

宏观观点评

出口连续2个月超预期，有哪些信号？

事件：以美元计，2020年5月中国出口同比-3.3%（预期-9.8%，前值3.5%）；进口同比-16.7%（预期-9.4%，前值-14.2%）；贸易顺差629.3亿美元（前值453.4亿）。

核心结论：前期防疫物资出口的对冲导致外需降幅较小，后期欧美复工导致外需降幅也将低于预期，总体看，出口仍大概率下滑，但外需冲击可能小于此前预期。

1、5月出口连续第二个月好于预期，主因有三：

- **复工带动前期积压订单交货。**3月、4月、5月PMI生产指数分别录得54.1%、53.7%、53.2%，均为2018年下半年以来次高，月均53.7%高于去年同期（52.2%）和去年全年月均（51.8%），反映生产活动恢复迅速。与之相对地，前期积压订单延续释放：1-4月工业企业出口交货累计同比-7.5%，连续第二个月反弹（1-2月、1-3月分别为-19.1%、-10.3%），但仍处低位，后续有望继续回升。
- **防疫物资出口继续大幅攀升。**5月中国出口中，纺织品（包括口罩）同比增速为77.3%（4月、3月分别为49.3%、-6.3%），医疗器械同比增速为88.5%（4月、3月分别为50.3%、2%），和4月一样，这两项均为当月出口增速提升最大的分项。简单测算，若剔除这两项（假设和去年同期增速一样），则4月、5月出口增速变为-7.7%，也即防疫物资出口直接拉动了5月出口增速3.4个百分点。
- **欧美国家复工情况较好。**根据我们最新高频跟踪，截止6月5日，欧美各国整体复工率可能达到了6成左右（美国60%-70%，德国70%-80%，英国40%-50%），亚洲国家复工水平较高（日本、越南、韩国分别为70%、90%、100%左右），疫情较为严重的国家复工率仍低（印度30%-50%，巴西50%-70%）。对应来看，3-5月中国对东盟、欧洲、美国出口恢复较为迅速，5月已经接近去年水平。

2、相比之下，进口延续大幅下滑，主因亦有三：

- **需求恢复程度明显弱于生产。**3月、4月、5月新订单指数分别为52%、50.2%、50.9%，显著不及PMI生产指数，反映内需恢复程度较弱。
- **企业库存仍居高位。**3月和4月工业企业产成品存货累计同比增速分别为14.9%和10.6%，均为2015年以来最高。需注意的是，5月PMI原材料库存指数、产成品库存指数各降0.9、2.0个百分点，其中产成品库存自去年年底以来首次回落，反映需求复苏开始追赶生产恢复，有望重新迎来去库存阶段。
- **疫情的滞后影响。**由于运输需要时间，疫情对部分商品进口的影响存在滞后性。比如，4月和5月，汽车和汽车底盘进口增速分别为-63.8%、-59.9%，大幅低于过往水平，这与同期我国汽车销售的V型反弹背离较大，未来大概率也会出现明显回升。

3、往后看，出口可能仍会下滑，但外需冲击可能小于此前预期。

- 各国陆续复工后，经济重启带来的需求复苏将对我国出口构成支撑。
- 复盘来看，2018年4月中美贸易摩擦以来出口持续高增，市场也集体出现误判，重要原因之一可能是低估了企业强烈的生存欲望（企业当时都在想方设法降低关税影响），映射到当前疫情，不少出口商已经立马转型为生产防疫物资，而当前巴西、印度疫情接棒恶化，全球疫情持续时间可能超预期，防疫物资的出口将持续提供支撑。
- 我国政策对出口企业的扶持。政府工作报告明确指出“稳住外贸外资基本盘、稳定产业链供应链和支持出口转内销”等等。

风险提示：全球疫情超预期演化；中美冲突超预期演化。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

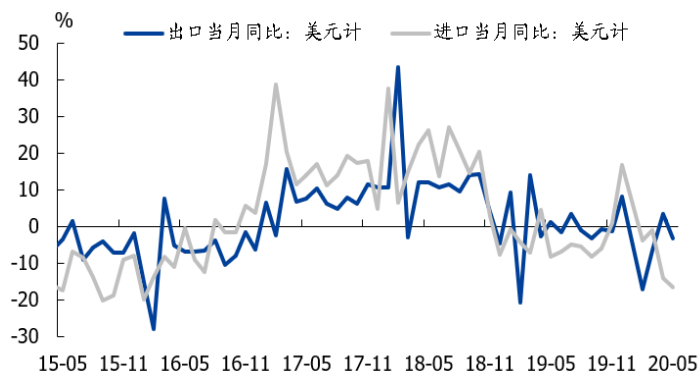
邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《欧美复工约6成，关注价格上涨》2020-06-07
- 2、《修复与背离—5月PMI的4大信号》2020-05-31
- 3、《出口链条的4大跟踪变量——兼评4月贸易数据》2020-05-07
- 4、《出口恶化的三大影响——兼评3月贸易数据》2020-04-14
- 5、《真实压力加大—4月PMI的4大信号》2020-4-30
- 6、《2019年进出口均创新低，2020年会反弹么？——兼评12月贸易数据》2020-1-15
- 7、《关注2020年出口链条的四大主线——兼评11月贸易数据》2019-12-8



图表 1: 5月中国出口好于进口



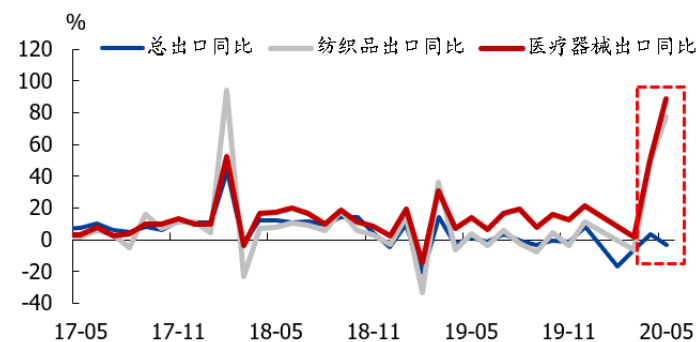
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 出口交货同比有所反弹但仍处在低位



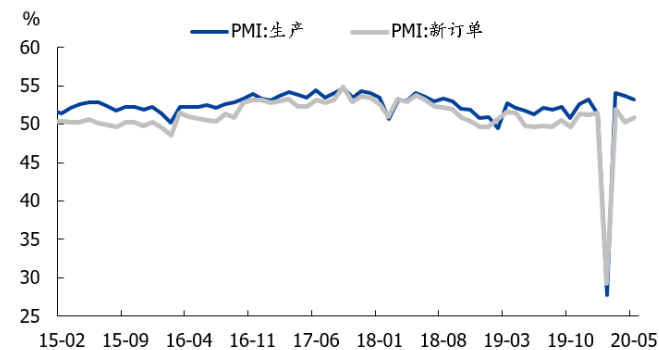
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 5月纺织品和医疗器材出口增速大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 国内需求恢复程度明显弱于生产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期演化; 中美冲突超预期演化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4681

