信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

从中国对日韩的出口节奏，看未来中国出口的下行压力

——5 月外贸数据点评

2020 年 6 月 8 日

李一爽　分析师

证券研究报告

固定收益

点评报告

李一爽　　分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮　箱：liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

从中国对日韩的出口节奏，看未来中国出口的下行压力

2020 年 6 月 8 日

本期内容提要

- **事件：**海关总署 6 月 7 日公布，中国以美元计价 5 月出口同比下降 3.3%，好于市场预期的-9.8%；进口同比下降 16.7%，为 2016 年 1 月以来最大降幅，低于市场预期的-9.4%。在 4 月之后，5 月出口数据再次超过市场预期，这是什么原因导致的，为何出口与其他数据难以印证，出口的超预期还能持续多久呢？

- **点评：**从分商品的出口数据上看，占中国出口近 60%的机电产品出口增速已经出现了下滑，但电脑、家电、手机等电子产品增速有所回升，显示疫情期间境外居家办公和在线教育娱乐等需求增加。在机电产品外，医疗仪器和器械以及纺织品的出口增速分别达到了 97.8%和 86.1%，较上月显著提升，合计贡献了出口规模的 5.2%，显示了医疗物资出口对中国出口的支撑，其他主要分项出口贡献大致持平。而在进口方面，农产品进口有所提升，电子产品进口略有回落，但仍然维持 20%左右增速，进口增速的回落主要受到了工业原料与能源进口进一步下滑的拖累，而前者与疫情在新兴经济体爆发，引发铜、铁矿石等原材料供给受限有关，交通运输设备进口仍然维持在接近-50%的水平上。

- 从分国别的出口数据看，中国对亚太地区的日韩、东盟等地的出口回落速度较快，可能与疫情相对平稳，国内生产恢复有关，对美欧出口增速则相对平稳。这显示了疫情率先得到控制的国家，其需求向中国的外溢效应减弱速度较快。但对于巴西、印度等新兴经济体出口增速仍在大幅回落，这似乎显示了在疫情影响下，发达经济体有能力通过财政扩张，来维持自身需求的稳定，但新兴经济体货币并非国际货币，依赖于外债限制了他们在疫情期间维持自身需求的能力。而在进口方面，中国对亚太地区的日本、韩国、东盟进口增速大致稳定，对欧盟、美国、香港的进口增速进一步回落。由于原材料价格的下行，中国对俄罗斯以及澳大利亚的进口增速大幅回落。但对于巴西、印度的进口增速反而有所回升，这似乎显示这些新兴经济体或面临国际收支问题，需要维持出口增速才能扩大进口。

- 我们认为，防疫物资生产对于出口拉动最大的时候就在 5 月。5 月以来多数发达经济体的疫情受到了控制，后续随着其他经济体的复工复产，这类需求对出口的拉动将减弱。而中国的工业门类相对齐全，使得疫情期间催生的一些新需求更多向中国溢出，但我们认为这种溢出效应并不会持续过长的时间。中国 5 月对日韩出口下滑、进口相对平稳，刚好反映出了疫情对于进出口数据的扰动模式。中国在疫情发展之初的 2-3 月就是进口好于出口，但 4-5 月反而是出口好于进口。随着欧美的复工复产，日韩对华进口的演进也将在美欧发生，届时出口也将面临更大的下行压力。

- **总体来看，我们认为中国出口增速超预期主要还是部分暂时性因素带来的。尽管部分溢出需求可能使我国出口增速相对于全球增速有所抬升，但从中国对日韩的进出口增速看，这一效应很难持续很长时间。外部需求本身仍将是决定中国出口的最主要因素。在这样的背景下，我们认为今年全年中国的出口增速可能仍将下滑 10%。**

目 录

一、防疫物资生产与疫情下新需求支撑出口 原材料供给受限拖累进口 2
二、对日韩出口降进口平，对美欧出口平进口降，对新兴经济体出口降进口升 3
三、6-8 月出口增速渐次回落，全年出口增速仍有望降至-10% 4
风险因素 5

图 目 录

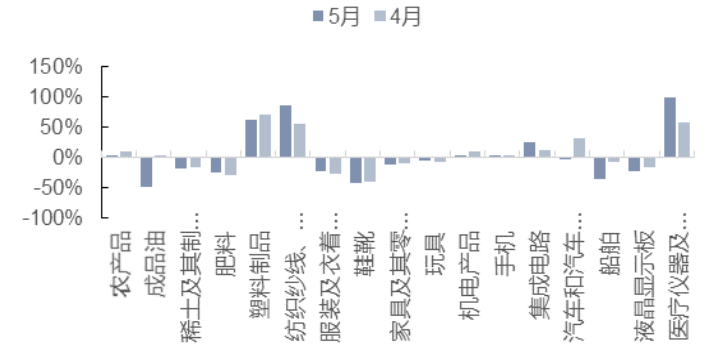
图 1：医疗仪器与纺织品提振出口增速 2
图 2：能源与工业原料拖累中国进口增速 2
图 3：中国分国别的出口增速 3
图 4：中国分国别的进口增速 3
图 5：5 月韩国数据中，对华进出口增速已经倒挂 4
图 6：中国对日本进出口增速也开始收敛 4
图 7：中国外贸也有“出口降进口升”与“出口平进口降”两阶段 4
图 8：欧盟对华进出口增速尚处于第一阶段 4

海关总署 6 月 7 日公布，中国以美元计价 5 月出口同比下降 3.3%，好于市场预期的-9.8%；进口同比下降 16.7%，为 2016 年 1 月以来最大降幅，低于市场预期的-9.4%。在 4 月之后，5 月出口数据再次超过市场预期，这是什么原因导致的，为何出口与其他数据难以印证，出口的超预期还能持续多久呢？

一、防疫物资生产与疫情下新需求支撑出口 原材料供给受限拖累进口

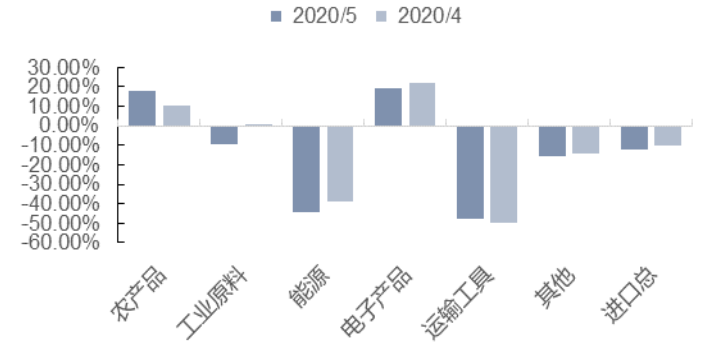
从分商品的出口数据上看，占中国出口近 60%的机电产品出口增速已经出现了下滑，人民币计价增速从 4 月的 10.3%降至 2.5%，其中汽车、船舶、液晶显示器等产品出口增速均较 4 月大幅回落，但电脑、家电、手机等电子产品出口分别增长 47.6%、9.1%、3.7%，显示疫情期间境外居家办公和在线教育娱乐等需求增加。而在机电产品外，医疗仪器和器械以及纺织品的出口增速分别达到了 97.8%和 86.1%，较上月显著提升，合计贡献了出口规模的 5.2%，显示了医疗物资出口对中国出口的支撑。根据国务院新闻办公室 7 日发布《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书显示，今年 3 月 1 日至 5 月 31 日，中国向 200 个国家和地区出口防疫物资，其中口罩 706 亿只，防护服 3.4 亿套，护目镜 1.15 亿个，呼吸机 9.67 万台，检测试剂盒 2.25 亿人份，红外线测温仪 4029 万台，而将其与 4 月数据比较，5 月单月出口口罩 428 亿只，防护服 2.1 亿件，检测试剂盒 1.52 亿人份，红外测温仪 2772 万件，呼吸机 476 万台，几乎均超过了 3-4 月的总和。其他主要分项出口贡献大致持平。

图 1：医疗仪器与纺织品提振出口增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：能源与工业原料拖累中国进口增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

而在进口方面，农产品进口有所提升，电子产品进口略有回落，但仍然维持 20%左右增速，进口增速的回落主要受到了工业原料与能源进口进一步下滑的拖累，而前者与疫情在新兴经济体爆发，引发铜、铁矿石等原材料供给受限有关，交通运输设备进口仍然维持在接近-50%的水平上。

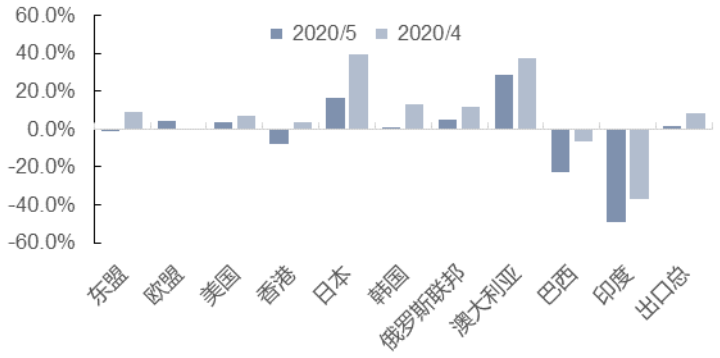
我们认为，防疫物资生产对于出口拉动最大的时候就在 5 月。5 月以来多数发达经济体的疫情受到了控制，后续随着其他经济体的复工复产，这类需求对出口刺激作用将明显减弱。而中国的工业门类相对齐全，扮演了世界工厂的角色，使得疫情期间

催生的一些新需求更多向中国溢出，但我们认为这种溢出效应并不会持续过长的时间。

二、对日韩出口降进口平，对美欧出口平进口降，对新兴经济体出口降进口升

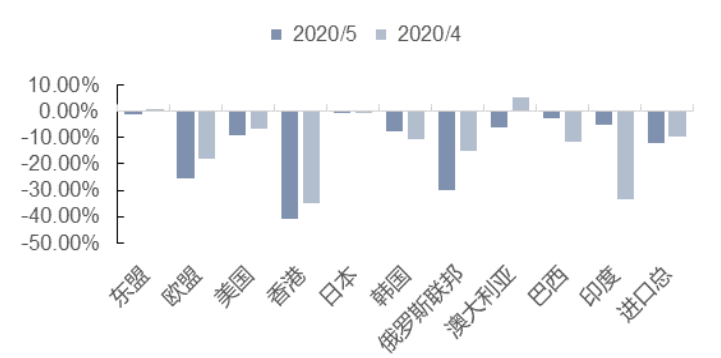
从分国别的出口数据看，中国对亚太地区日韩、、东盟、澳大利亚等地的出口增速回落速度相对较快，可能预期疫情相对平稳，国内生产恢复有关，对美欧出口增速相对平稳。这显示了疫情率先得到控制的国家，其需求向中国的外溢效应减弱速度较快。但对于巴西、印度等新兴经济体出口增速仍在大幅回落，这似乎显示了在疫情影响下，发达经济体有能力通过财政扩张，来维持自身需求的稳定，但新兴经济体货币并非国际货币，依赖于外债限制了他们在疫情期间维持自身需求的能力。

图 3：中国分国别的出口增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：中国分国别的进口增速

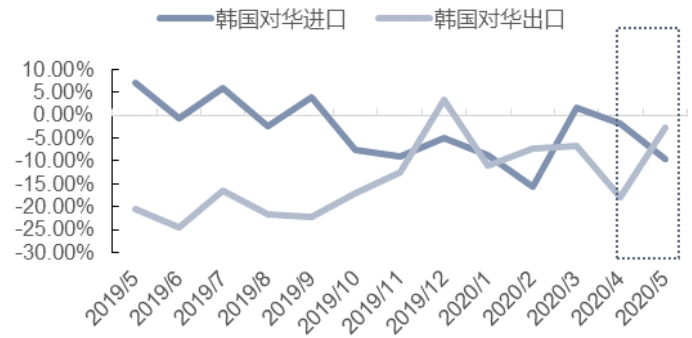


资料来源：万得，信达证券研发中心

而在进口方面，中国对亚太地区的日本、韩国、东盟进口增速大致稳定，对欧盟、美国、香港的进口增速进一步回落。由于原材料价格的下行，中国对俄罗斯以及澳大利亚的进口增速大幅回落。但对于巴西、印度的进口增速反而有所回升，这似乎显示这些新兴经济体或面临国际收支问题，需要维持出口增速才能扩大进口。

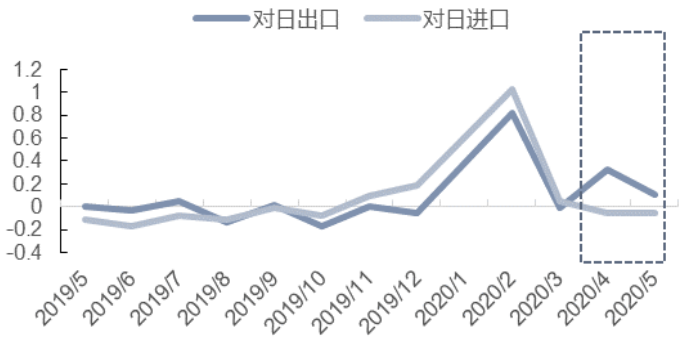
中国 5 月对日韩出口下滑、进口相对平稳，刚好反映出了疫情对于进出口数据的扰动模式。在疫情之初，一国生产能力受限，但需求相对平稳，因此进口增速受到提振，出口增速大幅回落；但随着疫情高峰过去，生产恢复较快，但需求恢复较慢，出口增速有所回升，进口增速则稳中有降。实际上，中国在疫情发展之初的 2-3 月就是进口好于出口的模式，但 4-5 月反而是出口好于进口。事实上，根据韩国公布的外贸数据，5 月韩国对华的进口增速已经出现了 10%的负增长，对华出口增速反而有所改善。我们认为随着欧美的复工复产，日韩对华进口的演进也将在美欧发生，届时我国的出口也将面临更大的下行压力。

图 5：5 月韩国数据中，对华进出口增速已经倒挂



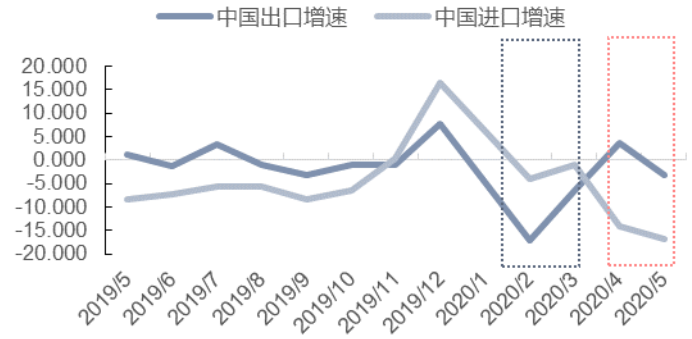
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：中国对日本进出口增速也开始收敛



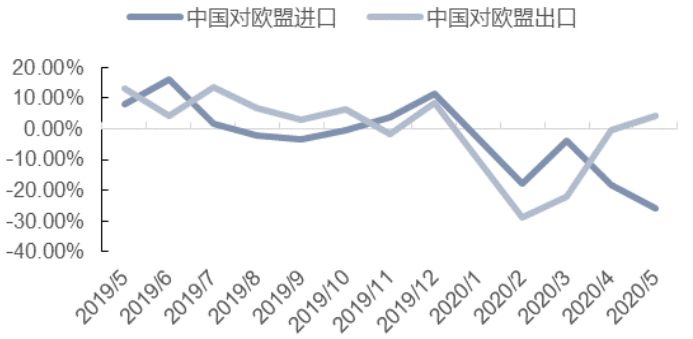
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：中国外贸也有“出口降进口升”与“出口平进口降”两阶段



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：欧盟对华进出口增速尚处于第一阶段



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、6-8 月出口增速渐次回落，全年出口增速仍有望降至-10%

总体来看，中国出口增速已经连续两月超市场预期，中国出口与韩国出口增速以及 PMI 新出口订单指数背离的现象也引起了广泛的关注。但我们认为造成上述背离的主要还是部分暂时性因素。尽管部分溢出需求可能使我国出口增速相对于全球增速有所抬升，但从中国对日韩的进出口增速看，这一效应很难持续很长时间。对日韩进口平稳，出口回落的现象未来大概率也将在美欧出现。随着这些暂时性因素的消退，外部需求本身仍将是决定中国出口的最主要因素。在这样的背景下，我们认为未来三个月中国出口的下行态势仍然不会改变，考虑今年全球名义增速的下滑幅度可能超过 5%，我们认为今年全年中国的出

口增速可能仍将下滑 10%。考虑前 5 月出口累计增速仍为-7.7%，这意味着未来 7 个月中国出口仍将面临更大的下行压力。

风险因素

疫情反复，海外重启经济计划失败，国内政策支持力度不达预期。

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。