

如何理解出口增速超预期？

证券研究报告
2020 年 05 月 07 日

作者

4 月美元计价出口增速 3.5%，较 3 月出口增速上升 10.1%，明显好于 -17.5% 的 WIND 一致预期。但是如果剔除基数效应、防疫物资出口、复工释放积压订单等特殊因素，4 月出口增速可能是两位数负增长，和实际感受及市场预期的差距并不悬殊。

参考 4 月官方制造业 PMI 新出口订单指数只有 33.5，考虑到基数效应和复工效应消退，预计 2 季度出口增速还将面临下行转负的压力。随着欧美疫情进入平台期，开始放松管控、重启经济，预计外需和出口增速将在 3 季度出现 U 型反弹。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：海外疫情随复工再度反复；中美贸易摩擦重新加剧



4 月出口增速（美元计价，下同）3.5%，较 3 月出口增速上升 10.1%，明显好于-17.5%的 WIND 一致预期。但是如果剔除基数效应、防疫物资出口、复工释放积压订单等特殊因素，4 月出口增速可能是两位数负增长，和实际感受及市场预期的差距并不悬殊。

4 月出口有几个特殊因素需要罗列：

一是基数效应。历年 4 月出口金额占 1-4 月比重在 27%-28%之间，但 2019 年 4 月比重仅 26%，因此 2020 年 4 月出口数据面临较往年偏低的同比基数。2019 年 3 月出口同比增长 14%，4 月同比降至-2.7%。粗略估计，低基数对 2020 年 4 月出口增速的贡献在 6.3%左右（按照 2019 年 4 月占比达到平均 27.2%计算）。

表 1：历年 4 月出口金额占 1-4 月出口金额的比重

4 月出口金额占 1-4 月比重		4 月出口金额占 1-4 月比重	
2005	28.5%	2013	26.9%
2006	28.1%	2014	27.7%
2007	27.9%	2015	25.5%
2008	28.0%	2016	27.2%
2009	27.2%	2017	27.1%
2010	27.5%	2018	26.8%
2011	28.0%	2019	26.0%
2012	27.5%	2020	29.5%

资料来源：WIND，天风证券研究所

二是防疫物资出口需求大增。今年 4 月出口占比高达 29.5%，明显高于往年。对比部分主要出口商品 3 月-4 月的出口金额，可见纺织纱线、织物及制品和医疗仪器及器械的出口增速出现了 50%左右的暴增，对应了口罩、防护服、检测试剂盒、测温仪、呼吸机等防疫物资。因此 4 月出口增速超预期，还与海外疫情蔓延刺激国内防疫物资出口有关。

据海关统计，3 月-4 月全国共验放出口主要防疫物资价值 712 亿元，其中 4 月下旬的日均出口额是月初的 3 倍以上。由此估计今年 4 月防疫物资出口额超过 500 亿元（约 75 亿美元），4 月防疫物资出口贡献了接近 4%的出口增速（2019 年 4 月货物出口额为 1935.45 亿美元）。

表 2：部分主要出口商品 3 月和 4 月的出口增速对比

主要出口商品	3 月同比 %	4 月同比 %	增速差 %
纺织纱线、织物及制品	-6.3	49.4	55.7
医疗仪器及器械	2.0	50.3	48.3
船舶	-30.7	-12.0	18.7
灯具、照明装置及类似品	-21.4	-3.1	18.3
家具及其零件	-16.1	-13.3	2.9
药材	11.5	13.6	2.2
农产品	4.0	5.4	1.4
液晶显示板	-19.7	-19.4	0.3
成品油(海关口径)	0.4	-2.4	-2.9
水海产品	-12.6	-15.6	-3.0
集成电路	10.2	7.0	-3.2
未锻造的铝及铝材	-4.7	-9.7	-5.0
服装及衣着附件	-24.8	-30.3	-5.5
玩具	-2.0	-11.0	-9.0
箱包及类似容器	-22.8	-39.9	-17.1
肥料	2.8	-30.0	-32.8
稀土	50.0	-19.7	-69.7

资料来源：WIND，天风证券研究所

另外考察国内对不同国家和地区出口增速的变化情况，也与疫情严重性有一定关系。对于 4 月前疫情比较严重的美国、欧洲和日本，4 月相比 3 月的出口增速回升基本在 20% 以上；对于疫情尚不严重或已经基本控制的地区如韩国和非洲，出口增速的变化并不显著，再次可见防疫物资出口对 4 月出口增速的贡献。

表 3：对部分国家和地区 3 月/4 月的出口增速对比

	美国	欧盟	日本	韩国	东南亚国家联盟	非洲
3 月	-20.8	-24.2	-1.4	1.4	7.7	-4.0
4 月	2.2	-4.5	33.0	8.4	4.2	-6.5
增速差	23.0	19.7	34.4	7.0	-3.5	-2.5

资料来源：WIND，天风证券研究所

三是复工效应。3 月规模以上工业企业增加值同比增速仅为 -1.1%，距离疫情前的 6% 左右仍有较大差距，因此预计 4 月工业企业的复工复产过程仍在继续。作为参考，4 月六大发电集团发电耗煤为去年同期的 87%，高于 3 月的 80%。据此推测，4 月（尤其是中上旬）可能仍有部分前期积压订单刚刚完成出口交货，对 4 月出口增速有一定推升作用，但具体幅度难以准确估算。

总的来说，如果剔除基数效应、防疫物资出口和复工释放积压订单等特殊因素，4 月出口增速可能在 -10% 左右，低于 3 月的 -6.6%，但仍高于市场预期的 -17.7%。根据我们经验，出口数据月度间波动较大、缺少跟踪数据、难以精确估计，所以与预期有较大偏离也是正常的。

参考 4 月官方制造业 PMI 新出口订单指数只有 33.5，考虑到基数效应和复工效应消退，预计 2 季度出口增速还将面临下行转负的压力。随着欧美疫情进入平台期，开始放松管控、重启经济，预计外需和出口增速将在 3 季度出现 U 型反弹。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_5370

