

宏观专题报告 20200604

中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强势？

2020 年 06 月 04 日

观点

■ 4 月份出口数据的超预期，在外贸数据本身月度波动极大的特性下，单月数据本身并不宜过度解读，但作为正常复工后的首月，为思考疫情下的中国出口形势提供了重要的观测视角。

■ 1、防疫物资对出口的拉动究竟有多大？在疫情持续影响全年的背景下，防疫物资对出口的支撑是否会长期维持在高位水平？

■ 首先，防疫物资出口对 3、4 月份出口的贡献分别在 0.5 和 4.6 个百分点左右，预计对 5 月出口的贡献进一步上升至 8.1 个百分点。其次，截止到 5 月中旬，防疫物资日均出口介于 35-40 亿元左右，相较于 4 月份仍在增加；展望未来，防疫物资的出口预计会随着疫情的持续在相当长一段时间内保持高增速，但随着欧美国家复工的推进、非消耗性防疫物资需求在全球疫情见顶后回落，预计中国防疫物资对出口的支撑在年中左右见顶后边际放缓。

■ 2、疫情下的贸易“替代效应”是否存在？中国出口商能否持续抢占市场份额？

■ 以中国贸易数据观察，全球疫情扩散和隔离封锁的不同步下，供应链在全球范围内面临再调整，即进口国减少了从正处于严格封锁国家/地区的进口，而从封锁条件相对宽松的地区寻求“替代”。随着 5 月份主要发达经济体复工复产的推进，中国出口商享有的供给优势开始减弱，但若国内能够有效防范疫情的二次爆发，率先复工的优势能够对后续出口继续产生边际支撑。

■ 3、前瞻指标展现了怎样的出口前景？

■ 新出口订单连续 4 个月处于大幅收缩区间，从领先出口拐点 3-6 个月的历史统计经验来看，5 月开始未来几个月出口将受前期订单大幅萎缩的影响。近期日韩出口均保持在-20%的区间运行，可以作为观测我国本轮出口下探的底部区域参考。在国内不发生二次疫情爆发的中性假设下，预计全年出口同比降幅在 10%-15%左右，且中国有望延续在历次出口下行周期的“低β”特征（下滑幅度小于其他主要贸易国）。

■ 4、5 月出口能延续强势吗？

■ 强劲不再：外需和新订单大幅萎缩的影响显现，欧美复工导致中国的产业链中的供给优势开始减弱，高基数拖累且工作日同比减少 3 天；韧性犹存：防疫物资出口对 5 月份出口的支撑进一步上升。

■ **风险提示：**国内疫情二次爆发、欧美复工进展不畅、新兴市场疫情引发危机

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

内容目录

1. 防疫物资对出口影响究竟多大：历史测算和未来展望	4
2. 替代效应：中国还能继续抢占出口市场份额吗？	6
3. 从前瞻性指标展望中国出口前景	8
4. 5月出口能否延续强劲？	9
5. 风险提示	10

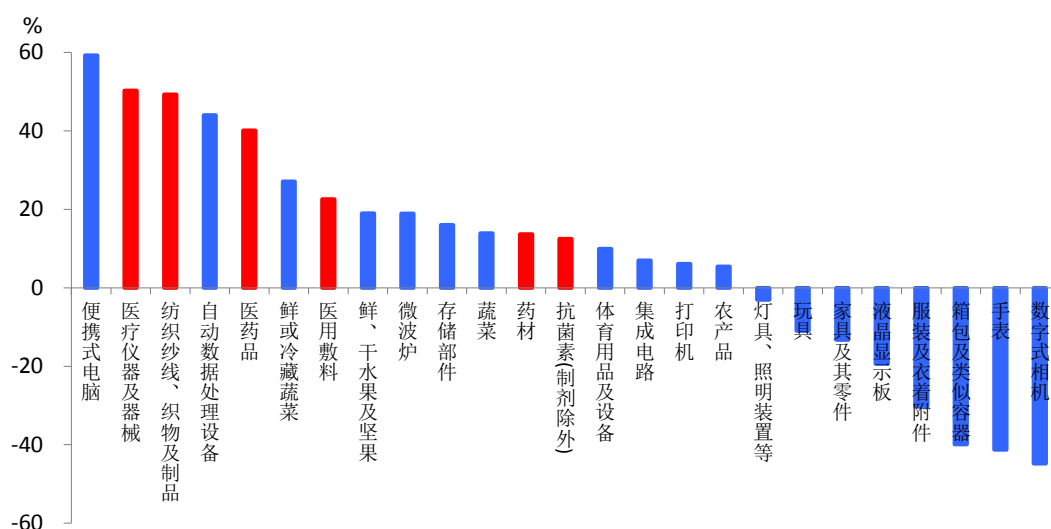
图表目录

图 1: 4 月主要商品出口金额同比增速:防疫物资、办公用品、部分农产品高增	4
图 2: 3 月以来我国防疫物资出口金额情况	5
图 3: 4 月以来我国防疫物资日均出口金额变化	5
图 4: 海外新冠肺炎疫情未治愈病例和新增确诊病例增量边际放缓	5
图 5: 疫情期间进口的“替代效应”显著	6
图 6: 中韩出口增速在年初以来持续背离	7
图 7: 中韩在应对疫情时采用的政策不同	7
图 8: 中国新出口订单连续 5 个月进入收缩区间	8
图 9: 日韩 4 月以来出口增速降幅在 20% 以上	9
图 10: 中国出口在全球贸易疲软时具有“低 β ”	9
图 11: 2019 年 4 月基数偏低而 5 月基数偏高	9
图 12: 欧美疫情封锁仍然保持在较高的水平	10
表 1: 3 月份以来防疫物资出口金额及对出口的拉动情况	5
表 2: 5 月份主要经济体均放松了疫情封锁	7
表 3: 新出口订单对出口具有领先性	8

1. 防疫物资对出口影响究竟多大：历史测算和未来展望

在全球需求断崖式下跌的背景下，中国4月出口同比逆势实现了3.5%的正增长，并与中国在历史上呈现高度同步性的韩国出口出现了明显背离，4月韩国出口同比降幅达到25.1%。其中，新冠疫情全球扩散背景下的防疫物品出口是一大支撑因素，4月出口商品中医疗仪器、纺织纱线（含口罩等）、医药品、医用敷料、药材、抗菌素等均实现了两位数以上的同比增速（图1）。

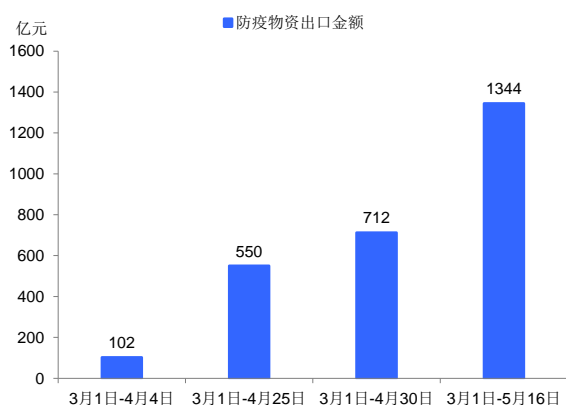
图1：4月主要商品出口金额同比增速：防疫物资、办公用品、部分农产品高增



数据来源：Wind，东吴证券研究所

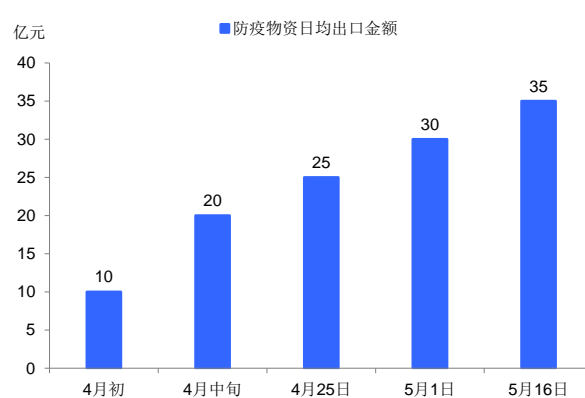
根据海关总署公布的3月以来我国防疫物资出口情况，以人民币计价，3、4月份防疫物资出口金额总计分别在62亿元和650亿元左右，对当月总出口贡献分别达到0.5和4.6个百分点左右。而截至5月16日，5月防疫物资出口已经达到632亿元，假设5月后半月保持这一日均出口量，则防疫物资对出口的贡献将达到8个百分点以上。

图 2：3 月以来我国防疫物资出口金额情况



数据来源：海关总署，中国政府网，东吴证券研究所

图 3：4 月以来我国防疫物资日均出口金额变化



数据来源：海关总署，中国政府网，东吴证券研究所

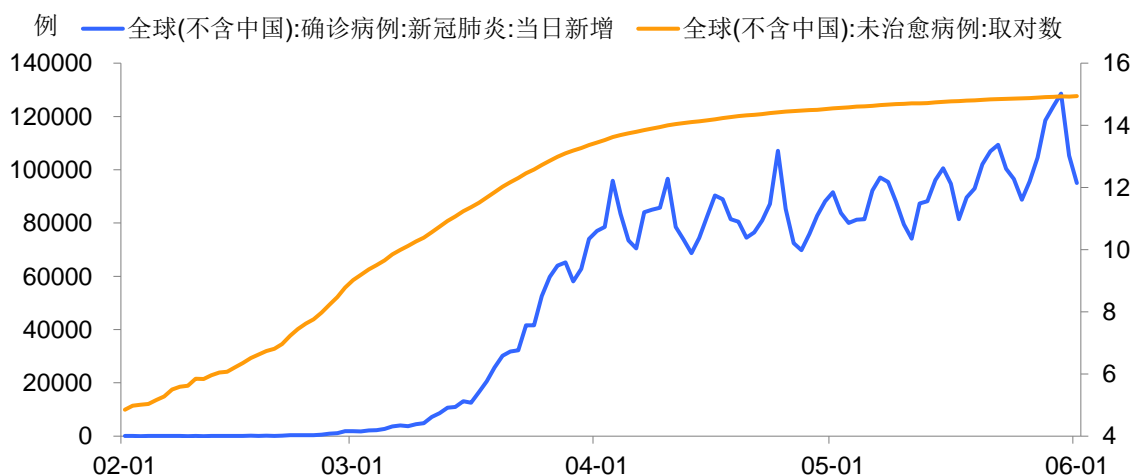
表 1：3 月份以来防疫物资出口金额及对出口的拉动情况

	防疫物资出口金额 (亿元)	出口金额 (亿元)	占出口比重 (%)
3 月	62.0	12929.0	0.5
4 月	650.0	14070.0	4.6
5 月预测	1224.5	15026.8	8.1

数据来源：海关总署，中国政府网，东吴证券研究所

随着海外疫情的扩散，中国防疫物资日均出口从 4 月初的 10 亿元上升至 5 月中旬的 35 亿元以上，截至 5 月中旬尚未出现见顶回落的迹象。疫情反复可能会使得防疫物资持续支撑出口，但随着海外新增确诊和未治愈病例的边际趋缓，以及欧美等主要经济体复产复工的有序推进，防疫物资出口对出口的支撑可能在 5、6 月份见顶后边际回落。

图 4：海外新冠肺炎疫情未治愈病例和新增确诊病例增量边际放缓



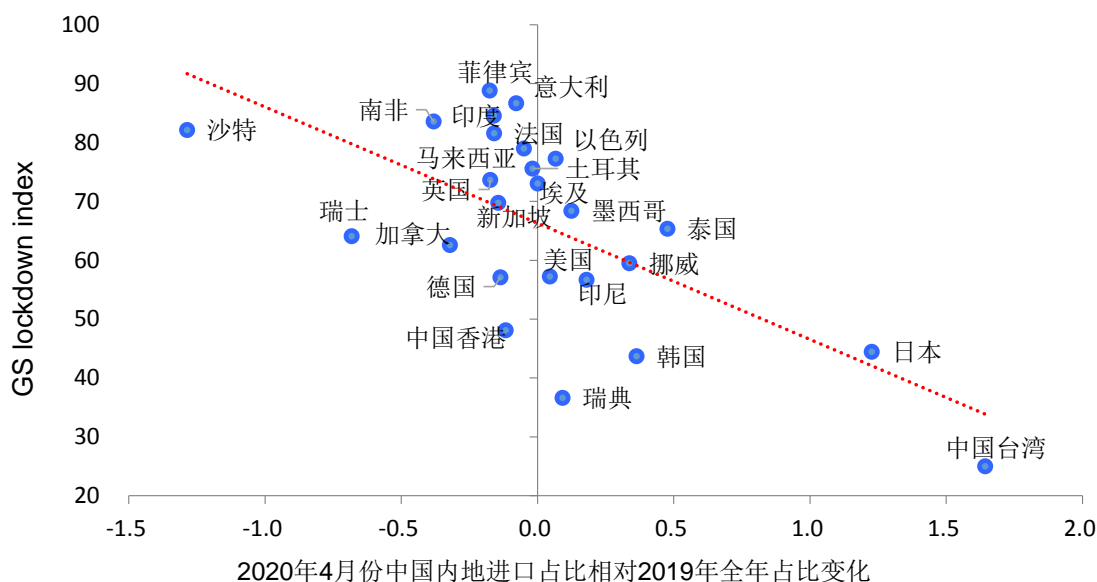
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 替代效应：中国还能继续抢占出口市场份额吗？

4 月出口高增的另一个可能的重要解释是全球疫情轮动对产业链的影响，即中国率先走出疫情封锁并实现复产复工，而在其他国家/地区正面临严格封锁的情况下，中国出口商部分“抢占”了其他国家/地区的出口份额。

首先，这一观点是否能得到数据的支持？我们从中国进口的视角来看，用中国 4 月份进口占比相对于 2019 年全年的变化，来观察中国是否在全球疫情扩散期间调整进口目的地，用高盛的 lockdown index 衡量一国/地区封锁的程度。图 5 显示，二者负相关关系明显，即我国加大了在疫情封锁程度低的地区的进口，以应对疫情严格封锁地区供应的减少。

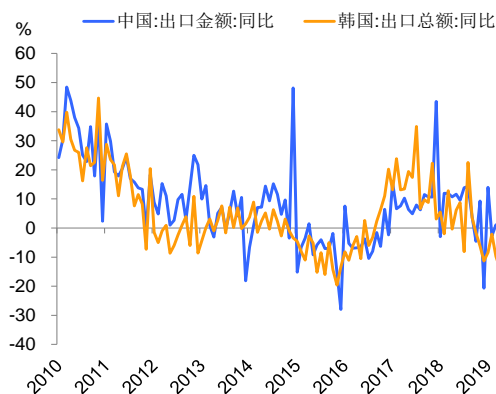
图 5：疫情期间进口的“替代效应”显著



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

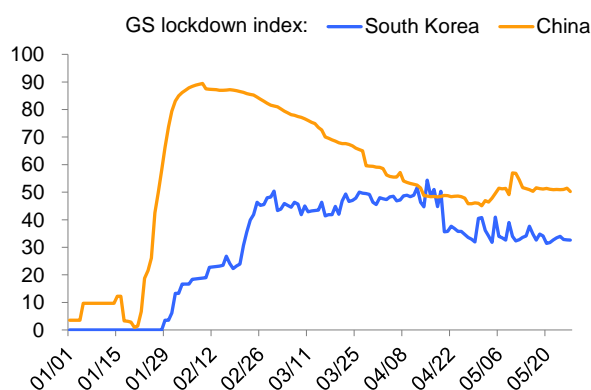
这在一定程度上可以解释中韩两国在今年以来的出口持续背离。由于中韩两国实际情况的不同，两国在疫情应对上的措施是不同，在中国 2、3 月实施严格封锁的同时，韩国并未出现全国层面的全面停工停产，因此韩国在 2、3 月份出口和工业生产都明显强于中国，受疫情冲击较小；而 4 月份随着中国复工复产的快速推进，情况出现了逆转。

图 6：中韩出口增速在年初以来持续背离



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：中韩在应对疫情时采用的政策不同



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

我们很难量化中国出口商“抢占”了多少的出口市场份额，但试图从边际变化去厘清这一影响的演变趋势。从高盛 lockdown index 来看，非常明显的变化即相对于 4 月份海外经济几乎全面强化封锁而言，5 月份除了主要经济体均放松了疫情封锁，推进复工复产，尤其是欧洲意大利、德国、西班牙多国在疫情防控进入可控状态后快速放松封锁，这也就意味着中国与海外的供给差将明显弱化，当然这一逻辑的主要前提是欧美不会因过早推进复工而导致疫情再度显著恶化。

表 2：5 月份主要经济体均放松了疫情封锁

国家/地区	GS lockdown index					国家/地区	GS lockdown index				
	3月	4月	5月	4月环比变化	5月环比变化		3月	4月	5月	4月环比变化	5月环比变化
新西兰	34.7	89.0	52.8	↓	↑	沙特	48.9	82.1	74.2	↓	↑
意大利	72.2	86.6	64.9	↓	↑	加拿大	32.6	62.6	54.8	↓	↑
以色列	46.6	77.3	56.9	↓	↑	泰国	28.8	65.3	57.9	↓	↑
挪威	40.8	59.5	42.9	↓	↑	澳大利亚	26.1	54.3	47.8	↓	↑
瑞士	43.7	64.1	50.0	↓	↑	美国	31.6	57.3	51.0	↓	↑
德国	40.0	57.1	44.0	↓	↑	英国	33.9	73.6	68.2	↓	↑
西班牙	52.7	81.4	68.4	↓	↑	中国台湾	21.5	25.0	20.2	↓	↑
罗马尼亚	39.3	70.4	58.1	↓	↑	中国香港	41.4	48.1	43.4	↓	↑
捷克	46.6	57.5	45.3	↓	↑	埃及	34.0	73.0	68.6	↓	↑
马来西亚	45.1	79.0	67.0	↓	↑	菲律宾	52.1	88.8	84.6	↓	↑
俄罗斯	27.7	66.8	54.8	↓	↑	土耳其	34.6	75.6	72.2	↓	↑
印度	45.3	84.5	72.6	↓	↑	巴西	30.8	57.4	54.2	↓	↑
南非	32.9	83.6	72.0	↓	↑	瑞典	22.2	36.6	34.1	↓	↑
法国	51.4	81.5	70.2	↓	↑	墨西哥	19.4	68.4	67.8	↓	↑
匈牙利	42.6	65.6	54.7	↓	↑	日本	33.9	44.5	44.1	↓	↑
韩国	45.5	43.7	34.3	↑	↑	中国内地	71.3	51.0	50.9	↑	↑
阿根廷	41.9	81.4	72.9	↓	↑	印尼	29.7	56.7	56.7	↓	↓
波兰	37.5	63.5	55.1	↓	↑	智利	28.2	67.5	69.0	↓	↓
哥伦比亚	36.9	83.4	75.3	↓	↑	新加坡	27.1	69.8	78.2	↓	↓

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（绿色箭头表示放松封锁，红色箭头表示强化封锁）

3. 从前瞻性指标展望中国出口前景

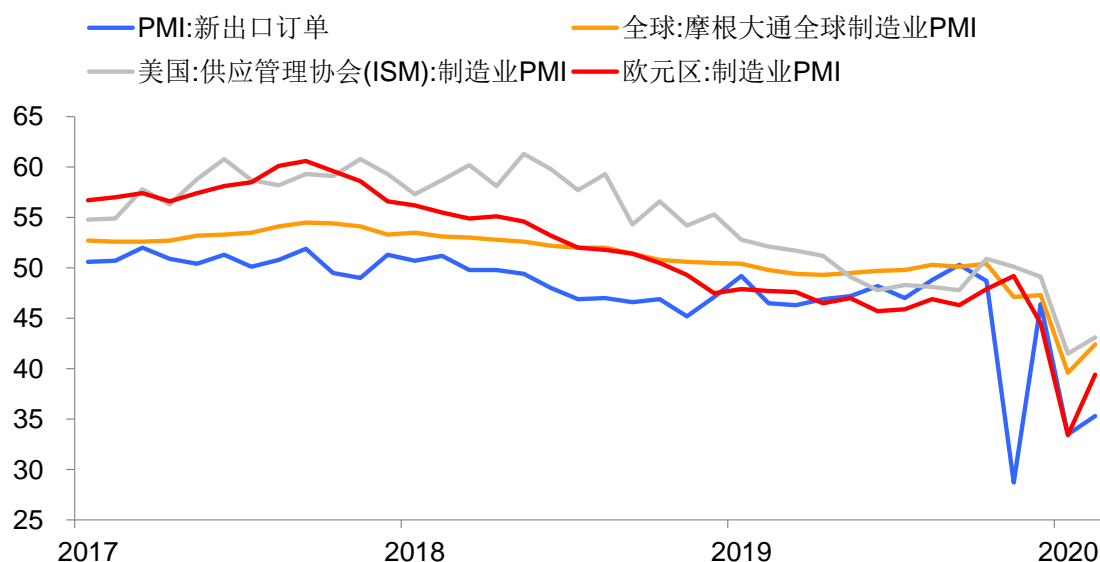
今年出口数据的又一关注点在于出口增速与新出口订单似乎出现了背离，在新出口订单连续4个月处于大幅收缩区间的同时，4月出口甚至出现了大超预期。简单梳理了历史上几次出口趋势上行或下行周期期间与新出口订单的关系，可以发现**新出口订单一般领先实际出口数据3-6个月左右（表3）**。若以历史规律推断，前期订单大幅减少的影响可能在5月份及以后几个月体现。

表3：新出口订单对出口具有领先性

上行/下行周期	年份	新出口订单扩张/收缩首月	出口转正/负首月	领先性
下行周期	2008 年	2008 年 7 月	2008 年 11 月	4 个月
上行周期	2009 年	2009 年 5 月	2009 年 12 月	6 个月
下行周期	2014 年	2014 年 10 月	2015 年 1 月	3 个月
上行周期	2016 年	2016 年 11 月	2017 年 3 月	4 个月
下行周期	2018 年	2018 年 6 月	2018 年 12 月	6 个月

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：中国新出口订单连续5个月进入收缩区间

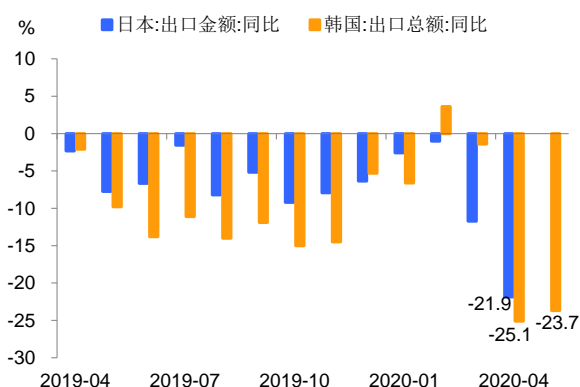


数据来源：Wind，东吴证券研究所

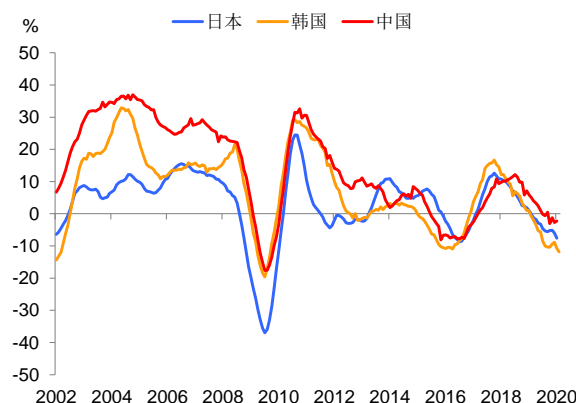
回顾历次全球贸易减速阶段，相对于其他主要贸易国而言，中国出口增速的下滑相对更为轻缓，也即具有“低 β ”特征。我们认为，若国内疫情不出现大范围的二次爆发，

这一“低 β ”特征仍有望延续。4月份以来，日韩出口同比单月降幅均在20%以上，我们认为这可以作为观测本轮中国出口跌幅的一个参考值。

图 9：日韩 4 月以来出口增速降幅在 20% 以上



数据来源：Wind，东吴证券研究所

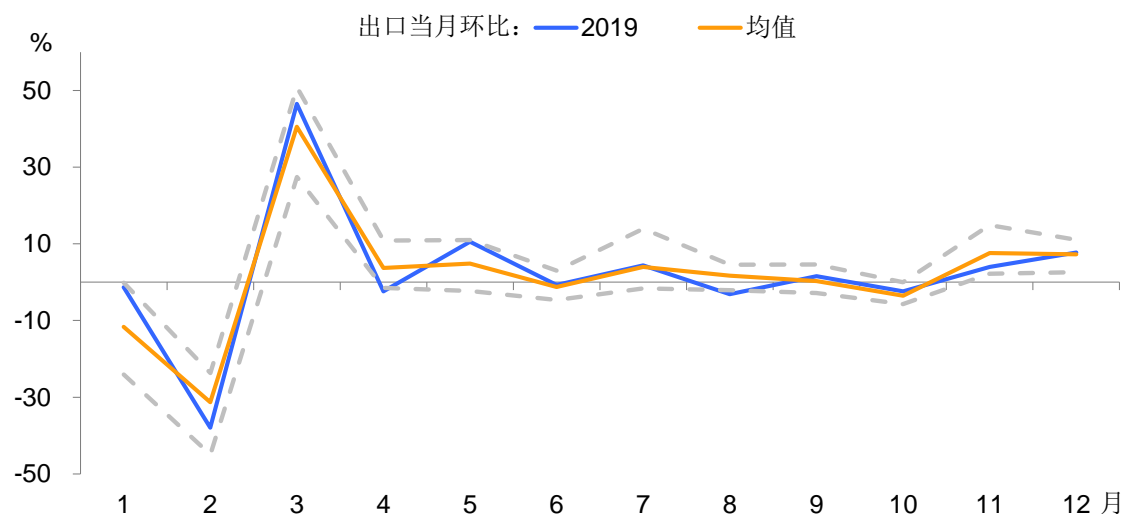
图 10：中国出口在全球贸易疲软时具有“低 β ”

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 5 月出口能否延续强劲？

除了前期新订单大幅萎缩带来的出口趋势性下行，5 月出口还面临基数偏高、工作日减少的临时性的拖累。基数方面，2019 年 4 月出口基数偏低（粗略估算对出口同比的正向影响在 2 个百分点左右），而 5 月基数因素则反向拖累出口增速 3.3 个百分点左右。同时，“五一假期”延长导致工作日比去年 5 月份减少 3 天。

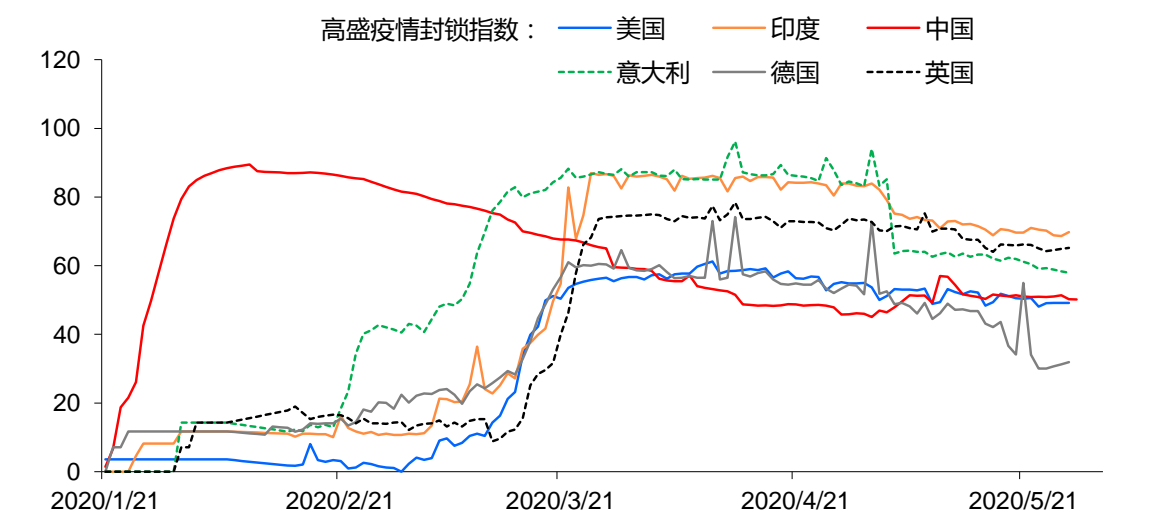
图 11：2019 年 4 月基数偏低而 5 月基数偏高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

下行趋势中仍有韧性。除了防疫物资在 5 月仍然保持高增外，尽管美欧已经开始稳步推进复工，但受制于疫情防控的需要，疫情封锁措施仍然处于较强的状态（图 12），这就使得中国仍然在全球产业链的生产供应上处于优势地位。

图 12：欧美疫情封锁仍然保持在较高的水平



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

5. 风险提示

疫情在国内二次爆发，使得全国范围内再次提高疫情封锁；欧美过早推进复产复工导致疫情出现反复；新兴市场国家疫情扩散引发国内危机；历史统计经验在新冠疫情背景下不适用等。

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>