

出口额与交货值背离的谜底

2023年05月10日


分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

今年一季度各项数据之间矛盾重重，其中争议最大的就是出口。同样反映出口的两个指标，一边是热火朝天的3月出口额（同比14.8%）；另一边是仍在挣扎下滑的出口交货值（同比-5.40%），两个指标给出的出口信息截然相反。

为何出口额与出口交货值，两者之间差异如此之大？本文对此做出解析。

➤ 历史上出口额与交货值曾经多次背离

虽然历史上出口额与交货值大体趋势一致，然而也有不少时间两者背离。

出口总额与交货值增速持续背离主要发生在三个时期，分别为是2006年11月至2007年7月、2010年2月至2011年3月和2020年9月至2021年10月。

有意思的是，出口总额与出口交货值背离时期，通常发生在出口改善初期，期间中国出口生产一般供不应求。这一现象为我们理解出口总额与交货值之间背离埋下伏笔。

➤ 出口额与交货值，两者之间的背离主因在于统计方法不同

第一、库存消化过快导致出口额高于出口交货值。出口交货值统计当期生产的商品，只不过这些商品限定为用于出口交易，或是出售给外贸经营部门并最终用于出口。出口额统计实质性出关的所有商品，包括当期生产的，也包括往期生产并积累下来的库存。

当本期订单交付量快于生产补库量，即库存消化过快时，出口总额便大于出口交货值。

第二、规下企业或非工业品出口强势，将导致出口额高于出口交货值。出口交货值统计对象是规上工业企业，出口额统计所有企业。相较出口交货值，出口总额不仅包含规下工业企业生产并出口的商品，还包括非工业企业生产的产品，例如农产品。

海外需求突然好转时，规下企业供给弹性更大，此时出口交货值（规上工业企业口径）便低于出口总额（全口径）。

第三、来料加工占比提升造成出口额高于出口交货值。出口总额按商品全价进行统计，出口交货值对于来料加工产品，仅计算加工费。

当本期来料加工贸易占比提高，出口总额便高于出口交货值。

➤ 今年3月出口额与交货值背离，来料加工并非主因。

近年来料加工占我国出口贸易的比重持续下降，2023年3月这一占比更是进一步下滑。按上述逻辑推演，来料加工占比下降，应该带来出口总额与交货值差距弥合。

来料加工逻辑显然不能解释今年一季度二者指标背离。

➤ 今年3月出口额与交货值背离原因之一，小企业订单加快回补。

去年四季度受国内疫情和海外经销商去库影响，外贸企业出口订单意外停滞，这部分订单在今年一季度集中回补。

规模以下企业生产和需求弹性更强，订单集中回补时，小企业出口占比明显提升。因出口交货值统计规上工业企业出口，出口总额包括所有企业出口，最终今年3月订单回补之时，出口交货值低于出口总额。

这一点可从两个宏观数据中得到印证，一是3月小企业PMI出口订单指数明显好于总体新订单指数；二是3月出口的商品结构中劳动密集型产品弹性更大。

➤ 今年3月出口额与交货值背离原因之二，出口商品库存消化。

一季度回补订单在3月出现集中交付，3月出口商品库存加速消化。

出口额统计出境报关商品，包括当期生产的产品以及之前商品库存；交货值只统计当期生产的产品出口。**3月用库存消化的方式补足出口，最终带来出口额大于交货值。**

对此我们可以观察义乌市场景气度指标。2023年3月，义乌小商品出口价格指数大幅攀升，反映3月义乌市场供不应求，侧面反映小商品库存消耗事实。

3月出口额较高，而出口交货值偏低，两者看似矛盾，实则交叉验证，共同指向一季度出口真相——去年底订单回补至今年初。小商品订单回补弹性更大，叠加出口商品库存消化，最终3月呈现出一个令人费解的高额出口增长，这并不是一个能够长期持续的出口同比增速。

风险提示：海外经济超预期衰退；贸易方式转变；汇率大幅波动。

相关研究

- 1.2023年4月出口数据点评：平庸出口背后的三点疑惑-2023/05/09
- 2.宏观调研系列之三：广交会下的出口群像-2023/05/08
- 3.宏观专题研究：直觉与反直觉（六）：出口数据的疑点-2023/05/05
- 4.美联储5月议息会议点评：加息暂停后，寻找下一个超预期-2023/05/04
- 5.全球大类资产跟踪周报（2023年第17期）：国内外定价经济疲软-2023/05/03

目录

引言	3
1 历史上出口额与交货值曾经多次背离	3
2 三点统计原因导致出口额背离交货值	5
3 今年出口额与交货值背离，来料加工并非主因	6
4 3月出口额与交货值背离起因，小企业订单回补	7
5 3月出口额与交货值背离起因，出口品库存消化	8
6 风险提示	11
插图目录	12

引言

今年一季度各项数据之间“矛盾重重”，其中争议最大的就是出口。

4月13日海关总署所公布3月中国出口录得3155.90亿美元，同比增长14.8%，大幅超出市场预期。然而4月18日统计局公布的工业企业数据中，工业企业出口交货值同比却录得负值（-5.40%）。

同样反映出口的两个指标，一边是热火朝天的3月出口额；另一边是仍在挣扎下滑的出口交货值，两个指标给出的出口信息截然相反。

如何判断当前出口真实景气度，还有一个更深刻的问题，为何出口额与出口交货值，两者之间差异如此之大？

1 历史上出口额与交货值曾经多次背离

复盘历史，我们不难发现二者整体趋势基本一致，不过出口额波动程度远大于出口交货值。

从统计来看，出口额与出口交货值同比增速发生持续背离，主要集中在3个时期，分别为：

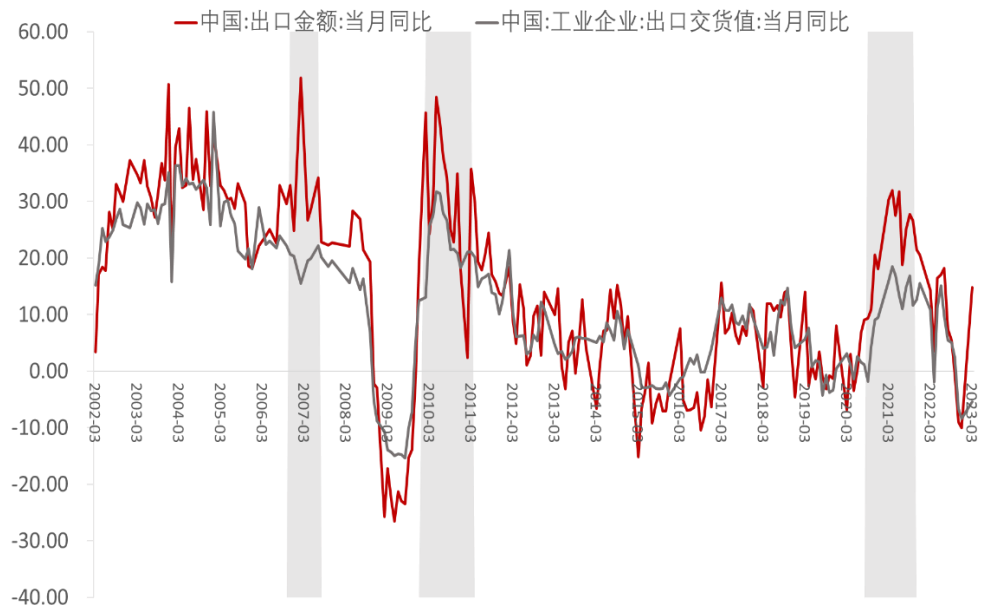
1) 2006年11月至2007年7月。该阶段外需持续火热，出口增速均值接近33.17%；出口交货值相对较弱，增速同比均值仅为19.67%。二者增速差在2007年2月达到峰值（36.32%）。

2) 2010年2月至2011年3月。该阶段前海外需求非常疲弱，2009年中国出口增速为-16.01%。2010年后海外需求快速回暖，该阶段出口大幅回升，期间出口同比增速均值达到了31.05%。这一阶段出口交货值表现同样弱于出口额，出口交货值同比增速均值仅23.72%。二者增速差在2010年2月达到峰值（32.53%）。

3) 2020年9月至2021年10月。与上一段背离时期类似，该阶段同样为外部需求前期疲弱后突然大幅改善阶段，月度出口平均增速达到23.20%。出口交货值平均增速仅为11.67%。二者增速差在2021年6月达到峰值（18.29%）。

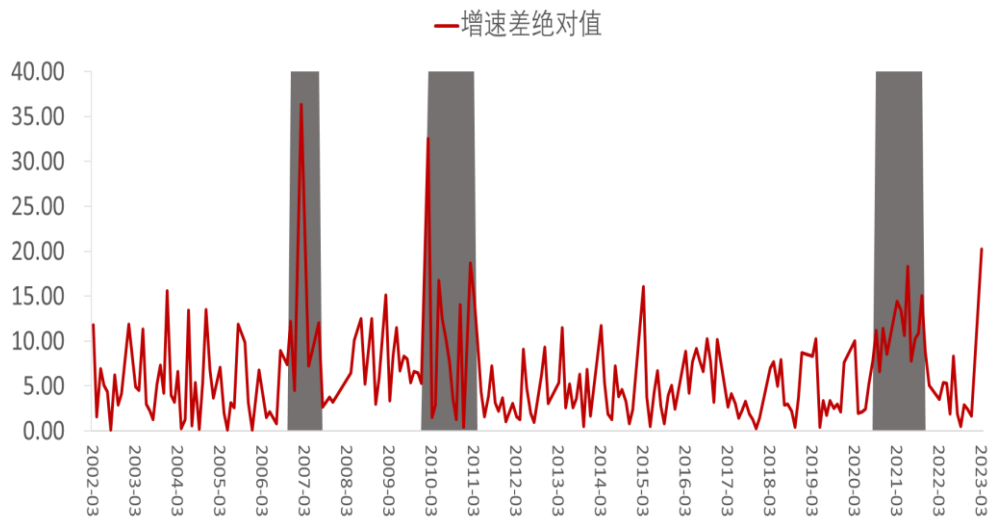
历史经验显示，出口额与出口交货值增速背离并不罕见，而且历史上二者背离主要发生在出口需求突然改善阶段。

图1：出口总额与出口交货值之间趋势基本一致（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：出口总额与出口交货值增速差绝对值（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 三点统计原因导致出口额背离交货值

出口额与出口交货值时常背离，根源在于出口额由海关统计，出口交货值则由统计局统计。

出口交货值统计对象是规上工业企业，出口额统计所有企业。

出口交货值本质上统计的是当期生产的产品，只不过这些产品限定为用于出口交易，又或者是出售给外贸经营部门最终用于出口。出口额统计的是实质出关的商品。

出口额（海关统计）与出口交货值（统计局统计），二者统计方法截然不同，差异所导致的影响主要体现三个方面。

第一，库存消化过快导致出口额高于出口交货值。

受商品运输时间、报关时间、外贸企业提前备货等因素影响，当期报关出境商品一般非本期生产商品，而是外贸企业库存商品。

当本期订单交付量快于生产补库量，即库存消化过快时，便会出现出口总额增速大于出口交货总值增速的现象。

第二，规下企业或非工业产品出口强势导致出口额高于出口交货值。

作为工业生产数据的一部分，出口交货值主要统计规上工业企业。出口额统计来自于海关报关数据，不区分出境商品是由哪类企业生产，规上大企业也好，规下小企业也罢，工业商品也好，农产品也罢，只要商品报关出口，全在海关统计的出口总额之内。

所以相较出口交货值，出口总额不仅包含规下工业企业生产并出口的商品，还包括非工业企业生产的商品，例如农产品。

4月13日，海关总署召开2023年第一季度进出口情况新闻发布会，并提及“数量较多、灵活性较强的民营企业进出口增速高于整体，规模占进出口总额的比重继续保持在一半以上”。这意味着当前中国出口贸易主要由民营企业主导，而结合民营企业大部分在规模以下的特征思考：

当海外需求突然好转时，规模以下企业供需弹性更大，就会造成当期出口交货值增速存在低估，进而导致出口总额增速与之发生背离。

第三、来料加工占比提升造成二者数据背离。

出口总额按照商品全价进行统计，出口交货值对于来料加工产品，仅计算加工费。

当本期出口贸易方式中来料加工贸易占比出现明显提升时，出口总额增速就会快于出口交货值增速，进而造成出口总额高于出口交货值。

图3：出口额与出口交货值的统计差异

	出口总值	出口交货值
统计机构	海关总署	统计局
统计对象	所有企业	规模以上工业企业
统计范围	当期实质出关的所有产品	当期规模以上工业企业生产用于出口交易，或者是出售给外贸经营部门用于最终出口的产品，且不包含农产品。
价格计算方法	按照商品全价统计	对来料加工产品，仅计算加工费

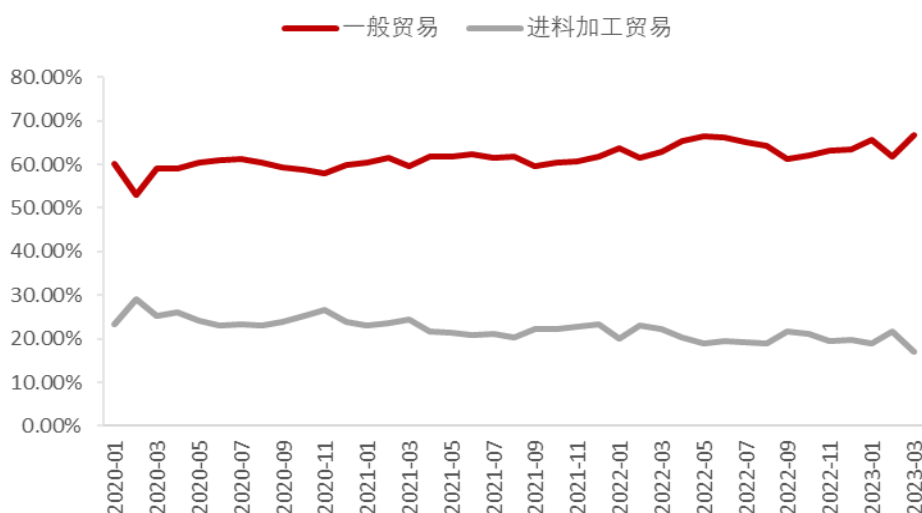
资料来源：海关总署，统计局，民生证券研究院

3 今年出口额与交货值背离，来料加工并非主因

来料加工并非 3 月二者背离成因。

我们按照出口贸易类型进行观察，不难发现近年来料加工占我国出口贸易比重呈现持续下降趋势。2023 年 3 月来料加工占比出现进一步下滑，由 2 月的 21.55% 下降至了 17.06%，而一般贸易占比则由 2 月的 61.77% 上升至了 66.86%。

若按前述统计方法差异来讲，3 月二者增速差应该所收敛，但实际情况截然相反。我们首先排除价格计算方法这一成因。

图4：一般贸易与来料加工贸易占比变化


资料来源：wind，民生证券研究院

4 3月出口额与交货值背离起因，小企业订单回补

一季度存在订单回补，规下企业弹性更强，构成背离成因之一。

我们前期调研报告《2023年中国出口的优势和忧虑》提到，去年四季度受国内疫情和海外经销商去库影响，外贸企业出口订单存在意外停滞，而这部分订单在今年一季度集中回补。

规模以下企业生产和需求弹性相对更强，当企业面临订单集中回补时，小型企业回补弹性大，因而小企业出口占比提升，此时出口交货总值无法有效反映全面出口额度。

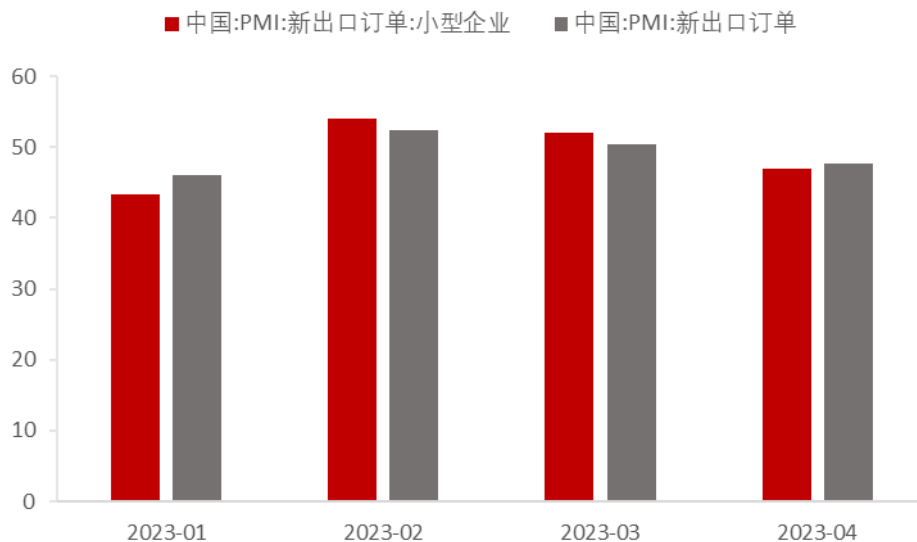
宏观数据亦同步显示，今年2-3月小企业出口订单表现更好，超过整体新出口订单，显示第一季度小型企业出口订单需求要好于整体趋势。

进入4月以后，订单释放，小企业新出口订单PMI出现明显回落，由3月的52.1下降至了46.9，降幅达到5.2个百分点，远超新出口订单指数2.8个百分点降幅。

从出口商品结构上我们亦能找到线索作证。

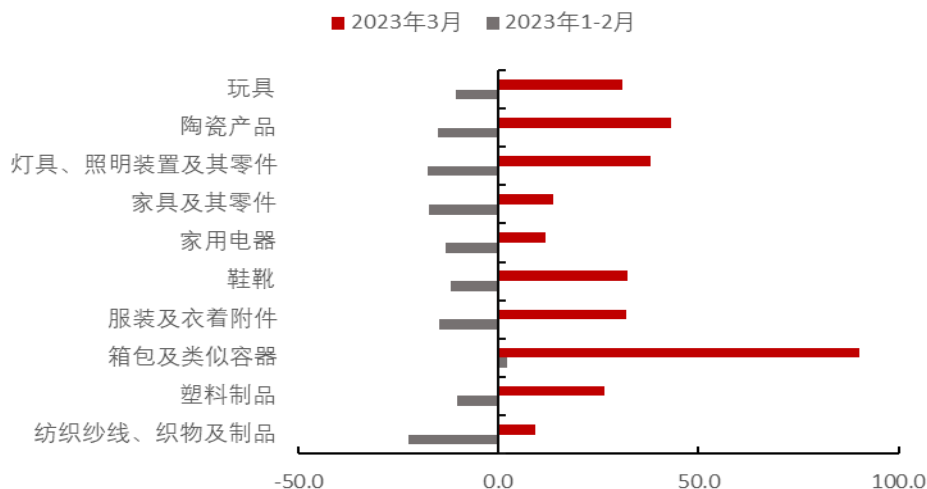
3月出口劳动密集型产品出口增速出现大幅反弹，而该类商品又符合行业进入门槛较低，集中度分散，小规模企业占比较高的特点。

图5：2023年1-4月PMI新出口订单



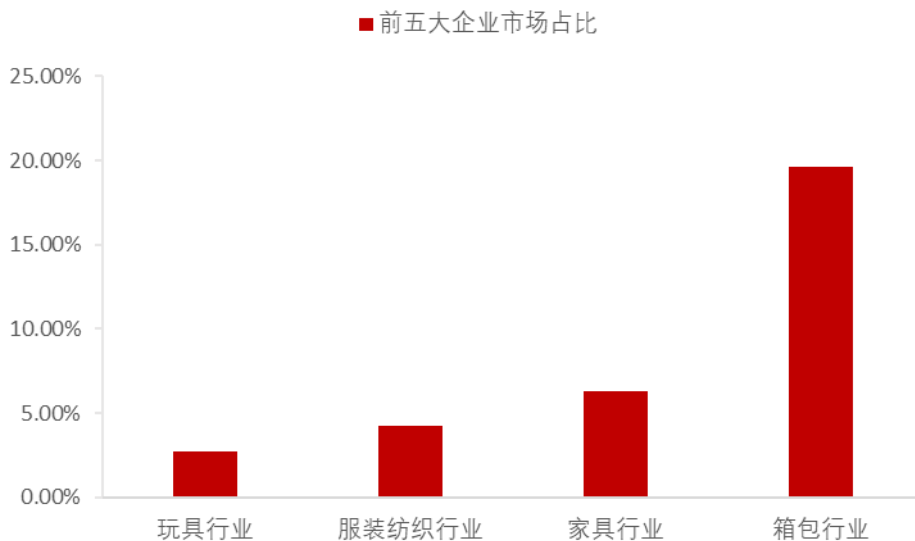
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：3月劳动密集型产品出口增速（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：玩具、家具、纺织服装、塑料制品行业前五大企业市场份额占比



资料来源：公开资料汇总，民生证券研究院

5 3月出口额与交货值背离起因，出口品库存消化

贸易商集中交付，3月出口商品库存在加速消化，构成背离成因之二。

除了统计范围扰动外，我们认为一季度回补订单在3月出现集中交付，商品库存出现加速消化，进而造成出口总额大幅增长。

对此，我们并不采用“工业企业存货”进行观察，毕竟该指标和出口交货值一样仅统计规模以上企业情况。我们采取义乌市场景气度指标进行观察。

作为“全球超市”，中国出口前沿，义乌外贸形式主要为市场采购贸易。根据

澎湃新闻报道：“2022 年义乌出口 4316.4 亿元，其中市场采购贸易出口 3264.3 亿元，占义乌出口总额的 75.6%”。

海外总署对市场采购贸易的定义则主要指“由符合条件的经营者在经国家商务主管等部门认定的市场集聚区内采购的、单票报关单商品货值 15 万(含 15 万)美元以下、并在采购地办理出口商品通关手续的贸易方式”，即小批量的外贸交易。

小批量的外贸交易一般通过贸易商渠道，生产企业较少参与，因此义乌市场景气度能够反映出口贸易商供需情况。

2023 年 3 月，义乌中国小商品指数：规模指数录得 1096.32，创开年新高，并且属于历史高位，反映 3 月义乌市场交易量相当火热。同时，3 月义乌中国小商品：出口价格指数出现大幅攀升，从 3 月 5 日的 102.67 上升至 26 日的 107.22，反映 3 月义乌市场供不应求的情况。

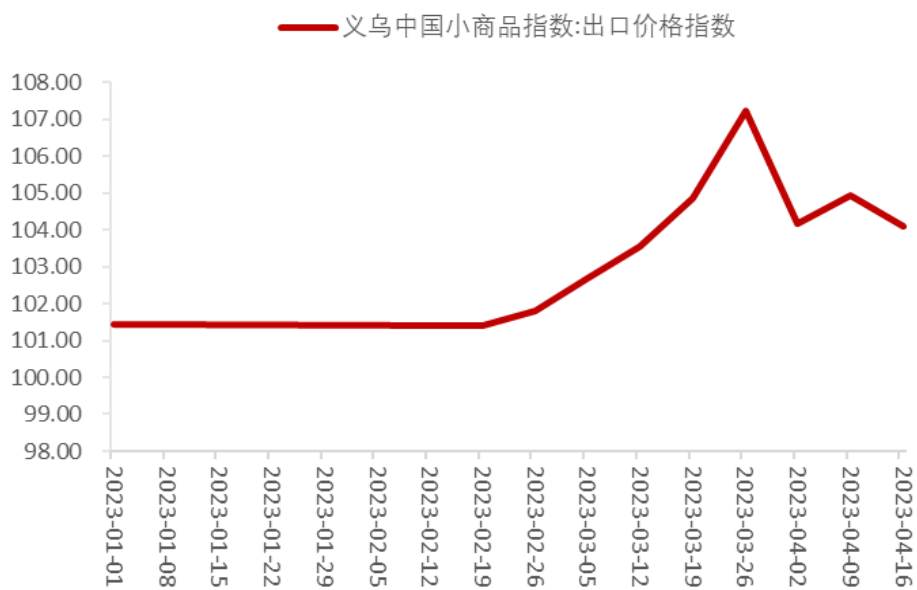
我们认为，3 月贸易商订单可能存在集中交付，导致商品库存出现加速消化，进而造成出口总额与出口交货值表现之间发生背离。

图8：义乌中小商品指数：规模指数



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：义乌中小商品指数：出口价格指数



资料来源：wind，民生证券研究院

6 风险提示

1) **海外经济衰退超预期。**若海外经济衰退超预期，可能导致外部需求明显回落进而导致出口需求出现大幅下滑。

2) **贸易方式转变。**若贸易方式进一步复杂化，或政策推动贸易方式转变，也会导致各口径进出口数据统计可能有较大的偏误。

3) **汇率大幅波动。**若汇率波动较大，会导致各口径进出口数据统计可能有较大的偏误。

插图目录

图 1: 出口总额与出口交货值之间趋势基本一致 (单位: %)	4
图 2: 出口总额与出口交货值增速差绝对值 (单位: %)	4
图 3: 出口额与出口交货值的统计差异	6
图 4: 一般贸易与来料加工贸易占比变化	6
图 5: 2023 年 1-4 月 PMI 新出口订单	7
图 6: 3 月劳动密集型产品出口增速 (单位: %)	8
图 7: 玩具、家具、纺织服装、塑料制品行业前五大企业市场份额占比	8
图 8: 义乌中小商品指数: 规模指数	9
图 9: 义乌中小商品指数: 出口价格指数	10

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
	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