

低基数下进口超预期，出口有望维持高位

宏观专题报告

2021年6月9日

报告摘要：

● 5月进出口数据显示，出口表现虽小幅不及预期，仍处高位；进口表现超预期

5月我国出口2639.2亿美元，同比增长27.9%，预期增31.9%，前值增32.3%，比2019年同期增长23.4%；5月我国进口2183.8亿美元，同比增长51.1%，预期增50.9%，前值增43.1%，比2019年同期增长26.4%；贸易顺差455.4亿美元，前值428.6亿美元，同比减少26.5%，预期537.6亿美元。

● 我们认为美国等主要贸易伙伴需求旺盛是支撑我国出口维持高位的核心因素

5月美国制造业PMI指数从4月的60.7上行至61.2；同时5月美国PMI新订单指数也从前值的64.3跳升至67.0，新订单指数的上升表明美国当前需求热度依旧处高位。然而与之形成鲜明对比的5月美国PMI就业指标却从4月的55.1下滑至50.9。美国当前面临的生产滞后和供需不平衡进一步加大美国对进口的需求，对我国出口形成有力支撑。分项数据上来看，以机电产品为代表的生产相关商品受海外需求修复的影响最为显著；随着疫苗接种在全球加速普及，叠加去年同期的高基数效应，防疫物资出口在5月进一步回落。

● 我们认为5月进口超预期主要受益于去年的低基数和国内需求的稳定增长

2020年5月，疫情在海外蔓延，多国生产陷入停滞，导致我国去年5月进口同比下滑了16.4%。受到同期低基数影响，今年5月进口同比实现了51.1%的增速。受到全球经济复苏、各国大规模财政刺激、市场流动性宽松等因素的影响，全球大宗商品价格持续攀升，对进口金额同比增速走高形成支撑。分国别来看，美国成为四大贸易伙伴中进口增速唯一下降的国家，对发展中国家进口增速显著抬升。分项数据上来看，钢铁呈现量价齐升的态势，农产品进口增幅大幅回落。

● 我们认为在全球经济共振复苏的背景下，中国出口高景气有望得到延续

5月美国与欧元区PMI均较4月有所回升，表明当前海外需求依然保持高位，同时考虑到美国当前就业市场恢复依旧缓慢，供需缺口恐继续拉大，对进口的依赖程度将进一步提高，进而对我国的出口形成支撑。另外一方面，高景气的出口对产业链进口的需求也有助于抬升进口增速。

● 风险提示：

海外疫情超预期，通货膨胀超预期等。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：(8610)85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：陈柏卓

执业证号：S0100120110012

电话：010-85127665

邮箱：chenbaizhuo@mszq.com

相关研究

目录

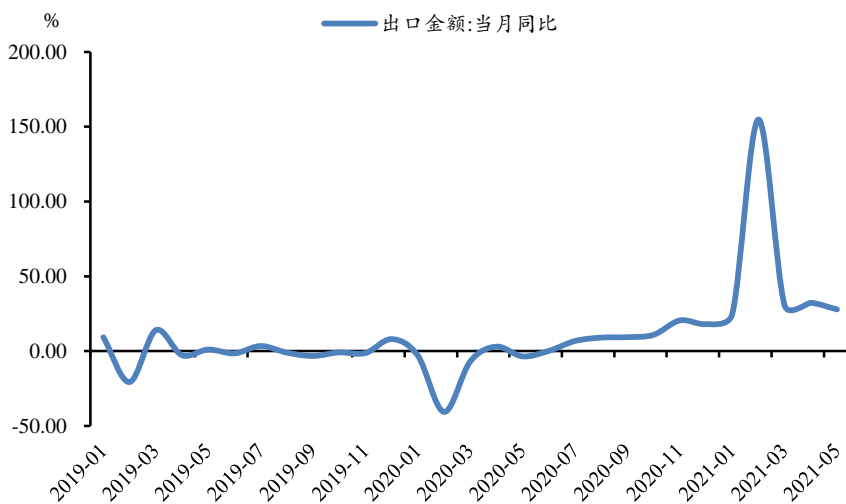
1 出口表现小幅不及预期	3
2 进口表现超预期	8
3 小结与展望	11
风险提示:	13
插图目录	14

6月7日,海关总署发布数据显示,以美元口径,5月我国进出口总值4823.1亿美元,同比增长37.4%,比2019年同期增长24.7%。其中,出口2639.2亿美元,同比增长27.9%,预期增31.9%,前值增32.3%,比2019年同期增长23.4%;进口2183.8亿美元,同比增长51.1%,预期增50.9%,前值增43.1%,比2019年同期增长26.4%;贸易顺差455.4亿美元,前值428.6亿美元,同比减少26.5%,预期537.6亿美元。5月进出口数据显示,出口表现虽小幅不及预期,但仍处高位;进口表现超预期。

1 出口表现小幅不及预期

5月我国出口金额为2639.2亿美元,同比增27.9%,预期增31.9%,前值增32.3%,较2019年5月增23.4%。出口两年复合增速为11.1%,较前值(16.8%)有所回落。最新公布的5月PMI新出口订单指数较前值下滑2.1个百分点至48.3%。进口同比增长51.1%,增速比4月有所提高。贸易差额455.4亿美元,继续保持高位。5月出口数据依然强劲,印度疫情对出口影响不大,拐点仍未到来。

图1: 5月出口金额同比小幅回落

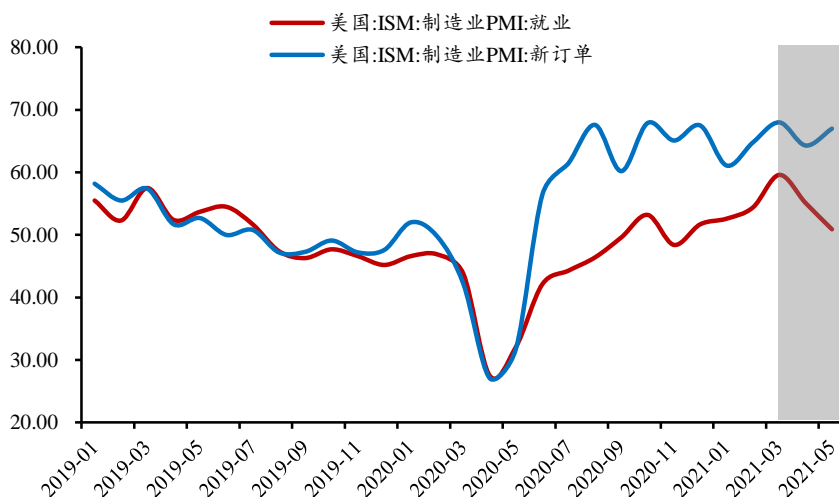


资料来源: Wind, 民生证券研究院

我们认为在美国财政刺激的有力推动叠加疫苗的大规模接种的背景下,美国等主要贸易伙伴需求旺盛是支撑我国出口维持高位的核心因素。美国在需求持续修复的进程中面临供需不平衡的问题。具体来看,5月美国制造业PMI指数从4月的60.7上行至61.2;同时5月美国PMI新订单指数也从前值的64.3跳升至67.0,新订单指数的上升表明美国当前需求热度依旧处高位。然而与之形成鲜明对比的5月美国PMI就业指标却从4月的55.1下滑至50.9。此外6月4日公布的美国5月非农就业报告显示美国当月新增非农就业人数55.9万人,低于预期的67.4万人,平均时薪环比走高,劳动力参与率却意外走低。我们曾在报告《5月非农略逊于预期,缩减购债预期遭降温》一文中提到:受到劳动者就业意愿不强,劳动力供应短缺的

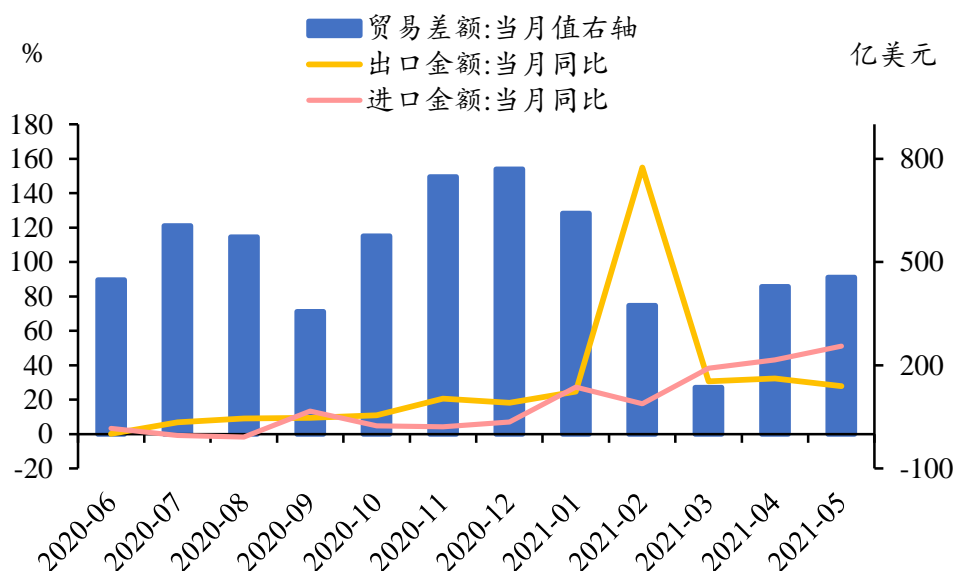
影响，美国当前就业市场恢复进程依旧缓慢。我们认为美国当前面临的生产滞后和供需不平衡进一步加大美国对进口的需求，而这正是支撑我国出口维持高位的核心因素。

图 2：美国 PMI 就业指数与新订单指数出现分歧



资料来源：Wind，民生证券研究院

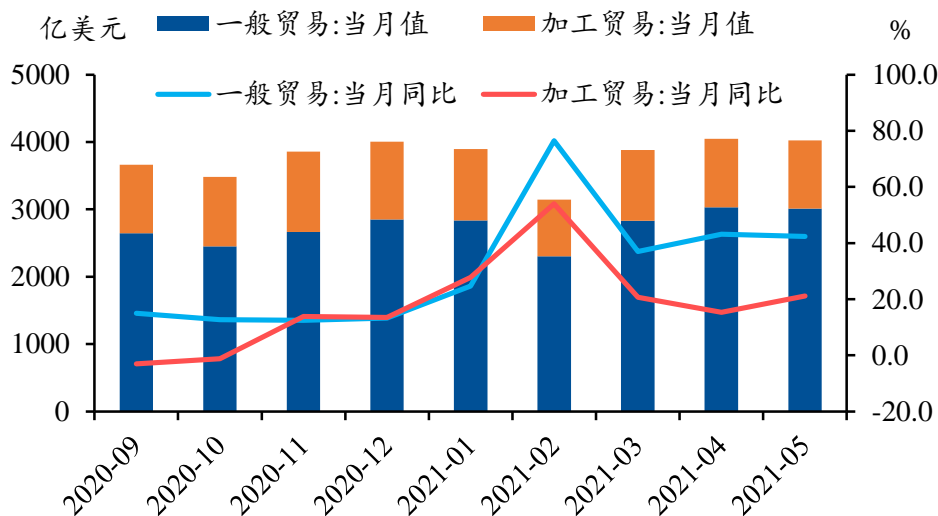
图 3：5 月贸易顺差保持高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

5 月一般贸易出口增速仍高于加工贸易出口。5 月出口中一般贸易出口增速 42.4%，加工贸易出口增速 21.2%。自去年疫情以来我国一般贸易出口增速长期高于加工贸易出口增速，一般贸易出口占出口总比重从 70%左右上升至 75%左右，反映出中国产业链相比海外更具优势，出口订单更多在本土进行原材料采购。另一方面，一般贸易占比提升也有利于增厚出口利润，提高贸易顺差。

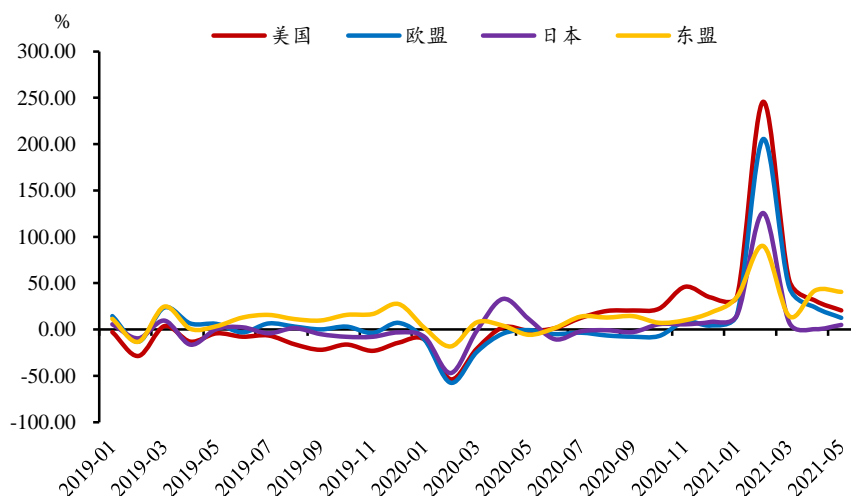
图 4:一般贸易出口增速仍高于加工贸易出口, 国内产业链仍具优势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

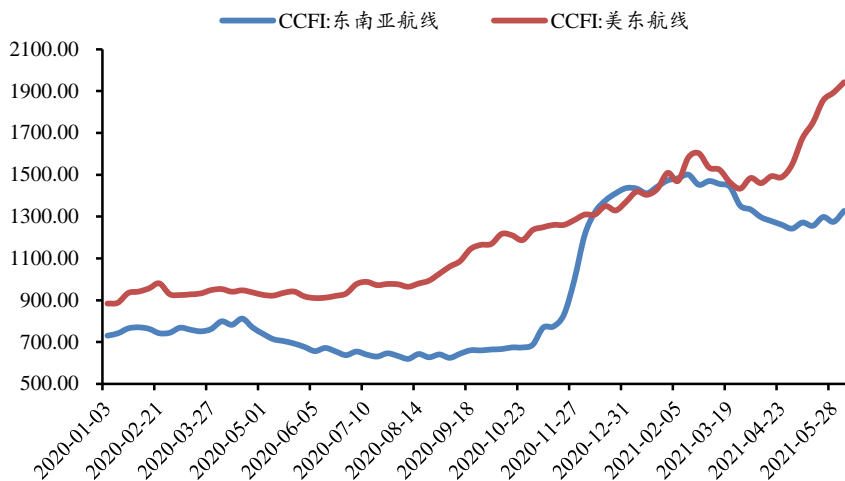
分国别来看, 5 月中国对四大贸易伙伴的出口有所放缓, 对发展中国家出口维持高位。具体来看, 中国对美国出口同比增速由 31.2% 下降至 20.6%; 对欧盟出口同比增速由 23.8% 下降至 12.6%; 对日本出口同比增速由 0.4% 上升至 5.0%; 对东盟出口同比增速由 42.2% 下降至 40.6%。对非洲出口同比增速由 31.9% 上升至 39.5%; 对拉丁美洲出口同比增速由 63.3% 回落至 61.8%。四大贸易伙伴中同比增速最快的是东盟, 远超平均增速, 美国位居第二。我们认为造成分化的背后原因或是 CCFI 美东航线指数上行幅度远超东南亚航线所致。随着发展中国家的疫情再度兴起, 5 月中国出口数据也显示出对发达经济体增速下降, 而对发展中国家增速上升的特点, 我们认为出口替代效应仍将延续。

图 5: 5 月出口金额当月同比分国别



资料来源: Wind, 民生证券研究院

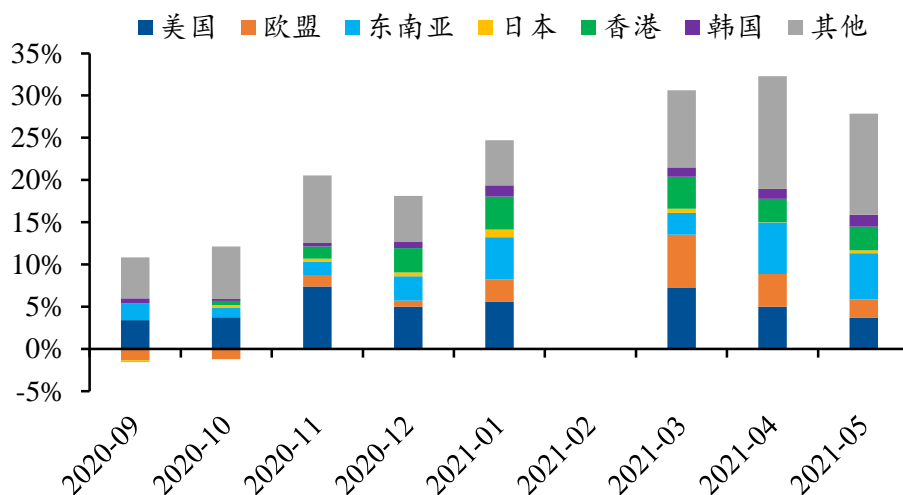
图 6: CCFI 美东航线 VS CCFI 东南亚航线



资料来源: Wind, 民生证券研究院

欧美和东南亚对我国出口拉动能力略有下降。5月对美出口拉动总出口增长3.7%，相比上月的5.0%有所降低。对欧盟出口拉动出口增长2.2%。对东盟出口拉动出口增长5.5%，相比上月的拉动6.1%有所下降。总体来看欧美和东南亚对我国出口拉动能力下降是5月出口增速下降主要原因。

图 7: 各经济体对出口增速拉动



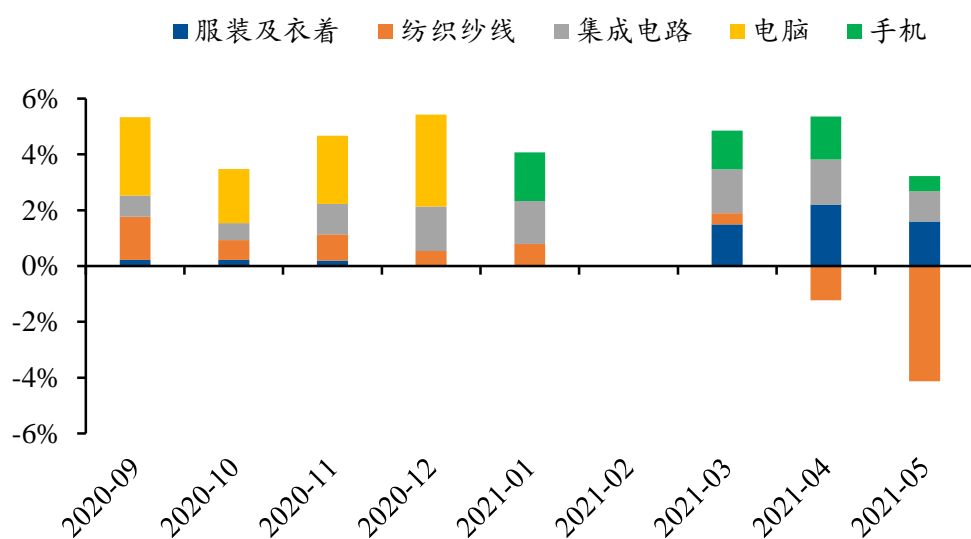
资料来源: Wind, 民生证券研究院

机电产品提振显著，防疫物资下滑明显。从分项数据上来看，以机电产品为代表的生产相关商品受海外需求修复的影响最为显著。5月我国机电产品出口同比增速达27.0%，集成电路出口同比增速为25.1%，通用机械出口同比增速达28.3%。随着疫苗接种在全球加速普及，对防疫物资的需求显著回落，叠加去年同期的高基数效应，防疫物资出口在5月进一步回落，其中纺织纱线、织物及制品的5月同比增速由4月的-16.8%进一步下滑至-41.3%，医疗仪器及

器械同比增速由前值 6.6% 下滑至-17.6%。受益于美国的房地产周期，房地产后周期商品维持高热度。家具及其零件、灯具及类似品和家用电器同比增速分别为 50.5%、30.5% 和 56.5%，均高于出口同比增速。

纺织纱线拖累出口增速。分商品看，5 月服装衣着同比增长 37.0%，相比上月的 65.5% 有所下降；纺织纱线同比下降 41.3%；集成电路增长 25.1%，相比 4 月有所降低；电脑增长-4.0%，手机增长 12.9%，相比上月继续回落。从拉动来看，服装衣着对出口拉动最大，拉动出口增速 1.6%。纺织纱线是出口拖累项，拖累出口增速 4.1%。主要系去年同期基数太高所致，去年 5 月由于海外疫情导致口罩等纺织纱线品出口大幅增长，基数较高，导致今年同期增速回落。但环比来看，纺织纱线出口仍保持较高水平。

图 8: 各商品对出口增速拉动

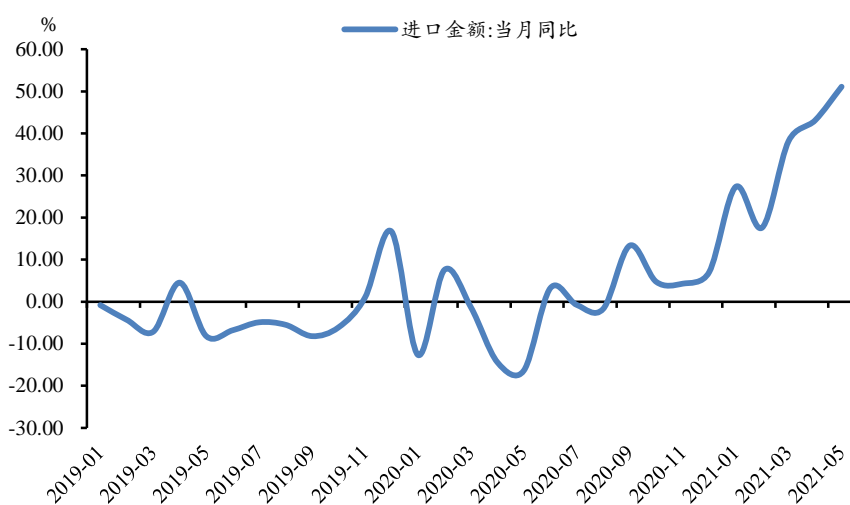


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 进口表现超预期

5 月我国进口金额为 2183.8 亿美元，同比增 51.1%，预期增 50.9%，前值增 43.1%，较 2019 年同期增 26.4%，进口两年复合增速为 12.4%，较前值（10.7%）有所回升。在人民币升值的背景下，不同口径统计出的进口表现呈现出较大差异，5 月以人民币计价的进口金额为 1.42 万亿元，同比增 39.5%，前值增 32.2%，较 2019 年同期增 22.3%。

图 9：5 月进口金额同比超预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

我们认为 5 月进口超预期主要受益于去年同期的低基数和国内需求的稳定增长。此外大宗商品价格持续走高也对进口金额同比增速走高形成支撑。2020 年 5 月，疫情在海外蔓延，多国生产陷入停滞，导致我国去年 5 月进口同比下滑了 16.4%。受到同期低基数影响，今年 5 月进口同比实现了 51.1% 的增速。受到全球经济复苏、各国大规模财政刺激、市场流动性宽松等因素的影响，全球大宗商品价格持续攀升。5 月，LME3 个月铜价环比上涨 9.4%，同比上涨 93.7%；5 月布伦特现货月均价环比上涨 6.4%，布油期货冲击 70 美元大关。大宗商品价格的

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_20029

