

总出口额的变化可分解为出口价格变化与出口数量变化。市场通常使用海关总署公布的出口价格指数和出口数量指数进行观察。

➤ 直觉上，出口量与价通常同向变化，因为一般需求决定价格

市场上，商品价格与量同向变化，这是经济学常识。需求旺盛，供不应求，价格上涨；需求减弱，供过于求，价格回落。

➤ 反常识的是，2021年以来，出口“价强量弱”

2021年以来，总出口价格同比持续上涨，突破历史最高值，但出口量同比却不断下行，甚至为负。

这种反常表现，引发了市场的两点忧虑：忧虑之一，出口价格上涨是原材料成本所致，一旦大宗商品价格快速回落，出口或将大幅缩水。忧虑之二，海外需求早已走弱。今年海外能源价格上涨，中国制成品出口具有相对成本优势，部分替代了其他国家的生产，暂时支撑了出口量和价。

➤ 出口“价强量弱”看似反常，背后有三点原因

原因之一，人民币汇率同比增速下跌，商品人民币价格同比增速上涨。海关总署公布的出口价格指数以人民币计价。但在国际贸易中，绝大多数商品以美元计价、结算。出口价格指数容易受到汇率波动影响。去年，人民币汇率同比增速下跌。

原因之二，基数效应导致出口量走势被误判。2020年初疫情冲击经济，正常出口节奏被打乱，全年出口额前高后低。基数效应导致2021年月度出口量同比前高后低，呈现下降趋势。排除基数效应后，2021年出口量同比不但没有走弱，反而在上升。

原因之三，出口结构由低货值商品切换到高货值商品。疫后海外需求结构转变，中国的出口动能从单价更低的防疫物资、耐用消费品切换到单价更高的工业用品。单价低的商品出口比重变小，单价高的商品出口比重变大，就会导致总出口价格增长更快，总出口量增长更慢。

➤ 出口“价强量弱”不构成今年看空出口的理由

今年上半年出口价格被高估，量被低估。以美元计价，5-6月出口价格较去年Q4小幅回落。上半年出口量读数明显受到疫情扰动偏弱。

需求韧性将支撑下半年出口量。海外工业生产修复与居民出行恢复，生产资料和办公与出行消费品的出口量同比将继续增加。疫情扰动退出，Q3中游设备制造出口量恢复，汽车制造业、通用设备、专用设备出口同比上行。海外耐用品需求仍有韧性。Q3出口量同比或小幅回升。

下半年出口价格不会快速回落。经验上，总出口价格是一个慢变量。只有出口量持续大幅走弱，价格才会出现回落。需求韧性仍在，短期内价格不会快速变化。结构上，今年出口价格同比回落的主要拖累来自计算机通信电子制造业与原材料加工行业。其中，计算机通信电子制造业出口交货值占比45%，更为重要。

海外耐用品需求有韧性，计算机通信电子制造业出口价格相对稳定。原材料加工行业出口价格变化往往滞后原材料价格一个季度，预计Q4原材料价格回落。

Q3总出口价格或小幅回落，Q4总出口价格同比回落幅度更大。

综合判断，Q3的总出口同比或超过10%。Q4总出口同比或为个位数。

风险提示：疫情发展超预期风险；美联储加息节奏超预期；海外地缘政治风险。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：常识与反常识（三）：汽车消费数据之谜-2022/08/16
- 2.美国企业债务风险系列（二）：企业债务会有系统性风险吗-2022/08/15
- 3.宏观事件点评：降息了，不妨乐观一些-2022/08/15
- 4.宏观专题研究：本轮猪周期对CPI影响力或削弱-2022/08/14
- 5.政策双周报：推进有效投资加速落地-2022/08/14

目录

| | |
|---|-----------|
| 引言 | 3 |
| 1 可从量价视角观察中国出口..... | 4 |
| 1.1 出口变化可分解为价格变化与数量变化..... | 4 |
| 1.2 2021 年以来，出口价格走强而出口量走弱 | 4 |
| 2 去年以来总出口“价强量弱”的三点原因..... | 6 |
| 2.1 原因之一，人民币汇率同比增速下跌，商品人民币价格同比增速上涨..... | 6 |
| 2.2 原因之二，基数效应导致 2021 年出口量走势被误判..... | 6 |
| 2.3 原因之三，出口结构由低货值商品切换至高货值商品 | 7 |
| 3 出口“价强量弱”不构成看空今年出口的理由..... | 8 |
| 3.1 今年上半年出口价被高估、量被低估 | 8 |
| 3.2 需求韧性支撑下半年出口量..... | 9 |
| 3.3 下半年出口价格不会快速回落..... | 10 |
| 4 风险提示 | 12 |
| 插图目录 | 13 |

引言

抗疫近三年，出口持续高景气，至今仍是中国经济最重要的动能之一。出口强弱关系经济增长，影响政策调控空间。出口还决定了汇率走势，作用于资本市场。准确判断中国出口非常重要。

在分析中国出口时，我们可从量、价视角进行观察。出口额等于出口数量和出口价格的乘积。总出口额的变化因此可分解为出口价格变化与出口数量变化。

出口价格是需求的结果，所以出口量价一般同向变化。

但 2021 年下半年开始，出口价格逐渐主导出口额的增长，出口量的贡献持续下降。

这种“价强量弱”的反常表现引发市场担忧：出口量同比持续下行，是否表明外需已经在走弱？出口价格的支撑是否由原材料价格、供给约束等临时性因素造成？

回答上述问题，核心需要理解为何出口“价强量弱”？未来价格与量又该如何判断？本文将从出口的量价结构出发，分析出口表现。

1 可从量价视角观察中国出口

1.1 出口变化可分解为价格变化与数量变化

出口额等于出口数量和出口价格的乘积。出口额变化因此可分解为出口价格变化与出口数量变化。

$$\text{出口额} = \text{出口价格} \times \text{出口数量}$$

为了简单直观地衡量同比变化，可以将出口额、出口价格与出口数量的同比变化指数化。

以上一年同期价格为基数（100），例如商品 A 的出口价格同比上涨 5%，那么 A 的出口价格指数就为 105。

通过指数化，出口额（也称之为出口价值）变化可分解为：

$$\text{出口价值指数} = \text{出口价格指数} \times \text{出口数量指数}$$

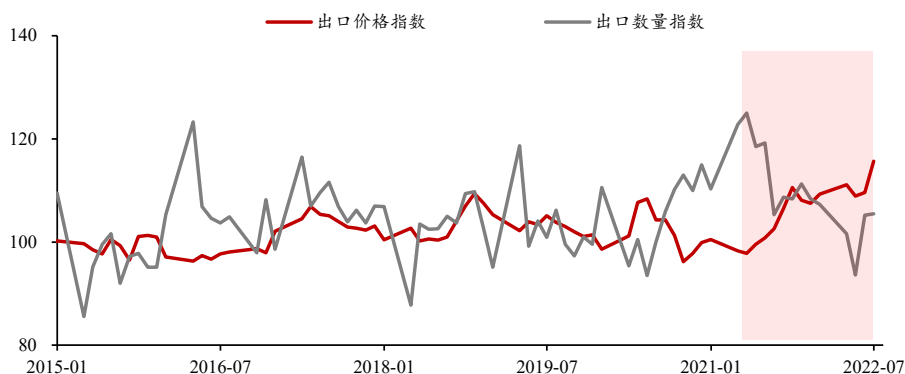
在具体分析某一商品的出口变化时，可以直接地进行上述分解。中国出口商品纷繁复杂，不同商品的计量单位和计价单位各不相同，无法直接比较。

为了分析一类商品的价格变化和数量变化，需要将不同的商品统一口径。研究会将一揽子商品的价格通过出口额进行加权计算，得到整体的价格指数。整体的价格指数代表一揽子商品价格平均变化多少。

再根据出口价值指数与出口价格指数反推得到出口数量指数。

海关总署发布的人民币计价的出口价格指数与出口数量指数成为观察出口量价最常用的指标。

图1：出口价格与出口数量的变化



资料来源：wind，民生证券研究院。注：删除 1-2 月数据异常波动点。

1.2 2021 年以来，出口价格走强而出口量走弱

一般情况下，价格是需求的结果，这是朴素的经济学常识。需求旺盛，供不应

求，价格上涨；需求减弱，供过于求，价格回落。商品的价格与量一般同向变化。

疫后超预期的中国出口却出现一个反常现象：2021年Q2开始，中国总出口价格同比持续上涨，甚至创出新高，而出口量同比却不断下行。

根据海关总署发布的出口价格指数，2021年Q2出口价格迅速抬升，Q3出口价格同比升至11%。进入2022年后价格涨势有增无减，同比大幅抬升至6月的15.7%，达到近20年以来最高值。

出口数量指数则在2021年下半年回落至105-110左右的区间；进入2022年后，出口数量指数中枢进一步下移至90-105区间，为2020年下半年以来首次进入负增长区间。

“价强量弱”现象似乎意味着，总出口额增长中，出口量的贡献减弱，而出口价格的贡献在提高。市场对此有两重忧虑：

忧虑之一，出口价格上涨是原材料成本所致，一旦大宗商品价格快速回落，出口或将大幅缩水。

毕竟中国主要出口低端劳动密集型产品，价格竞争力有限。历史上，出口涨价多由于原材料成本上涨所致。

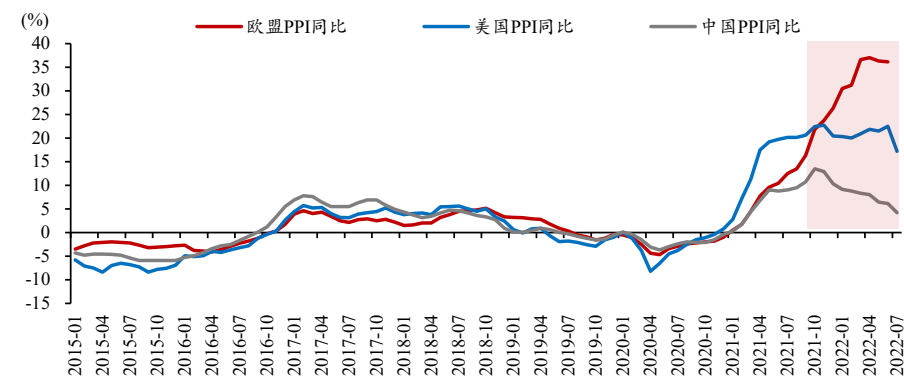
2021年原材料价格持续上涨，这与出口价格上涨趋势一致。目前，原材料价格已经快速回落。2022年6月开始，CRB现货指数显示大宗商品价格快速回落。

2022年6月，出口数量同比只有5%。如果出口价格同比增速降至0，总出口同比将会降至5%的水平。

忧虑之二，海外需求早已走弱。今年海外能源价格上涨，中国制成品出口具有相对成本优势，部分替代了其他国家的生产，暂时支撑了出口量和价。

未来一旦海外能源价格恢复正常，中国商品价格优势不再，出口量价齐跌，出口下滑或将失速。

图2：中国制成品相对美欧有价格优势



资料来源：wind，民生证券研究院

2 去年以来总出口“价强量弱”的三点原因

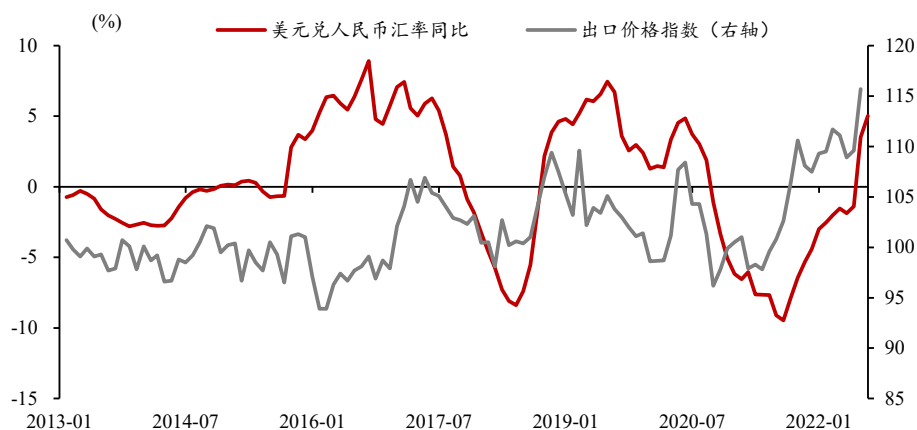
2.1 原因之一，人民币汇率同比增速下跌，商品人民币价格同比增速上涨

海关总署公布的出口价格指数以人民币计价。但在国际贸易中，绝大多数商品以美元计价、结算。

从实际出发，显然使用美元价格更为准确。出口价格指数容易受到汇率波动影响。当人民币相对美元贬值时，商品的人民币价格普遍上涨，出口价格指数就会上升。

从历史来看，出口价格指数与美元兑人民币汇率同比增速同向波动。2020年至今，两者走势基本一致。

图3：汇率可以解释部分出口价格变化



资料来源：wind，民生证券研究院。注：删除 1-2 月数据异常波动点；汇率使用出口额人民币值和美元值反推得到。

2.2 原因之二，基数效应导致 2021 年出口量走势被误判

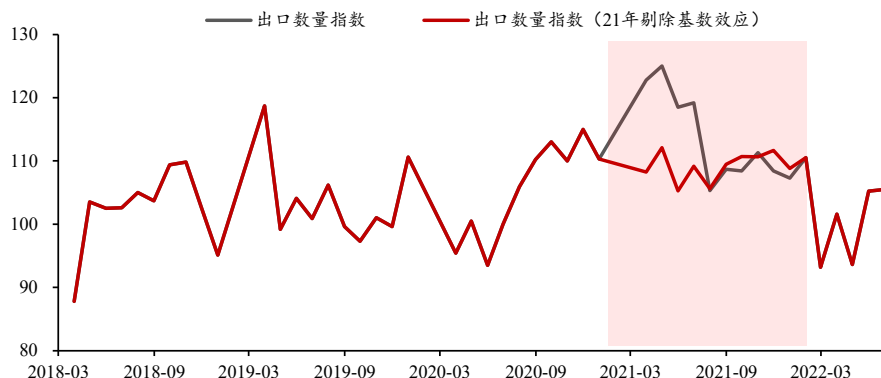
汇率因素并不影响出口量的表现，出口量的走弱另有原因。

2020年初疫情冲击经济，正常出口节奏被打乱。疫后出口持续恢复，全年出口额前高后低，不再呈现正常年份出口的季节性特征。基数效应导致2021年月度出口量同比前高后低，呈现下降趋势。

排除基数效应后，2021年出口量同比没有大幅走弱，下半年同比甚至在上升。

2020年3-12月，出口量月度同比增速平均值为5.4%；而2021年同期，出口量月度复合同比增长的读数为9.2%，甚至高于2020年同期。

图4: 排除基数效应后 2021 年出口量不弱



资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 删除 1-2 月数据异常波动点。

2.3 原因之三，出口结构由低货值商品切换至高货值商品

假设中国出口A和B两类商品，A商品价格高，B商品价格低。如果在出口增长过程中，A商品的比重变得更高，B商品的比重变得更低。就会看到总出口价格增长地更快，而总出口数量增长地更慢。

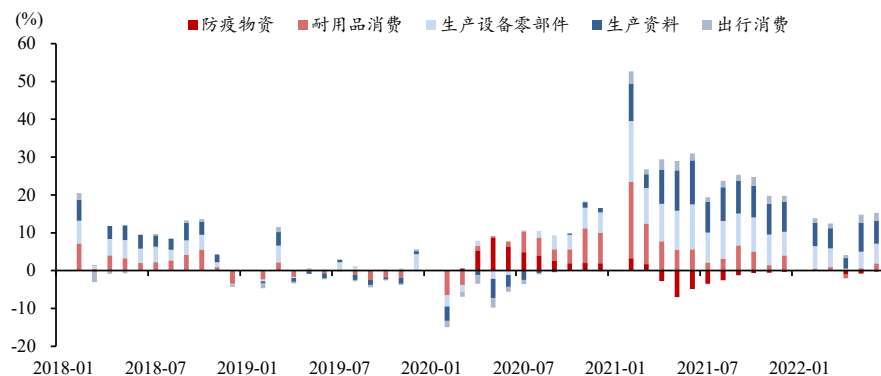
中国出口在疫后刚好经历了这个阶段，出口动能从单价更低的防疫物资、耐用消费品切换到单价更高的工业用品。

2020年，防疫物资与耐用消费品贡献了总出口同比的9成以上。它们主要包括口罩、家具、玩具等商品。这部分商品单价偏低，在2020年出口数量增长明显。

而2021年开始，生产设备零部件与生产资料等工业用品对总出口的贡献逐渐增加。2021年下半年，工业用品对总出口贡献甚至超过8成。

生产设备、零部件与生产资料的单价相比口罩、家具玩具等耐用品和防疫物资更高。因此，2021年开始，出口价格增长地更快，而出口数量增长更慢。

图5: 中国出口动能从防疫物资和耐用消费品切换到工业用品



资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 图中数据条为各类商品对总出口的同比拉动。图中耐用消费品不含汽车，汽车归为生产设备与零部件。

3 出口“价强量弱”不构成看空今年出口的理由

3.1 今年上半年出口价被高估、量被低估

今年上半年，出口价格同比读数突破疫后最高值，进一步加剧市场担忧。6月出口价格（人民币）同比读数16%，已经达到2020年以来的最高增速。出口量仅同比增长5%。

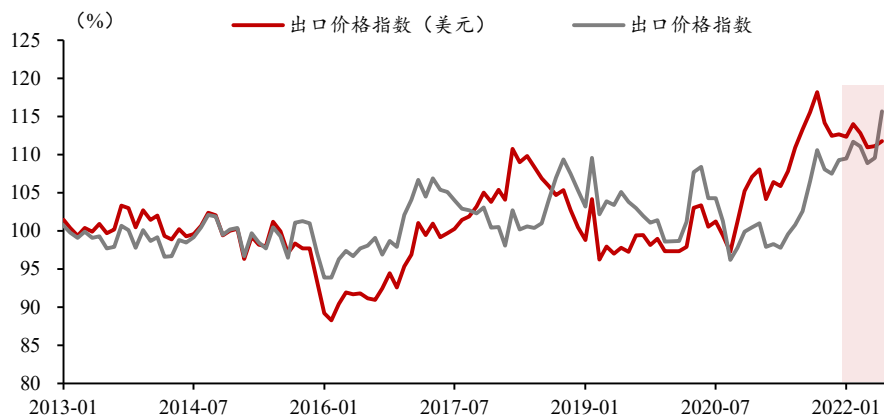
由于汇率因素，上半年出口涨价被高估，实际出口价格小幅回落。出口商品使用美元计价更为合理。以美元计价，6月出口价格平均上涨11%。价格同比较去年Q4小幅回落。

上半年出口量读数受到疫情扰动而走弱。

自2022年2月起，出口先后遭遇春节与华东疫情的扰动，出口数量同比读数大幅下滑。2-4月出口数量同比分别为-7%、2%和-6%，明显低于去年Q4平均值（9%）。

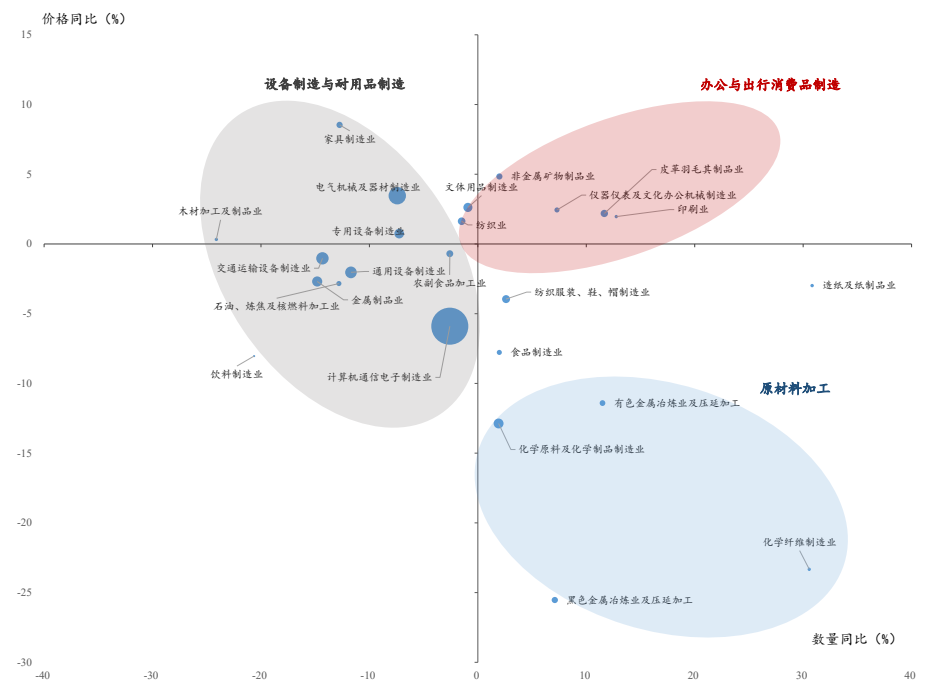
5-6月出口虽在恢复，但比较重要的中游设备制造业未恢复至疫情前，拖累总出口数量弱于去年Q4。汽车制造业、通用设备、专用设备产业链较长，在疫情中受损严重，5-6月出口量同比仍然弱于疫情前。

图6：今年出口价格上涨被高估



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：5-6月中游设备制造业出口量未恢复到去年Q4



资料来源：wind，民生证券研究院。注：图中数值为5-6月与2021年Q4出口价格与出口量同比差值，价格使用美元计价。气泡代表2021年各行业出口交货值的比重，比重低于0.1%的行业未在图中显示。

3.2 需求韧性支撑下半年出口量

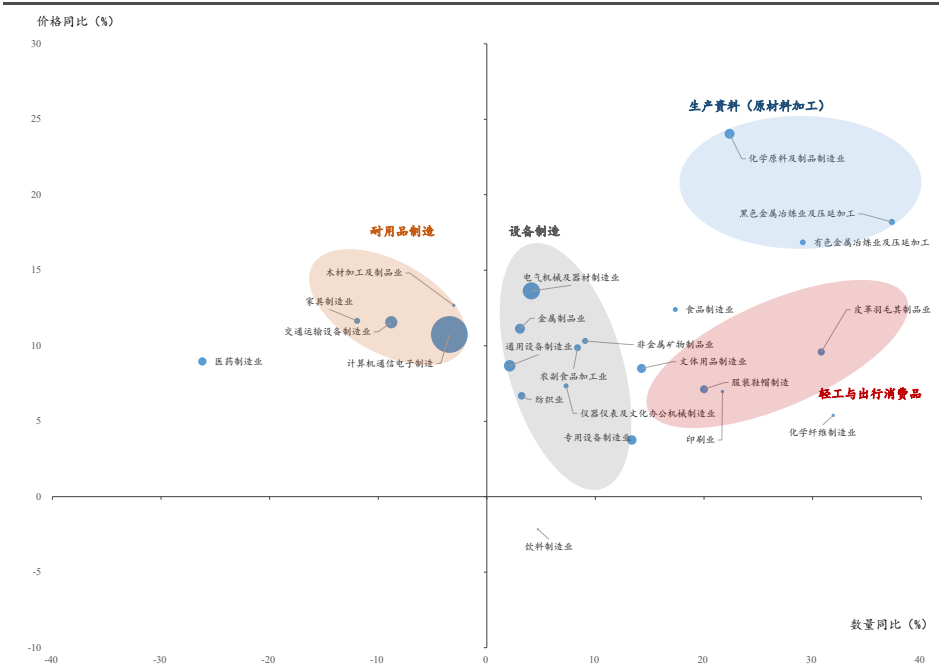
下半年生产资料与出行消费品将支持中国出口增长，Q3出口量同比或回升。

海外工业生产修复与居民出行恢复，生产资料和办公与出行消费品的出口量同比将继续增加。5-6月，生产资料与出行消费品的出口量同比仍在增加。

疫情扰动退出，Q3中游设备制造出口量恢复，汽车制造业、通用设备、专用设备出口同比上行。根据海关总署，7月汽车出口数量同比增速较6月提高27个百分点。

海外耐用品需求下行，但韧性或较强。家具制造业和计算机通信电子制造业的出口量或下行，但幅度有限。7月美国非农就业强于预期，反映美国居民就业与需求仍有韧性。

图8：今年 5-6 月各行业出口量价变化



资料来源：wind，民生证券研究院。注：图中数值分别为 5-6 月出口价格与出口量同比变化平均值，价格使用美元计价。气泡代表各行业 2021 年出口交货值的比重，比重低于 0.1% 的行业未在图中显示。

3.3 下半年出口价格不会快速回落

经验上，总出口价格是一个慢变量，短期内不会快速变化。

根据历史经验，出口价格一般是在贸易环境明显恶化之后才开始回落，如出口量持续回落。判断出口变化，价格信号慢于需求信号。

结构上，今年出口价格同比回落的主要拖累来自计算机通信电子制造业与原材料加工行业。

所有行业中，计算机通信电子制造业的出口交货值比重最高，2021年占比45%。计算机通信电子制造业的价格回落对总出口的影响最大。今年价格同比回落，或与海外需求走弱相关。

原材料加工行业出口价格同比回落幅度比计算机通信电子制造业更大，但出口交货值占比相对较低，对总出口的影响没有那么高。

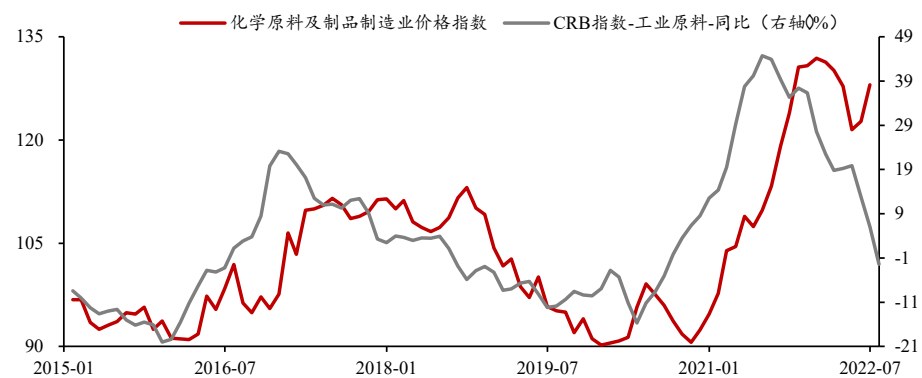
海外耐用消费品的需求仍有韧性，Q3计算机通信电子制造业出口价格回落幅度有限。Q4海外耐用品消费需求走弱幅度更大，价格同比回落更多。

原材料加工行业预计也在Q4回落更多。根据经验，工业用品的出口价格指数通常滞后原材料价格一个季度。6月开始，原材料价格同比再次明显回落。预计Q3原材料加工行业的出口价格回落幅度不大。Q4工业用品出口价格或回落。

因此，Q3出口价格同比或小幅回落，而Q4出口价格同比回落幅度更大。

综合量价考虑，Q3的出口额同比仍可能超过10%。Q4总出口额同比可能回到个位数。

图9：原材料价格领先出口价格指数一个季度



资料来源：wind，民生证券研究院

4 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若海外疫情再次反弹，对全球需求、大宗商品价格、美联储政策都会有深远影响。

2) **美联储加息节奏超预期。**若美联储加息节奏变化，海外需求可能会超预期。

3) **海外地缘政治风险。**若俄乌冲突深化导致大宗商品价格再度大幅上升，美联储可能加快紧缩步伐，海外需求环境可能发生变化。

插图目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 出口价格与出口数量的变化..... | 4 |
| 图 2: 中国制成品相对美欧有价格优势..... | 5 |
| 图 3: 汇率可以解释部分出口价格变化..... | 6 |
| 图 4: 排除基数效应后 2021 年出口量不弱..... | 7 |
| 图 5: 中国出口动能从防疫物资和耐用消费品切换到工业用品..... | 7 |
| 图 6: 今年出口价格上涨被高估..... | 8 |
| 图 7: 5-6 月中游设备制造业出口量未恢复到去年 Q4 | 9 |
| 图 8: 今年 5-6 月各行业出口量价变化..... | 10 |
| 图 9: 原材料价格领先出口价格指数一个季度..... | 11 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026