

## 宏观点评

### 出口链条的4大跟踪变量——兼评4月贸易数据

**事件：**以美元计，2020年4月中国出口同比3.5%（预期-17.5%，前值-6.6%）；进口同比-14.2%（预期-16.2%，前值-1.0%）；贸易顺差453.4亿美元（预期81.5亿，前值199.3亿）。

#### 1、4月出口增速超预期回升，主因有三：

- **复工带动前期积压订单交货：**3月和4月PMI生产指数分别录得54.1%、53.7%，是2018年以来的前二高，反映出生产活动恢复迅速。与之相对地，1-3月工业企业出口交货累计同比由1-2月的-19.1%大幅反弹至-10.3%，但依然是历史低位，预计4月出口交货值可能进一步抬升，反映了前期积压订单的集中释放。
- **医疗物资出口大幅提升：**海外疫情自3月以来快速爆发，美欧等国家受经济停摆以及生产能力不足影响，对医疗物资的进口需求大幅增加。4月中国出口中，纺织品（包括口罩）同比增速由3月的-6.3%大幅提升至49.4%，医疗器械同比增速由3月的2.0%大幅提升至50.3%，是本月出口增速提升最大的分项。
- **低基数：**2019年4月出口同比仅为-2.7%，大幅低于2019年3月的14.0%，低基数也是本月出口增速反弹的重要支撑。

#### 2、4月进口增速大幅下滑，主因亦有三：

- **需求恢复程度明显弱于生产：**3月和4月PMI新订单指数分别录得52.0%、50.2%，大幅低于PMI生产指数，且在过去2年中并不算高，反映出内需恢复程度较弱，从而对进口形成拖累。
- **疫情影响的滞后性：**进口数据的统计口径是海关到岸商品，由于运输需要时间，因此疫情对部分商品进口的影响存在滞后性。例如，4月进口商品中，增速较3月下跌幅度最大的主要有汽车和底盘、原油、纸浆、成品油等，这些商品大多采取海运的方式，从发货到进港往往需要1-2个月的时间，因此4月进口的大幅下滑，部分反映了2月末至3月初疫情高峰时期的采购意愿下降。
- **高基数：**2019年4月进口同比4.5%，高于2019年3月的-7.2%，高基数也在一定程度上对本月进口增速形成拖累。

#### 3、后续出口仍不容乐观，建议跟踪4大变量：

- **海外复工状况：**4月全球主要经济体制造业PMI均大幅下滑至历史低位，短期来看外需依然低迷。当前美欧各国普遍在5月推行复工，需关注其复工进展以及经济恢复状况。
- **新兴国家疫情状况：**中国1-4月累计进出口中，东盟占比达14.9%，同比增长5.7%，已成为中国第一大贸易伙伴。目前主要新兴国家新冠确诊病例数较低且增长缓慢，主要原因在于检测规模过低，东南亚国家每千人检测数量仅为发达国家的几十分之一。若新兴国家疫情持续爆发导致经济被迫停摆，则出口将面临新一轮压力。
- **中美贸易摩擦再度升级的可能性：**近期特朗普多次表示可能对中国商品加征新的关税，作为对疫情的“补偿”。倾向于认为，出于竞选考虑，特朗普将疫情责任推卸给中国、对华贸易上更加强硬的可能性提升，中美贸易摩擦再度升级的风险不容轻视。
- **出口转内销的效果：**4.17政治局会议首次提出“支持企业出口转内销”，近来财政、海关、税务等相关部门已出台了一些举措，包括暂免征收加工贸易货物内销缓税利息、内销选择性征收关税等。

**风险提示：**全球疫情超预期演化；中美冲突超预期演化。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

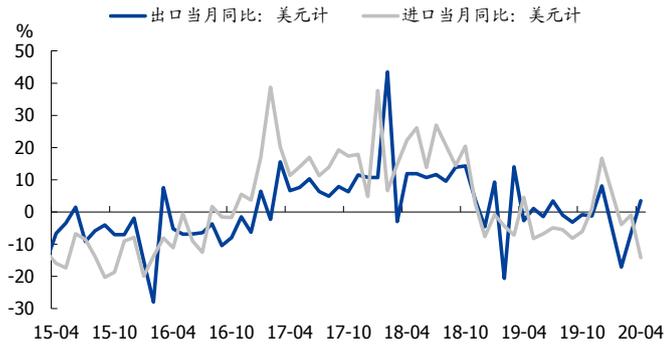
邮箱：liuxinyu@gszq.com

#### 相关研究

- 1.《出口恶化的三大影响——兼评3月贸易数据》2020-04-14
- 2.《真实压力加大——4月PMI的4大信号》2020-4-30
- 3.《2019年进出口均创新低，2020年会反弹么？——兼评12月贸易数据》2020-1-15
- 4.《关注2020年出口链条的四大主线——兼评11月贸易数据》2019-12-8

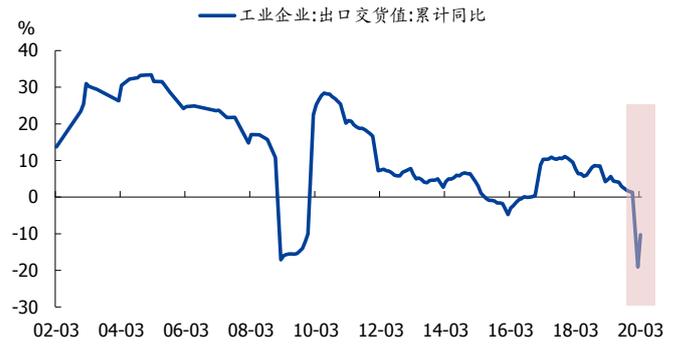


图表 1: 4月中国出口同比反弹, 进口同比大幅下滑



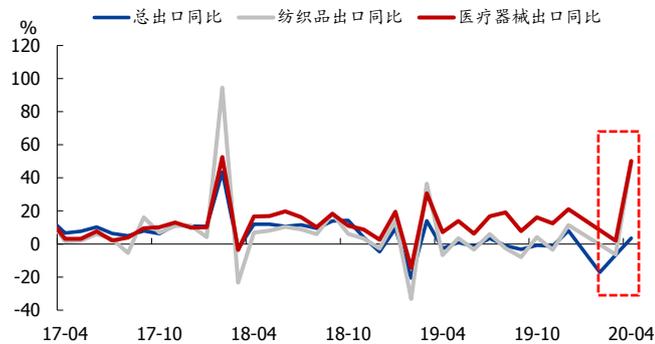
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 3月出口交货同比有所反弹但仍处在低位



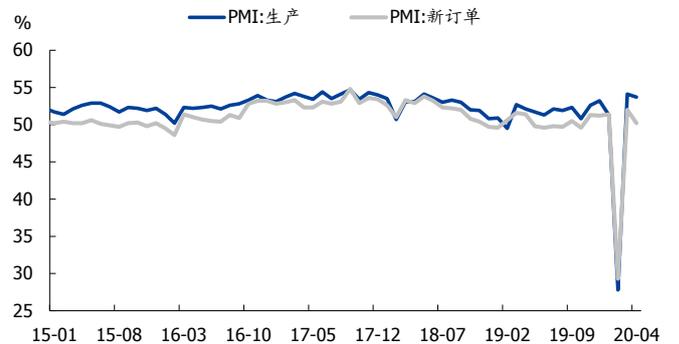
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 4月纺织品和医疗器械出口增速大幅提升



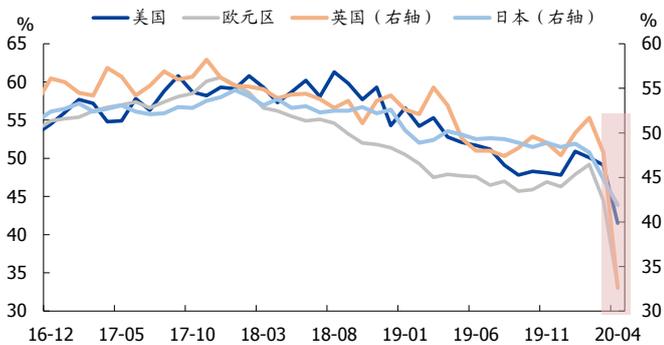
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 国内需求恢复程度明显弱于生产



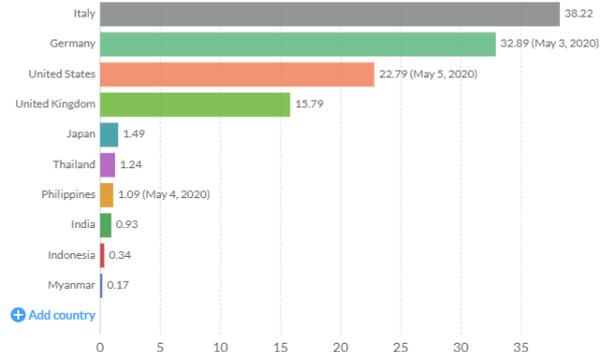
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 4月主要经济体制造业 PMI 大幅下滑至历史低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 新兴国家每千人新冠检测数量严重偏低



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 风险提示

全球疫情超预期演化; 中美冲突超预期演化。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

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\\_5371](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5371)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn