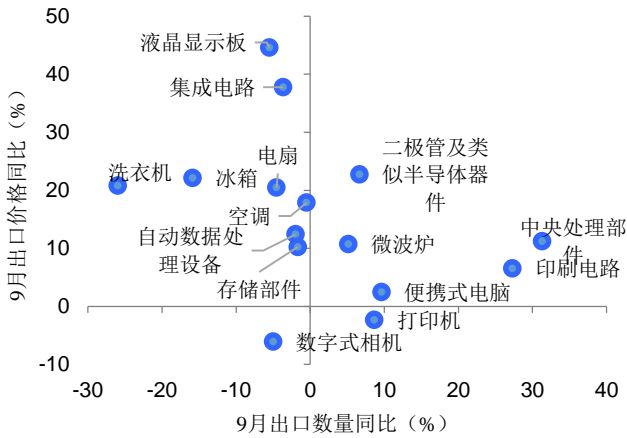
注: 2021 年为两年复合增速 (2019-2021)
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 供需影响产品价格、数量变化示意图



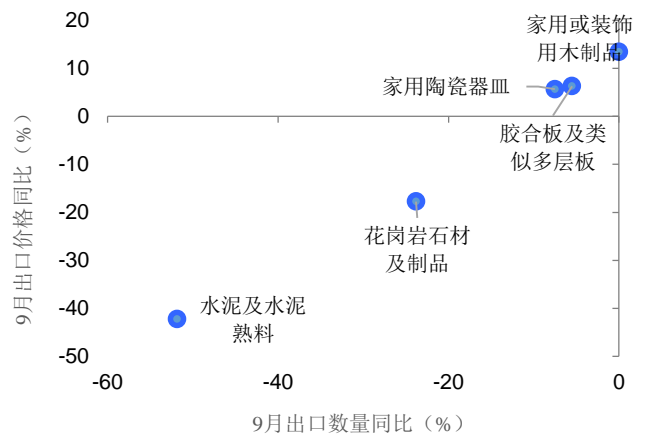
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图 5: 2021 年我国出口机电行业商品量价表现



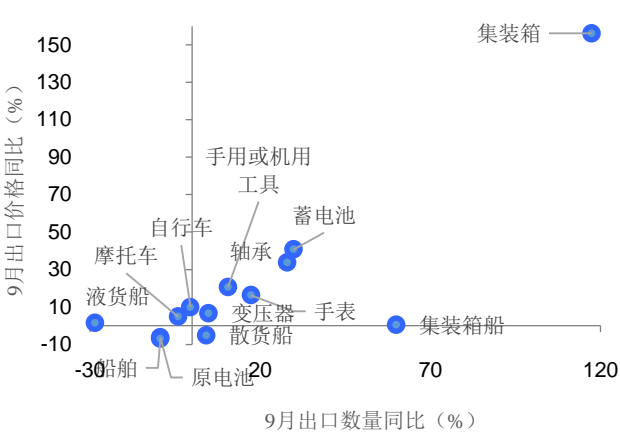
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年我国出口建筑家具行业商品量价表现



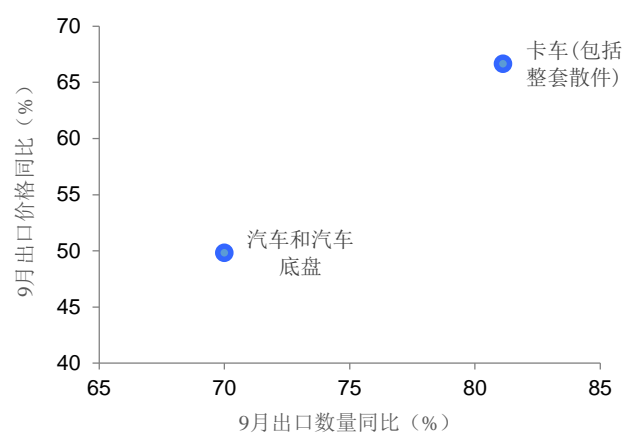
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年我国出口机械设备行业商品量价表现



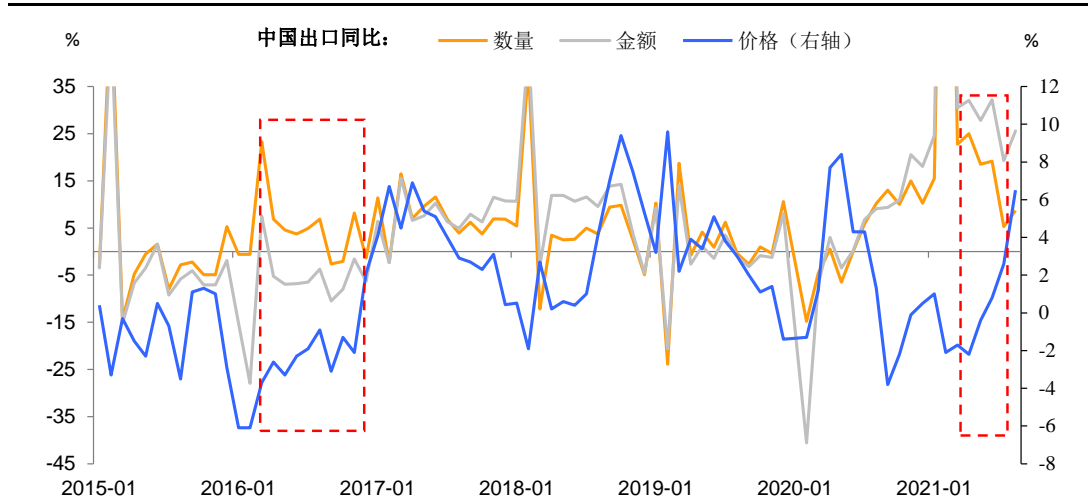
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年我国出口汽车行业商品量价表现



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9: 2016 年我国出口也曾出现“价涨量跌”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

