日期：2020 年 06 月 09 日

防疫物资出口仍是主要支撑

——2020 年 5 月外贸数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

防疫物资出口仍是主要支撑

2020 年 5 月，我国出口回落，进口跌幅加深，顺差扩大。出口同比增长 1.4%，回落 6.7 个百分点，但仍好于预期。市场预期较低主要是由于海外疫情爆发导致的外需萎缩。部分外贸企业已充分感受到了订单的下降，但在此前的数据中还未有体现，主要由于订单到出口之间的时间差导致外需萎缩滞后显示，以及防疫物资的出口支撑。而本月防疫物资出口继续表现强势，5 月包括口罩在内的纺织品本月大幅增长 77.3%，而医疗器械同比大幅增长 88.5%，均大幅上升，也抵消了部分外需下滑的拖累。另外 5 月人民币的贬值也对出口有一定支撑作用。进口超预期下滑，由上月-10.2%降至-12.7%。从进口商品数量来看，主要进口商品增速除铁矿砂、煤之外均有上升。从进口金额来看，由于大宗商品价格的低迷，进口金额增长明显落后于进口数量。机电进口降幅扩大，由上月-2.7%下降至本月的-7.5%。本月由于出口表现好于进口，顺差进一步扩大至 4427.5 亿元。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏调政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

外需恢复将成为主要考验

5月出口虽有下滑，但好于预期，进口则逊于预期，顺差大幅回升。出口的韧性还是得益于防疫物资的出口，但同时也意味着后期全球疫情形势好转后，外需恢复程度将成为主要的考验；进口减少受2方面因素影响：石油等大宗商品价格下降和海外生产放缓。整体看，油价低迷下，中国的贸易条件有改善趋势。但受疫情影响，全球经济不可避免的放缓，也将成为出口最大的隐忧。全球共同面临疫情冲击，我国在采取强有力的管控下，虽短期牺牲了经济，但率先走在了恢复的道路上。中国经济在世界经济中相对良好态势，使得外资对中国也保持了稳定的流入态势，叠加贸易顺差，即使外汇分散化发展，但中国外汇储备平稳态势无虞。5月外汇储备为3.0915万亿美元，较4月末上升102亿美元，升幅为0.3%，外储规模实现两连升。外汇储备平稳，为中国货币环境平稳创造了条件，中国货币当局能根据自身节奏、运用央行创设工具，灵活进行货币调控。出于维持货币增长平稳的需要，央行仍将维持宽松，降息仍可期待。

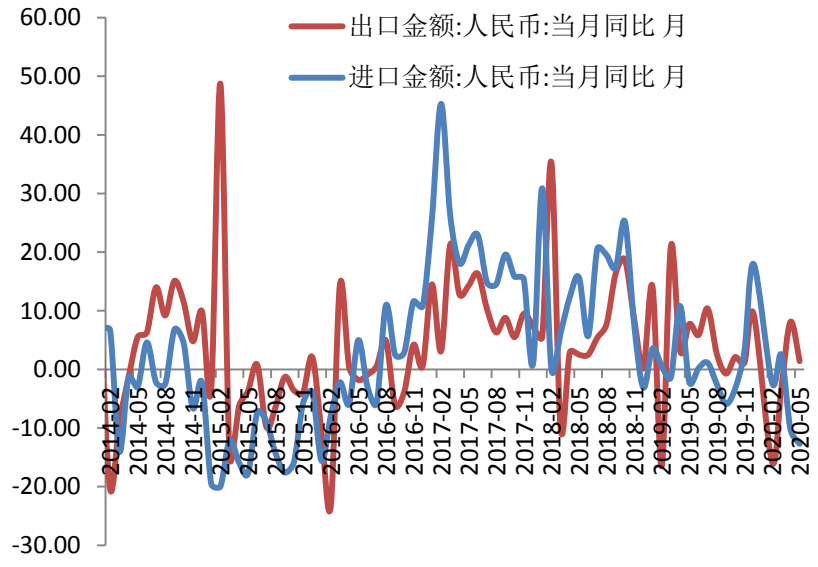
事件：5 月外贸数据情况

根据海关总署公布的贸易数据，5 月份，我国外贸进出口 2.47 万亿元，同比下降 4.9%；其中，出口 1.46 万亿元，增长 1.4%；进口 1.01 万亿元，下降 12.7%；贸易顺差 4427.5 亿元，增加 60.6%。

数据分析：

2020 年 5 月，我国出口回落，进口跌幅加深，顺差扩大。出口同比增长 1.4%，回落 6.7 个百分点，但仍好于预期。市场预期较低主要是由于海外疫情爆发导致的外需萎缩。部分外贸企业已充分感受到了订单的下降，但在此前的数据中还未有体现，主要由于订单到出口之间的时间差导致外需萎缩滞后显示，以及防疫物资的出口支撑。而本月防疫物资出口继续表现强势，5 月包括口罩在内的纺织品本月大幅增长 77.3%，而医疗器械同比大幅增长 88.5%，均大幅上升，也抵消了部分外需下滑的拖累。另外 5 月人民币的贬值也对出口有一定支撑作用。从国别来看，对发达国家出口有所回落，本月对美、欧、日本出口增速为-1.3%、-0.7%、11.2%，上月值为 2.3%、-4.5%、33%，对美、日出口均有所回落；对东盟国家的出口由正转负，由 4.2%降至-5.7%。金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为-30.6%、-26.3%、-51.3%、0.3%，前值为-21.9%、-10.2%、-39.7%、7%，均有下滑。进口超预期下滑，由上月-10.2%降至-12.7%。从进口商品数量来看，主要进口商品增速除铁矿砂、煤之外均有上升。从进口金额来看，由于大宗商品价格的低迷，进口金额增长明显落后于进口数量。机电进口降幅扩大，由上月-2.7%下降至本月的-7.5%。本月由于出口表现好于进口，顺差进一步扩大至 4427.5 亿元。

图 1：进出口当月同比增速（%）

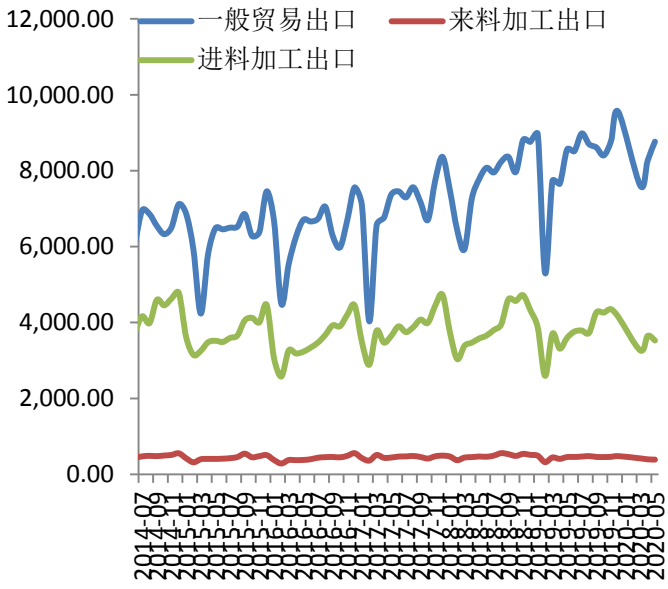


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 一般贸易出口回升

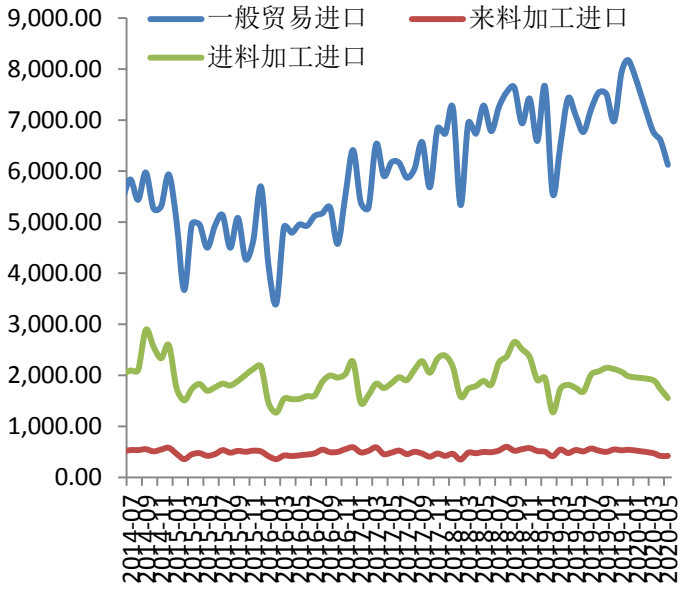
一般贸易进出口比重小幅提升。前 5 个月，我国一般贸易进出口 6.91 万亿元，下降 4.7%，占我外贸总值的 59.9%，比去年同期提升 0.1 个百分点。其中，出口 3.65 万亿元，下降 4.3%；进口 3.26 万亿元，下降 5.1%。同期，加工贸易进出口 2.77 万亿元，下降 8.1%。其中，出口 1.74 万亿元，下降 9.3%；进口 1.03 万亿元，下降 6.1%。此外，我国以保税物流方式进出口 1.39 万亿元，下降 0.1%。其中，出口 4647.8 亿元，增长 3.7%；进口 9289.1 亿元，下降 1.9%。

图 2 主要贸易类别出口额（亿人民币）



数据来源：WIND、上海证券研究所

图 3 主要贸易类别进口额（亿人民币）

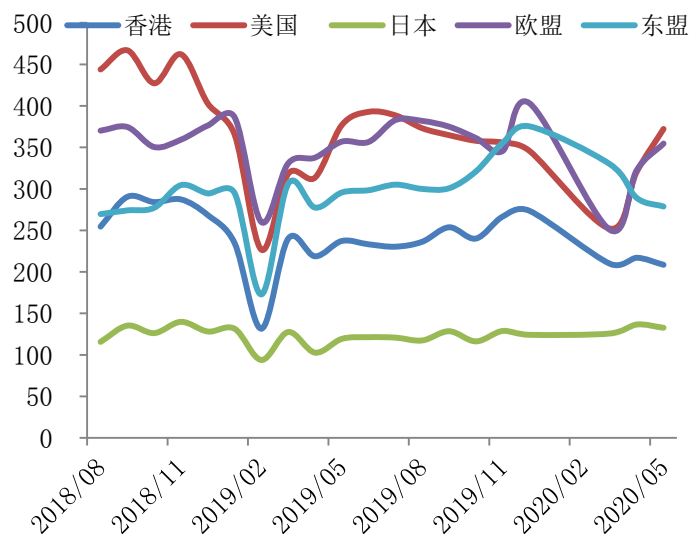


数据来源：WIND、上海证券研究所

2. 海外生产停滞，进口需求增加

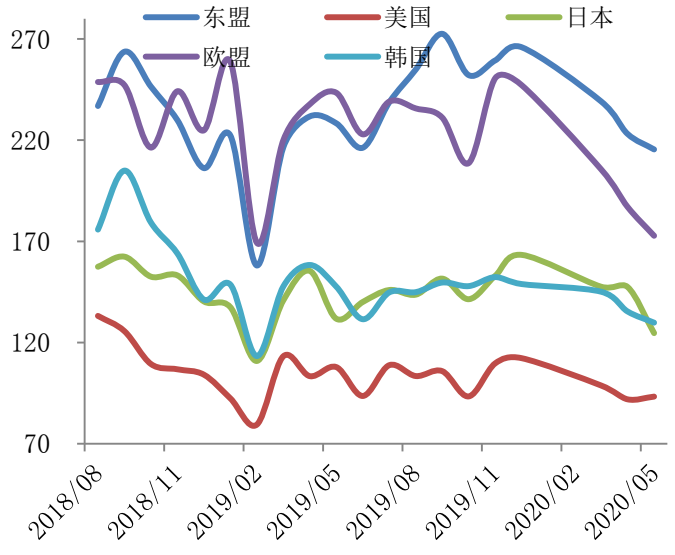
海外疫情高峰已过，经济陆续重启，但对防疫物资的需求仍大，支仍然支撑了出口。从主要国家 PMI 数据来看，均较 4 月份有所回升，美国上升至 43.1，欧盟上升至 39.4，其中法国表现较好已回升至 40 以上，而日本则下滑至 30 区间。自 3 月以来东盟超过欧盟已成成为第一大贸易伙伴，在主要欧美国家遭遇疫情冲击下，将成为我国出口的重要支撑。前 5 个月，东盟为我第一大贸易伙伴，我与东盟贸易总值 1.7 万亿元，增长 4.2%，占我外贸总值的 14.7%。其中，我对东盟出口 9366.2 亿元，增长 2.8%；自东盟进口 7598.6 亿元，增长 6%；对东盟贸易顺差 1767.6 亿元，减少 9%。欧盟为我第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 1.61 万亿元，下降 4.4%，占我外贸总值的 13.9%。其中，我对欧盟出口 9688.2 亿元，下降 1%；自欧盟进口 6373.2 亿元，下降 9%；对欧盟贸易顺差 3315 亿元，增加 19.1%。美国为我第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 1.29 万亿元，下降 9.8%，占我外贸总值的 11.1%。其中，我对美国出口 9643.9 亿元，下降 11.4%；自美国进口 3218.4 亿元，下降 4.5%；对美贸易顺差 6425.5 亿元，减少 14.5%。日本为我第四大贸易伙伴，中日贸易总值为 8463.6 亿元，下降 0.3%，占我外贸总值的 7.3%。其中，对日本出口 3961 亿元，增长 1.6%；自日本进口 4502.6 亿元，下降 1.8%；对日贸易逆差 541.4 亿元，减少 21.1%。

图 4 主要贸易国别出口额（亿美元）



数据来源：WIND、上海证券研究所

图 5 主要贸易国别进口额（亿美元）



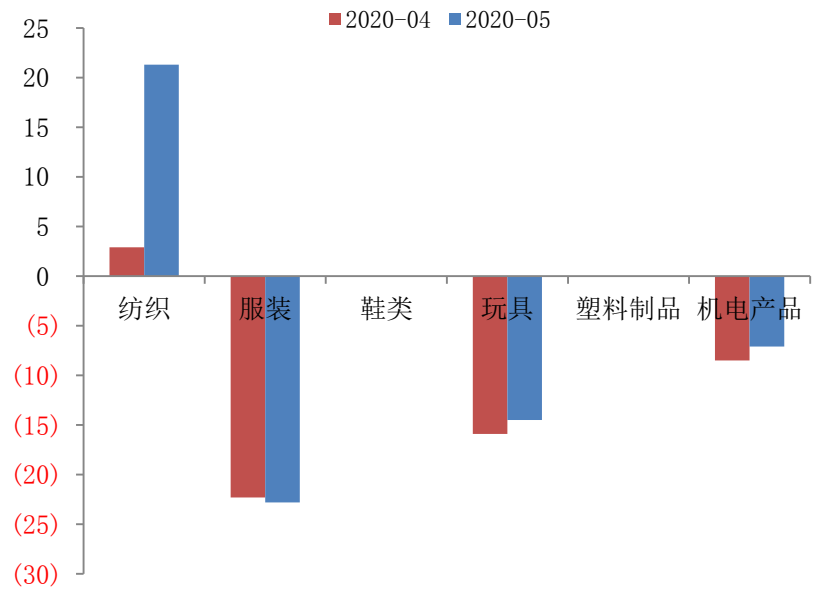
数据来源：WIND、上海证券研究所

3. 纺织品出口改善显著

前 5 个月，我国机电产品出口 3.64 万亿元，下降 4%，占出口总值的 58.7%。其中，自动数据处理设备及其零部件出口 5086.1 亿元，增长 1.8%；手机 2756.5 亿元，下降 5.6%。同期，包括口罩在内的

纺织品出口 4066.6 亿元，增长 25.5%；服装 2678.1 亿元，下降 20.3%；塑料制品 1872.6 亿元，增长 2.1%；家具 1226.7 亿元，下降 14%；鞋靴 821.1 亿元，下降 28.5%；玩具 567.4 亿元，下降 11.8%；箱包 510.5 亿元，下降 27.6%。此外，钢材出口 2500.2 万吨，减少 14%；汽车（含底盘）37.7 万辆，减少 16.9%。

图 6：主要出口商品增速（累计，%）

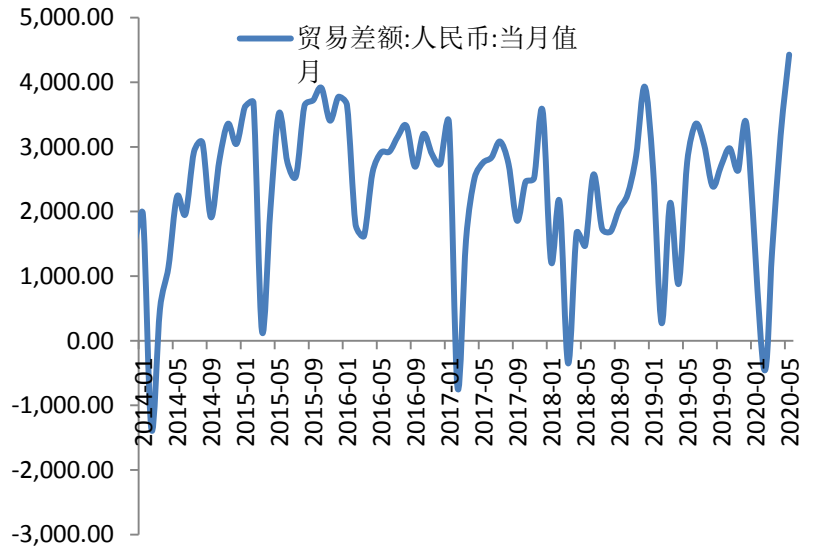


数据来源：wind，上海证券研究所

4.顺差大幅回升

5 月贸易顺差 4427.5 亿元，去年同期为顺差 2761 亿元，上月为 3181 亿元。顺差的回升得益于出口表现好于进口，尤其是大宗商品价格低迷对于进口金额的拖累。前 5 个月，我国进口铁矿砂 4.45 亿吨，增加 5.1%，进口均价为每吨 629 元，上涨 6.7%；原油 2.16 亿吨，增加 5.2%，进口均价为每吨 2567.4 元，下跌 21.2%；煤 1.49 亿吨，增加 16.8%，进口均价为每吨 503.4 元，下跌 4.7%；天然气 4012 万吨，增加 1.9%，进口均价为每吨 2642.1 元，下跌 14.7%；大豆 3388.3 万吨，增加 6.8%，进口均价为每吨 2770.2 元，下跌 1.7%；初级形状的塑料 1471.2 万吨，减少 1.3%，进口均价为每吨 9039 元，下跌 10.3%；成品油 1340.3 万吨，减少 9.3%，进口均价为每吨 3037.2 元，下跌 18.3%；钢材 546.4 万吨，增加 12%，进口均价为每吨 7043.6 元，下跌 13.9%；未锻轧铜及铜材 218.5 万吨，增加 12.4%，进口均价为每吨 4.3 万元，下跌 6.3%。此外，机电产品进口 2.36 万亿元，下降 0.9%；其中集成电路 2011.5 亿个，增加 27.3%，价值 8794.3 亿元，增长 14.5%；汽车（含底盘）27.8 万辆，减少 36.9%，价值 928.8 亿元，下降 31.3%。

图 7：贸易差额（当月）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

防疫物资出口仍是主要支撑

2020 年 5 月，我国出口回落，进口跌幅加深，顺差扩大。出口同比增长 1.4%，回落 6.7 个百分点，但仍好于预期。市场预期较低主要是由于海外疫情爆发导致的外需萎缩。部分外贸企业已充分感受到了订单的下降，但在此前的数据中还未有体现，主要由于订单到出口之间的时间差导致外需萎缩滞后显示，以及防疫物资的出口支撑。而本月防疫物资出口继续表现强势，5 月包括口罩在内的纺织品本月大幅增长 77.3%，而医疗器械同比大幅增长 88.5%，均大幅上升，也抵消了部分外需下滑的拖累。另外 5 月人民币的贬值也对出口有一定支撑作用。从国别来看，对发达国家出口有所回落，本月对美、欧、日本出口增速为-1.3%、-0.7%、11.2%，上月值为 2.3%、-4.5%、33%，对美、日出口均有所回落；对东盟国家的出口由正转负，由 4.2%降至-5.7%。金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为-30.6%、-26.3%、-51.3%、0.3%，前值为-21.9%、-10.2%、-39.7%、7%，均有下滑。进口超预期下滑，由上月-10.2%降至-12.7%。从进口商品数量来看，主要进口商品增速除铁矿砂、煤之外均有上升。从进口金额来看，由于大宗商品价格的低迷，进口金额增长明显落后于进口数量。机电进口降幅扩大，由上月-2.7%下降至本月的-7.5%。本月由于出口表现好于进口，顺差进一步扩大至 4427.5 亿元。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏调政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

事件预测：趋势判断

外需恢复将成为主要考验

5 月出口虽有下滑，但好于预期，进口则逊于预期，顺差大幅回升。出口的韧性还是得益于防疫物资的出口，但同时也意味着后期全球疫情形势好转后，外需恢复程度将成为主要的考验；进口减少受 2 方面因素影响：石油等大宗商品价格下降和海外生产放缓。整体看，油价低迷下，中国的贸易条件有改善趋势。但受疫情影响，全球经济不可避免的放缓，也将成为出口最大的隐忧。全球共同面临疫情冲击，我国在采取强有力的管控下，虽短期牺牲了经济，但率先走在了恢复的道路上。中国经济在世界经济中相对良好态势，使得外资对中国也保持了稳定的流入态势，叠加贸易顺差，即使外汇分散化发展，但中国外汇储备平稳态势无虞。5 月外汇储备为 3.0915 万亿美元，较 4 月末上升 102 亿美元，升幅为 0.3%，外储规模实现两连升。外汇储备平稳，为中国货币环境平稳创造了条件，中国货币当局能根据自身节奏、运用央行创设工具，灵活进行货币调控。出于维持货币增长平稳的需要，央行仍将维持宽松，降息仍可期待。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。