

## 价涨量跌，出口高处不胜寒？

2021年10月13日

### 观点

■ 2021年9月中国出口（以美元计）同比增长28.1%，预期增21.1%，前值增25.6%；较2019年9月复合增速为18.4%，高于越南（8.3%）、韩国（11.8%）（图1）。进口（以美元计）同比增长17.6%，预期增15.4%，前值增33.1%。

■ 供需“逆风”情形下，9月出口高增主要源自价格因素的拉动。从供给端看，9月国内限电政策对生产端形成压制，同时台风灿都导致部分港口暂时关闭，对出口构成一定不利影响；从需求端看，随着全球疫情明显好转，实际外需进入下行通道，PMI出口新订单连续6个月下滑。在此情形下9月出口仍然取得高速增长，我们认为主要原因在于价格因素对出口同比的拉动。具体而言：

（1）出口“价涨量跌”的交叉验证。我们统计了15种出口规模靠前、出口数量数据可得、15种商品计算出口同比的价量拆分，如图2所示，价格因素对出口同比的拉动连续6个月提升，而数量贡献近3个月逐月下滑。具体来看，集成电路、家用陶瓷器皿、液晶显示板、水海产品均符合“价涨量跌”特征（图3）。另一方面，PMI新出口订单指数连续6个月下滑，而PMI出厂价格指数自去年6月以来一直处于荣枯线以上，并且9月较8月进一步提升。这表明在全球疫情好转、生产复苏情况下，外需已经进入下行通道，而全球通胀环境下，出口商品价格的上行有助于出口维持较强韧性（图4）。

（2）供给“逆风”影响有限。拉闸限电和台风扰动对出口虽有拖累，但影响有限。历史上出口交货值与工业用电量走势较为一致（图5），但各地限电政策多于9月底开始执行，因此9月工业用电量并未出现超季节性下滑，出口交货值受冲击程度有限。另一方面，台风天气其一般仅导致出口交货时间错位，并不改变出口规模。不同于7月底的台风烟花，台风灿都登陆时间为9月中旬，其影响在下旬就已消退，因此9月整体上出口受天气扰动程度较小（图6、图7）。

■ 9月出口结构上有哪些特征？虽然价格因素对近几月出口高增形成主要解释，但结构上的比较仍是必要的。从产品来看，9月地产链产品、中间品出口继续领先于劳动密集型消费品（图8）。以月度框架来看，大部分产品分布在第一象限（图9），从与趋势水平相比来看，汽车、家具、灯具、液晶显示板出口“疫后”优势凸显，有望持续较高增速。从出口国来看，9月出口美国、东盟两年复合增速均较8月加速（图10）。以月度框架来看，2021年9月我国出口美国维持强劲势头，出口韩国、日本增速较8月有所下滑（图11）。

■ 进口同样呈现“价涨量跌”特征。大宗商品价格上行支撑了进口同比维持高位，剔除价格因素后，2021年9月进口铁矿砂、大豆、钢材、原油数量同比均较去年同期下滑（图12），或与去年同期国内生产复苏加速推升基数有关。

■ 展望四季度，我们认为在价格因素支撑下，出口仍有望维持韧性。而从实际需求来看，在海外复苏日趋明朗的情况下，外需回落压力将进一步显现。结构上，从产品来看，地产链产品及部分中间品（如集成电路）后续表现可能继续优于劳动密集型消费品；从国别来看，美国仍是中国出口主要拉动力量，对越、韩、日等亚洲国家出口则可能进一步放缓。

■ 风险提示：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@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 相关研究

1、《宏观周报 20211012：中美取消互征关税有望助力 2022 年稳增长》2021-10-12

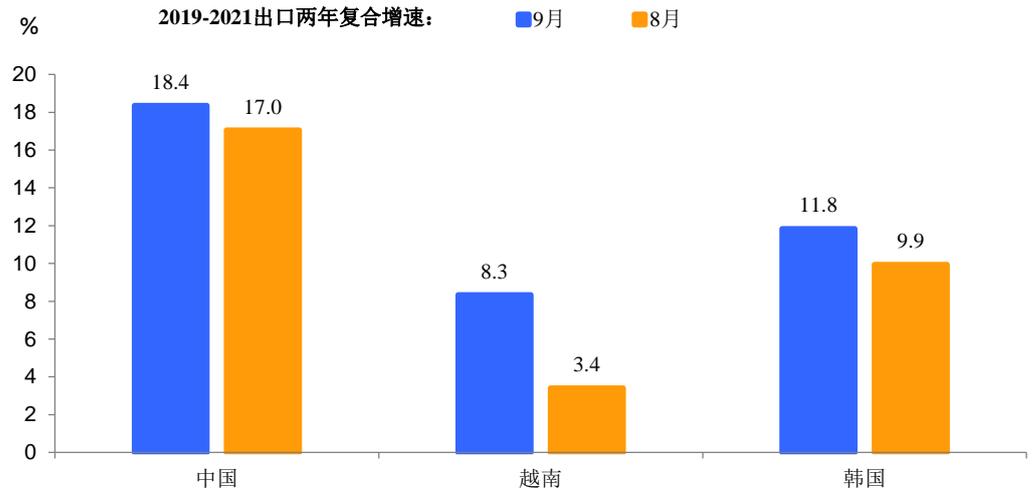
2、《宏观周报 20211010：四季度货币政策还有哪些稳增长工具？》2021-10-10

3、《宏观周报 20211008：9月非农爆冷会影响美联储 11月 taper 吗？》2021-10-08

4、《宏观周报 20211006：国庆假期海外市场复盘的见微知著》2021-10-06

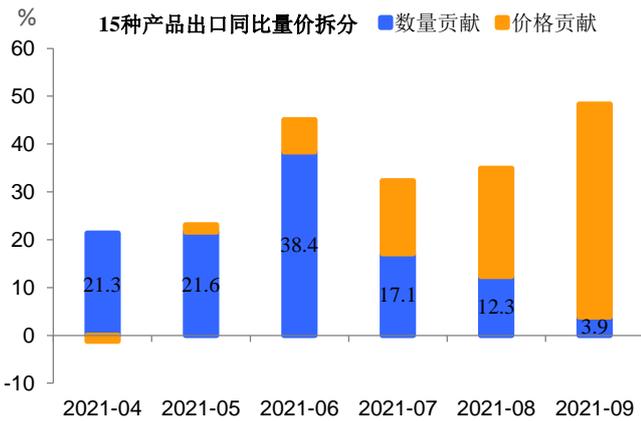
5、《宏观周报 20211005：以史为鉴，油价突破 80 美元的演绎与影响》2021-10-05

图 1: 9月中国出口两年复合增速 (2019-2021年) 大幅高于越南、韩国



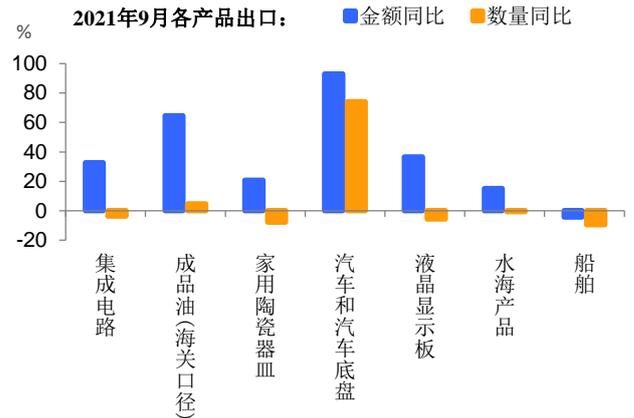
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 价格因素对出口的拉动连续 6 个月提升



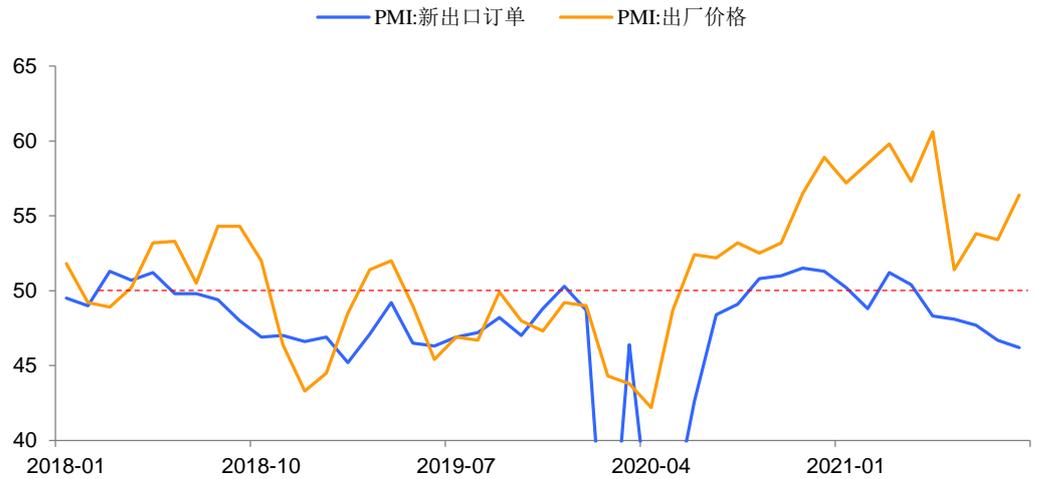
备注: 因数据披露原因, 9月计入统计的产品为 8 类  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 9 月多类产品出口出现“价涨量跌”



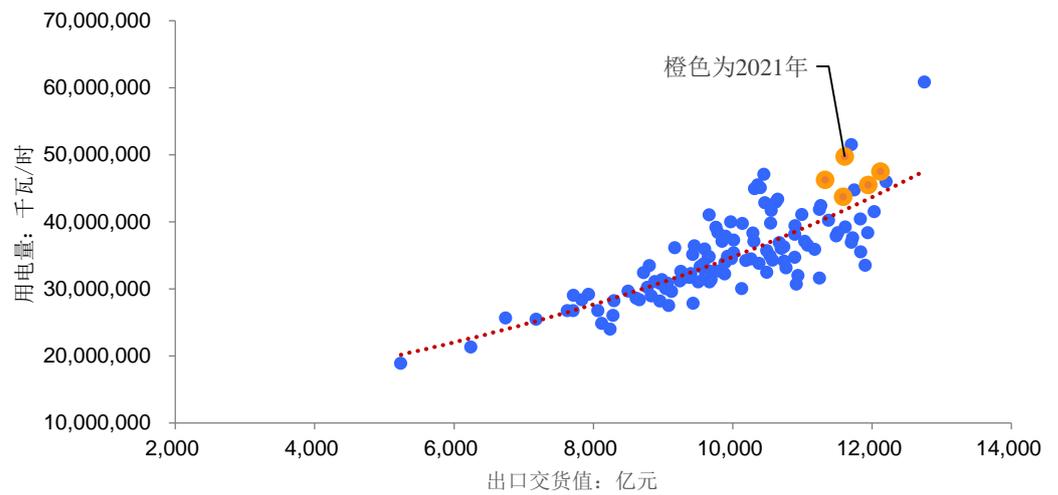
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: PMI 新出口订单和出厂价格出现明显背离



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

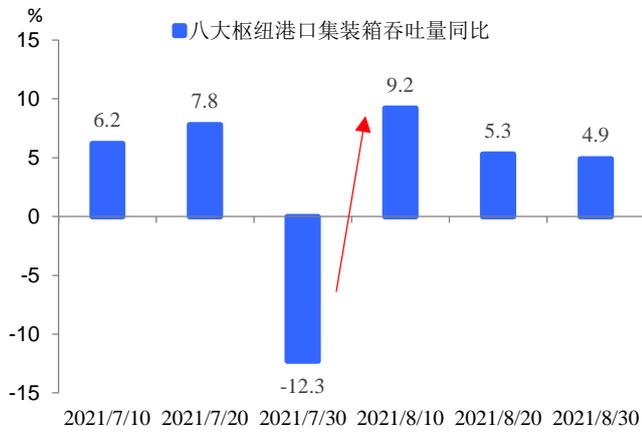
图 5: 出口交货值与工业用电量正相关



备注: 图为 2010 年 2 月-2021 年 7 月的出口交货值和用电量数据, 其中蓝色点为 2010-2020 年, 橙色点为 2021 年数据。

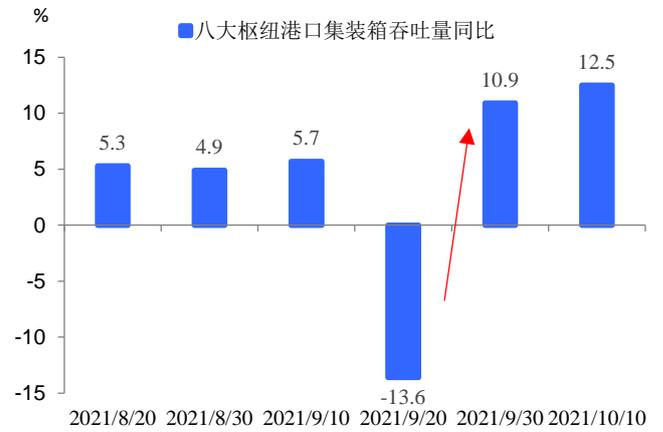
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 7 月下旬台风导致货物出口后置至 8 月



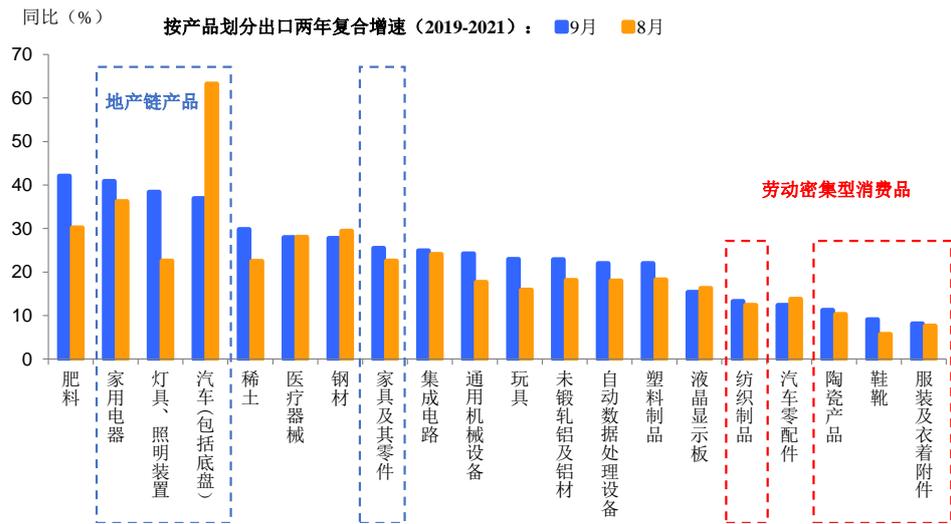
数据来源: 中国港口协会, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 9 月中旬台风“灿都”导致港口暂时关闭



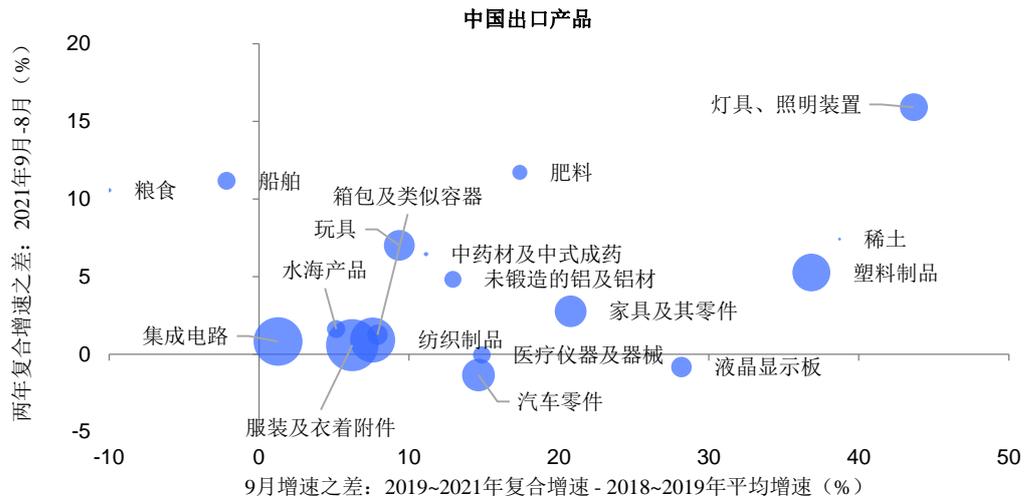
数据来源: 中国港口协会, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 9 月家电、家具、灯具产品出口两年复合增速均在 20% 以上



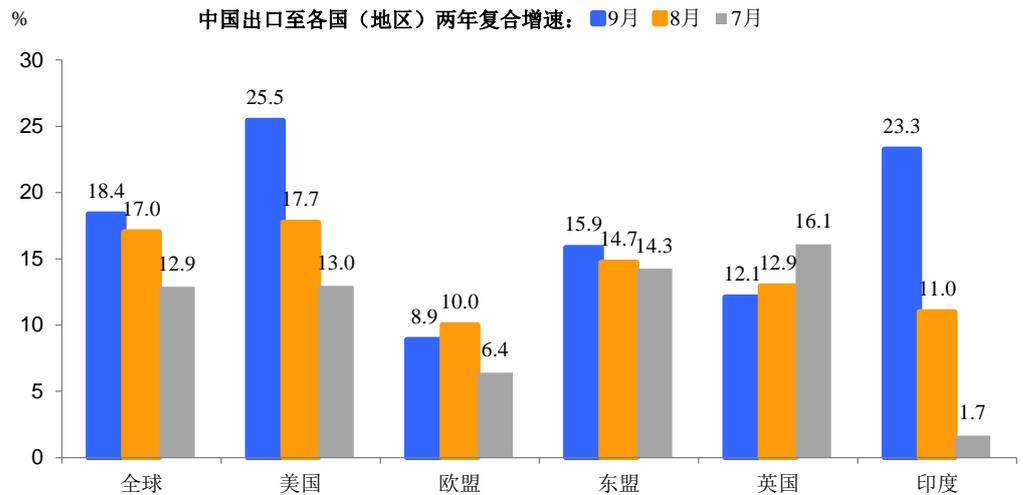
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年 9 月大部分产品出口增速较 8 月加速



备注：气泡大小表示该类商品出口金额占整体比重  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10: 2021 年 9 月出口美国、东盟、印度两年复合增速均较 8 月加速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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\\_27599](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27599)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn