

2020年05月09日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 二季度出口超预期的可能性值得关注

## ——4月贸易数据点评

## 事件：

5月7日,海关总署公布4月份中国以美元计价的货物贸易出口、进口增速分别为3.5%（前值-6.3%）和-14.2%（前值-0.8%）。出口增速显著好于市场一致预期。出口超预期的一个可能的假说是海外供给收缩快于需求收缩,从中国增加进口弥补供应缺口。从目前的证据来看,这种假说成立的可能性值得认真考虑,虽然还难以判定大概率成立。即使如此,我们对于二季度出口的判断可能仍较市场一致预期更乐观。

## 投资要点：

- **四月贸易出口数据好于市场预期。**4月新冠疫情扩散引发主要经济体实施社交隔离,经济增长大幅下滑。本应受到巨大负面冲击的中国出口数据强劲反弹优于市场一致预期令人困惑。同时,从细项数据看,中国对发达国家和金砖国家出口增速背离、不同品种的产品的出口增速背离同样令人费解。我们认为,抗疫物资加速出口以及社交活动线上化的需求增加产生了对一些产品的需求或能对出口数据的异常提供一定解释,但对出口增速整体反弹、以及对发达国家出口增长反弹和机电产品出口反弹现象解释不足。
- **海外供给收缩快于需求收缩刺激中国出口的假说有一定解释力。**除了上述因素外对于出口数据的偏强,市场上存在两种解释:一些分析认为前期国内封锁期间积压订单的执行对出口增长构成了支撑;另一些分析认为发达国家经济体需求收缩慢于供给收缩,刺激了中国出口。前者难以解释出口增速在国别和品类上的背离,而后者的解释力度更强,尽管后者也难以说是大概率成立。
- **二季度出口形势或优于市场一致预期。**除抗疫物资与社交活动线上化需求有一定持续性之外,海外供给端的萎靡为我国出口提供机遇的即使不算大概率事件也值得适当考虑。参考以上两点,我们认为二季度的出口数据可能好于较为悲观的市场一致预期,经济反弹力度也可能超预期。此外,四月进口增速下滑或与大宗商品价格下跌以及抢进口结束有关。

风险提示：经济低于预期，政策不及预期，国内外疫情超预期恶化

## 相关报告

《4月PMI数据点评：通缩压力持续显现》——2020-05-05

《创业板试点注册制点评：资本市场的市场化改革再进一步》——2020-04-28

《证监会《指引》点评：推进新三板改革，公募基金参与投资精选层》——2020-04-19

《4月17日政治局会议点评：前所未有负增长之后的政策部署》——2020-04-18

《一季度经济数据超预期的背后：谁挽救了GDP？》——2020-04-17

## 1、出口数据迷雾重重

考虑到主要发达国家 4 月份都经历较大程度的社交封闭和经济的大幅下滑，4 月中国出口增速的显著反弹大大超出了市场一致预期——令人颇为费解。

从国别来看，对于美欧日等发达国家的出口同比反弹比较明显，但是对于印度、巴西、南非等金砖国家的出口增速则大幅下行。

从品类来看，在劳动密集型产品的出口中，纺织品出口增速从 3 月的-6.3%上升到 4 月份的 49.6%，服装和家具的出口增速却较 3 月份下滑并分别出现了超过 30%和 22%的负增长。与此同时，4 月份高科技和机电产品的出口都明显反弹，其中计算机及配件的出口同比增速从 3 月份的-3.7%上升到 4 月的 50.1%。

国别、品类数据的彼此背离使得 4 月贸易数据更显迷雾重重。

## 2、防疫物资与社交线上化的需求仅提供部分解释

除了去年同期基数偏低的因素之外，抗疫物资的出口无疑对 4 月出口数据反弹构成了较大贡献。例如纺织品的出口包括了口罩、防护服、熔喷布的出口；呼吸机等医疗器械的出口也属于机电产品的一部分。此外，可能与海外大规模开展远程工作、远程教育、社交活动线上化有关，计算机及配件出口增速大幅上升。实际上，4 月份韩国电脑出口金额也同比出现了 99.3%的出口增长。

尽管如此，上述因素可能还是难以全面解释出口数据的偏强。例如，海关统计，3 月 1 日至 4 月 30 日，全国共验放出口主要防疫物资（包括口罩，防护服，呼吸机，红外测温仪，新型冠状病毒检测试剂，护目镜等）价值 712 亿元，其中到 4 月 4 日的出口为 102 亿元。这意味着 4 月抗疫物资的出口大约只能解释出口反弹 4%左右。即使再剔除到计算机及零部件出口额外贡献的 60 亿美元以及基数效应的影响，4 月商品整体的出口增长仍然较 3 月份略有改善——与海外经济的基本面仍然是背离的。

实际上，如果考虑到对金砖国家出口的下行和除了纺织品以外的劳动密集型产品出口的下行，对于发达国家的出口和机电产品的出口可能还有更明显一些的改善——即使是排除了抗疫和线上社交需求的影响。

那么究竟是什么导致了出口整体偏强，特别是对发达国家出口和机电产品出口偏强呢？

## 3、解释出口反弹的两种假说

目前市场对于出口增速偏强有两种假说：1）前期中国国内封锁情况下存在大量积压的订单，这些订单在近期的执行对中国的出口构成了支撑；2）虽然海外整体的需求下滑，但是在海外供应下滑更快的情况下，仍然有部分额外的需求转化

为中国出口企业的订单。

### 3.1、假说二更值得考虑

我们认为第一种解释恐怕解释力不够充分。如果是订单积压，为什么集中在机电产品，而对于服装、家具等劳动密集型产品影响较小？

这意味着第二种解释的可能性值得认真考虑。实际上，中国当前的出口强和进口弱的贸易图景与 2 月份贸易数据的特点是恰恰相反的：当时进口数据好于预期而出口弱于预期，而我们的解释是国内停工停产供给不足的情况下既无法对外交货，也需要增加进口弥补国内供给的不足（《2 月份贸易数据点评》）。另外一个支持性的证据是历史数据显示中国加工贸易的进口和出口存在较强的同步波动的特点，但是 4 月份却出现了加工贸易进口下降但是出口上升的背离——似乎也是既显示海外的供给存在短板也同时显示对国内产品的需求在增加。

当然，如果是中国的供给填补的海外供给的不足，似乎还也需要解释两个问题：1) 为什么这种现象集中在发达国家？2) 为什么这种现象集中在机电产品？

我们认为国别的差异可能反映出新兴市场经济体与发达国家经济体在金融财政能力方面的差异。在停工停产的情况下，新兴市场国家的居民因为收入下降需求也急剧萎缩——例如 4 月份印度的汽车销售为 0，而南非的汽车销售下滑 98%<sup>1</sup>；但是发达国家在发达的财政与金融体制的支持之下，仍然有相当的需求。

对于劳动密集型产品与机电产品的差异也许可以用中国产品的市场份额来解释。美国等发达国家本来就不制造鞋袜、玩具等产品，而中国产品的进口份额在全部进口份额中占比超过 50%。这意味着发达经济体需求的萎缩就意味着对中国出口商需求的整体萎缩。但是对于机电等产品，不仅仅发达国家本土仍有生产商，而且中国出口的份额占全部进口产品的比重也低于 50%，在海外供给收缩大于需求收缩的情况下，中国的出口商反而有可能获益。

### 3.2、假说二是否为大概率事件仍存在不确定性

虽然第二种解释似乎有一定道理，但是也存在明显不利的证据。

- 尽管与中国出口产品结构更接近一些的越南出口在 4 月出现了与中国类似的反弹，但是机电产品出口占比更高的韩国出口却在 4 月同比大幅下跌 24.3%——与第二种假说不符；
- 4 月份 PMI 出口订单指数也创下了除了今年 2 月份之外的历史第二低值 33.5，似乎显示海外需求下行显著。

在这种情况下，也很难判断第二种假说成立的概率已经高于 50%。

<sup>1</sup> <https://www.huxiu.com/article/354616.html>

## 4、二季度出口或优于市场预期

即使如此,我们认为 2 季度的出口形势可能比相对悲观的市场一致预期略微好一些:

- 一方面, 抗疫物资和社交线上化的需求对出口的拉动仍有一定可持续性
- 一方面, 尽管还难以判定其是大概率事件, 但是发达国家经济体供给不足可能反而提供给中国厂商一定机遇的可能性值得考虑。

如果出口好于预期, 这当然也意味着经济反弹的力度(包括即将公布的 4 月份的工业增加值等)也可能会好于市场一致预期。此外, 近期北京解封之后消费相关的活动也有明显的反弹。

## 5、大宗商品价格下跌与抢进口告一段落影响进口

从进口数量增速上看, 铁矿石、原油、粗铜等大宗品进口有涨有跌, 如果综合考虑基数效应并不弱。但是大宗商品价格的下跌可能导致了进口金额的明显下滑。此外, 汽车零部件、集成电路的进口从 3 月份的高点有所下滑, 可能反映出抢进口防范供应链断裂的努力告一段落。当然, 计算机及零部件科目下进口继续的高歌猛进与相关产品出口的大幅增长是匹配的——计算机制造在中国存在庞大的加工贸易部门。

**风险提示: 经济低于预期, 政策不及预期, 国内外疫情超预期恶化**

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，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为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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\\_5347](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5347)

