

## 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

### 相关研究

- 复工复产延续，市场继续修复
- 5月PMI数据点评：经济动能修复，乐观预期增强
- 疫情逐步好转，经济延续修复

- 5月内需受疫情扰动，延续了低迷，但外需强劲，价格只是部分原因，供应链修复、人民币贬值、订单转移改善也有一定的解释力。自2020年疫情爆发以来，出口令人眼前一亮，全球份额长期保持高位，但2022年开始出现了系统性回落，反映了内外经济形势出现了较为明显的变化。
- 外需强，内需弱。5月出口增速为12.9%，较前值回升0.7个百分点，进口增速为9.9%，较前值上升2.7个百分点，进出口增速均有所抬升。剔除价格因素后，出口仍然表现强劲，较上月大幅上升，且环比增速也达到历史同期最大，可见，价格因素并不是5月出口强劲的全部原因；进口剔除价格因素后延续了下降的趋势，但下行幅度较小。5月疫情有一定好转，但国内防控仍然严格，继续压制内需。
- 分地区看，对美下滑，对日持平，对东盟和欧盟明显回升，对东盟已基本恢复至去年末水平。分商品看，与户外出行相关的箱包、玩具、服装等类别增速上升，与疫情和居家相关的纺织纱线、家具、灯具增速下降。
- 在全球制造业PMI整体下行的趋势下，外需仍保持韧性，原因可能有：人民币大幅贬值，对出口具有提振作用；国内疫情形势缓解，供应链、物流逐渐恢复，部分积压订单转移至5月；订单转移情况有所好转。
- 2020年疫情爆发之后，我国率先取得了防疫成效，国内强劲的供应链配合国外旺盛的需求，我国在全球的出口份额稳定提升了约2个百分点。但2022年又系统性缩减了约1个百分点。究其原因，自2022年以来，随着全球疫情的缓解，各地区疫情防控逐渐放松，经济活动有所修复。但国内2022年以来疫情防控仍然严格，严格指数与全球其他地区出现了较大背离，由此可能出现了一定的订单转移。随着国内疫情逐渐好转，复工复产加速，出口份额的下降会有小幅修复。但随着全球经济及供应链的逐步恢复，疫情的影响逐渐减小，修复的空间有限。出口份额或将保持当前水平，较疫情前（2016-2019年均值）提升约1个百分点。
- 往后看，市场焦点仍在经济恢复的高度和节奏，这可能决定着短期反弹的高度。美国通胀见顶的预期在增强，但仍需更多的证据佐证。短期来看，建议仍然紧密跟踪几个市场主要矛盾的变化，把握短期可能反弹的节奏。中长期的一些主要担忧尚未明显解除，仍存一些变数，市场大幅上行的时点仍需观察。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望，灵活应对。

风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期

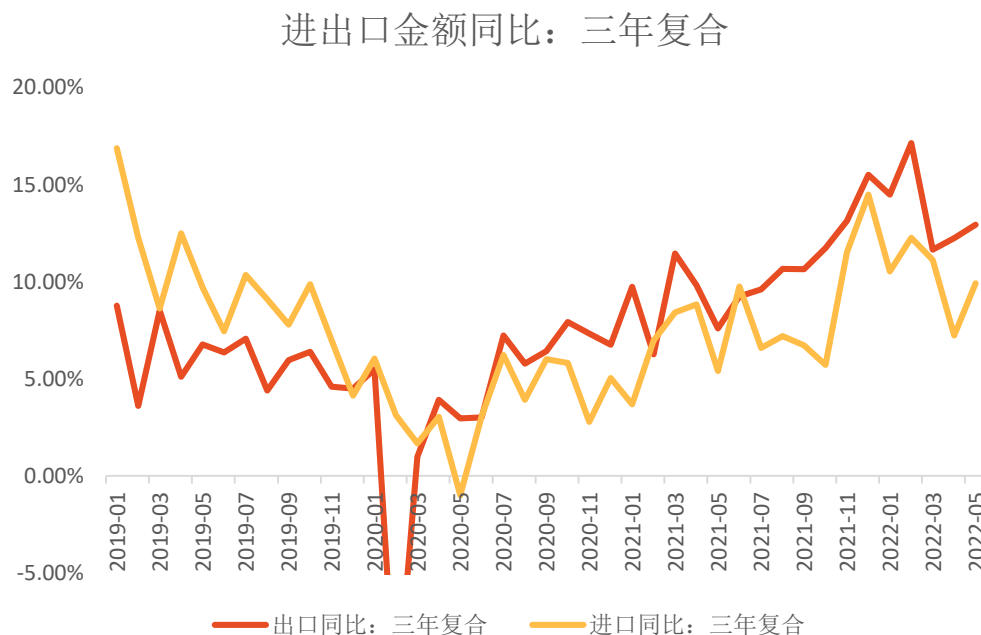
5 月内需受疫情扰动,延续了低迷,但外需强劲,价格只是部分原因,供应链修复、人民币贬值、订单转移改善也有一定的解释力。自 2020 年疫情爆发以来,出口令人眼前一亮,全球份额长期保持高位,但 2022 年开始出现了系统性回落,反映了内外经济形势出现了较为明显的变化。

## 1 外需强, 内需弱

从以美元计的同比来看,5 月进出口增速好于市场预期,出口增速为 16.9%,明显高于市场预期的 7.3%,较前值大幅提升 13 个百分点;进口同比增速为 4.1%,同样好于市场预期的 0.6%,较前值上升 4.1 个百分点。出口表现持续好于进口,贸易顺差继续扩大至 787.5 亿美元,较前值增加 276.3 亿美元。

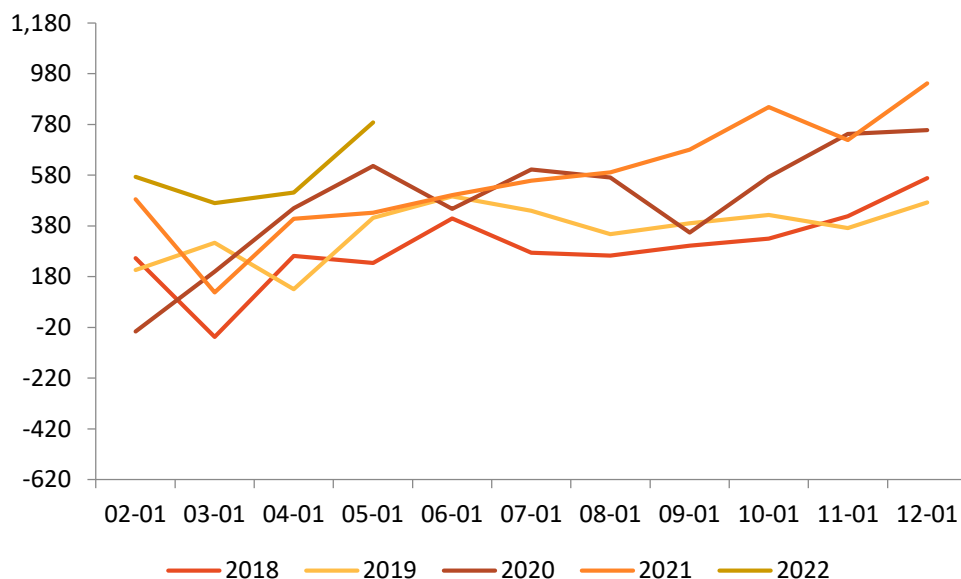
从以美元计三年复合同比来看,5 月出口增速为 12.9%,较前值回升 0.7 个百分点,进口增速为 9.9%,较前值上升 2.7 个百分点,进出口增速均有所抬升。

图 1: 出口三年复合同比 (美元计价)



资料来源: Wind, 首创证券

图 2：贸易差额:当月值（合并 1-2 月，亿美元）

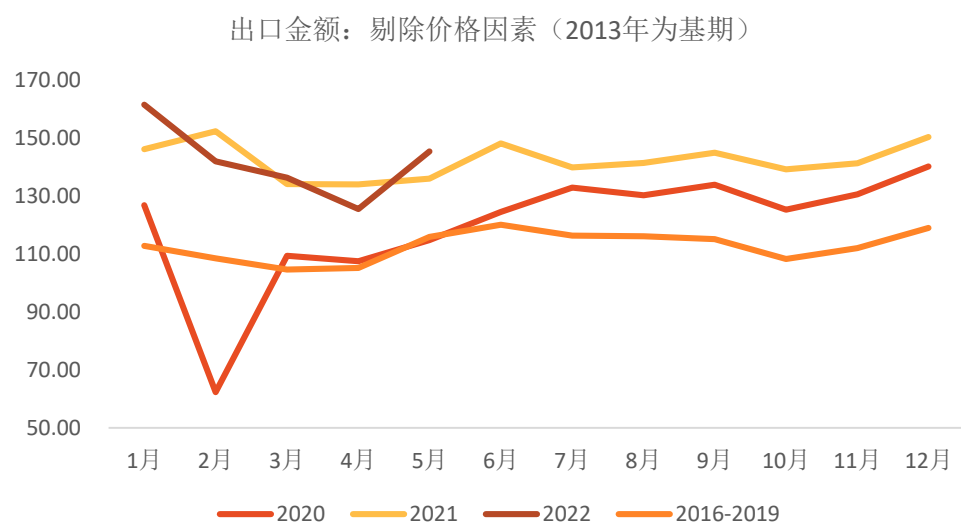


资料来源：Wind, 首创证券

考虑到进出口金额受价格因素影响较大，我们根据 HS2 进出口价格指数剔除价格因素影响，并以 2013 年的进出口数值为基期考察进出口的变化。

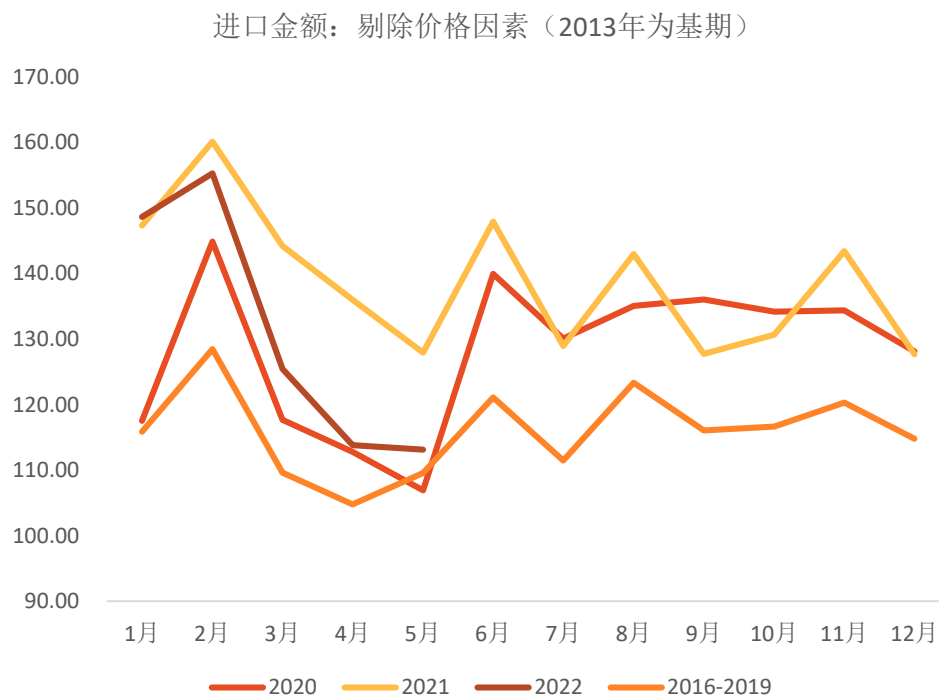
总体来看，在剔除价格因素后，出口仍然表现强劲，较上月大幅上升，且环比增速也达到历史同期最大，可见，价格因素并不是 5 月出口强劲的全部原因；进口剔除价格因素后延续了下降的趋势，但下行幅度较小。5 月疫情有一定好转，但国内防控仍然严格，继续压制内需。

图 3：出口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券

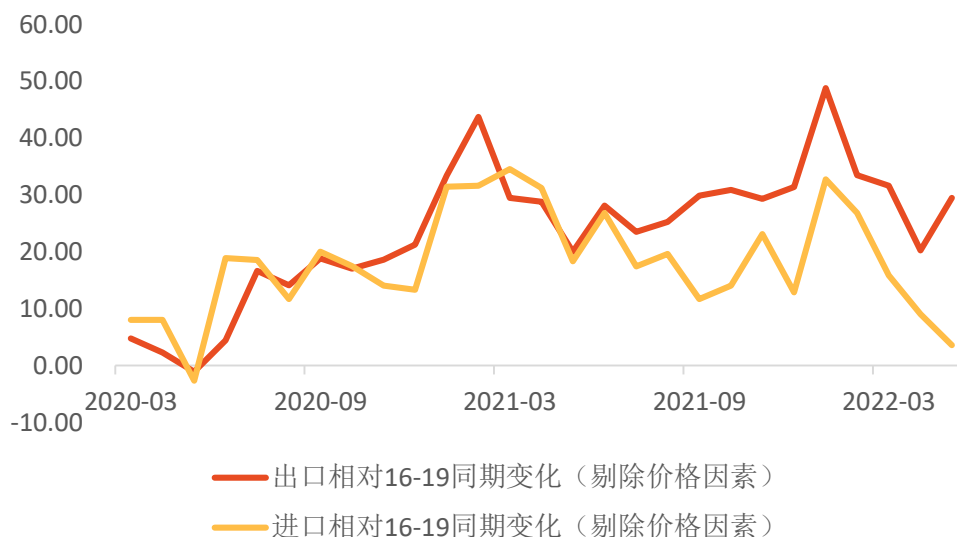
图 4：进口（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100



资料来源：Wind, 首创证券

更进一步，我们以疫情之前的进出口（16-19 年均值）为基准，剔除价格因素后的 5 月份出口相对变化出现了明显上行，进口相对变化出现了明显下行，且背离幅度较大。

图 5：进出口相对 2016-2019 历史同期变化（剔除价格因素）：取 2013 年基期为 100

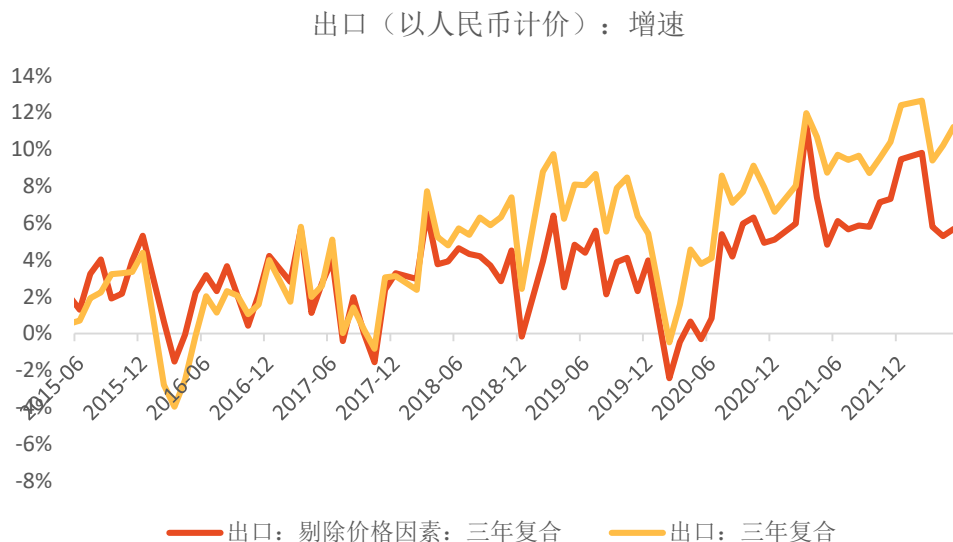


资料来源：Wind, 首创证券

另外，我们计算了剔除价格因素且以人民币计价的进出口三年复合增速，2022 年 5 月出口为 5.7%，较前值抬升幅度回落至 0.4 个百分点，进口仅为 1.0%，较前值上升 2.4

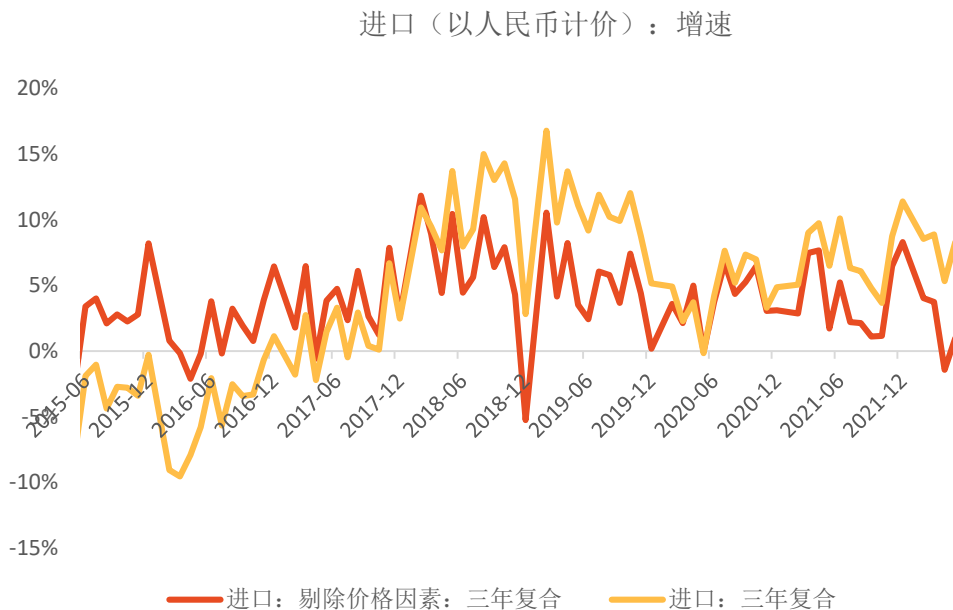
个百分点，幅度也有所下降。进一步证明，外需强，内需弱，价格有一定的解释力度。

图 6：出口三年复合同比（人民币计价）



资料来源：Wind, 首创证券

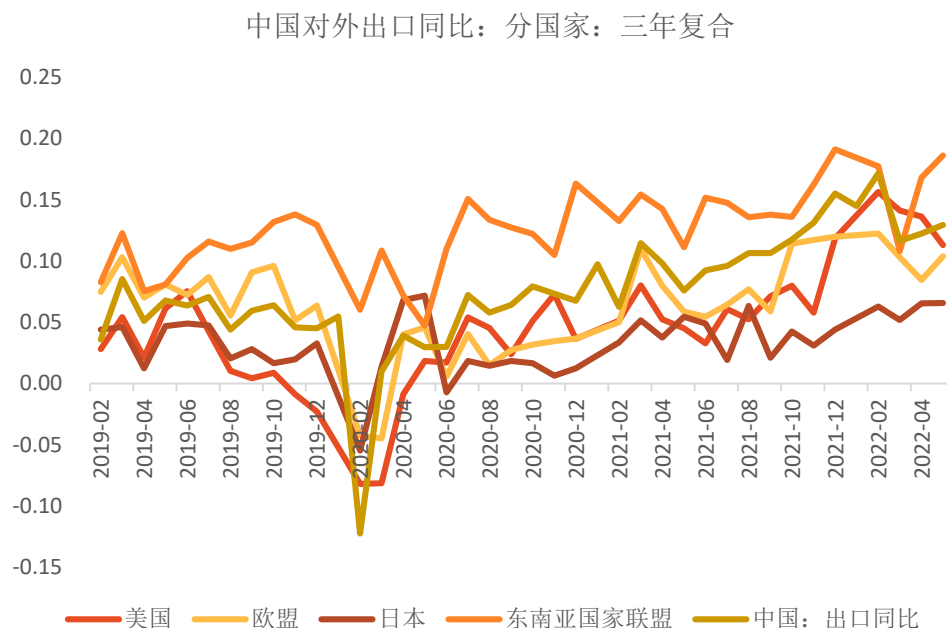
图 7：进口三年复合同比（人民币计价）



资料来源：Wind, 首创证券

从对主要出口国的三年复合增速来看，对美下滑，对日持平，对东盟和欧盟明显回升。5月对美国出口的三年复合同比增速为11.3%，较前值分别大幅下行2.3个百分点；对日本出口的三年复合同比增速为6.6%，较前值持平；对东盟和欧盟出口的三年复合同比增速分别为18.6%和10.4%，分别较前值大幅回升1.8和1.9个百分点，对东盟已基本恢复至去年末高位水平。

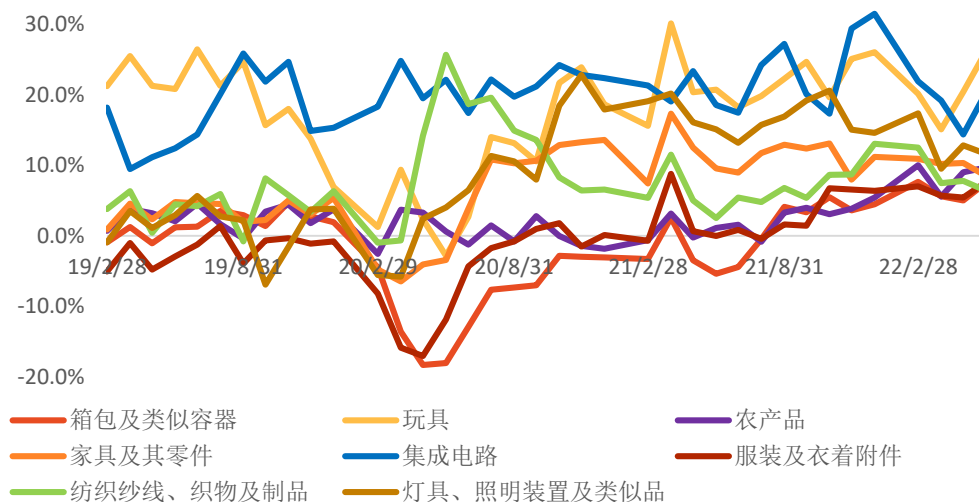
图 8：中国对各国出口：三年复合增速



资料来源：Wind, 首创证券

从出口分项走势来看，观察出口分项的三年复合同比，发现随着全球疫情缓解，海外疫情防控逐步放松，与户外出行相关的箱包、玩具、服装等类别增速上升，与疫情和居家相关的纺织纱线、家具、灯具增速下降。其中，玩具和集成电路仍保持较高增速，分别为 26.3% 和 20.4%，且分别较前值上升 5.9 和 6.0 个百分点，农产品、箱包及类似容器、服装及衣着附件增速分别小幅上升 0.7、2.5 和 2.2 个百分点，而纺织纱线、织物及制品、家具及其零件、灯具、照明装置及类似品增速分别下行。

图 9：出口分项：三年复合增速

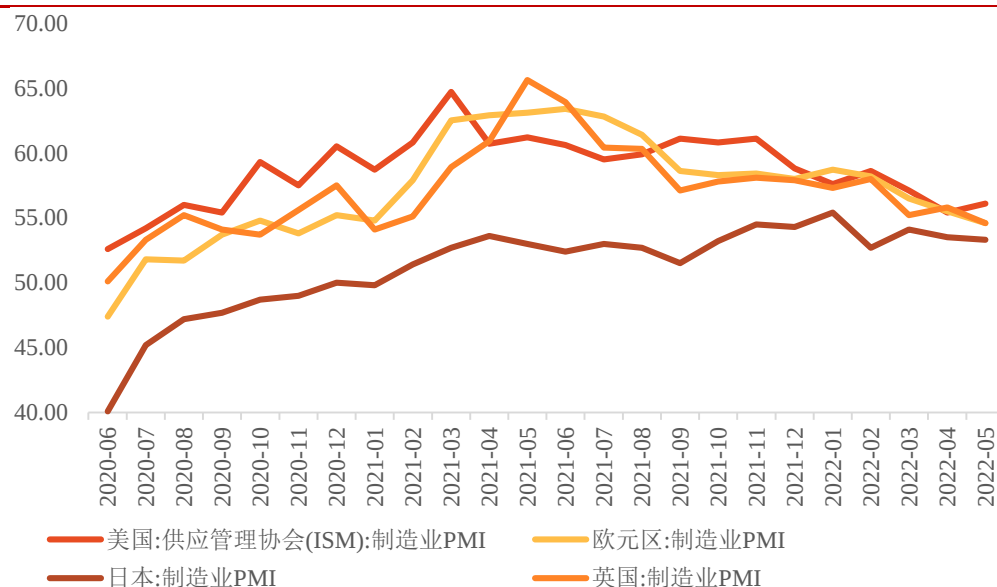


资料来源：Wind, 首创证券

## 2 出口强劲的点解释

5 月中国剔除价格因素之后的进出口均小幅回升。但进口增速仍然疲弱，内需弱受疫情扰动的影响仍然较大。在全球制造业 PMI 整体下行的趋势下，外需仍保持一定的韧性，原因可能有以下几点：

图 10：全球 PMI 整体下行



资料来源：Wind, 首创证券

第一，人民币大幅贬值，对出口具有提振作用。3 月以来人民币持续走低，尤其是 4 月下旬至 5 月中旬，贬值速度很快，幅度达到 6.7%，离岸美元兑人民币汇率一度跌至 6.8 以上，提高了我国出口产品的竞争力，对出口有一定的提振作用。

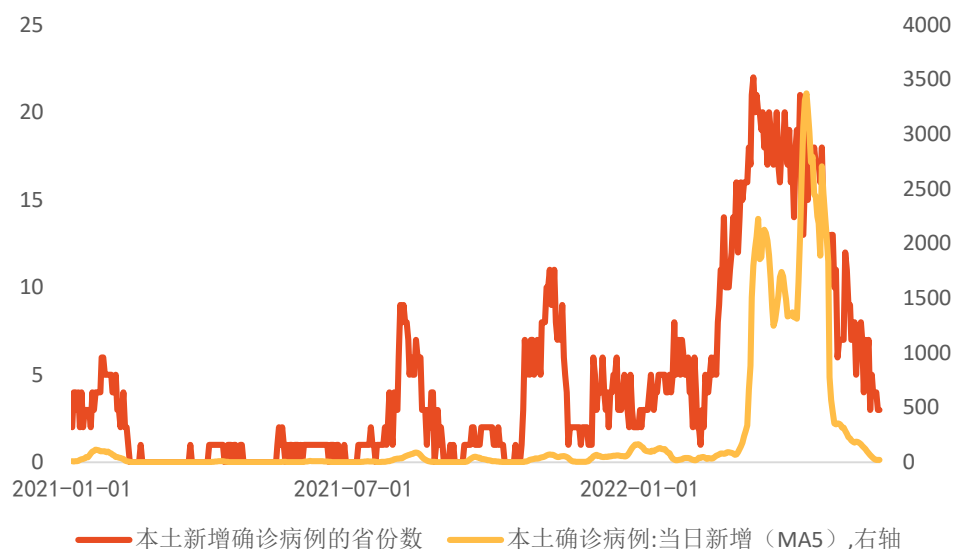
图 11：人民币汇率



资料来源：Wind, 首创证券

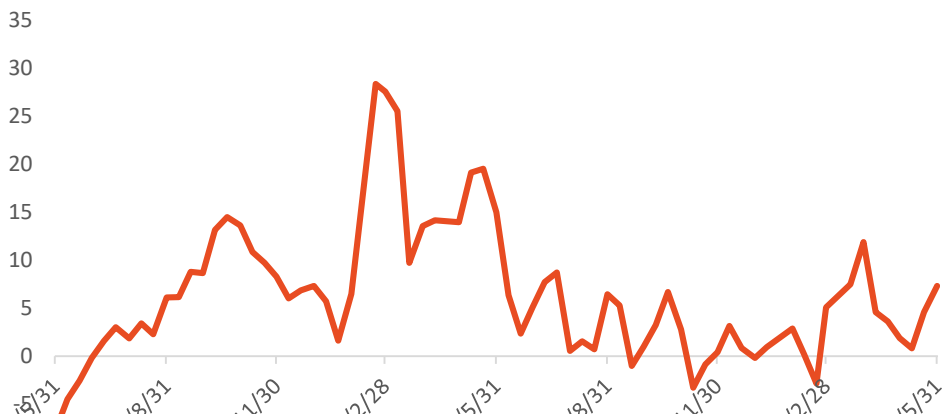
第二，国内疫情形势缓解，供应链、物流逐渐恢复，5月中下旬港口货运增速同比回升明显，部分积压订单转移至5月，叠加部分地区复工复产，对5月出口构成支撑。

图 12：5 月疫情明显好转



资料来源：Wind, 首创证券

图 13：外贸集装箱吞吐量：八大枢纽港口：当旬同比（MA3）



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\\_42800](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42800)

