如何看待当前出口的韧性与前景？

2020 年 06 月 07 日

观点

■ **5 月中国出口虽然重回负增长，但仍超出市场预期和同期其他出口国的表现。**如何理解 4 月以来中国出口增长展现出的韧性？本文试从邻国出口比较、防疫物资出口、以及疫情封锁产生的“替代效应”这三方面加以考察，并据此判断下半年出口增长的前景。

■ **1、为何 4 月以来中国出口持续强于同样没有限产的日韩出口？**

■ 4 月中/韩/日出口增速分别为 3.5%/-25.1%/-21.9%，5 月中/韩出口增速分别为-3.3%/-23.7%（图 1）。我们认为表现分化本质上是因为国家间出口产品结构的差异（图 2），中国出口产品结构中消费品占比近三成，远高于韩国（8%）、日本（9%）。而消费品出口由于直接对应进口国消费者的终端需求，其波动性要明显低于中间品和资本品出口。尤其是当前海外各国因抗疫封锁而停产停工的背景下，其中间品和资本品进口需求的显然萎缩要大于消费品，这就使得中国出口相对其他国家能够受益于这种产品结构上的优势。

■ **2、5 月防疫物资出口对整体出口的贡献有多大？**

■ 根据海关总署公布的 3 月以来我国防疫物资出口情况，3、4 月份防疫物资出口金额分别在 62 亿元、650 亿元左右，对当月总出口贡献分别为 0.5%/4.6%（表 1）。4 月初至 5 月中旬，防疫物资日均出口金额从 10 亿元上升至 35 亿元以上。4 月份医疗仪器、纺织纱线、医药品、药材等防疫物资在各类产品中增速显著领先，5 月医疗仪器及纺织纱线产品增速再攀高峰，同比增速分别达 88.51%/77.34%（图 3）。基于 5 月份防疫物资保持 5/1-5/16 的日均出口金额不变的保守假设，5 月份防疫物资占出口比重将继续上升至 8.4%。

海外疫情的反复可能会使得防疫物资外需持续旺盛，但由于海外新增确诊和未治愈病例数量逐渐趋缓、防疫物资中的医疗器械产品具有一定耐用品属性、欧美等主要经济体逐渐恢复生产，预计防疫物资对整体出口的贡献会持续较长时间，但贡献程度或将在三季度迎来边际回落。

■ **3、全球抗疫封锁下，中国出口的“替代效应”能持续多久？**

■ 全球在应对疫情的隔离封锁措施不同步情况下，封锁程度差异导致了一定的“替代效应”，即中国作为实施封锁隔离最早的国家，疫情防控效果显著，领先于其他国家放宽封锁限制，生产部门快速实现了复工复产，因此在 3 月至 5 月可能“抢占”其他国家在贸易对手国的进口份额。2 月美国/日本/香港/台湾从中国大陆进口金额占整体比重分别为 9.3%/12.9%/35.6%/14.6%，到 4 月份这一数值分别升至 15.5%/28.3%/45.2%/23.6%（图 4）。由于欧美目前的复工还存在较大的疫情反复的不确定性，因此中国出口的替代效应优势可能会持续存在，但随着产能供给差距的缩小，未来这一效应可能会边际减弱。

■ **4、下半年中国出口增长的前景？**

■ 根据前瞻性指标新出口订单及其通常领先出口 3-6 个月的历史表现（表 2），预计 2-5 月订单端的萎缩趋势将逐渐体现到下半年出口端的表现上，因此我们维持对全年出口同比降幅 10%-15%的预期，此外，还需关注下半年美欧经济在大规模政策刺激下可能出现超预期反弹的上行风险。

■ **风险提示：**国内疫情二次爆发、国际贸易环境恶化

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

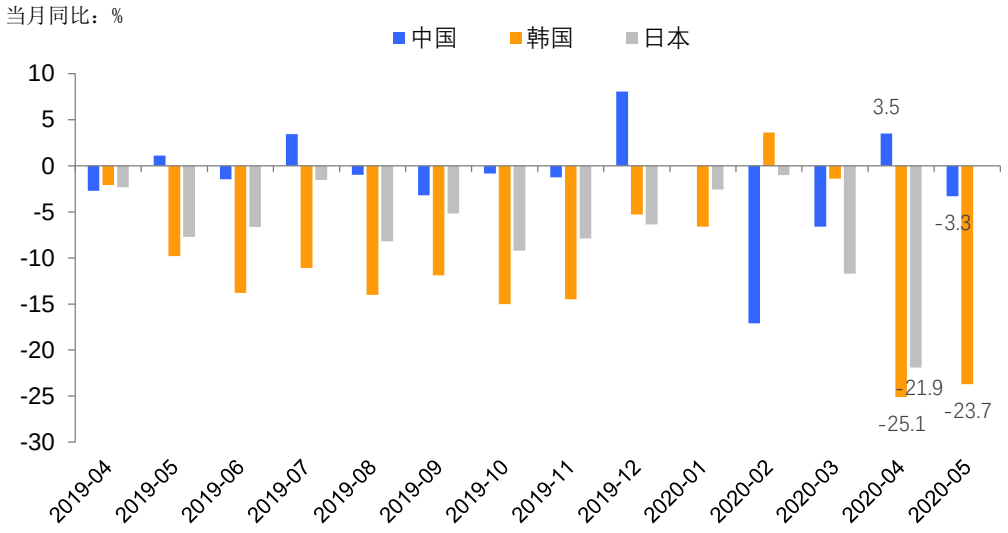
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
2、《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04
3、《5 月经济修复如何？》2020-05-31

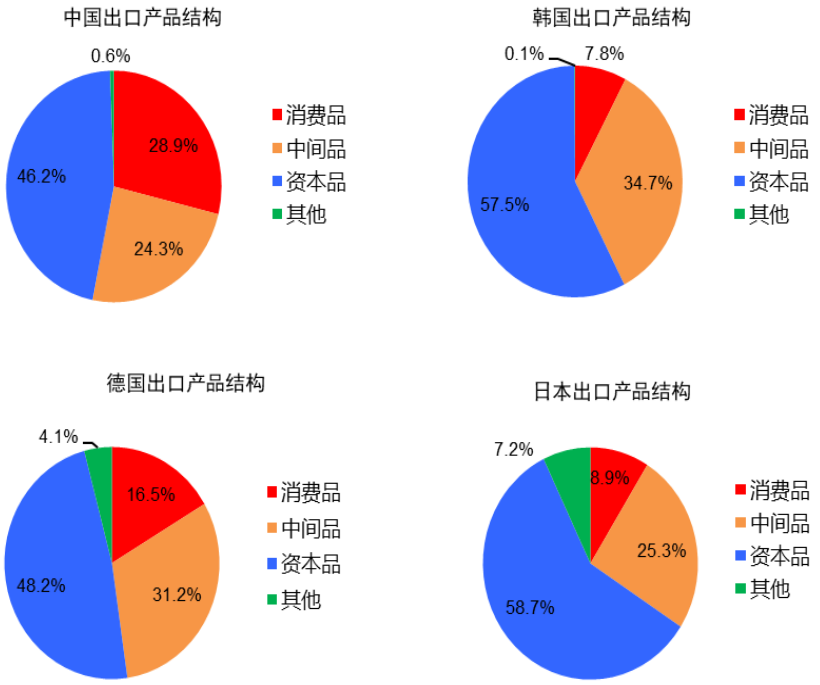
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：4-5 月中国出口持续强于同样没有限产的日韩出口



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2019 年中国出口产品结构中消费品占比远高于日本德国韩国



数据来源：UN Comtrade，东吴证券研究所

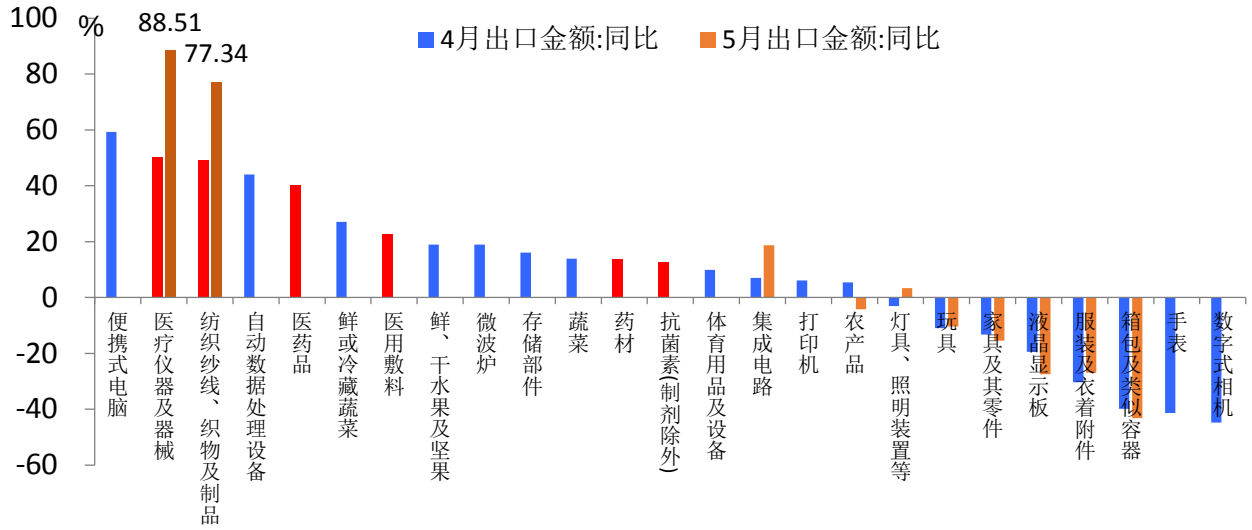
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：预计 5 月防疫物资对出口贡献不低于 8.4%

	防疫物资出口金额（亿元）	出口金额（亿元）	占出口比重（%）
3 月	62	12929.0	0.5
4 月	650	14070.0	4.6
5 月估算	1224.5	14561.9	8.4

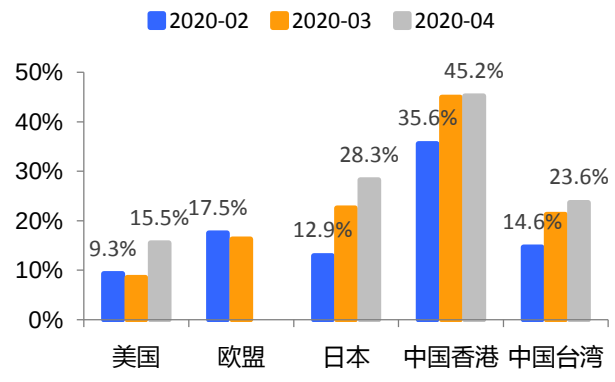
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：5 月医用物资出口金额增速高达 75%以上



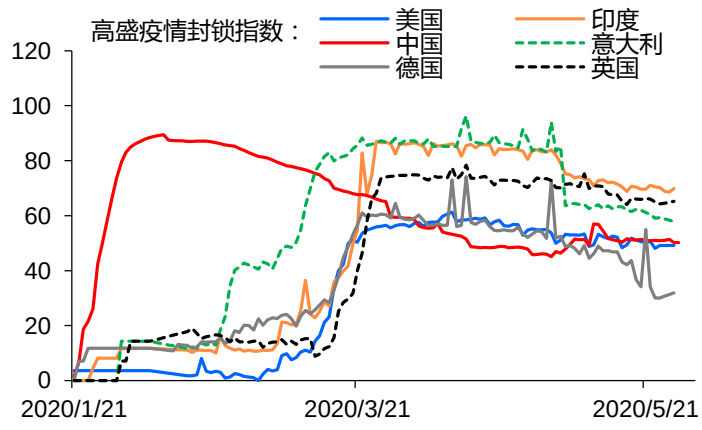
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2 至 4 月美日港台从大陆进口金额占比提升明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：中国领先于其他国家降低疫情封锁程度



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

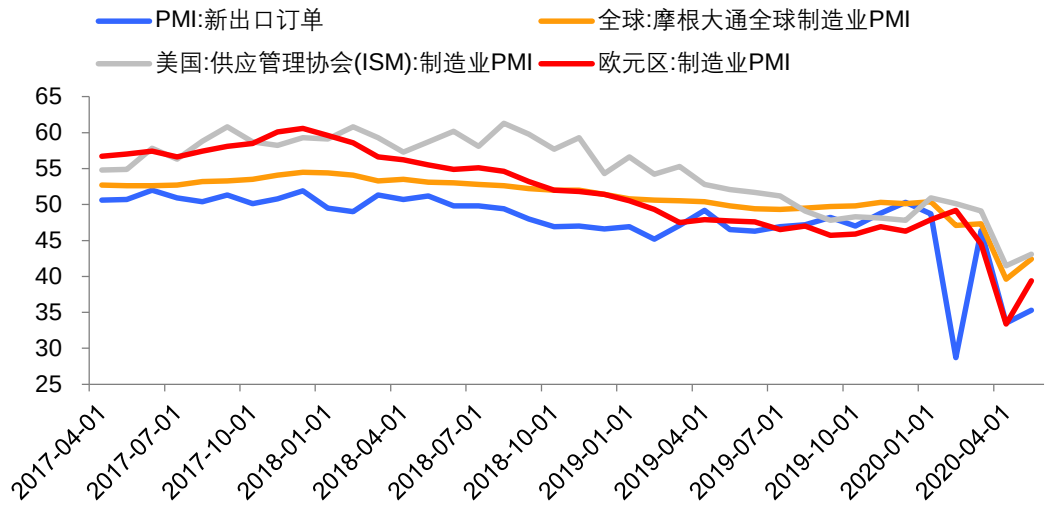
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：历史统计数据中，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 6：5 月中国出口订单较 4 月边际改善，但仍处历史低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

