# 三季度出口会持续超预期吗？——来自防疫物资出口的线索

2020 年 08 月 05 日

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

## 观点

- **当前在新冠疫情的蔓延下，中国和越南是全球仅有的两个出口超预期的国家。**而正如我们上一篇报告所述，中国和越南又恰好是当前全球仅有的两个存在正的供需缺口（供给的修复快于需求）的国家，因此在其他国家仍处于负的供需缺口的局面下，出口获得了非同寻常的支撑。二季度中国、越南出口同比分别为 0.1%/-6%，位列全球前二。

- **中国出口何以领先同样具有正的供需缺口的越南？**如果剔除防疫相关的物资出口，二季度中国的出口增速（-7%）与越南（-6%）相当。可见同为正的供需缺口的国家，中国出口强于越南出口正源于防疫物资出口高增长，其为中国出口贡献了额外的 7 个百分点，使得中国成为全球唯一一个在二季度出口正增长的国家。

- **防疫物资出口的高增并非全球普遍现象，只有中国在突发疫情后向全球输送了巨额防疫物资。**2019 年中国防疫物资出口仅排在全球第四位（图 4）。但随着新冠疫情的爆发，2020 年 3-5 月中国防疫物资出口占全球的份额从 2019 年的 7.2%升至 23.8%，排名也从第四跃升至第一。与中国相比，疫情后其他一些国家（如瑞士）的防疫物资出口虽然也有增长，但在全球市场份额的提升上则微不足道。

- **我们认为，中国防疫物资出口领冠全球主要依赖于以下两大支撑：**

  **一是海外疫情爆发的此起彼伏。**随着制造业复工、居民活动恢复，当前美国、巴西、印度等国疫情二次抬头，7 月份除中国、英国外，全球主要国家新增确诊病例环比再次陷入恶化。中国对他国防疫出口增速的变化，要滞后于该国新增确诊病例的变化大约一个月，因此疫情的反复决定了我国防疫物资出口的需求将长期维持在高位。

  **二是新冠疫情的全球蔓延暴露了各国对中国药物进口的依赖。**中国是国际活性原料药市场的最大供应国，每年产量约占全球 20%；若仅考虑仿制药和非处方药，中国生产的药物活性成分占全球总使用量的近 40%；从国家来看，美、印、俄等国均对中国药物进口有较大程度的依赖。

- **从防疫物资出口看三季度中国出口前景：**

  **首先，海外疫情反复将使得全球防疫物资需求持续高企，从而有利中国防疫物资出口。**从疫情爆发以来的演变可以判断全球对抗疫情仍是一个漫长而困难的过程，医用防疫物资的全球性需求仍将较长时间维持在高位。综合我国出口防疫物资与新增确诊病例数之间的滞后关系，以及 6-7 月主要国家新增确诊病例环比上升，可以推测 7-8 月国内防疫物资出口同比大概率会再次超预期，这也将支撑三季度中国出口持续强劲。

  **其次，其他国家未来可能减弱对中国药物的进口依赖，但这短期内对中国防疫物资出口影响不大。**实际上“制造业回流”的观点从很早前就在欧美流行，若这一战略真正得到落实，无疑将使中国防疫物资出口需求受损。但我们认为全球药物供应链复杂，各国摆脱对中国药物的依赖将是一个缓慢的过程，该因素短期内对中国防疫物资出口的影响不大。

  **综上，考虑到三季度海外疫情的不同演变路径，预计三季度我国防疫物资出口增速在 134%~320%之间，其对出口的拉动在 3%~7.1%之间。**

- **风险提示：**国内疫情二次爆发、中美地缘政治风险

## 相关研究

**1、《宏观点评 20200730：政治局会议看点：政策着眼点由短及长》2020-07-30**

**2、《宏观专题报告 20200724：桥水为什么看好中国资产？——从 PMPT 到全天候》2020-07-24**

**3、《宏观点评 20200723：以史为鉴，美国要求他国关闭领事馆的来龙去脉》2020-07-23**

**4、《宏观点评 20200719：三季度出口还会超预期吗？—来自全球供需缺口的线索》2020-07-19**

**5、《3.2%的经济增长靠什么？：--6 月经济数据点评》2020-07-16**





请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

**1. 中国 vs.越南：当前出口超预期的同与不同 ..... 4**
**2. 防疫物资出口高增是全球普遍现象吗？ ..... 5**
**3. 中国防疫物资出口何以领冠全球？ ..... 7**
3.1. 支撑一：海外疫情爆发的此起彼伏 ..... 7
3.2. 支撑二：全球主要国家对中国医药进口有较大依赖 ..... 10
**4. 从防疫物资出口看下半年中国出口前景 ..... 10**
**5. 风险提示 ..... 11**

# 图表目录

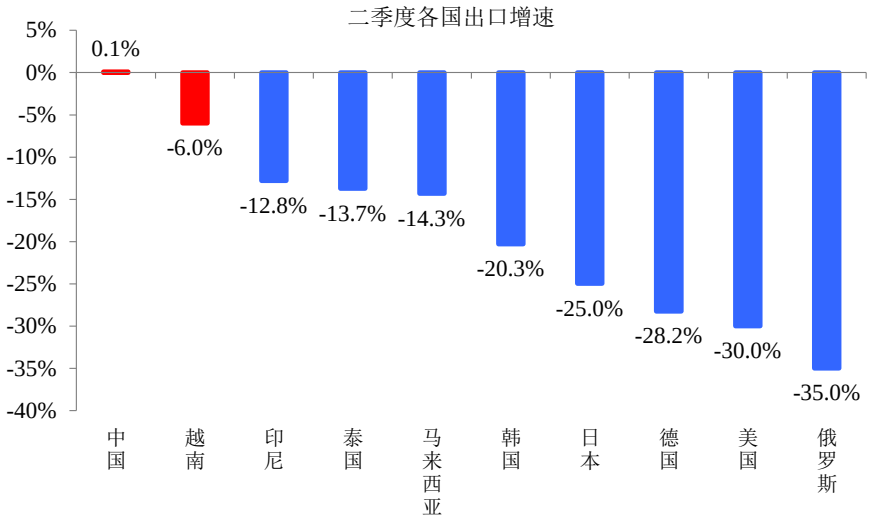
图 1：二季度全球出口表现超预期的两个国家：中国和越南 ..... 4
图 2：二季度中越整体及剔除防疫物资出口增速比较 ..... 5
图 3：二季度中国防疫物资出口增速远高于整体出口增速 ..... 5
图 4：各国防疫物资出口份额 3~5 月与 2019 年对比 ..... 5
图 5：3~5 月各国医用防疫物资出口份额较 2019 年变化 ..... 5
图 6：3~5 月各国出口份额较 2019 年变化幅度 ..... 6
图 7：各国出口份额 3~5 月与 2019 年对比 ..... 6
图 8：各国防疫物资对出口份额增幅的贡献（2020 年 3~5 月较 2019 全年） ..... 6
图 9：防疫物资出口高增支撑一：海外疫情仍有反复 ..... 7
图 10：中国防疫物资出口一国同比增速受该国上月新增确诊病例环比影响 ..... 8
图 11：3 月初，中国大陆、香港、韩国、越南等地政府率先加强了封锁隔离管理 ..... 8
图 12：办公及通讯设备（笔记本电脑、手机）出口与封锁指数有较强的相关性 ..... 9
图 13：三季度防疫物资出口增速预测 ..... 11
图 14：三季度防疫物资对出口拉动预测 ..... 11

表 1：中国和越南是少有的疫情后供需缺口为正的国家 ..... 4
表 2：中国防疫物资中快消品属性与耐用品属性产品出口同比（单位：%） ..... 9
表 3：防疫物资出口高增支撑二：全球主要国家对中国医药进口有较大依赖 ..... 10

## 1. 中国 vs.越南：当前出口超预期的同与不同

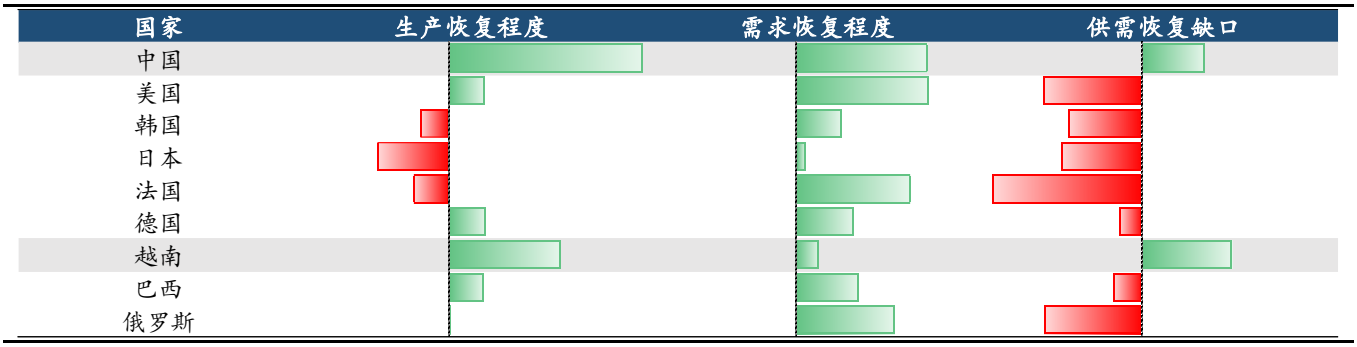
**当前放眼全球，在新冠疫情的肆虐下出口有超预期表现的只有两个国家：中国和越南（图 1）。**而正如我们上一篇报告所述，中国和越南是当前全球仅有的两个存在正的供需缺口（供给的修复快于需求）的国家（表 1），因此在其他国家仍处于负的供需缺口的局面下，出口获得了非同寻常的支撑。

**图 1：二季度全球出口表现超预期的两个国家：中国和越南**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**表 1：中国和越南是少有的疫情后供需缺口为正的国家**




备注：生产、需求恢复程度分别指最新月度工业产值、零售销售同比与疫情以来受冲击最大月份同比之差，绿色表示差值为正，红色表示差值为负

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**如果剔除防疫相关的物资出口，二季度中国的出口增速（-7%）与越南（-6%）相当（图 2）[1]。**可见同为正的供需缺口的国家，中国出口强于越南出口正源于防疫物资出口高增长，其为中国出口贡献了额外的 7 个百分点，使得中国成为全球唯一一个在二季

[1] 越南未详细披露防疫物资出口情况，以塑料制品及纺织品做粗略估算，该两类产品二季度出口增速为-2.9%，即并未对越南出口形成支撑。



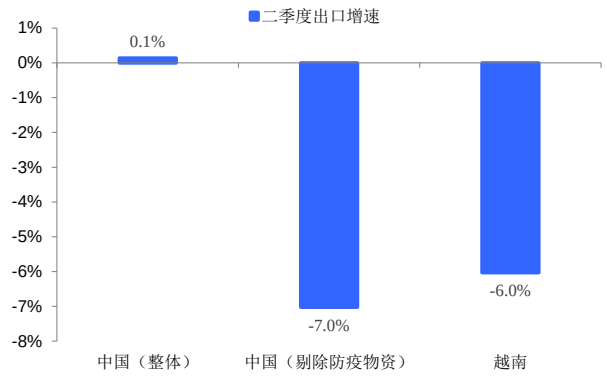


请务必阅读正文之后的免责声明部分

度出口正增长的国家。

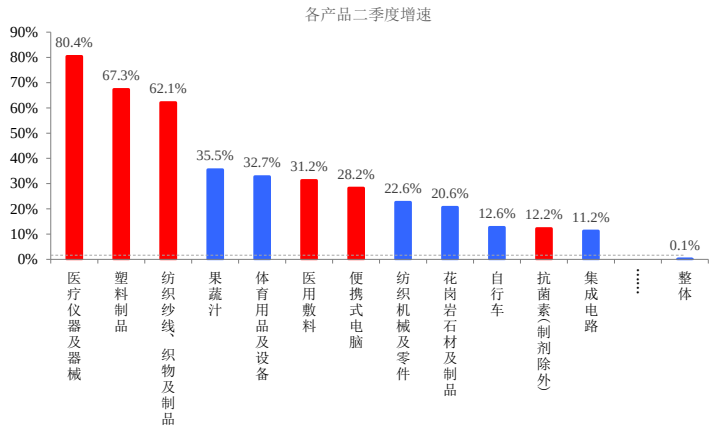
**二季度中国防疫物资出口有多猛呢？**如图 3 所示，二季度医疗器械、纺织品、医用敷料出口增速达 30%~80%，远远超过整体出口 0.1%的增速水平，并且边际上多类防疫物资产品 6 月份出口同比仍在上升，足见中国防疫物资出口增长动力之强劲。

**图 2：二季度中越整体及剔除防疫物资出口增速比较**




数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

**图 3：二季度中国防疫物资出口增速远高于整体出口增速**

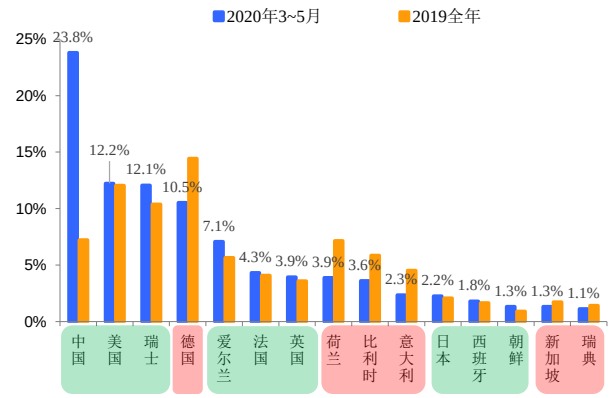



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 防疫物资出口高增是全球普遍现象吗？

从全球各国防疫物资的出口来看，2019 年中国防疫物资的出口并不显眼，其在全球的份额位居德国、美国、瑞士之后，仅排在第四位（图 4）。然而，**新冠疫情的爆发使得中国成为防疫物资出口的最大受益者，2020 年 3-5 月，中国防疫物资出口在全球的份额从 2019 年的 7.2%升至 23.8%，排名从第四跃升至第一，增幅一枝独秀**（图 5）。与中国相比，其他增幅前十国家（如瑞士、朝鲜等）的份额增长则显得微不足道（仅有 0.2%~1.7%），德国、荷兰等国更是有-2%以上的下滑。

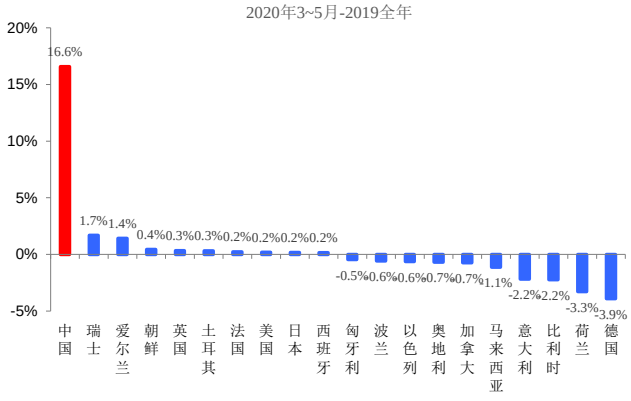
**图 4：各国防疫物资出口份额 3~5 月与 2019 年对比**




备注：绿色表示出口份额提升，红色表示出口份额下降

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 5：3~5 月各国医用防疫物资出口份额较 2019 年变化**




备注：图为出口份额变化幅度前 10 位、后 10 位国家

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



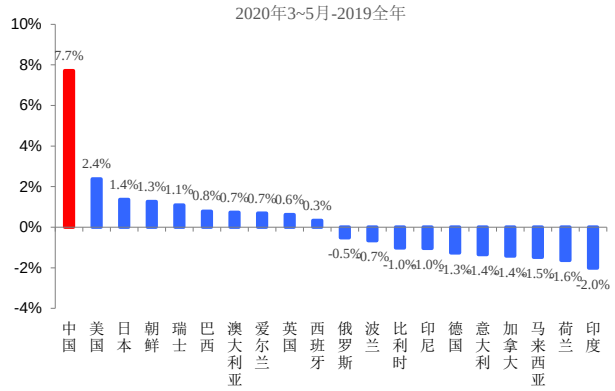


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**防疫物资出口的高增亦加快了中国抢占全球出口市场的份额。**2020 年 3-5 月中国整体出口占全球出口的份额较 2019 年全年提升了 7.7 个百分点，在全球独领风骚。在 7.7%的份额提升中，防疫物资贡献了 1.2%的增长（图 8），这样的贡献比例在全球来看依然无出其右（排名第二位的瑞士防疫物资对出口份额增长贡献仅为 0.12%）。

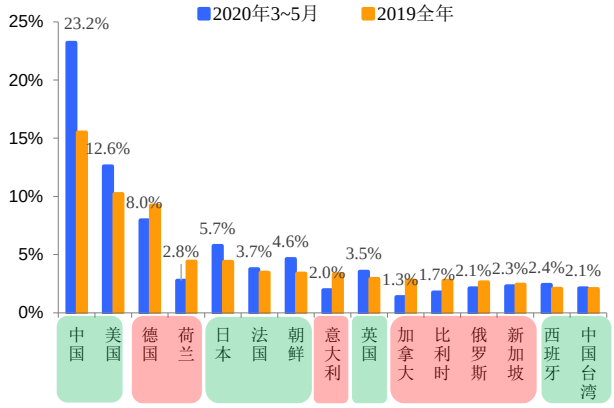
**由此可见，防疫物资出口大增并非全球普遍现象，只有中国在突发疫情后向全球输送了巨额防疫物资，这也对我国二季度以来出口屡超预期提供了有力支撑。**

**图 6：3~5 月各国出口份额较 2019 年变化幅度**



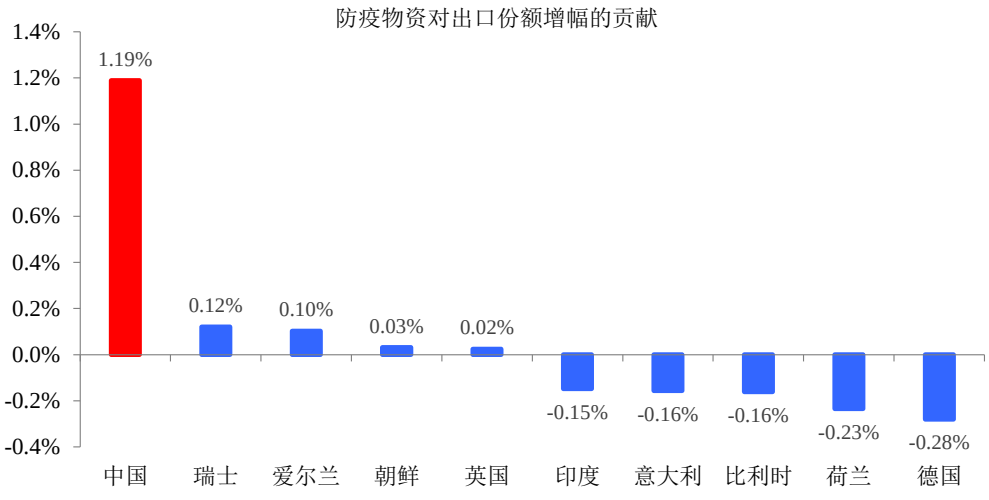

备注：图为出口份额变化幅度前 10 位、后 10 位国家
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 7：各国出口份额 3~5 月与 2019 年对比**




备注：绿色表示出口份额提升，红色表示出口份额下降
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 8：各国防疫物资对出口份额增幅的贡献（2020 年 3~5 月较 2019 全年）**




备注：图中为防疫物资贡献度前 5、后 5 的国家
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 3. 中国防疫物资出口何以领冠全球？

### 3.1. 支撑一：海外疫情爆发的此起彼伏

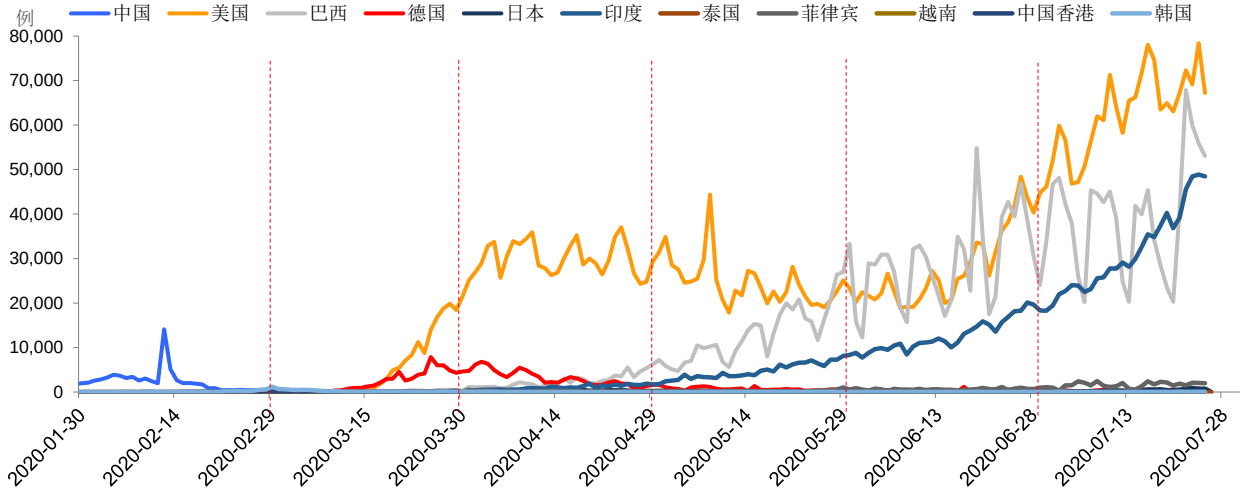
**截至目前，海外疫情仍有反复，美国、巴西、印度日均新增确诊病例尚未见顶。**根据各国每日新增确诊病例数的演变来看，疫情自爆发以来可以划分为三个阶段：

**1）1-3 月份：第一次爆发。**第一个新冠肺炎确诊病例在中国武汉被发现后迅速传播至全国及海外，在强有力的封锁防控下，3 月份中国日均新增确诊病例较 2 月已经开始环比下降，而其他主要国家病例数正在迅速增加。

**2）4-5 月份：疫情初步缓和。**疫情肆虐后各国纷纷采取了相应的封锁措施，使得新增确诊人数得到控制，5 月份多数国家新增确诊人数较 4 月减少。

**3）6-7 月份：第二次爆发。**随着制造业复工、居民活动恢复，美国（还有突发的游行干扰）、巴西、印度等国疫情二次抬头，日均新增确诊病例达 4-8 万例。7 月份除中国、英国外，全球主要国家新增确诊病例环比再次陷入恶化。

**图 9：防疫物资出口高增支撑一：海外疫情仍有反复**




| | 中国 | 美国 | 巴西 | 德国 | 英国 | 日本 | 印度 | 泰国 | 菲律宾 | 越南 | 中国香港 | 韩国 | 法国 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 3月环比 | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ |
| 4月环比 | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ |
| 5月环比 | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ |
| 6月环比 | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ |
| 7月环比 | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ |

备注：绿色箭头表示月平均新增确诊病例数环比上升，红色箭头表示下降。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

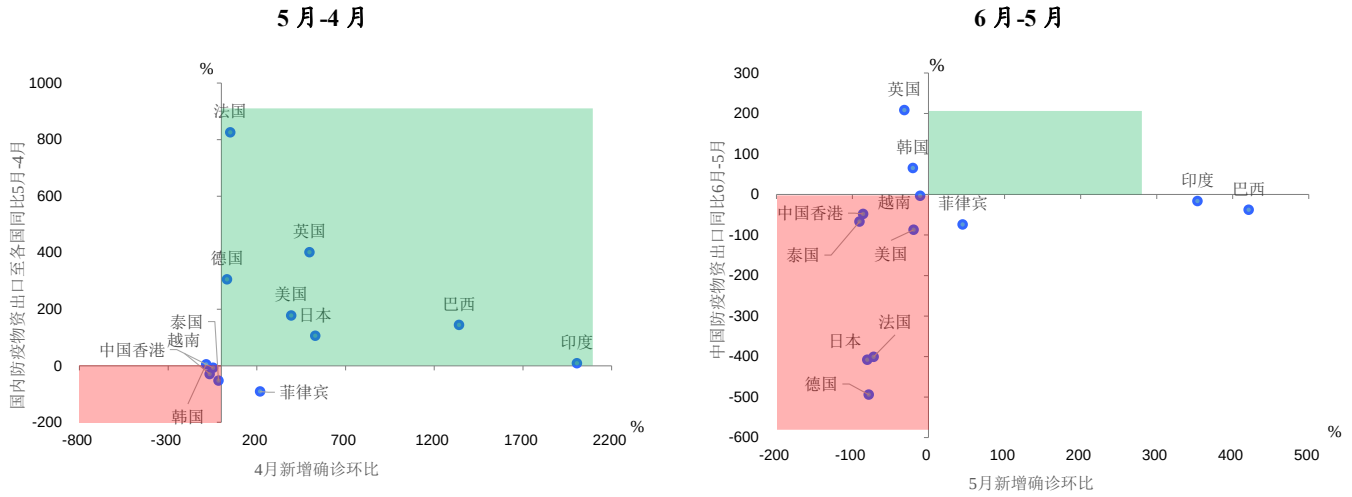
**国外疫情爆发的严重程度，则是中国防疫物资出口增长的领先指标。**如图 10 所示，中国对他国防疫出口增速的变化，要滞后于该国新增确诊病例的变化大约一个月：4 月份多数国家新增确诊病例环比 3 月上升，5 月份中国出口防疫物资至这些国家同比较 4



请务必阅读正文之后的免责声明部分

月有抬升（如美、日、英等），而 4 月新增确诊病例环比下降的地区 5 月份防疫物资出口同比则相应边际回落（如韩国、越南、香港）；5 月份多数国家疫情好转，6 月国内防疫物资出口至这些国家同比则较 5 月下降（如美、日、法、德等）。

**图 10：中国防疫物资出口一国同比增速受该国上月新增确诊病例环比影响**

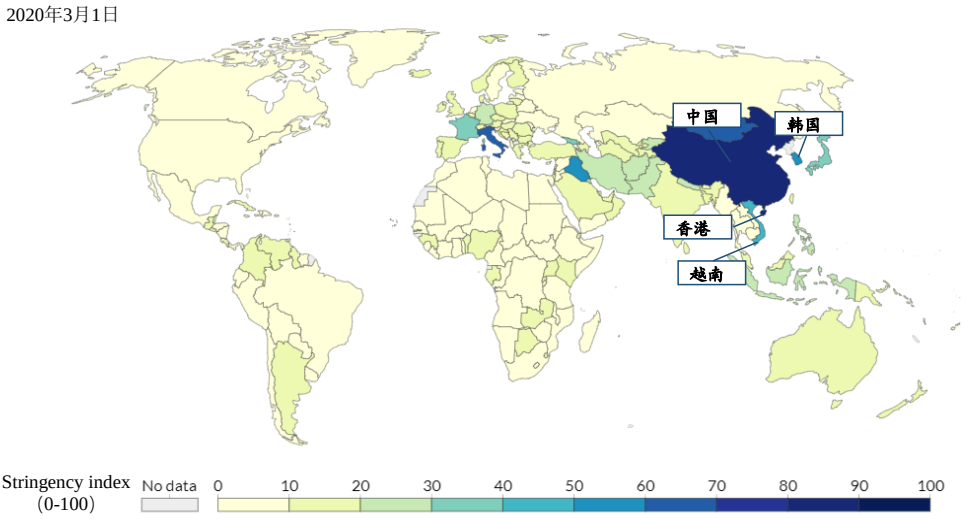



备注：绿色框表示一国上月新增确诊人数环比上升，从而本月中国出口该国防疫物资同比增速较上月上升的情形；红色框表示一国上月新增确诊人数环比下降，从而本月中国出口该国防疫物资同比增速较上月下降的情形

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**至于为什么 4 月份新增确诊病例环比的下降率先出现在韩国、越南、香港？**我们认为核心原因在于这些国家或地区毗邻最早爆发疫情的中国，相应地采取了较早且严格的隔离封锁措施（图 11），从而在初期有效控制了疫情扩散。

**图 11：3 月初，中国大陆、香港、韩国、越南等地政府率先加强了封锁隔离管理**




备注：Stringency Index 是牛津大学用以衡量疫情后政府反映措施的综合性指标，数值在 0-100 之间，该指数越大，表明政府采取了越严格的封锁隔离措施。

数据来源：OxCGRT，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

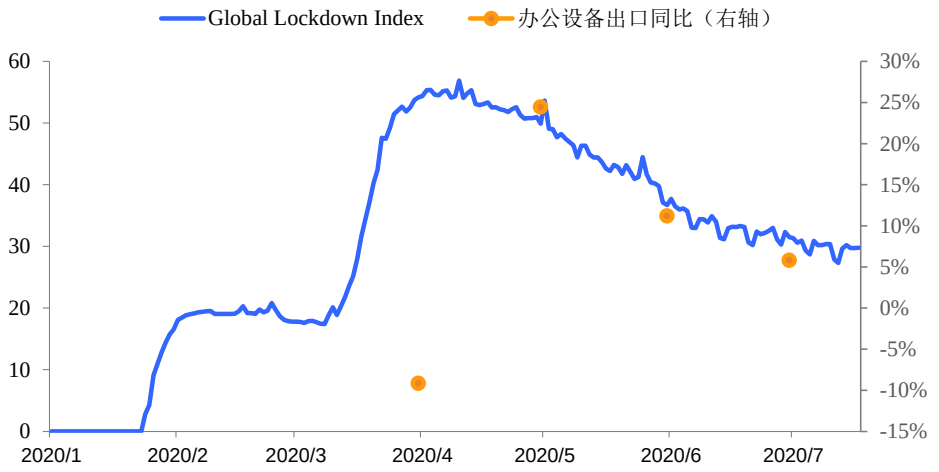
**防疫物资中快消品属性（如医用口罩、防护服）和耐用品属性（如医疗器械）的产品对确诊病例数变化具有不同敏感度。**快消品属性的防疫物资需求对确诊人数的反应迅速，但耐用品性质的产品由于具有相对较长的使用周期，疫情中后期很可能出现需求回落。如表 2 所示，6 月中国对他国耐用品防疫物资的出口增速已经开始下滑。另外，居家办公设备受封锁指数的影响更大，当前随着全球逐渐解封，中国居家办公设备的出口逐步回落（图 12）。

**表 2：中国防疫物资中快消品属性与耐用品属性产品出口同比（单位：%）**

| 出口目的地 | 快消品属性 | | | 耐用品属性 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4 月同比 | 5 月同比 | 6 月同比 | 4 月同比 | 5 月同比 | 6 月同比 |
| 美国 | 221.57 | 433.24 | 321.88 | 37.95 | 44.52 | 65.39 |
| 英国 | 188.16 | 632.54 | 860.77 | 56.54 | 175.06 | 212.61 |
| 日本 | 540.45 | 659.16 | 180.09 | 71.15 | 24.42 | -7.77 |
| 韩国 | 129.37 | 107.30 | 179.83 | -41.41 | -35.51 | -32.90 |
| 香港 | 70.20 | 68.15 | -5.89 | 85.96 | 64.87 | 81.00 |
| 巴西 | 300.71 | 438.92 | 341.72 | 106.67 | 297.95 | 420.43 |
| 菲律宾 | 441.57 | 303.00 | 213.13 | 37.42 | 56.30 | 56.82 |
| 越南 | 62.31 | 29.20 | 30.91 | 29.55 | 15.95 | -2.61 |
| 印度 | 92.74 | 107.65 | 70.92 | 4.02 | -0.35 | 31.60 |
| 印尼 | 268.24 | 257.60 | 93.78 | 38.54 | 88.44 | -40.81 |
| 德国 | 738.45 | 1115.65 | 488.17 | 44.22 | 99.38 | 65.06 |
| 加拿大 | 294.42 | 676.20 | 837.34 | 30.21 | 22.55 | 94.99 |
| 泰国 | 175.11 | 100.33 | 65.71 | 48.99 | 27.55 | -54.78 |
| 法国 | 545.21 | 1539.20 | 1041.27 | 139.32 | 92.99 | 24.02 |
| 俄罗斯 | 773.38 | 855.70 | 300.09 | 114.50 | 434.74 | 159.72 |

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 12：办公及通讯设备（笔记本电脑、手机）出口与封锁指数有较强的相关性**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

### 3.2. 支撑二：全球主要国家对中国医药进口有较大依赖

**全球药品供应链的复杂性使得中国药物生产在全球具有至关重要的地位，新冠疫情的全球蔓延暴露了各国对中国药物进口依赖。**据世界卫生组织（WTO）统计，中国是国际活性原料药市场的最大供应国，每年约产 300 万吨，占全球的 20%左右；若仅考虑仿制药和非处方药，中国生产的药物活性成分占全球总使用量的近 40%。

就各国而言，1）据美国 FDA 统计，当前美国市面上 97%的抗生素、近 75%的止痛药均来自中国，美国活性药物成分制造工厂有 72%位于国外，其中 13%位于中国。2）2019 年印度进口原料药和制成品药物中自华采购占比将近 70%，在印度国家基本药物目录中所列出的 373 种药物中有约 200 种需要从海外进口，大部分均出自中国市场。3）澳大利亚从中国进口 20％的药品。4）俄罗斯药物进口中，中国和印度占比 80%，其中印度也同样依赖于中国。

**表 3：防疫物资出口高增支撑二：全球主要国家对中国医药进口有较大依赖**

| 国家/地区 | 对中国医药进口依赖情况 |
|---|---|
| 全球 | 据世界卫生组织估计，中国原料药生产量占全球的 20%左右。<br>以仿制药和非处方药来说，中国生产的药物活性成分占全球总使用量的近 40%。 |
| 美国 | 美国市面上 97%的抗生素、近 75%的止痛药均来自中国；美国活性药物成分制造工厂有 72%位于国外，其中 13%位于中国；有至少 20 种药物的唯一供应国是中国。 |
| 印度 | 2019 年，印度进口的部分原料药和制成品药物的总价值达 35.6 亿美元，其中自华采购占比将近 70%。在印度国家基本药物目录中所列出的 373 种药物里，有约 200 种需要从海外进口，大部分均出自中国市场。 |
| 澳大利亚 | 澳大利亚从中国进口 20％的药品。 |
| 俄罗斯 | 中国和印度占俄罗斯药物进口的 80%。与此同时，印度也同样依赖于中国，中国在印度活性原料药和医药中间体进口中占 2/3。 |

数据来源：WHO，FDA，东吴证券研究所

## 4. 从防疫物资出口看下半年中国出口前景

**第一，海外疫情的二次爆发使得防疫物资需求维持高位，并对中国防疫物资出口形成支撑。**如前文所述，6 月以来疫情在美国、印度、巴西等国已出现二次抬头，7 月主要国家新增确诊病例普遍环比上升，因此可以判断全球对抗疫情仍是一个漫长而困难的过程，医用防疫物资的全球性需求仍将较长时间维持在高位。

尽管耐用品属性产品在疫情中后期出口需求可能回落，但耐用品属性产品体量相比快消品而言较小（3-6 月中国出口防疫物资中耐用品属性产品占比仅 8.4%），综合我国出口防疫物资与新增确诊病例数之间的滞后关系，**可以推测三季度国内防疫物资出口同比将重回边际上升，并支撑三季度中国出口的持续超预期。**

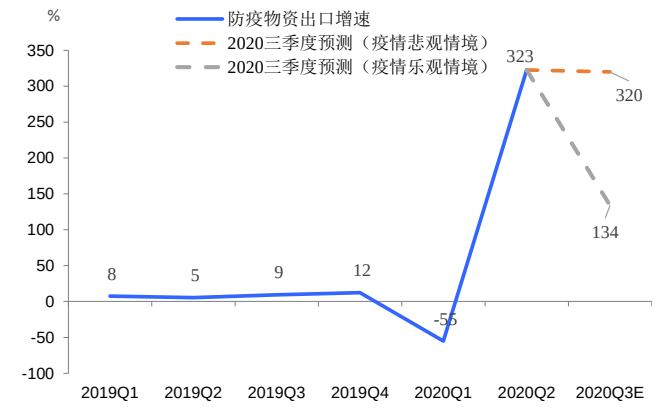
**第二，其他国家未来可能减弱对中国药物的进口依赖。**前文指出，新冠疫情暴露了海外各国对中国药物进口的依赖，多数国家从中意识到药物过分依赖进口是一件具有较大风险的事情，并希望未来通过调整供应链减少对中国的进口依赖。

例如，英国政府开始考虑开发在“较低风险”领域不依赖中国的供应链，促使关键商品的生产回流英国。俄罗斯国家药物与实践研究所所长弗拉迪斯拉夫·舍斯塔科夫指出，“COVID-19 使得国家隔离、世界生产关系遭到破坏，全球化理念崩溃。现在世界所有厂家都已在考虑在本国或可控经济区生产活性原料药。在最近的 2-5 年时间里，我们或将看到欧洲和北美的现代化活性原料药生态生产蓬勃发展”。

各国减弱对中国药物的进口依赖，无疑将使得中国防疫物资出口需求受损，**但我们认为由于全球药物供应链的复杂性，各国摆脱对中国药物进口的依赖将是一个缓慢的过程，故该因素短期内对中国防疫物资出口的影响不大。**

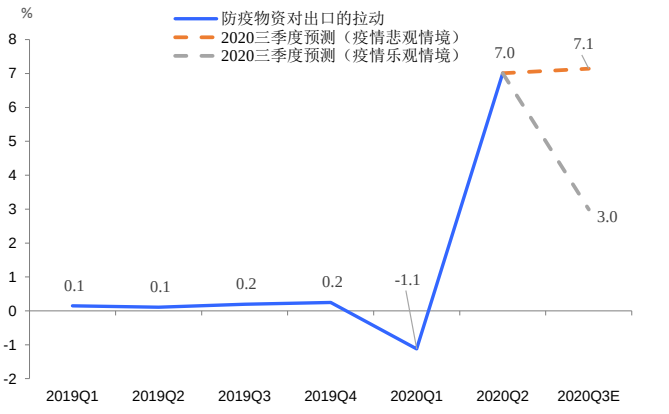
综上，**我们认为在海外疫情不确定性较大的情况下，三季度防疫物资对出口的支撑仍将处于历史高位。**具体而言，1）在疫情悲观情境下，考虑三季度全球新增确诊病例数难现回调，中国防疫物资出口需求维持二季度增速，则预计三季度防疫物资将对出口贡献 7.1%的增长；2）在疫情乐观情境下，考虑新增确诊病例得到控制，海外复工有序展开，7-9 月份中国防疫物资出口需求边际下降（假设与 6 月较 5 月的边际变化一致），则预计三季度防疫物资将对出口贡献 3%的增长。

**图 13：三季度防疫物资出口增速预测**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 14：三季度防疫物资对出口拉动预测**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

国内疫情二次爆发、中美地缘政治风险。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 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

