



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

生产替代与积压订单释放推动出口好于预期

—4月外贸数据点评

2020年5月8日

分析师:

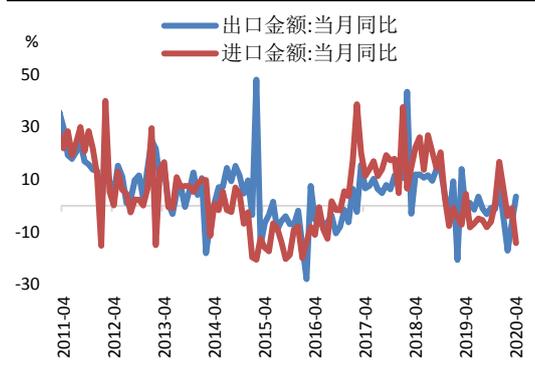
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

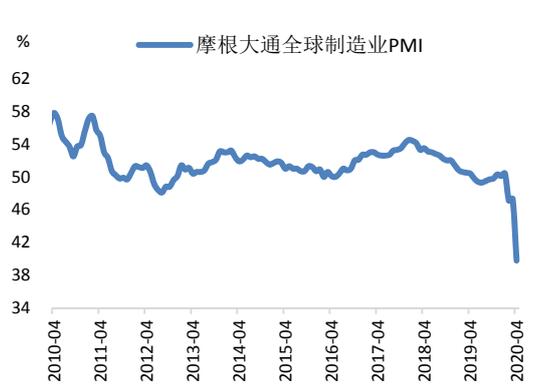
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

进出口增速



生产与订单



相关报告

- 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
- 《供给好于需求 内需仍需提振—3月及一季度宏观经济数据点评》
- 《内需有所启动 外需持续拖累—4月PMI数据点评》

内容提要:

4月中国进出口总值(以美元计价,下同)同比下降5.0%,其中出口增长3.5%,预期下降17.5%,前值下降6.6%;进口下降14.2%,预期下降16.2%,前值下降1.0%;贸易顺差453.4亿美元,前值199.3亿美元。

4月出口同比增速好于市场预期,主要是受低基数、海外供给中断推动对部分中国产品需求上升、前期积压订单的持续释放、人民币汇率贬值以及抗疫相关产品出口大增等因素的影响,但同时与制造业PMI中的新出口订单指数大幅回落形成背离。虽然短期的生产替代效应推动中国高技术产品挤占全球市场份额,但考虑到劳动密集型企业吸纳就业的总体能力比资本密集型强,国内就业市场压力仍然较大。

4月进口同比跌幅略好于市场预期,主要是受国内投资启动较慢、库存偏高、高基数等因素影响。

综合来看,海外市场陆续复工有助于外需的恢复,但同时中国生产替代效应减弱,叠加前期积压订单释放或接近尾声,全球制造业PMI持续回落,未来出口仍面临较大不确定性。进口方面,短期仍没有明显的去库存迹象,但若未来基建与房地产投资进一步加速、消费补偿性回升,有助于消化前期积压库存,进口增速则有望低位回升。

风险提示: 通胀超预期,央行超预期调控,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

事件：海关总署 5 月 7 日公布的数据显示，4 月中国进出口总值（以美元计价，下同）同比下降 5.0%，其中出口增长 3.5%，预期下降 17.5%，前值下降 6.6%；进口下降 14.2%，预期下降 16.2%，前值下降 1.0%；贸易顺差 453.4 亿美元，前值 199.3 亿美元。

点评：4 月出口数据大超预期，受低基数以及海外供给中断推动对部分中国产品需求上升等因素的影响。5 月起美欧渐进式复工，生产替代需求下降，叠加居民谨慎预期上升、购买力下降，出口增速或再度回落。此外，对就业贡献较大的劳动密集型产品出口情况持续不佳，就业压力尚存。

1、出口大幅好于预期，受低基数、生产替代、积压订单释放等因素推动

4 月出口同比增长 3.5%，好于市场预期（下降 17.5%），主要是受低基数以及海外供给中断推动对部分中国产品需求上升等因素的影响，但同时与制造业 PMI 中的新出口订单指数大幅回落形成背离。

第一，2019 年 4 月出口同比下滑 2.7%，远低于 2017-2018 年同期均值水平（增长 9.3%），低基数效应推动今年 4 月同比增速上升。

第二，3 月下旬起海外疫情持续发酵，相当数量的国家采取停工停产等措施应对疫情，这些国家供给断崖式下降（制造业 PMI 基本在 30-40%，部分国家甚至低于 30%）但部分需求仍有刚性，导致对中国产品进口需求大增。生产替代效应带来的增量超过了外需低迷导致的缩量，从而推动中国出口增速超预期上升。其中，对美国、欧盟出口增速较 3 月回升 20 个百分点左右，对日本则回升 34.4 个百分点。

第三，前期积压订单的持续释放，有助于 4 月出口增速转正，对发达国家出口尤其明显。

第四，3 月人民币汇率贬值 1.48%，一定程度上推动了出口增速的回升。

第五，抗疫相关产品出口大增，对整体亦有贡献。如 4 月包含口罩在内的纺织纱线、织物及制品出口金额（146.2 亿美元）同比大增 49.4%，若按常规时期 100 亿美元/月计算，超出部分为 4 月出口增速额外贡献 2.3 个百分点。

不过，有几个方面的问题值得关注。首先，4 月出口增速超预期与制造业 PMI 新出口订单形成背离，后者从 3 月的 46.4% 降至 4 月的 33.5%，两者背离则可能和调查样本的行业分布相关。由于新出口订单指数是市场判

断 4 月出口方向的重要参考，从而导致市场对出口增速的预期较低。其次，从出口商品类别看，资本密集型产品表现明显好于劳动密集型，4 月高新技术产品、机电产品出口金额同比分别增长 10.9%、5.5%，较 3 月提升 18.4、14.4 个百分点；4 月服装、玩具出口金额同比分别下降 30.3%、11.0%，跌幅较 3 月扩大 5.5、9.0 个百分点。虽然短期的生产替代推动中国高技术产品挤占全球市场份额，但考虑到劳动密集型企业吸纳就业的总体能力比资本密集型强，国内就业市场压力仍然较大。此外，3-4 月全球制造业 PMI 持续回落，4 月韩国出口同比下降 24.3%，表明全球需求整体萎缩，中国很难独善其身，未来出口仍存有回落可能。

2、进口略好于预期，主要受制于投资恢复较慢以及库存偏高等因素影响

4 月进口同比下降 14.2%，好于市场预期（下降 16.2%），主要是受国内投资启动较慢、库存偏高、高基数等因素影响。

首先，国内投资需求尚未全面启动，终端需求恢复较慢，影响进口节奏和规模。在 4 月 PMI 调查的 21 个行业中，纺织等 15 个行业新订单指数低于生产指数，行业需求复苏滞后于生产，反映订单不足的企业占比高达 57.7%，部分企业反映市场需求疲软，产品销售面临困难，订单回补尚需时日。

其次，从中观数据看，供给恢复状况持续好于需求，进口需求不高。其中，发电耗煤量尚未恢复至正常水平，产成品库存连续 4 个月上行并达到 2013 年 4 月以来最高，螺纹钢库存虽有回落但仍在历史高位。

此外，2019 年 4 月进口同比增长 4.5%，增速在当年内仅次于 12 月，而且是在 2018 年同期大幅增长 22.3% 的基础上取得，基数偏高拖累今年 4 月进口增速。

综合来看，海外市场陆续复工有助于外需的恢复，但同时生产替代效应减弱，叠加前期积压订单释放或接近尾声，全球制造业 PMI 持续回落，未来出口仍面临较大不确定性。进口方面，短期仍没有明显的去库存迹象，但若未来基建与房地产投资进一步加速、消费补偿性回升，有助于消化前期积压库存，进口增速则有望低位回升。

风险提示：通胀超预期，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，16年证券从业经历，15年宏观经济研究经验，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其

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_5264

