

宏观点评 20220509

疫情对我国进出口的冲击将延续多久？

2022年05月09日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《常态化核酸检测如何防扩散、降成本、促就业？》

2022-05-07

《非农数据点评：劳动参与率下降是否会使美联储重新考虑加息75bp？》

2022-05-06

《美联储缩表影响市场的三大猜想》

2022-05-06

■ 疫情冲击下我国出口韧性犹存，2022年4月同比增速录得3.9%（以美元计，下同），虽有所下滑，但仍超市场预期的2.7%；进口与去年持平，同比增速0.0%（预期-3.0%），贸易顺差扩大至511亿美元。疫情对于我国进出口的冲击非对称，对进口的负面影响或在全年延续，而对出口的影响更为短暂，考虑到港口堵塞最严重的阶段或已过去，物流也在逐步修复，我们预计疫情对于出口的负面影响或在三季度有所好转。进口恶化程度大于出口的趋势下，“衰退式贸易顺差”或重现。

■ 超市场预期的出口数据下有何隐忧？

分区域看，美国仍为我国出口增长的主要驱动力，4月我国对美出口同比增速录得9.4%（3月为22.4%），欧盟和东盟分别回落至7.9%和7.6%（图1）。不过我国对美出口份额已经有所下降，部分流失份额或被越南企业赢得。2022年越南出口强劲，3-4月出口增速连续两月超我国，占美国进口比例持续回升（图2-图3）。

分产品看，拉动力前三分别为稀土（同比+100.8%）、铝材（同比+78.9%）、箱包（同比+30.8%）（图4）。受到工厂停工的干扰，汽车同比增速降至8.6%。产品结构方面，2022年4月铝材、鞋靴、塑料制品等占比较2021年4月明显提升，自动数据处理设备、手机等占比回落（图5）。

■ 进口受到哪些产品的拖累？4月进口数据最大的拖累来自飞机、食用植物油和铁矿，同比分别降69.8%、55.3%和31.3%，大宗商品价格的上涨不足以弥补内需疲软对进口的拖累（图6）。其实不光我国，全球需求都有下滑迹象，这体现在了韩国的出口上，韩国4月出口增速放缓，对中国的出口同比增速转负，录得-3.4%（3月同比增17%）。

■ 进口恶化程度大于出口，衰退式贸易顺差或重现。如图7所示，2015年和2019年，我国出口增速分别受到外需疲软和贸易战的影响，一度陷入负增长区间，但是在内需疲软下，进口增速更低，导致衰退式贸易顺差的出现。2022年在“零容忍”政策下，严格的封锁对工业生产及供应链产生负面影响，拖累我国进出口。此外，出口增速的下滑或将抑制中间品的进口，叠加内需疲软，进口的恶化比出口严重，2015年和2019年的非典型性贸易顺差或重现。

■ 那么，疫情对于物流和供应链的扰动有多大？

从较为积极的角度，港口堵塞最严重的阶段或已过去。2022年4月上海港口堵塞程度不及去年峰值，运价或在未来2-3个月维持高位，但上涨空间有限。根据标普全球的数据，2022年3月初以来，上海港口的总拥堵水平增加了约30-40%，但仍低于去年第三季度的峰值，并且4月末，在上海港口等待卸货的船舶数量也已回落（图8-图9）。

在上海疫情得到控制、封锁政策有所缓和下，卡车司机运力最紧张的时间或已过去，助力港口堵塞的缓解。根据Project 44的数据，集装箱在上海港口停留时间在限制措施刚生效时为不到5天，封锁高峰期多达15天，而4月27日平均等待时间已下降至10天。

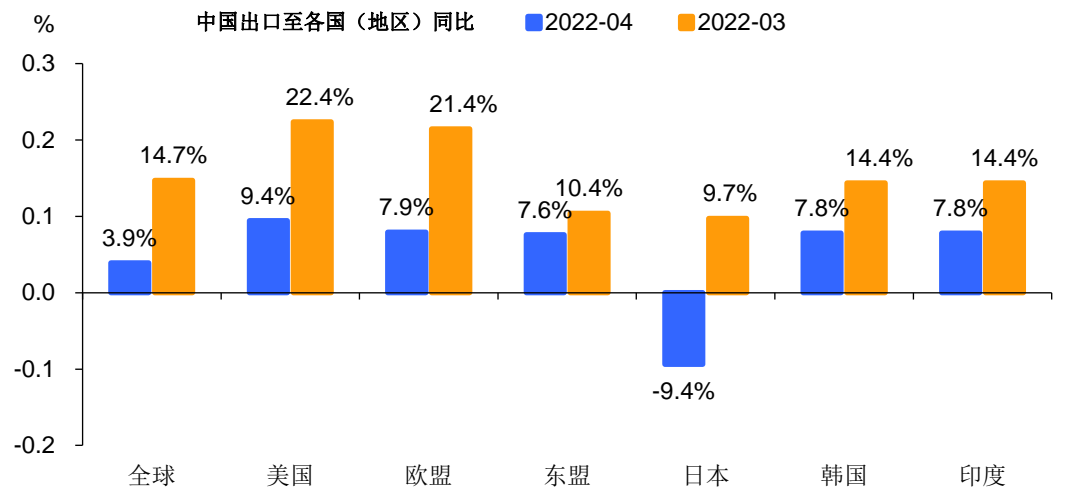
■ 但是微观的企业层面，在华制造业企业面临原材料和零部件短缺、存货堆积等挑战，业绩或将受到拖累。我们此前的报告指出，卡车司机是供应链的重要组成部分，他们将原材料从沿海港口运往内陆工厂。卡车司机短缺下，我国制造业受到冲击：

首先，企业获得原材料和零部件所需时间更长。中国欧盟商会报告显示，港口关闭、公路货运量下降以及高昂的海运价格等原因导致供应链上下游面临严峻考验，92%的受访企业表示受到严重影响（图12）。再者，向客户运送产品面临挑战，叠加需求疲软，造成企业仓库内产品堆积，存货管理面临挑战，或导致成本增加。2022年4月，我国企业产成品库存已飙升至近十年来的高位（图13）。

■ 总体来看，疫情对于进口的冲击大于出口，持续性也更强，我国贸易顺差的扩大或延续至2022年三季度。在物流延迟、公路货运受阻和生产扰动下，第二、第三季度制造业企业业绩承压。

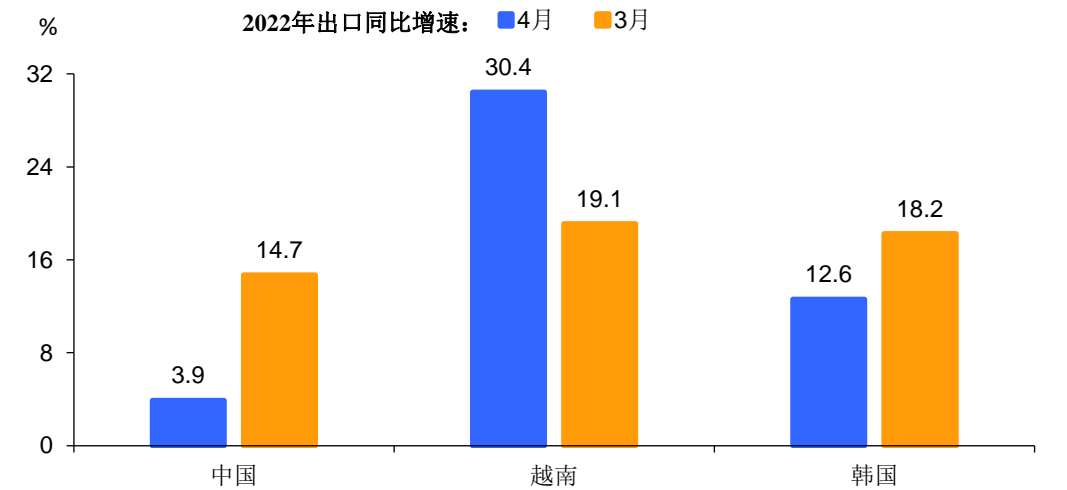
■ 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

图1: 我国出口至各国家或地区增速



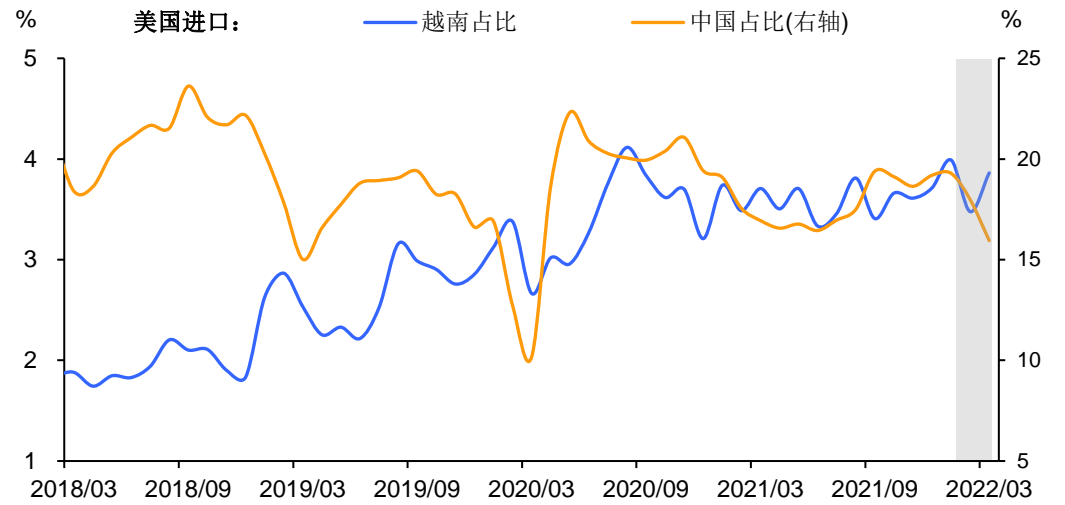
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年4月越南出口同比增速领跑, 连续两个月超过中国



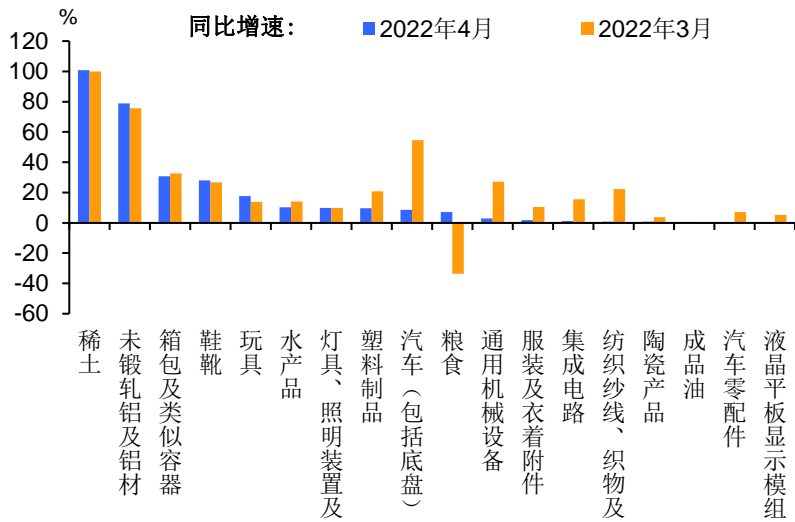
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年美国自越南进口占比提升, 部分抵消了自中国进口占比的下降



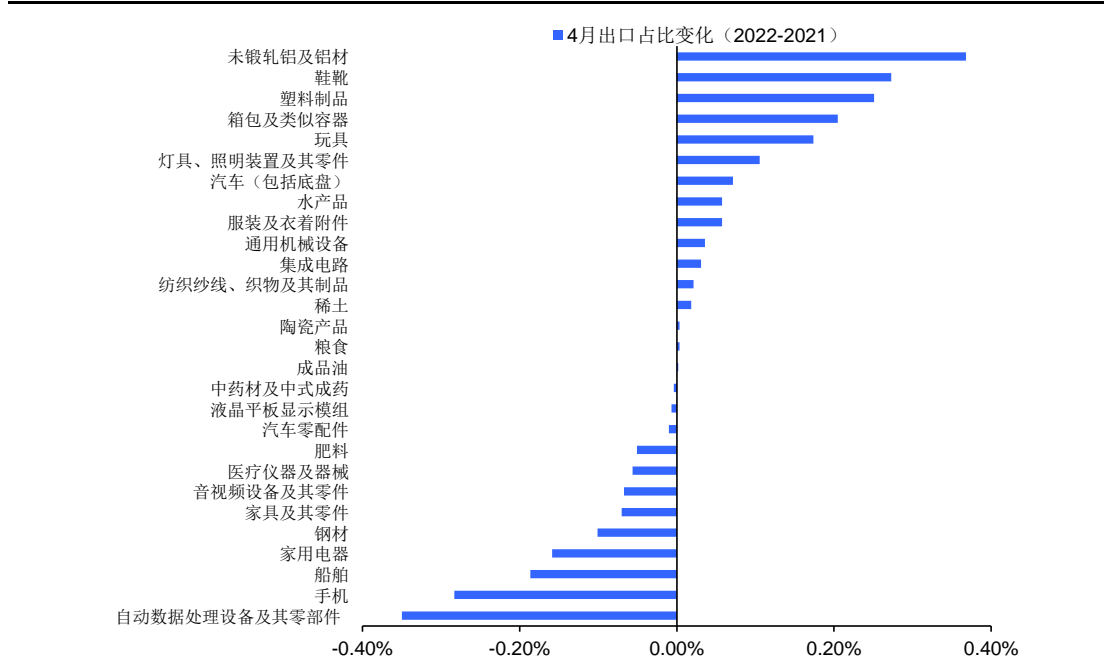
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 我国出口各产品同比增速



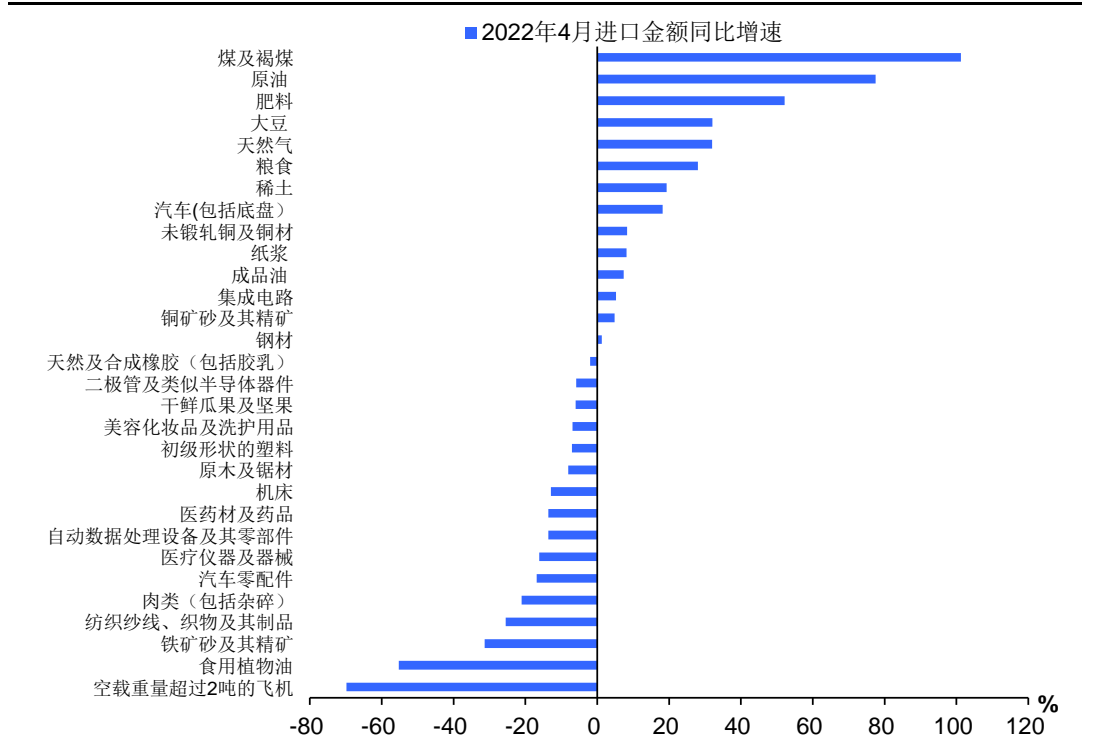
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图5: 我国出口结构变化



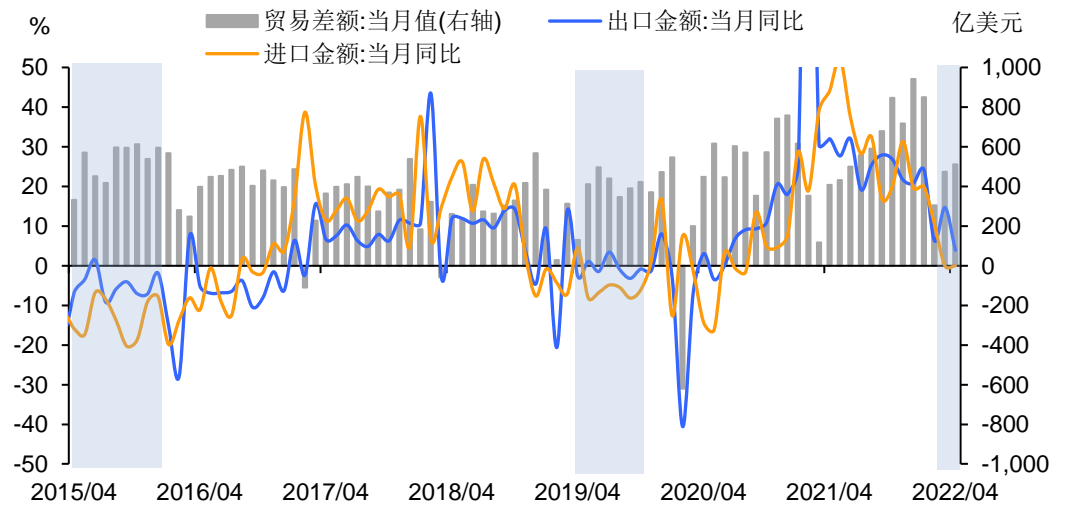
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图6: 2022年4月进口同比增速



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

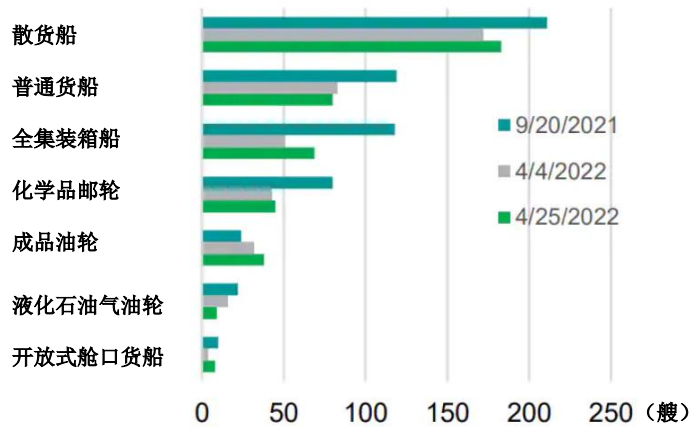
图7: 2022年“衰退式贸易顺差”或重现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022年4月, 上海港的总拥堵水平低于去年峰值

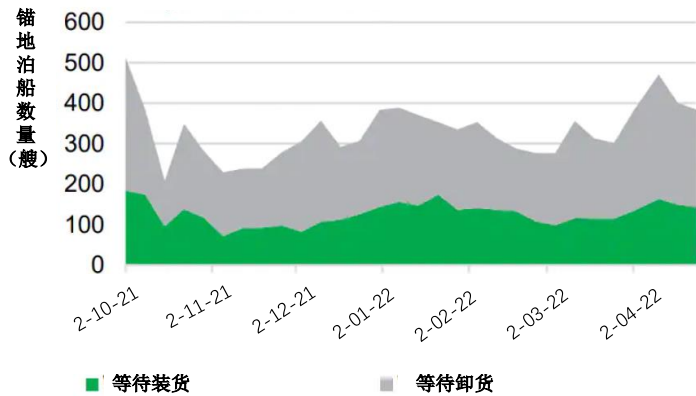
上海港拥堵情况(主要商用船): 2022年4月vs 2021年9月的峰值



数据来源: 标普全球, 东吴证券研究所

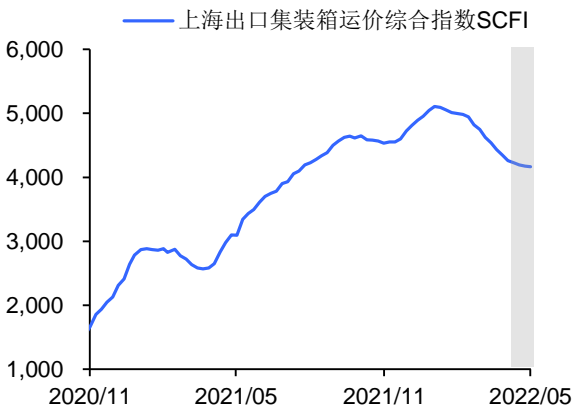
图9：2022年4月末，上海港等待装卸货的船舶数量已回落

上海港等待装卸货的船舶数量（主要商用船）



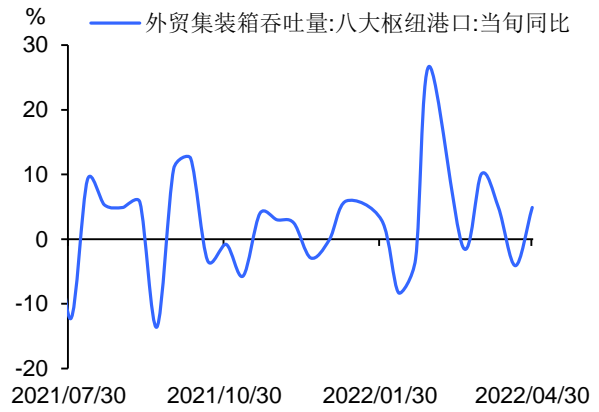
数据来源：标普全球，东吴证券研究所

图10：港口拥堵下运价回落的态势趋缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

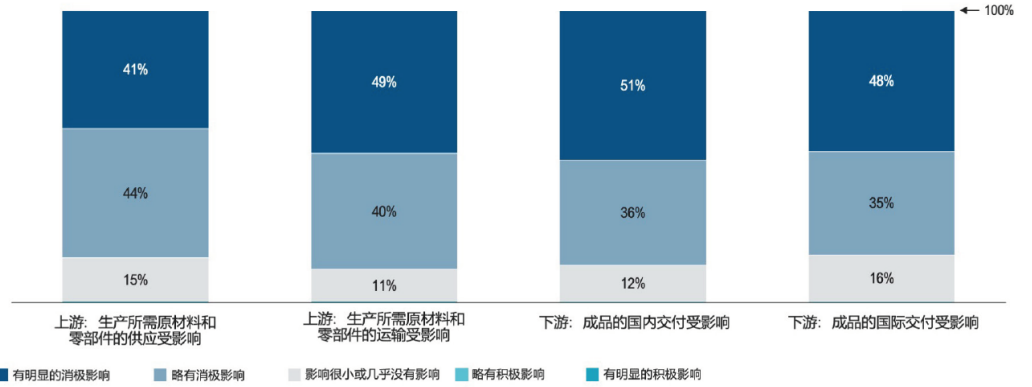
图11：外贸集装箱吞吐量尚未体现疫情影响



数据来源：Wind，东吴证券研究所

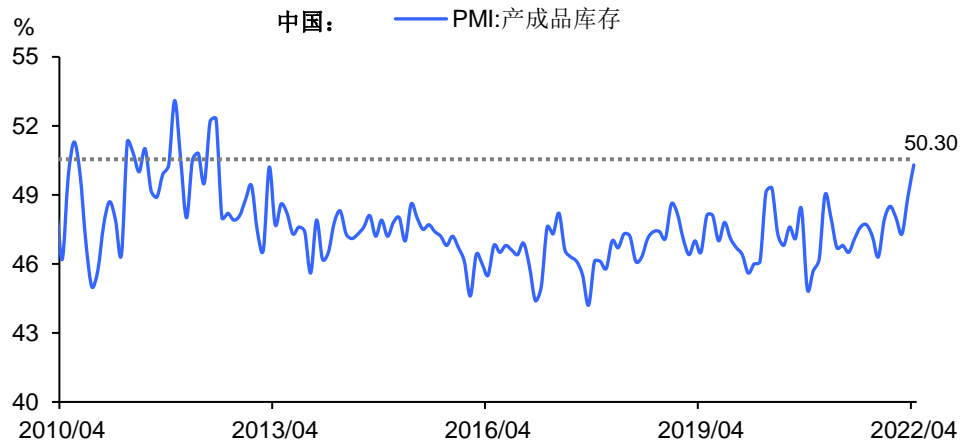
图12: 我国严格的疫情防控政策下, 供应链上下游企业面临严峻考验

自从国内开始实施更为严格的疫情防控措施, 贵公司的供应链受到了哪些影响? ¹⁾



数据来源: 中国欧盟商会, 东吴证券研究所

图13: 2022年4月, 我国产成品库存已飙升至近十年来的高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>