

为什么我们前瞻提示出口无需悲观？

——5 月进出口数据的背后

核心观点

5 月人民币计价出口增速 1.4%，高于市场一致预期，符合我们判断，进口增速-12.7%，继续低迷。我们此前提示出口无需悲观，两大逻辑将对出口数据形成支撑，得到印证，其一是防疫物资出口的利好，据我们估算 5 月防疫物资出口占全部出口额比重接近 10%；其二是中国供给填补全球供需缺口，这一逻辑在部分必须消费品、可选消费品和疫情相关产品中有突出表现。5 月内需快速修复背景下，进口继续低迷，印证了外供不畅对进口数据的压制作用。5 月，出口韧性和进口低迷共同作用下，实现了 629.3 亿美元贸易顺差，预计进出口将对二季度经济增长形成积极支撑。我们认为，未来出口仍无需悲观，三大逻辑是主要支撑，防疫物资出口的拉动作用短期仍会持续，海外经济复苏有利于修复外需，在全球产业链和供应链重塑过程中，中国领先性复苏利好我国出口。

□ 为什么我们前瞻提示出口无需悲观？

5 月人民币计价出口货物贸易同比增速 1.4%，前值 8.1%，环比回落但相对具有韧性。此前海外经济体增长低迷，市场担忧外需冲击拖累 5 月出口，我们前瞻性提示出口无需悲观，两大逻辑将对出口数据形成支撑。其一，防疫物资出口有利于提振出口，根据我们估算 5 月防疫物资出口占全部出口比重接近 10%，5 月下旬防疫物资日均出口额接近 50 亿元。其二是中国供给填补全球缺口，一定程度上也对冲了我国的外需冲击，这一特征在部分必须消费品、可选消费品和疫情相关产品中表现较强。

□ 未来出口怎么看？——短期无需悲观

展望未来出口，我们认为短期无需悲观，三大逻辑是主要支撑：1、防疫物资出口的拉动作用短期仍会持续。2、海外推进复工复产，经济回升改善外需。3、在全球产业链重塑过程中，中国率先复苏有助于提振出口。

□ 进口：外供压制仍在，进口如期低迷

5 月人民币计价我国货物进口同比增速为-12.7%，前值-10.2%，进口如期低迷，外供压制仍在。我们此前提示，影响我国进口的两大逻辑是内需和海外供给，在内需快速修复背景下，进口数据低迷印证海外供给不畅是主导因素。我们提示，目前疫苗研发投放还未落地，海外复工复产推进相对缓慢，疫情对经济动能重启仍有扰动，这意味着短期进口数据仍将受到外供不畅压制。

□ 未来关注重点：海外经济复苏，疫苗何时落地

我们认为未来需重点关注三方面信息，其一，跟踪海外经济体经济走势；其二，关注海外经济体复工复产进度；其三，关注疫苗研发生产投放进程。前两者是判断进出口短期走势的重要依据，而疫苗落地将是判断全球经济走势的重要节点。目前来看，全球经济仍相对低迷，4 月作为全球经济底部的特征已经显现，预计后续全球经济将缓慢修复，各国出台一系列经济刺激计划推动经济复苏，政策效果未完全显现，增长修复仍需时间。全球经济复苏也面临潜在风险，其一是新兴市场疫情仍在继续发酵，其二是大国博弈加剧可能再度施压全球经济，但目前来看两者风险均相对有限。根据 WHO 统计，美英中三国的研究团队在疫苗研发领域处于前沿位置，但距离疫苗使用仍有至少一个季度以上的的时间，在疫苗落地前，全球经济维持渐进复苏态势。

风险提示：海外疫情防控不及预期，疫情超预期恶化；全球经济超预期下滑，全球刺激政策不及预期；全球金融市场超预期下跌，全球爆发金融危机、经济危机。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《2020 年守住六保是关键——政府工作报告的六大看点》2020.05.22
- 2 《赤字货币化之后会怎样？》2020.05.19
- 3 《金融数据：“略高”的政策含义逐渐验证》2020.05.11
- 4 《货政报告首提 M2 社融“略高”的深意》2020.05.10
- 5 《今年重大项目有望拉动多少 GDP？》2020.05.06
- 6 《两会前瞻：经济增长目标还会有吗？》2020.04.29

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 进出口数据一览	3
2. 出口：为什么我们前瞻提示出口无需悲观？	3
3. 进口：外供压制仍在，进口如期低迷	7
4. 海外经济缓慢修复，疫苗落地仍需等待	8
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：进出口数据热力图一览：5 月进口数据低迷，出口环比回落但有韧性	3
图 2：外需结构也有分化，东盟、美国、日本回落，欧盟环比微升	3
图 3：防疫物资出口对冲外需冲击影响	4
图 4：我国防疫物资相关产能快速增长，中国供给填补全球供需缺口	5
图 5：5 月起，CCFI 和 BDI 指数开始环比修复	6
图 6：美国电力需求：部分地区继续承压	6
图 7：欧洲电力需求：德国、英国回暖明显	6
图 8：亚太电力需求：多数国家企稳，马来西亚回落	6
图 9：谷歌交通枢纽迁徙指数：德国修复明显，其他小幅回升	6
图 10：进口低迷、出口韧性带动 5 月贸易顺差进一步走高	7
图 11：全球主流经济制造业 PMI 走势——发达经济体走势分化，新兴市场国家仍有压力	8
图 12：疫情冲击下，主流经济纷纷实施一系列经济刺激计划（截止 5 月 31 日）	9
图 13：全球新增确诊情况	9
图 14：印度疫情走势	9
图 15：截止 6 月 2 日，据 WHO 统计，全球共计 10 个疫苗已经进入临床试验阶，其中美国、英国、中国处于疫苗研发前沿	10

1. 进出口数据一览

图 1：进出口数据热力图一览：5 月进口数据低迷，出口环比回落但有韧性

进出口数据(当月)		单位	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
进出口(美元)	%		-9.30	-5.10	-11.00	-10.90	11.71	-0.25	-3.26	-5.53	-3.09	-0.45	-3.86	-3.29
出口(美元)	%		-3.30	3.50	-17.20	-17.10	8.06	-1.27	-0.83	-3.20	-0.96	3.44	-1.48	1.10
进口(美元)	%		-16.70	-14.20	-4.00	-3.90	16.63	1.00	-6.13	-8.21	-5.51	-4.91	-6.80	-8.22
贸易差额(美元)	亿美元		629.30	453.33	198.80	-69.49	473.08	371.84	423.37	390.74	347.22	440.40	495.91	412.04
进出口(人民币)	%		-4.90	-0.70	-0.80	-9.50	13.08	2.05	-0.33	-3.13	0.19	6.07	3.31	3.07
出口(人民币)	%		1.40	8.10	-3.40	-15.80	9.43	1.13	2.12	-0.72	2.61	10.39	5.86	7.74
进口(人民币)	%		-12.70	-10.20	2.50	-2.30	17.98	3.18	-3.22	-5.89	-2.55	1.13	0.18	-2.18
贸易差额(人民币)	亿元		4,427.50	3,181.00	1,393.00	-415.00	3,330.00	2,634.00	2,979.00	2,710.00	2,389.00	3,034.00	3,356.00	2,761.00
中国与主要国家贸易(当月)		单位	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
美国	对美国出口	%	-1.25	2.25	-27.70	-20.78	-14.17	-23.01	-16.22	-21.89	-15.95	-6.46	-7.75	-4.14
	从美国进口	%	-13.53	-11.08	2.50	-12.75	7.83	2.74	-14.64	-15.73	-22.32	-19.09	-31.44	-26.78
	贸易差额	亿美元	278.92	228.67	253.70	153.34	233.46	246.09	264.54	258.84	269.60	279.74	299.24	269.01
欧盟	对欧盟出口	%	-0.66	-4.52	-18.40	-24.25	7.14	-3.79	3.10	0.12	3.17	6.53	-3.02	6.08
	从欧盟进口	%	-29.03	-21.34	-11.40	-6.54	9.94	2.63	-3.55	-6.49	-5.25	-3.35	8.55	1.85
	贸易差额	亿美元	181.82	135.40	105.80	44.98	156.00	95.07	152.61	143.76	146.18	143.83	133.68	113.51
东盟	对东盟出口	%	-5.72	4.19	-5.10	7.72	27.43	16.72	15.79	9.73	11.25	15.75	12.92	3.54
	从东盟进口	%	-5.66	-3.74	7.20	10.48	28.97	12.83	2.30	3.36	7.59	2.44	0.35	3.35
	贸易差额	亿美元	63.32	66.01	33.40	90.58	109.40	96.05	68.84	28.19	45.05	66.41	82.10	67.32
日韩	对日韩出口	%	4.25	21.29	-22.00	-0.20	-4.10	-4.44	-2.30	-5.04	1.68	1.39	2.63	1.08
	从日韩进口	%	-8.92	-9.96	-8.57	1.43	10.89	-3.76	-12.84	-18.01	-13.41	-16.70	-14.02	-17.15
	贸易差额	亿美元	-25.53	-44.51	-160.70	-70.70	-87.17	-79.60	-78.17	-86.20	-86.70	-74.28	-54.45	-59.78
主要国家PMI(当月)		单位	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
美国	制造业PMI	%	43.10	41.50	49.10	50.10	50.90	47.80	48.10	48.30	47.80	47.00	51.20	51.70
	服务业PMI	%	45.40	41.80	52.50	57.30	55.50	54.90	53.90	54.70	52.60	56.40	53.70	55.10
欧元区	制造业PMI	%	39.40	33.40	44.50	49.20	47.90	46.30	46.90	45.90	45.70	47.00	46.50	47.60
	服务业PMI	%	30.50	12.00	26.40	52.60	52.50	52.80	51.90	52.20	51.60	53.50	53.20	53.60
日本	制造业PMI	%	38.40	41.90	44.80	47.80	48.80	48.40	48.90	48.40	48.90	49.30	49.40	49.30
	服务业PMI	%	26.50	21.50	33.80	46.80	51.00	49.40	50.30	49.70	52.80	53.30	51.80	51.90
全球	制造业PMI	%	42.40	39.60	47.30	47.10	50.40	50.10	50.30	49.80	49.70	49.50	49.30	49.40
	服务业PMI	%	35.20	23.70	36.80	47.10	52.70	52.00	51.60	51.00	51.40	51.80	52.50	51.90

资料来源：Wind，浙商证券研究所

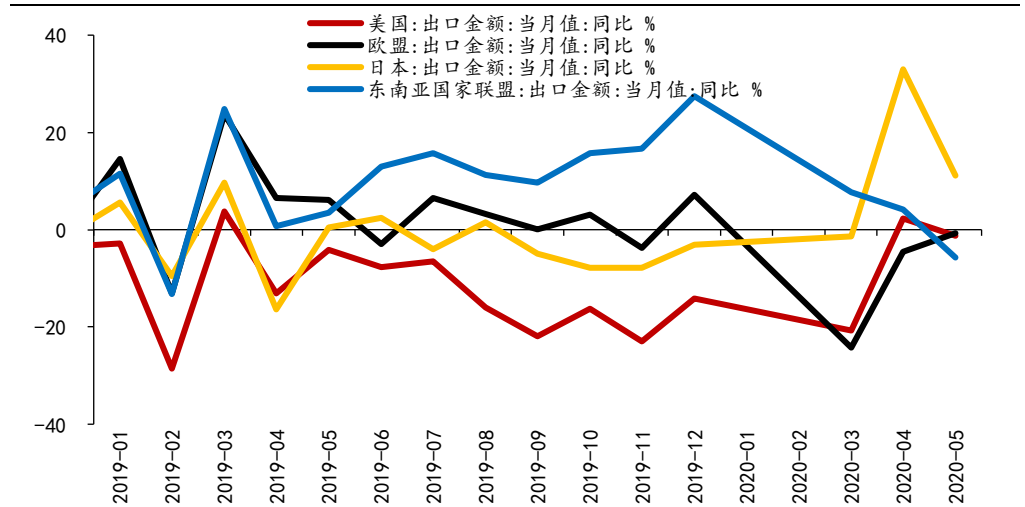
注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏绿色，数值越小则越偏红色。

2. 出口：为什么我们前瞻提示出口无需悲观？

5 月人民币计价出口货物贸易同比增速 1.4%，前值 8.1%，高于市场一致预期-9.8%，我们前瞻提示出口无需悲观，得到印证。美元计价的出口同比增速-3.3%，前值 3.5%。同时 1-5 月，人民币计价出口同比-4.7%，前值-6.4%，以美元计价同比增速-7.7%，前值-9%。

结构方面，5 月以美元计价，我国对东盟、美国、欧盟和日韩的出口增速分别为-5.7%、-1.3%、-0.7%和 4.3%，前值为 4.2%、2.2%、-4.5%和 21.3%。

图 2：外需结构也有分化，东盟、美国、日本回落，欧盟环比微升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

为什么我们前瞻提示出口数据无需悲观？此前，4 月出口数据超预期，市场普遍预期外需冲击将导致 5 月出口数据大幅回落，但我们前瞻性提示无需对出口过于悲观，我们

提出“外需冲击将如期兑现，但两大逻辑形成对冲”。我们此前多次提示，全球经济下行形成的外需冲击将导致我国出口回落，5月出口数据环比下滑体现外需冲击如期兑现，但有两大大逻辑将对出口数据形成支撑，对冲部分下行压力，其一是抗疫物资积极出口有利于提振出口，其二是中国供给填补全球缺口，现已有印证。

外需冲击兑现，出口数据环比回落。5月出口数据环比回落，体现外需冲击作用效果，首先，海外疫情从3月开始加速扩散，疫情对海外经济体的冲击在3月下旬逐步显现，冲击效果从影响订单到影响我国出口存在一定时滞，这也导致我国4月出口数据超预期（疫情影响还未显现）而5月环比大幅回落。其次，疫情冲击下，各国在4月采取了一系列社会隔离措施导致经济进一步停滞，次生伤害对我国外需有进一步冲击。此外，韩国出口是反映全球总需求强弱的重要指示器，5月韩国当月出口增速-23.7%，印证全球总需求下滑。剔除两大积极逻辑因素的支撑，5月以人民币计价出口同比增速可能在-15%至-10%区间，较4月环比下滑近20个百分点，体现外需冲击的具体作用效果。

结构上看，外需结构也有分化。5月，我国对东盟、美国、欧盟和日韩的出口增速分别为-5.7%、-1.3%、-0.7%和4.3%，前值为4.2%、2.2%、-4.5%和21.3%。可以看到，美国作为此前疫情震中和我国主要出口目的地，美国经济下滑产生的外需冲击对我国出口形成一定负向拖累。日韩较早进入疫情后期，我国对日韩出口增速相对稳健。全球经济下行产生的次生伤害开始体现，在美欧日等大国经济低迷情况下，东盟等外向型小国也“自身难保”，基本面受到冲击，5月我国对东盟出口明显下滑。

图 3：防疫物资出口对冲外需冲击影响

防疫物品出口（红色为估算）										
期间	出口总额 (亿元)	日均出口额 (亿元)	口罩 (亿只)	防护服 (亿件)	试剂盒 (亿份)	红外测温仪 (万台)	呼吸机 (万台)	病员监护仪 (万台)	护目镜 (万副)	外科手套 (亿双)
3月1日-4月25日	550	9.82	211	1.09	-	929	-	11	3294	7.63
3月1日-4月30日	712	11.67	278	1.3	0.73	1257	4.91	12.4	4363	8.54
3月1日-5月16日	1344	17.45	509	2.16	1.62	2643	7.27	17.7	8103	10.4
3月1日-5月31日	1944-2144	21.7-23.3	706	3.4	2.25	4029	9.67	-	11500	-
防疫物品出口变化测算（红色为估算）										
期间	出口总额 (亿元)	日均出口额 (亿元)	口罩 (亿只)	防护服 (亿件)	试剂盒 (万份)	红外测温仪 (万台)	呼吸机 (万台)	病员监护仪 (万台)	护目镜 (万副)	外科手套 (亿双)
3月1日-4月25日	550	9.82	211	1.09	-	929	-	11	3294	7.63
4月26日-4月30日	162	32.4	67	0.21	-	328	-	1.4	1069	0.91
5月1日-5月16日	632	39.5	231	0.86	8859	1386	2.36	5.3	3740	1.86
5月17日-5月31日	650-800	46-53	197	1.24	6300	1386	2.4	-	3397	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

防疫物资出口对冲外需冲击。1-5月包括口罩在内的纺织品出口4066.6亿元，增长25.5%。同时，根据海关总署披露的数据计算，3月1日至5月，我国日均防疫出口金额不断提升，3月1日至4月25日的日均防疫物资出口为9.8亿元，而5月1日至16日则上升至39.5亿元。此外，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。根据我们估算，5月17日-5月31日，我国日均防疫物资出口可能达到近50亿元。我们认为，疫情导致全球防疫物资需求提升，我国防疫物资出口优势得以显现，防疫物资出口一定程度上对冲了全球经济下行对我国外需的冲击，5月出口1.46万亿元，则防疫物资出口大约贡献了近10%的出口份额。

图 4：我国防疫物资相关产能快速增长，中国供给填补全球供需缺口

重点医疗物资生产情况（截至 4 月 30 日）				
类别	产品	日产能	日产量	日产量较疫情初期（一月底）增长倍数
防护用品	医用防护服（万套）	189	80	90.6 倍
消杀用品	免洗手消毒液（吨）	409	308	2.6 倍
	84 消毒液（万箱）	36.6	11.7	1.6 倍
医疗设备	全自动红外测温仪（万台）	1.07	0.34	23.3 倍
检测用品	病毒检测试剂（万人份）	1020	760	58 倍

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

中国供给填补海外缺口也有助于对冲外需冲击。此前，我们提示，疫情对一国经济的供需两端均有冲击，叠加社会隔离政策的实施对供给端扰动更大，两者综合作用导致供需出现缺口。3 月下旬以来，海外经济体开始逐步出现供需缺口。而我国疫情较早进入后期阶段，经济动能在进入二季度时已经快速修复，中国供给通过出口填补了海外经济体的供需缺口，一定程度上也对冲了我国的外需冲击，这一特征在部分必选消费品、可选消费品和疫情相关产品中表现较强。

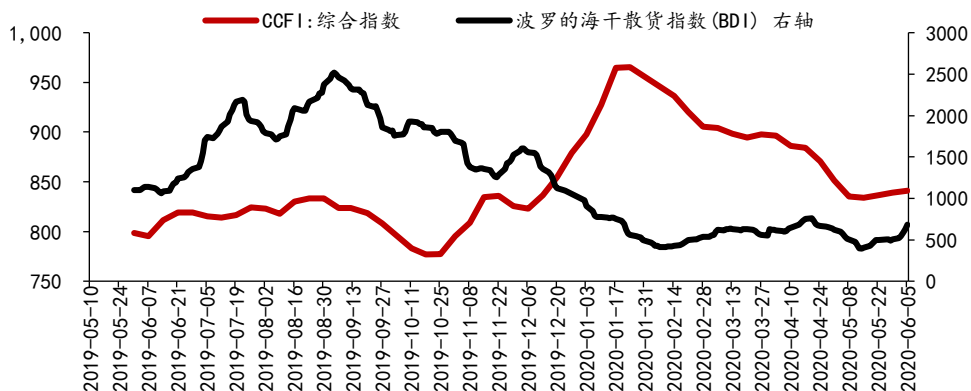
如家电方面，疫情导致囤积需求增加，海关总署数据显示，4 月冰箱的出口数量增加 12.9%，1-4 月份冷柜出口量为 529.2 万台，同比增长 9.2%，疫情导致海外生产基地出现减产或者停产情况，居家隔离叠加天气转热导致海外国积需求提升，中国供给填补全球需求缺口是冰箱出口增加的主因。日用品方面，欧元区供给能力下滑，中欧班列持续向欧洲出口各类日用消费品满足日常需要，包括鞋帽、箱包、儿童用品、玩具等产品，1-4 月，中欧班列开行数量和发送货物量同比分别增长 24%和 27%，累计运送抗疫物资 66 万件，为维持国际产业链和供应链畅通、保障抗疫物资运输发挥了重要作用。同时，居家隔离催生居家健身需求提升，部分企业的体育器械出口订单也显著增多。疫情相关物资方面，我国医疗物资产能快速增长，截至 4 月 30 日，防护服、测温仪、病毒检测试剂等重点医疗物资日产能相比 1 月底分别增长了 90.6 倍、23.3 倍和 58 倍，我国产能的快速增长，同时国内领先性复工复产，通过出口有效支撑了相应的海外供需缺口。此外根据海关数据，1-4 月中药材及中式成药出口同比增长 14.5%，按美元和人民币计算均呈现明显增长。

出口未来怎么看？——短期无需悲观

展望未来出口增速，我们认为短期无需悲观，三大逻辑是主要支撑：1、防疫物资出口的拉动作用短期仍会持续。2、海外推进复工复产，经济回升改善外需。3、在全球产业链重塑过程中，中国率先复苏有助于提振出口。

防疫物资出口的拉动作用短期仍会持续。我们认为，防疫物资出口仍将维持阶段强势表现。海外疫情仍未完全消退，新兴市场国家疫情日趋严重，对医用物资需求提升，发达经济体在推进复工复产时也需防范疫情二次反弹，防疫措施的范围和力度短期不会下降，对防疫物资的需求依旧很强，特别是结合我国经验，复工复产阶段，口罩、消毒液等医用物资成为居民“每日必备”，相比居家隔离时期医用物资需求可能不降反升。在本次疫情中，中国制造的优势一览无余，相比全球其他国家，我国供给能力快速回升，将为海外防疫物资需求提供充实支持，我们预计防疫物资出口短期将继续维持强势表现，仍将对出口形成一定积极拉动。

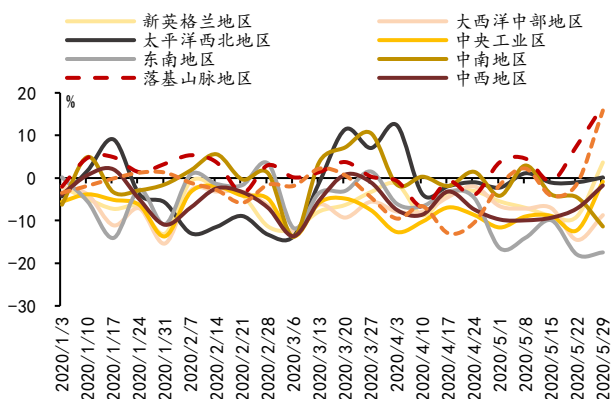
图 5：5 月起，CCFI 和 BDI 指数开始环比修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

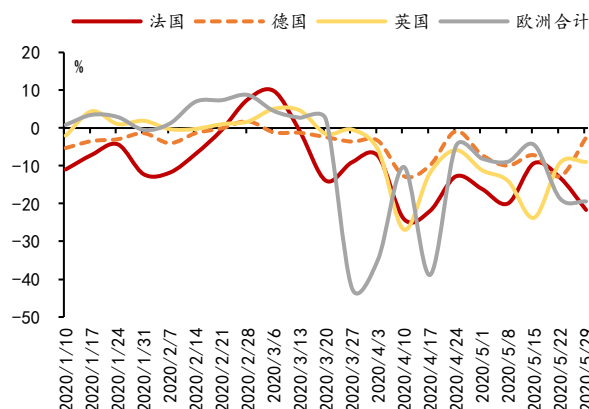
海外复工复产，经济回升。随着新增确诊人数逐步下降，美欧等海外主流经济体在四月下旬至五月上旬开始逐步复工复产、复市复商，经济动能开始重启，全球经济底部已经出现，5 月起全球经济进入复苏阶段，近期高频数据已有显现，美德英日等国的电力需求环比回升，交通枢纽迁徙指数、CCFI 和 BDI 指数也逐步修复。我们认为，随着海外复工复产的加速，全球经济回升将带动我国外需改善，有助于对出口形成正向支撑。

图 6：美国电力需求：部分地区继续承压



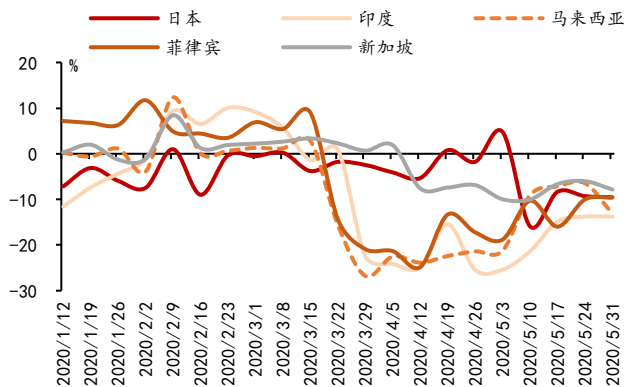
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图 7：欧洲电力需求：德国、英国回暖明显



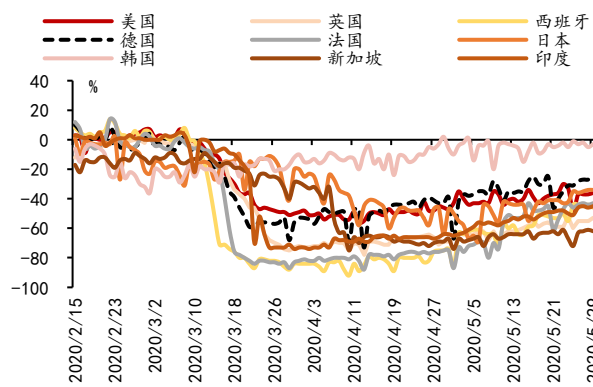
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图 8：亚太电力需求：多数国家企稳，马来西亚回落



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图 9：谷歌交通枢纽迁徙指数：德国修复明显，其他小幅回升



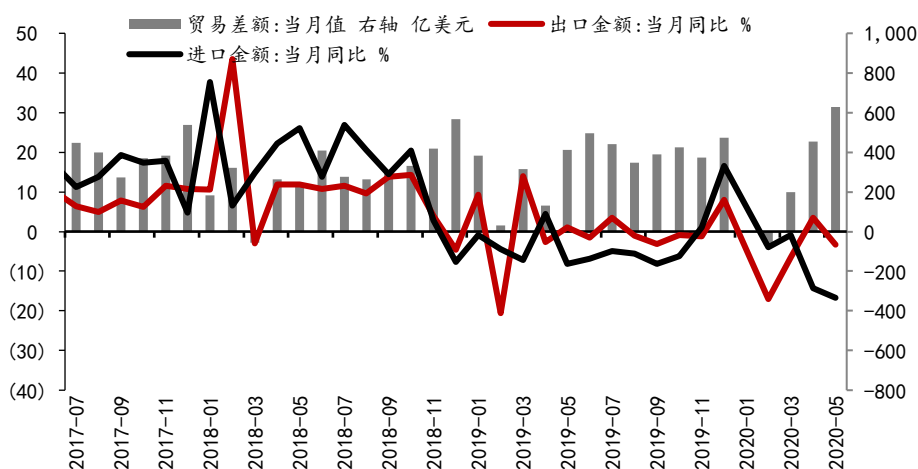
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

在全球产业链重塑过程中，中国率先复苏有助于提振出口。本次疫情对全球总需求和供应链体系产生深远影响，随着主流经济体逐步进入疫情后期，全球切换至经济重启阶段，全球供应链、产业链有望重塑，我们认为在该阶段中国优势明显，有望对我国出口形成支撑。其一，我国经济修复领先全球，消费、投资、工业等经济数据快速回升，与之相关的汽车消费、地产销售、发电耗煤、高炉开工率、挖掘机销量高频数据已接近或超过疫情前水平。其二，我国处于全球产业链的中间枢纽环节，领先性复苏并占据关键节点地位，意味着在全球产业链和供应链重塑阶段，我国拥有更强的向上和向下延展能力。其三，疫情之后，我国积极出台了一系列针对性政策，如一系列阶段性减税降费措施，有助于稳定居民就业、降低企业经营负担，微观企业的领先性修复也将有助于其在全球竞争中占据优势地位。综合来看，我们认为，当全球进入经济重启的复苏阶段，全球产业链和供应链体系重塑时，中国领先性复苏将有助于提振出口。

3. 进口：外供压制仍在，进口如期低迷

5月，人民币计价我国货物进口总值同比增速为-12.7%，前值-10.2%。以美元计价同比增速为-16.7%，前值-14.2%。结构方面，5月以美元计价，我国从美国、欧盟、东盟和日韩的进口增速分别为-13.5%、-29.0%、-5.7%和-8.9%，前值为-11.1%、-21.3%、-3.7%和-10.0%。

图 10：进口低迷、出口韧性带动 5 月贸易顺差进一步走高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_4693

