

经历4月疫情极致压抑之后，5月经济开始显现出修复迹象。与之相配，5月各项经济数据较4月改善，出口亦不例外。

5月出口同比反弹方向并不让人感到意外，然而5月出口同比反弹幅度超预期。

### 5月经济尚处疫后修复，然而5月出口却强势反弹。

5月经济尚处疫情扰动时期，全国生产物流仍面临较大约束。高频指标显示5月物流生产状况显著低于疫情前。直观理解，5月各项经济数据较4月改善，但仍大概率低于疫情之前的正常水平。

5月出口同比16.9%，较4月（3.9%）大幅改善。这一反弹趋势并不令人感到意外。然而令人惊讶的是，5月出口同比已经超过了疫情之前表现（一季度出口同比15.8%）。

更加令人困惑的是，5月长三角地区经济受物流约束最强，疫情之中长三角经济受影响较重。然而5月出口表现恰恰相反，长三角生产的商品出口反而表现最好。

5月集成电路和汽车零部件出口大幅增长，同比读数分别为17.6%和13.1%，均高于3月读数（15.7%和7.2%）。集成电路和汽车零部件生产地区主要集聚在长三角。

我们知道至今长三角物流和经济活动未恢复到疫情前。5月长三角公路物流指数同比分别为-80%、-20%和-7%，均低于3月读数（分别为-7%、2%和-2%）。

### 5月出口超强反弹的三点技术原因。

5月生产与物流未恢复到去年同期，然而5月出口大超疫情之前。这一超强反弹背后，我们可以找到三个技术层面的解释因素。

#### 第一，港口运力转移。

4月出口表现中发现了港口运力转移现象，即因疫情管控原因，上海港口运力不足，临近港口（宁波港和深圳港）纾解上海港口运力不足。5月上海和其他港口之间运力进一步转移。

#### 第二，库存消耗。

5月虽然制造开工生产相对滞后，然而依靠充裕的库存，5月企业依然“有货可出”。

5月PMI分项数据中，多个分项指标上升，然而在手订单指数与产成品库存指数反而下降。这表明5月制造业企业用库存来满足订单，而非当期生产。

#### 第三，商品涨价。

5月主要涨价商品是钢材和集成电路。不容忽视的是，单钢材和集成电路，便拉动5月出口同比近2.5个百分点。

### 后续出口走势判断。

疫情扰动逐步退去，短期出口持续反弹。6月出口环比动能或较5月进一步改善，7月出口都不一定差。长期出口动能看外需，关注海外生产修复所带来的资本品和中间品需求持续性。

按5月出口结构推演（资本品和中间品出口动能较强），今年下半年中国出口或表现出一定韧性，出口同比回落幅度或有限。

**风险提示：**经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

## 目 录

一、5月出口和经济之间充满矛盾.....	3
二、5月出口超强反弹的三点技术原因.....	4
三、后续出口走势判断.....	5
五、风险提示 .....	6
插图目录 .....	7

2022年6月9日 海关总署公布5月出口数据。4月出口同比3.9% ,5月出口同比16.9%。

## 一、5月出口和经济之间充满矛盾

5月出口同比读数较4月反弹,这一趋势并不令人意外。然而颇令人意外的是5月出口反弹力度极大。5月出口同比16.9%,高于疫情前(一季度出口同比15.8%),超乎市场预期。

**按理5月经济尚处疫情扰动时期,全国生产物流仍面临较大约束。高频指标显示5月物流生产状况显著低于疫情前。然而5月出口同比却一跃至疫情之前。**

5月全国公路货运物流指数同比-19%。PMI出口订单指数,5月读数46.2,低于3月的47.2。反映生产相关的铝下游开工率同样低于去年同期。显然,五月经济仍在修复初期,整体经济活跃度并不高。

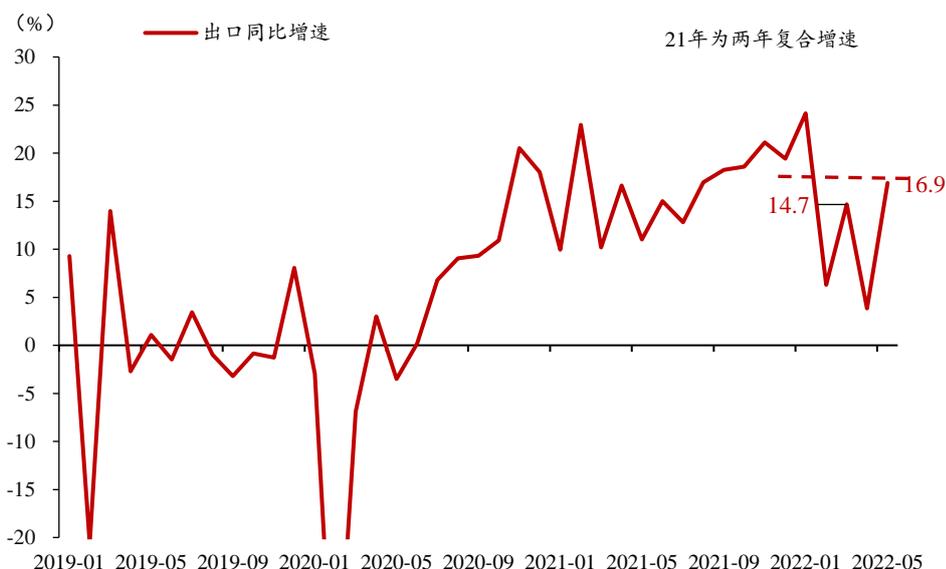
**更加令人困惑的是,5月长三角地区经济受物流约束最强,疫情之中长三角经济受影响较重。然而5月出口表现恰恰相反,长三角生产的商品出口反而表现最好。**

5月集成电路和汽车零部件出口大幅增长,同比读数分别为17.6%和13.1%,均高于3月读数(15.7%和7.2%)。

集成电路和汽车零部件生产地区主要集聚在长三角。我们知道至今长三角物流和经济活动未恢复到疫情前。5月长三角公路物流指数同比分别为-80%、-20%和-7%,均低于3月读数(分别为-7%、2%和-2%)。

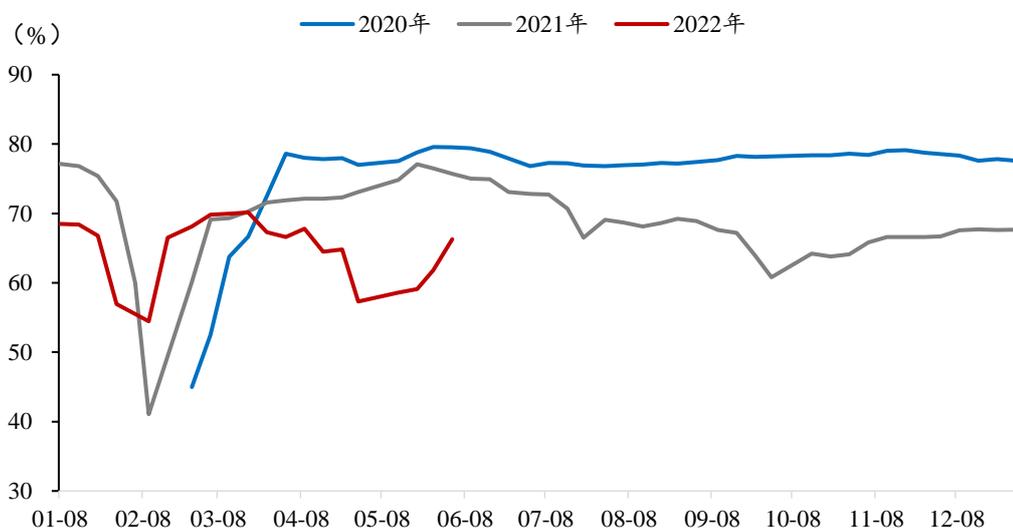
**总之,5月出口和经济表现充满矛盾:生产与物流并未完全恢复,然而出口却超过疫情前。**

图1:5月出口同比超过疫情前(单位:%)



资料来源:Wind, 民生证券研究院

图 2：5 月铝下游开工率尚未恢复至去年同期水平（单位：%）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 二、5 月出口超强反弹的三点技术原因

4 月出口表现较弱的主要制约因素在于生产供给约束，4 月经济和出口表现一致。5 月生产与物流未恢复到去年同期，然而 5 月出口大超疫情之前。这一超强反弹背后，我们可以找到三个技术层面的解释因素。

### 第一，港口运力转移。临近港口（宁波港和深圳港）纾解上海港口运力不足。

我们已经在 4 月出口表现中发现了港口运力转移现象，即因疫情管控原因，上海港口运力不足。5 月上海和其他港口之间运力进一步转移。

宁波港和深圳港 5 月集装箱吞吐量同比分别为 14.5% 和 14.7%，不仅较上月读数（8.8% 和 10.8%）进一步增长，也远高于此轮疫情前的 3 月（4% 和 -8.4%）。

### 第二，库存消耗。5 月疫情扰动之下生产虽未恢复，然而制造业通过快速消化库存支撑强势出口。

5 月虽然制造开工生产相对滞后，然而依靠充裕的库存，5 月企业依然“有货可出”。

5 月 PMI 分项数据中，原材料库存环比只增长了 1.4 个百分点，在手订单指数与产成品库存指数甚至降低了 1 个百分点。

PMI 数据表明 5 月制造业企业用库存来满足订单，而非当期生产。

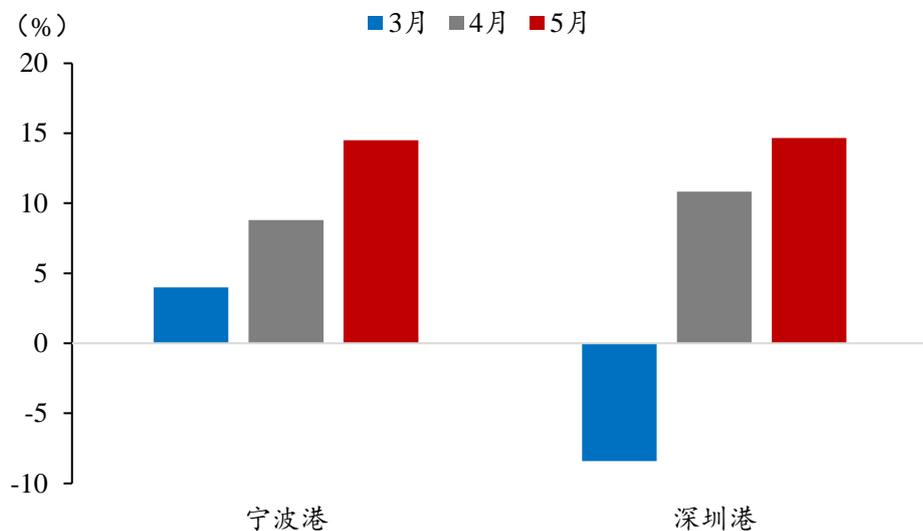
### 第三，商品涨价。5 月出口同比中近 2.5 个百分点，是受商品涨价驱动。

5 月集成电路出口数量同比 -6.8%，出口金额同比高达 17.6%，集成电路出口的单价同比上涨 26.2%。可以说 5 月集成电路出口额大幅扩张，根本驱动力在于涨价。

钢材价格同样上涨 20.8%，总出口额同比 77.8%。

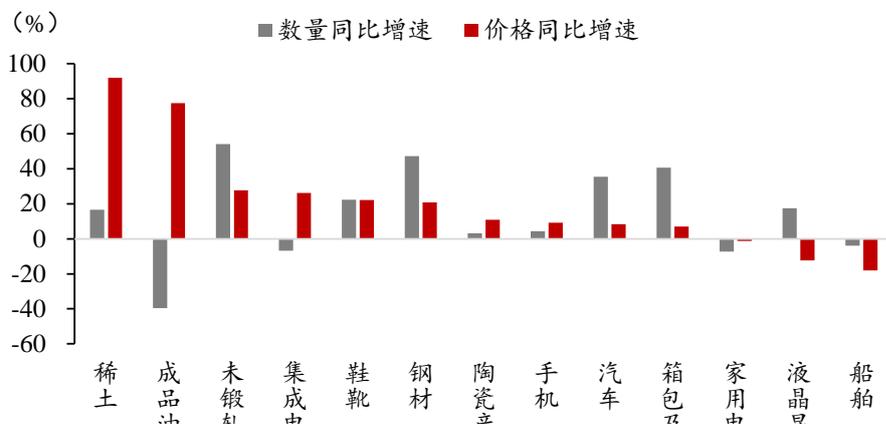
单钢材和集成电路两项产品，就拉动 5 月总出口同比增速 2.5 个百分点。

图 3：5 月港口运力转移进一步扩大（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：统计指标为集装箱货物吞吐量同比。

图 4：5 月部分商品价格上涨明显（单位：%）



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\\_42813](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42813)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>