

宏观研究/动态点评

2020年06月07日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：中美摩擦短期扰动人民币汇率》
2020.05
- 2 《宏观：盈利修复主线在于生产和内需复苏》2020.05
- 3 《宏观：欧美平稳恢复，南美成新“震中”》
2020.05

防疫物资拉动出口，顺差格局延续

5月外贸数据点评

核心观点

据海关总署公布数据，中国5月出口（以美元计）同比下降3.3%，前值增3.5%；进口下降16.7%，前值降14.2%。5月份贸易差额629.3亿美元，连续三个月走阔。3-5月连续三期出口数据均好于Wind一致预期（-12.0%、-16.5%和-9.8%，YOY）。我们认为主要逻辑包括：1）医疗物资出口拉动；2）4-5月份，国内企业复工情况较好，部分企业仍在执行疫情全面爆发前签订的外贸订单。外需下行引发的出口订单萎缩暂未体现在出口数据上，我们判断或从6月份数据开始逐渐反映。

国内企业复产情况较好，利好出口；内需逐渐恢复，部分产品进口改善

在当前背景下，对海外主要经济体，外贸端同时面临着“需求整体衰退”和“供给（生产能力）短期整体下行”的冲击。因为中国境内疫情较早得到控制、国内企业较快复工复产，因而一部分全球贸易需求对应的生产订单，可能从其他经济体转移到中国来完成。这一逻辑突出反映在医疗物资出口方面。这使得外需下行对国内出口的冲击，短期体现的没有预想中明显。进口方面，国内需求逐渐恢复，中方继续执行中美第一阶段贸易协议，大豆、水果、初级塑料等一些工农业原料、初级产品进口同比较前值改善。

防疫物资对我国最近一个季度的出口贡献较大

防疫物资对我国最近一个季度出口贡献较大。根据海关总署公布数据，5月上半月与4月整月防疫物资出口额基本持平。按美元计价，5月包括口罩在内的纺织纱线、织物及制品出口同比增长77.3%，拉动5月总出口增长4.21个百分点；5月医疗仪器及器械同比增长88.6%，拉动5月总出口增长0.46个百分点。两者合计即对5月出口贡献约4.7个百分点，这在一定程度上抵消了服装等传统加工制造业出口的同比下滑。

按工作天数调整，5月份进口环比实际较强，可能受油价反弹的影响

我们将各月份出口、进口金额（美元计价），除以各月份工作天数（剔除法定节假日），得到各月份日均出口/金额，并计算环比。结果显示，今年5月份出口、进口的环比表现，均显著强于往年同期均值。尽管5月份进口同比跌幅较前值扩大，但经工作天数调整后的日均环比其实有较强表现，我们认为主要受5月份国际油价环比上涨的影响。5月份，布伦特原油均价32.4美元/桶，较4月份均价26.6美元/桶环比上涨21.8%。

预计出口冲击仍将到来，但贸易顺差格局或继续维持

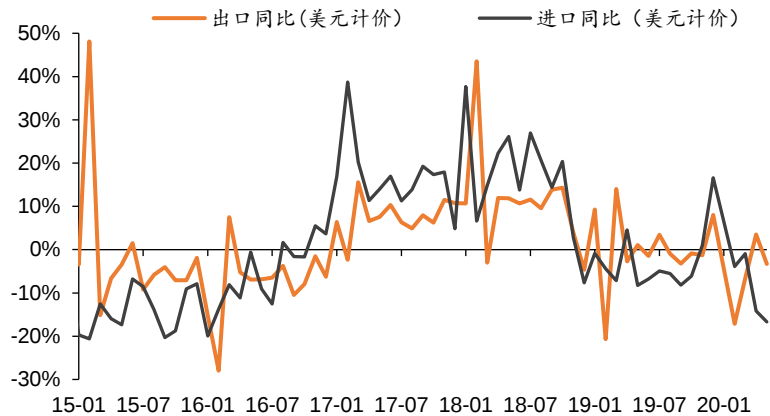
研判未来出口趋势，市场的逻辑推演与传统前瞻指标迟迟没能得到数据验证，但我们认为，海外疫情尚未完全受控，至少未来一两个季度，主要经济体需求仍存下行压力，大概率仍会在我国出口数据上有所反映。韩国出口金额5月同比-23.7%（前值-25.1%），下滑较为严重，说明全球外贸需求下行压力切实存在。经同比百分化调整后的各国制造业PMI，除我国5月份降幅有所收窄外，美、欧、日、韩均较前值继续下行，未来应对外需下行压力仍是经济工作重要议题之一。但同时，对GDP形成贡献的衡量指标应是“出口-进口”的净出口；我们认为我国仍将继续维持贸易顺差格局。

风险提示：全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

据海关总署公布数据，中国 5 月出口（以美元计）同比下降 3.3%，前值增 3.5%；进口下降 16.7%，前值降 14.2%。5 月份贸易差额 629.3 亿美元，连续三个月走阔。5 月份，出口降幅好于我们预期-14.3%、以及 Wind 一致预期-9.8%，进口降幅和我们预期-16.4%基本一致。3-5 月连续三期出口数据均好于 Wind 一致预期（-12.0%、-16.5%和-9.8%，YOY），我们认为主要逻辑包括：1）医疗物资出口拉动；2）4-5 月份，国内企业复工情况较好，部分企业仍在执行疫情全面爆发前签订的外贸订单。外需下行引发的出口订单萎缩暂未体现在出口数据上，我们判断或从 6 月份数据开始逐渐反映。

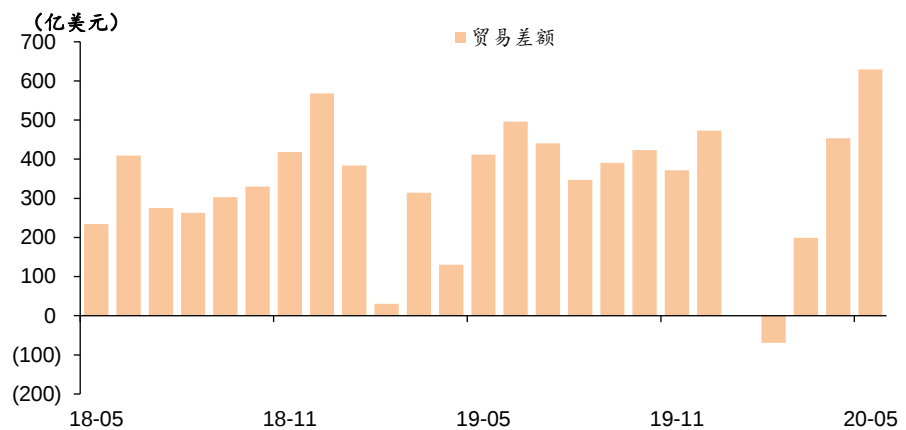
在当前背景下，对海外主要经济体，外贸端同时面临着“需求整体衰退”和“供给（生产能力）短期整体下行”的冲击。因为中国境内疫情较早得到控制、国内企业较快复工复产，因而一部分全球贸易需求对应的生产订单，可能从其他经济体转移到中国来完成。这一逻辑突出反映在医疗物资出口方面。这使得外需下行对国内出口的冲击，短期体现的没有预想中明显。进口方面，国内需求逐渐恢复，中方继续执行中美第一阶段贸易协议，大豆、水果、初级塑料等一些工农业原料、初级产品进口同比较前值改善。

图表1： 5 月份，出口、进口（美元计价）同比均负增长，但出口降幅好于我们预期-14.3%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

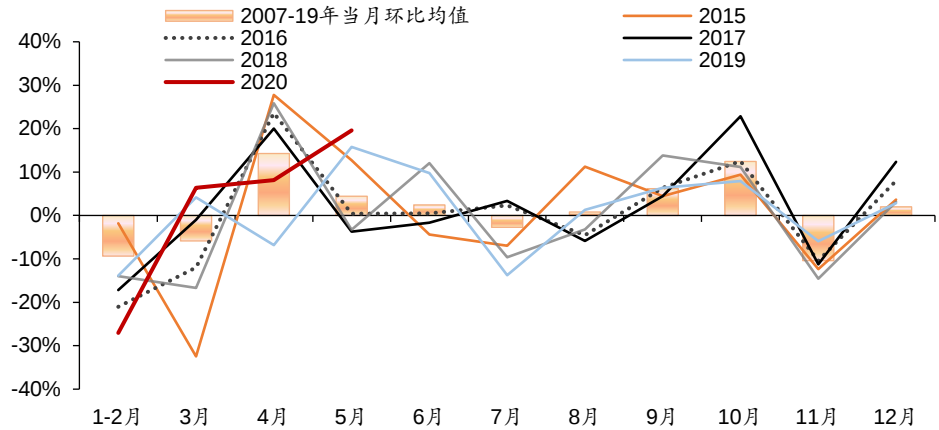
图表2： 5 月份，贸易差额继续扩大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

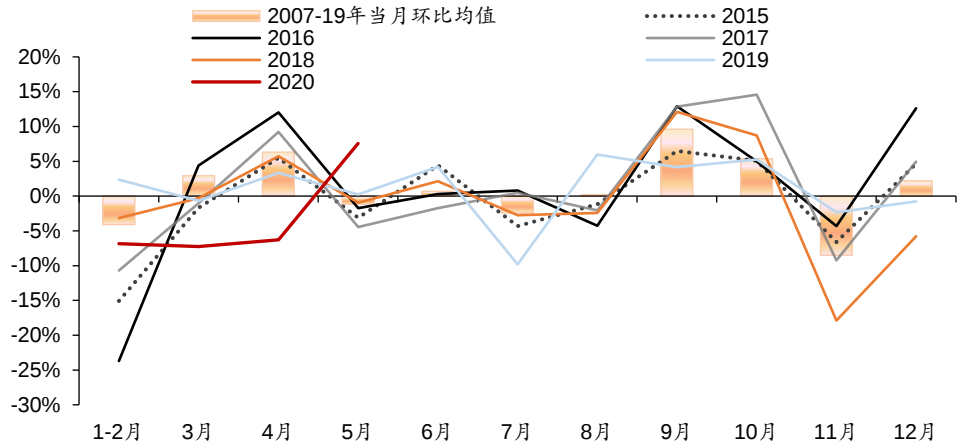
我们将各月份出口、进口金额（美元计价），除以各月份工作天数（剔除法定节假日），得到各月份日均出口/金额，并计算环比。结果显示，今年 5 月份出口、进口的环比表现，均显著强于往年同期均值。尽管 5 月份进口同比跌幅较前值扩大，但经工作天数调整后的日均环比其实有较强表现，我们认为主要受 5 月份国际油价环比上涨的影响。5 月份，布伦特原油均价 32.4 美元/桶，较 4 月份均价 26.6 美元/桶环比上涨 21.8%。

图表3： 经工作天数调整，今年5月出口日均环比明显强于近年同期



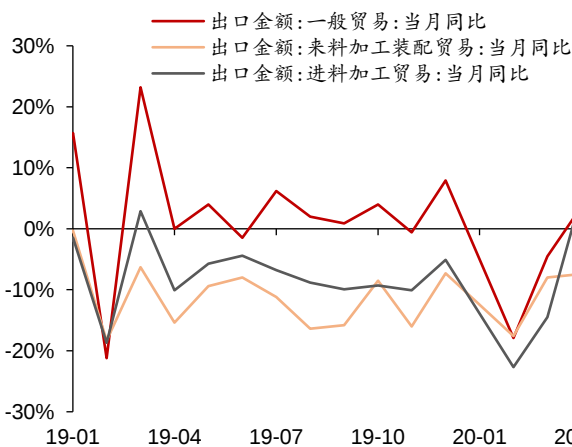
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 经工作天数调整，今年5月进口日均环比也明显强于近年同期



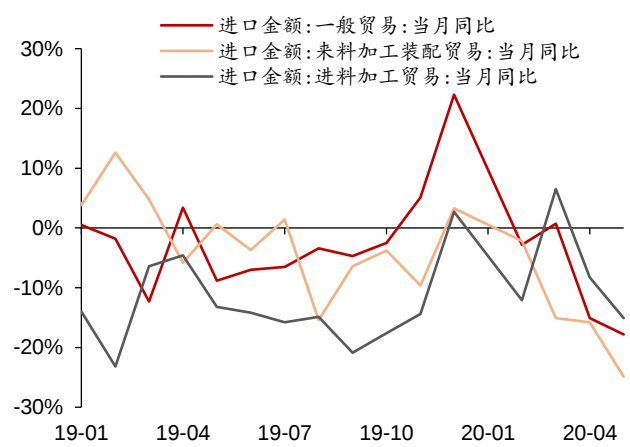
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 分贸易方式，各项目出口同比均较前值下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 分贸易方式，各项目进口同比也均较前值下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

防疫物资对我国最近一个季度出口贡献较大。根据海关总署公布数据，5月1日至5月16日，按人民币计价，我国防疫物资出口632亿元，包括口罩231亿只、防护服0.86亿件、护目镜3740万副、试剂盒0.89亿人份、呼吸机2.36万台等，与4月整月防疫物资出口额基本持平。目前下半月具体数字尚未公布，假如维持前半月的出口规模，则5月份防疫物资出口金额有望达到4月份的两倍。

海关数据显示，按美元计价，5 月包括口罩在内的纺织纱线、织物及制品出口 206.49 亿美元，同比增长 77.34%，拉动 5 月总出口增长 4.21 个百分点；5 月医疗仪器及器械出口 20.76 亿美元，同比增长 88.59%，拉动 5 月总出口增长 0.46 个百分点。两者合计即对 5 月出口贡献约 4.7 个百分点，在一定程度上抵消了服装等传统加工制造业出口的同比下滑。

图表7：分产品出口金额当月同比（按美元计）

变动(pct)	(3.1)	(7.8)	11.7	(9.6)	13.1	0.6	(2.2)
分产品出口金额当月同比	高新技术产品	机电产品	集成电路	农产品	纺织服装鞋帽	玩具	家具
2020-05	7.8	-2.3	18.7	-4.2	6.0	-10.4	-15.5
2020-04	10.9	5.5	7.0	5.4	-7.1	-11.0	-13.3
2020-03	-7.5	-9.0	10.2	4.0	-26.8	-2.0	-16.1
2019-12	0.6	7.5	34.8	7.5	8.4	23.2	12.3
2019-11	-1.5	-2.1	24.7	0.2	-3.0	9.9	-12.9
2019-10	-3.4	-2.4	9.5	0.6	-1.3	11.9	-4.4
2019-09	-5.8	-4.3	11.0	-0.2	-7.4	28.8	-6.1
2019-08	-3.2	-0.9	33.7	0.3	-4.2	36.7	-0.3
2019-07	-0.2	2.9	31.7	-5.3	2.5	24.2	3.7
2019-06	-2.1	-1.6	13.1	0.8	-3.0	23.9	-4.7
2019-05	0.5	0.5	12.3	0.0	2.2	16.2	3.3
2019-04	-5.9	-3.7	26.9	-7.8	-7.3	17.5	2.9
2019-03	1.8	10.6	15.1	12.3	27.7	64.3	29.3
2019-02	-11.7	-19.1	22.4	-25.6	-36.2	-17.7	-31.8
2019-01	2.5	6.7	28.1	0.3	8.2	30.1	12.1

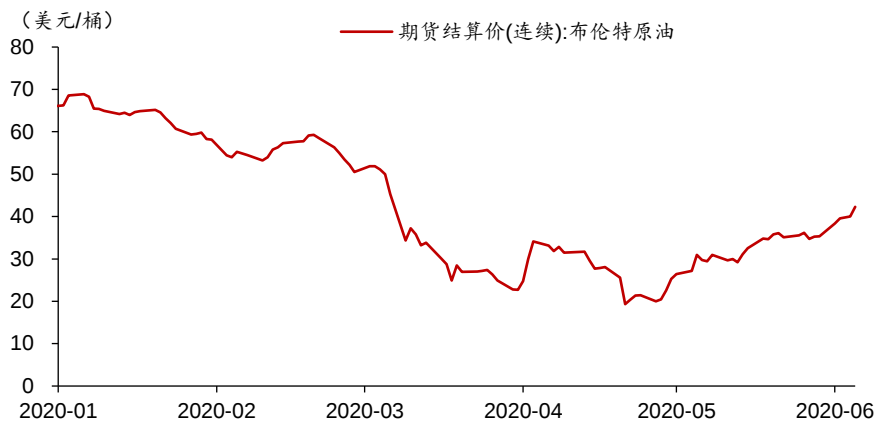
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：分产品进口金额当月同比（按美元计）

变动(pct)	6.5	39.3	8.5	(5.8)	(20.2)	6.9	(11.4)	1.1	0.4	4.8	3.9	28.8	0.0
分产品进口金额当月同比	农产品	大豆	水果	原油	铁矿砂	初级塑料	橡胶	木材	钢材	铜及铜材	汽车	飞机	集成电路
2020-05	12.2	25.0	21.7	-55.1	-2.0	-12.1	-25.7	-32.6	-2.2	-0.4	-59.9	-64.8	11.1
2020-04	5.7	-14.3	13.2	-49.3	18.2	-19.0	-14.3	-33.7	-2.6	-5.2	-63.8	-93.6	11.1
2020-03	17.3	-14.7	2.7	-9.8	4.1	-9.6	3.0	-14.8	-1.4	4.5	-13.5	-94.9	19.5
2019-12	37.9	52.7	27.8	2.9	35.5	8.7	7.4	-16.2	16.8	17.6	18.9	-59.6	30.2
2019-11	33.2	40.9	43.9	-13.5	25.9	0.5	-6.3	-11.5	-13.3	0.4	32.0	-60.4	17.5
2019-10	7.3	-19.8	13.9	-9.6	36.3	-8.7	-10.2	-12.8	-15.0	-3.7	-28.6	-78.6	-7.2
2019-09	4.9	-7.1	26.8	-7.0	55.8	-14.1	-11.5	-20.7	-18.1	-18.6	3.0	-55.8	-9.7
2019-08	4.7	-7.2	50.8	-3.5	80.6	-11.2	-13.2	-20.8	-16.5	-10.0	-16.8	-74.0	2.4
2019-07	10.3	-8.0	44.3	1.4	68.0	-6.0	-5.2	-8.2	-15.8	-15.9	-49.7	-46.6	-7.2
2019-06	-6.0	-37.0	19.8	8.2	34.6	-11.9	-27.5	-17.9	-19.5	-34.4	127.3	-37.1	-3.5
2019-05	-7.1	-31.9	34.6	5.5	24.0	-12.8	-24.3	-20.6	-22.5	-28.3	4.4	-29.4	-10.8
2019-04	16.1	2.9	64.5	15.1	23.1	8.4	19.3	10.0	-12.7	-13.7	10.0	-43.9	-1.1
2019-03	-0.1	-16.0	49.1	1.5	17.5	-12.4	-10.7	-26.8	-21.9	-19.7	-23.0	-5.1	-6.1
2019-02	2.2	-13.4	-17.1	9.1	3.9	7.7	-13.4	-10.8	-21.9	-22.9	-17.7	112.8	-10.6
2019-01	16.5	-7.1	43.3	-0.5	-2.1	-4.4	-19.6	-17.0	-5.9	-5.0	-6.0	100.0	-7.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

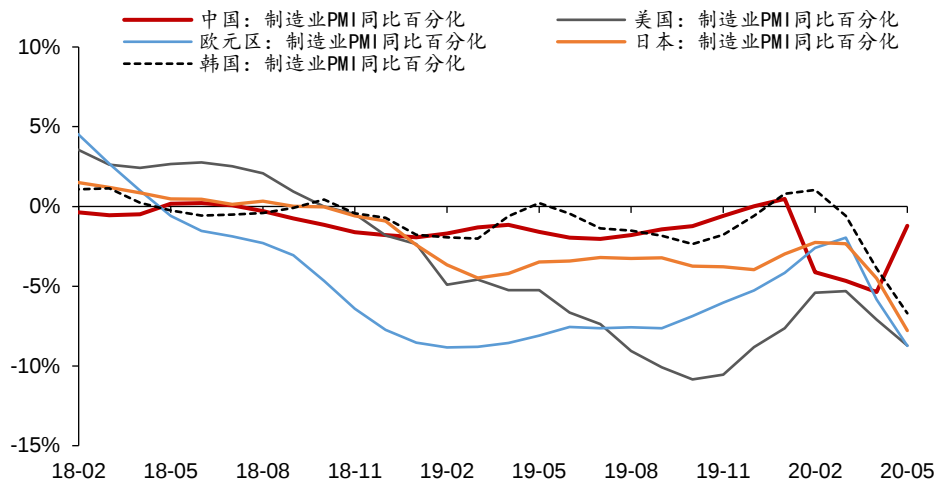
图表9：布伦特原油 5 月均价较 4 月明显环比上涨，对进口数据贡献较大



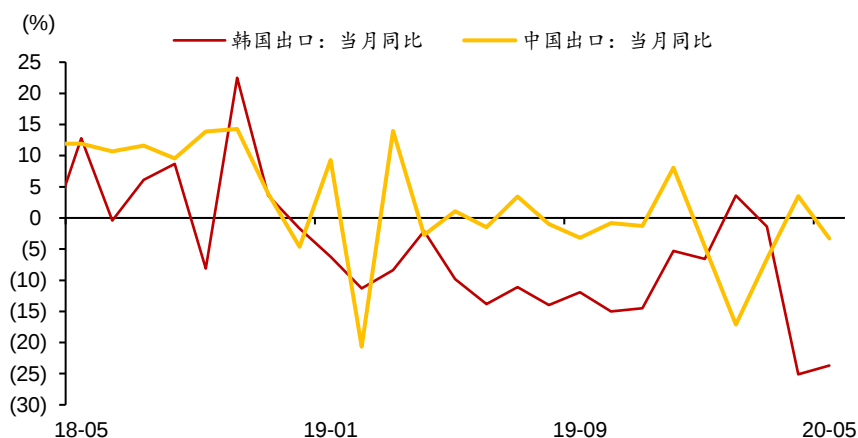
资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场的逻辑推演与传统前瞻指标迟迟没能得到数据验证。但我们认为，海外疫情尚未完全受控，至少未来一两个季度，主要经济体需求仍存下行压力，大概率仍会在我国出口数据上有所反映。韩国是出口导向型国家的典型代表，同时其国内疫情控制也相对较好；此外，由于韩国出口的产品结构以及主要出口国家与中国的情况相似，两国的出口额同比变化在历史上较为一致。韩国出口金额 5 月同比-23.7%（前值-25.1%），下滑较为严重。近一个季度，两国出口同比走势背离加大，或主要由于中国复工复产情况好，大量出口医疗器械/抗疫产品因素导致，而韩国的出口数据说明全球外贸需求下行压力切实存在。

同时，我们认为各发达经济体制造业 PMI、以及我国的出口订单 PMI，通常仍是对我国出口数据有较强领先性的指标；经同比百分化调整后的各国制造业 PMI，除我国 5 月份降幅有所收窄外，美、欧、日、韩均较前值继续下行。客观看待，进出口数据受季节性、当月工作天数、基数等影响较大，与其关注单月波动，我们认为更需关注中期趋势。未来一到两个季度，应对外需下行压力仍是经济工作重要议题之一。但同时，对 GDP 形成贡献的衡量指标应是“出口-进口”的净出口；我们认为我国仍将继续维持贸易顺差格局。

图表10： 经同比百分化处理的各国 PMI，5 月份，除我国改善外，主要经济体均弱于前值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 韩国的出口数据说明全球外贸需求下行压力切实存在

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

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_4715