

进出口将由供给逻辑回归需求逻辑

——5月贸易数据点评

报告摘要：

5月出口增速同比下降3.3%，降幅再度低于预期；进口增速也和此前一样超预期下行。为何近两个月出口持续超预期而进口持续低于预期？结合前几个月的走势可以看出，疫情爆发之后造成进出口异常波动的原因是供给而非需求。由于各国疫情爆发时点不同，实施封锁的时间也不同。封锁会大幅削弱国内产能，从而无法按时交付出口订单。中国2、3月份出口大幅下降就是这个原因。4月份中国接近全面复工复产，能够保证充足的产能并且完成前两个月的积压订单。5月份海外复工复产尚未全面推进，中国仍然承担着补充其它国家供给缺口的角色，故出口仍然超预期。从近两个月的出口结构可以看出，防疫物资出口对总出口的贡献极大。5月医疗仪器及器械，纺织纱线、织物及制品出口分别同比增长88.51%和77.34%。这两项对出口增速的贡献合计达到9.62%。

进口的大幅降低则是因为海外各国产能受限。虽然中国3月份开始复工复产、内需逐步复苏，但欧美各国相继爆发疫情、产能不足而无法为中国提供足够的进口商品。从进口商品的结构中也可以看出，农产品等产能受疫情影响较小的商品进口增长强劲，而汽车等产业链较长、生产受阻的商品进口降幅较大。

通过以上分析可知，造成近几个月进出口数据出现较大预期差的主要原因在于传统主导进出口的需求逻辑转变为了供给逻辑。而目前欧美复工复产也在稳步推进，美国5月非农数据大超预期，表明目前海外经济拐点已现，产能对其出口的制约将逐步消退，需求将再度成为拉动进出口的主导因素。

我们认为随着海外各国产能逐步恢复及中国内需的改善，进口即将触底回升，同时由于上半年中国对美国第一阶段协议完成额较少，中国也有扩大对美进口的义务。外需的恢复将相对缓慢，制约出口的回升，但由于巴西等新兴市场国家疫情愈演愈烈，防疫物资出口在接下来一段时间仍有望保持高增速。综上所述，我们认为衰退式顺差的迅速扩张不可持续，未来贸易顺差将逐步降低。今年以来中国对美出口逐步上升而进口下降，可能引起特朗普政府的敌对情绪，需要警惕中美摩擦进一步升级的可能性。

风险提示：中美关系恶化，海外疫情二次爆发

相关数据



相关报告

《哪些因素贡献了出口——4月贸易数据点评》

20200508

《需高度警惕中美关系恶化的可能性——海外宏观周度观察（2020年第18周）》

20200506

《进出口转折点未至——3月贸易数据点评》

20200414

《进出口短期仍将承压——1、2月贸易数据点评》

20200308

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

1. 主要数据

中国 5 月出口（以美元计）同比下降 3.3%，预期下降 6.5%，前值上升 3.5%。

中国 5 月进口（以美元计）同比下降 16.7%，预期下降 7.9%，前值下降 14.2%。

中国 5 月贸易顺差 629.3 亿美元，预期 414 亿美元，前值 453.3 亿美元。

2. 进出口的问题在于供给端

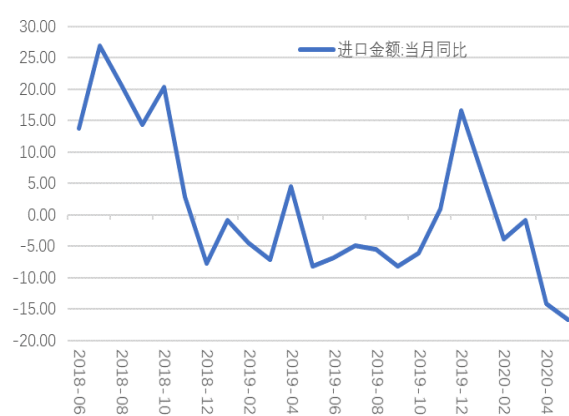
5 月出口增速同比下降 3.3%，降幅再度低于预期；进口增速也和此前一样超预期下行。为何近两个月出口持续超预期而进口持续低于预期？结合前几个月的走势可以看出，疫情爆发之后造成进出口异常波动的原因是供给而非需求。

图 1：出口降幅小于预期



数据来源：东北证券，Wind

图 2：进口降幅超出预期

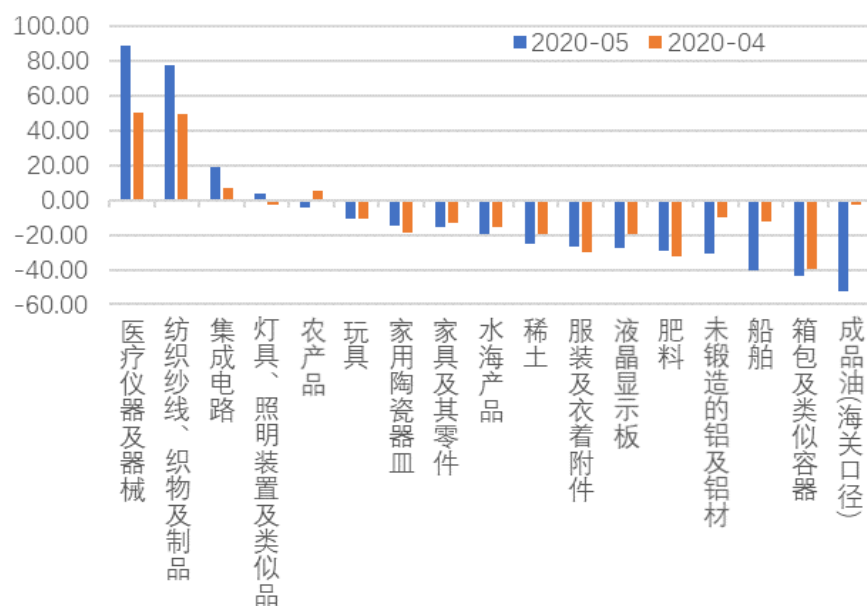


数据来源：东北证券，Wind

疫情对国内及海外需求均有较大冲击，内外需均明显下降。而由于各国疫情爆发时点不同，实施封锁的时间也不同。封锁会大幅削弱国内产能，从而无法按时交付出口订单。中国 2、3 月份出口大幅下降就是这个原因。4 月份中国接近全面复工复产，能够保证充足的产能并且完成前两个月的积压订单。同时，海外主要经济体正实施了严格的居家令，工业产出大幅降低，需要中国增加出口以补充海外各国的供给缺口，因此中国出口有明显回升。5 月份海外复工复产尚未全面推进，中国仍然承担着补充其它国家供给缺口的角色，故而出口仍然超预期。

从近两个月的出口结构可以看出，防疫物资出口对总出口的贡献极大。5 月医疗仪器及器械，纺织纱线、织物及制品出口分别同比增长 88.51%和 77.34%。这两项对出口增速的贡献合计达到 9.62%。此外，灯具、照明装置，玩具，陶瓷器皿和家具及零件等劳动密集型产品出口也正增长或降幅较小，反映出海外各国在封锁令下相关产能不足，需要中国出口来补充。

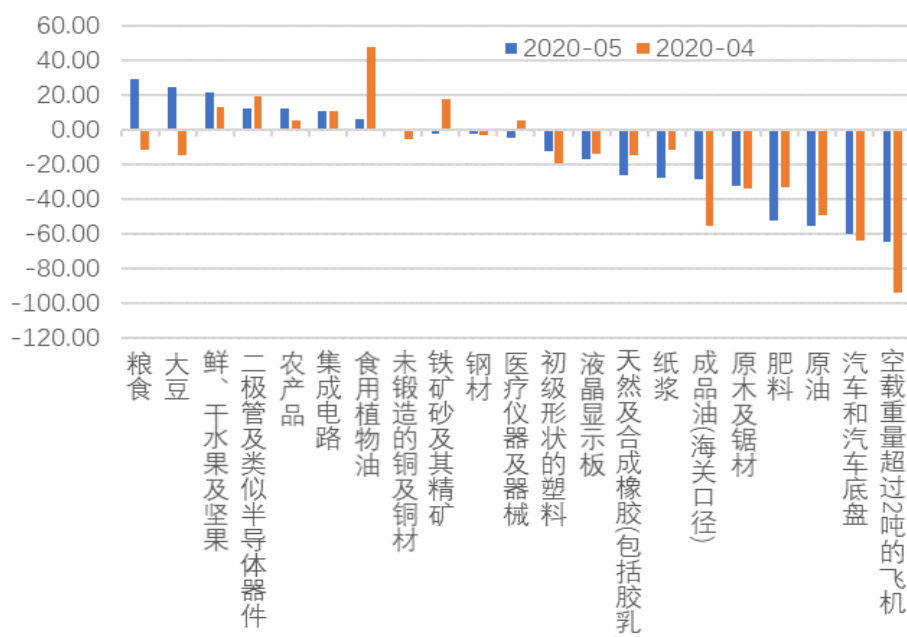
图 3: 中国出口承担了补充其它国家供给缺口的角色



数据来源: 东北证券, Wind

进口的大幅降低则是因为海外各国产能受限。虽然中国3月份开始复工复产、内需逐步复苏,但欧美各国相继爆发疫情、产能不足而无法为中国提供足够的进口商品。从进口商品的结构中也可以看出,农产品等产能受疫情影响较小的商品进口增长强劲,而汽车等产业链较长、生产受阻的商品进口降幅较大。以汽车为例,中国4月国内汽车消费已经回复同比零增长,表明内需不弱,而进口却大幅下降,反映出制约进口的主要因素为海外产能不足。

图 4: 海外产能不足制约中国相关商品进口

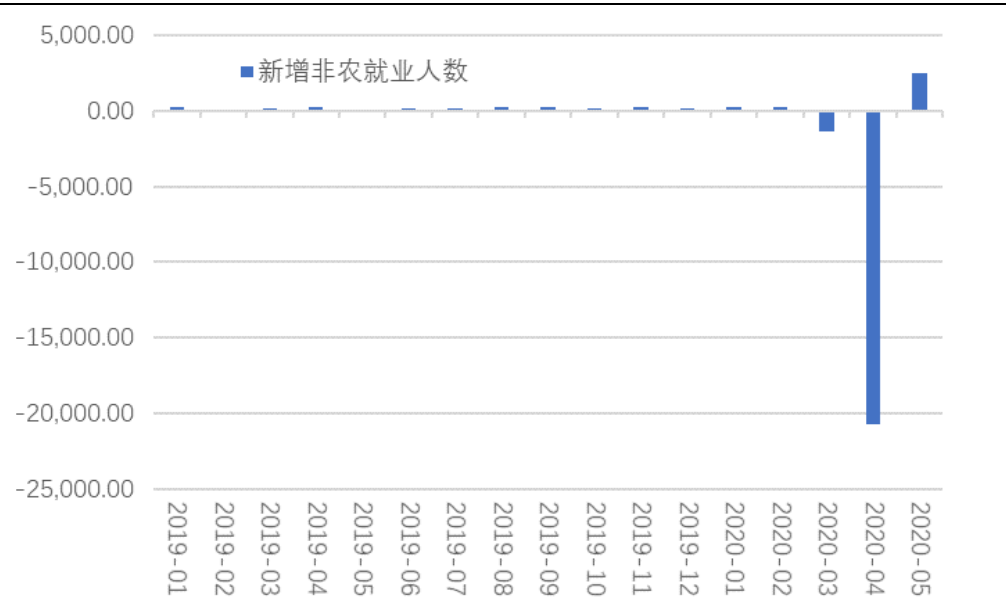


数据来源: 东北证券, Wind

3. 进出口将回归需求逻辑

通过上文的分析可知，造成近几个月进出口数据出现较大预期差的主要原因在于传统主导进出口的需求逻辑转变为了供给逻辑。而目前欧美复工复产也在稳步推进，美国 5 月非农数据大超预期，表明目前海外经济拐点已现，产能对其出口的制约将逐步消退，需求将再度成为拉动进出口的主导因素。

图 5: 美国非农数据大超预期预示经济已经出现拐点



数据来源：东北证券，Wind

4. 衰退式顺差将会下降

由于进口的大幅减少，5 月贸易顺差再度上升至 629.3 亿美元，达到单月历史记录的最高值。我们认为随着海外各国产能逐步恢复及中国内需的改善，进口即将触底回升，同时由于上半年中国对美国第一阶段协议完成额较少，中国也有扩大对美进口的义务。外需的恢复将相对缓慢，制约出口的回升，但由于巴西等新兴市场国家疫情愈演愈烈，防疫物资出口在接下来一段时间仍有望保持高增速。

综上所述，我们认为衰退式顺差的迅速扩张不可持续，未来贸易顺差将逐步降低。今年以来中国对美出口逐步上升而进口下降，可能引起特朗普政府的敌对情绪，需要警惕中美摩擦进一步升级的可能性。另外，海外各国复工复产之后疫情再度扩散的风险也不容忽视。近期部分复工的国家和地区疫情有反弹迹象，巴西、印度等大体的新兴经济体疫情也在加速蔓延，如若防控不利将再度对进出口造成较大打击。

风险提示：中美关系恶化，海外疫情二次爆发。

分析师简介:

沈新风:东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野:美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

曹哲亮:北京大学金融学硕士, 武汉大学数理金融本科, 现任东北证券宏观组研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰:上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究人员。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

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_4688

