三季度出口还会超预期吗？—来自全球供需缺口的线索

2020 年 07 月 19 日

观点

■ **二季度中国经济增速超预期的一大支撑是出口的韧性回升。尤其是在全球外贸萎缩背景下，二季度中国出口同比（0.1%）较其他出口大国展现出空前的领跑优势（如韩国-20%）。**虽然历史上中国出口在全球贸易疲软时的表现也往往好于上述国家，但二季度的这种超强领跑则十分罕见。如图 1 所示，如果将二季度中国出口相对越南、德国、日本、韩国出口的增速差同历史相比，其偏离历史均值的幅度均落在正的 1.5-2.5 倍标准差之间。那么，中国出口这种罕见的领跑优势究竟从何而来？

■ 众所周知，疫情冲击后的封锁导致各国经济都迅速 down 至谷底，但得益于有效的疫情防控，中国经济从谷底走出在时点上比其他国家都提前了至少 1-2 个月，并且生产端的修复一直快于需求端。

其他各国由于在经济结构、政策导向、疫情控制程度等的差异，其生产端与需求端的修复节奏快慢不一。我们不妨以各国工业生产和零售销售在筑底后的回升来衡量生产端和需求端的修复，我们发现疫情后大多数主要国家的供给修复是落后于需求的，即存在负的供需缺口；而当前只有和中国和越南的供给的修复快于需求，即存在正的供需缺口。因此正是全球大多数国家的负的供需缺口的存在，使得中国这样极少数正的供需缺口的国家获得了超预期的出口需求。

■ **那么在这种局面下，三季度中国出口是否还能超预期？**我们认为核心还在于对全球主要国家供需修复节奏的判断，可以归结为如下三个问题：

（1）中国疫情以来正的供需缺口能否一直持续？

供给端，二季度 PMI 新订单分项逐月上升，日均耗煤量、高炉开工率等高频指标也已恢复至疫情前水平；而需求端，由于我国缺乏直接面向居民部门的财政刺激计划，这就意味着消费的修复将是一个漫长的过程。也就是说，短期内中国供给端修复快于需求端的局面不大可能逆转。

（2）其他国家生产修复是否将对当前供需缺口形成补充？

以美国、日本、欧盟为代表的发达经济体 5 月份出口增速仍在探底过程中，改善拐点未现（图 2），但韩国、越南 6 月出口增速已经在边际上已经显著改善（环比 12.7%、11.2%）。从供需修复来看，越南目前已经实现了供给改善超过需求的供需差，未来随着类似出口国产能的恢复，将一定程度对中国现在面对的外需市场形成替代。

（3）发达国家供需缺口是否将逐渐收窄？

从当前全球疫情形势来看，多数国家封锁指数都在缓步下调的过程中，复工复产的推进是一个必然现象，因此可以判断中国出口未来仍将受益于各国供需修复的不平衡，但该利好因素也会逐渐被削弱，因此存在修复斜率放缓的压力。

■ **风险提示：**全球疫情二次爆发，中美地缘政治不确定性加大

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

1、《3.2%的经济增长靠什么？：--6 月经济数据点评》2020-07-16

2、《宏观点评 20200714：6 月进出口双增是对疫情“免疫”吗？》2020-07-14

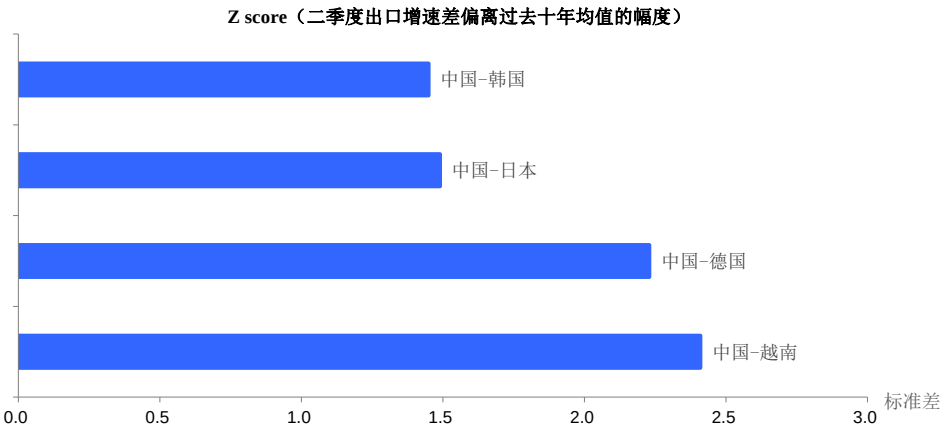
3、《宏观点评 20200710：收敛中的信贷和社融扩张》2020-07-10

4、《宏观专题报告 20200709：南方汛情对通胀影响大吗？》2020-07-09

5、《宏观点评 20200708：特朗普退选：下半年的黑天鹅？》2020-07-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：二季度中国出口增速相对其他出口国的领跑幅度在历史上十分罕见



备注：由于数据尚未更新，日本、德国 2020 年二季度出口数据仅核算到 5 月份
数据来源：Wind，东吴证券研究所

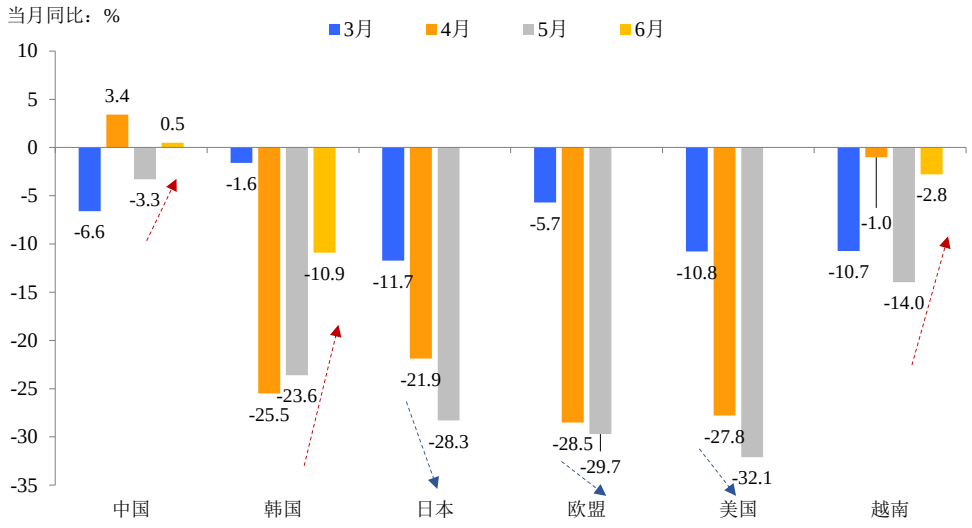
表 1：疫情后各国供需修复存在差异，中国和越南是少有的存在正的供需缺口的国家，支撑了其出口需求

国家	生产恢复程度	需求恢复程度	供需恢复缺口
中国			
美国			
韩国			
日本			
法国			
德国			
越南			
巴西			
俄罗斯			

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
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

图 2：中国、韩国、越南 6 月出口边际改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

