

物流修复助力出口超预期

——2022年5月进出口数据的背后

核心观点

统筹动态清零与经济增长两大目标，常态化检测带动常态化增长，5月进出口均实现环比显著回升。出口方面，我们前期提示4月后出口可以乐观一点，5月出口超预期已经印证，短期供应链修复带动出口阶段性走起，但下半年外需回落和价格支撑下滑决定了出口渐进下行。进口方面，后续关注常态化增长拉动内需回升，支撑进口修复。

□ 常态化增长，出口超预期

5月人民币计价出口增长15.3%，前值1.9%，环比超预期回升13.4个百分点。1-5月我国出口增长11.4%，前值10.3%，对东盟、欧盟、美国、韩国人民币计价出口分别增长12%、17.4%、12.9%、14.8%，前值8.7%、17%、12.6%和12.4%。我们在《昨日黄花又重现，2022已不是2020》明确提出4月后可以对出口乐观一些，5月出口超预期验证前期判断。

常态化检测促进复工复产，疫情扰动下降助力出口回升。我们在5月外发的中期年度策略《逆转，新生》中提出，在动态清零总方针下，结合奥密克戎的特点，平衡动态清零和经济增长两大目标需要新的、可持续的防疫模式——常态化核酸检测，即通过高频次、饱和式的核酸检测，第一时间发现疫情并及时扑灭，即使有零星疫情，也难以形成规模性反弹，出现全城严格静态管理的概率也大大降低。

随着5月从中央到地方一系列政策和细则的出台，常态化核酸在全国范围内铺开（省会及千万以上城市明确要求），由此带来的是“物的流通”和“人的流通”的全面修复，工业生产、物流畅通、人流出行、服务消费等开始全面修复，进而疏通内循环和供应链实现了出口的有序回升。

此前我们使用内外贸剪刀差来判断供应链受挫与出口的关系，4月下旬内外贸剪刀差转正印证供应链不畅下降，5月外贸吞吐量进一步修复，上中下旬八大港外贸吞吐量同比增长分别达到1.7%、7.2%和13.0%，也有印证。此外，疫情冲击阶段受供应链不畅影响，出口订单交付受到冲击进而导致订单积压，5月国内供应链有序修复有利于前期积压订单交付，集中交付成为5月出口超预期的重要原因。

展望后续，我们认为，短期国内供应链和内循环的修复有助于带动出口阶段性快速修复，但下半年出口仍然大概率承压，外需的渐进回落和出口价格支撑的下滑决定了出口增速大概率逐步回落。

下半年外需逐步回落决定了出口渐衰退。1) 主流发达经济体的2022年实际GDP增速呈现出前高后低的特征，特别是在美联储等海外央行为控制通胀预期而实施一系列加息、缩表的政策环境下，会进一步加剧衰退预期。根据我们预测美国Q2-Q4经济增长分别为2.8%、2.5%和1.5%，逐季下降。2) 受地缘政治因素和大宗商品涨价影响，全球能源消费占比明显提升，美国、欧盟的能源消费占GDP比重已经分别达到4.4%和9.1%，前者处于近7年以来的最高水平，欧盟则接近1980年前后的历史最高水平，能源消费占比提升会挤压其他类型的消费品，服务业消费受益于疫情修复，必选消费品需求较为刚性，与我国出口关联度较为密切的海外耐用品消费需求可能受到挤压。3) 俄乌冲突常态化叠加经济制裁导致的能源脱钩倾向，全球大宗商品价格易上难下且物流运输等交易成本显著抬升，也会扰动外贸需求。

出口价格支撑逐步回落。预计2022年下半年价格支撑将渐进回落，出口价格指数略滞后于进口价格指数，后者与CRB指数同步性较强，考虑地缘政治因素溢价、海外需求逐步回落、全面共存带动供给修复，大宗商品价格中枢预计较为平稳，

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

2021 年 6 月起出口价格指数突破 100 持续环比上行，预计 2021 年高基数将导致后续出口价格同比逐步回落，对名义出口增速的支撑下降。

□ 常态化、稳增长，进口如期回升

5 月人民币计价进口同比 2.7%，前值-1.9%，进口环比回升。1-5 月，我国人民币计价进口同比 4.7%，前值 5%，分别对东盟、欧盟、美国 and 韩国人民币计价进口增长 3.4%、-8.5%、2.1%、3.6%。我们在《昨日黄花又重现，2022 已不是 2020》明确提出，后续内需提升有助于进口改善，5 月数据逐步印证。

常态化检测带来常态化增长，内需回升拉动进口修复。我们此前在多篇报告中提示“决定进口的核心逻辑是内需，疫情冲击内需导致进口在 3、4 月阶段性承压，内外贸剪刀差等数据显示供应链扰动在 4 月中下旬显著下降，后续重点关注内需回升带动进口”。那么进口走势的关键在于内需的变化，我们在 5 月中期策略报告《逆转，新生》中明确指出，关注“常态化检测带来的常态化增长”，我们预计常态化核酸检测有望统筹疫情防控与经济增长，带动经济有序回升，全年 GDP 走势维持“耐克型”判断，可以从两方面预判内需变化，其一，根据工业、服务业等高频数据模拟月度 GDP 走势，我们预计 4 月驻底（-3.4%左右），5 月修复（0%左右），6 月回升有望达到 3 月水平（6 月在 3%附近）。其二，克强指数仍是反映内需的重要指标，预计工业生产的改善将带动工业用电量回升，内循环和供应链的畅通有助于整个货运领域的指标改善，常态化增长有助于货币政策宽信用落到实处，预计克强指数也将逐步回升印证内需改善。

展望下半年，我们预计常态化检测带来的常态化增长，叠加前期一系列基建、消费、地产等方面的稳增长政策逐步兑现，进口有望逐步改善，但考虑进口价格指数的高基数影响，预计名义进口增速回升相对有限。

□ 5 月贸易顺差超预期，助力汇率及外储企稳

5 月贸易顺差超预期，助力汇率及外储企稳。5 月我国实现贸易顺差 787.6 亿美元，超预期增长，其背后核心逻辑是常态化检测有效统筹了动态清零与经济增长两大目标，通过带动“人和物的流动”有效实现了经济的快速修复，实现了 5 月进出口双旺，贸易顺差的超预期增长一方面印证了我国基本面向好的预期修复，有助于汇率企稳，美元兑人民币从 4 月 18 日的 6.37 快速贬值到 5 月 13 日的 6.78，此后渐进升值至 6.7 以内。另一方面有助于稳定外汇储备，4 月外汇储备单月减少 682.7 亿美元一定程度上催生了市场对于资本流出和国际收支的担忧，贸易顺差的超预期有助于稳定资本流动预期和稳定外汇储备，5 月贸易顺差超预期带动 5 月外汇储备企稳，环比增加 80.6 亿美元达到 31277.8 亿美元，国际收支压力暂缓。

风险提示：中美贸易摩擦超预期恶化，疫情变异冲击全球，海外经济超预期下滑

正文目录

1. 进出口数据跟踪	4
------------------	---

图表目录

图 1: 进出口热力图	4
图 2: 5 月进出口双双回升, 贸易顺差显著增长	4
图 3: 进口价格指数略领先于出口价格指数	4
图 4: 5 月新出口订单及供货配送时间显著修复	5
图 5: 进口价格指数与原油、贵金属等大宗商品价格密切相关	5
图 6: 2022 年出口价格指数, 进口价格指数略领先于出口价格指数	5
图 7: 进口价量拆分	6
图 8: 出口价量拆分	6
图 9: 外汇储备、外汇占款走势	6
图 10: 5 月外汇储备环比微升	6

1. 进出口数据跟踪

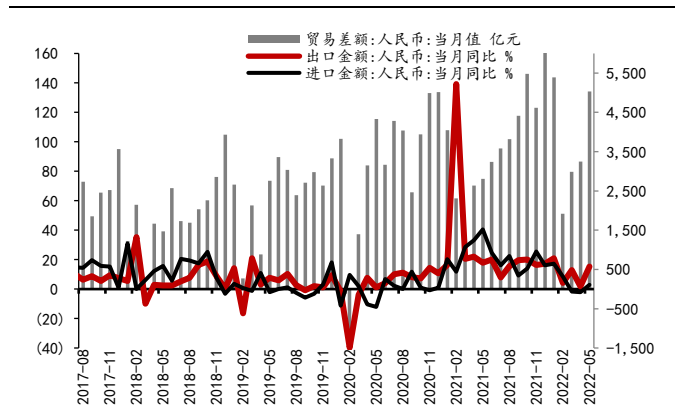
图 1：进出口热力图

进出口数据(当月)		单位	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
进出口(美元)		%	11.10	2.10	7.50	8.30	22.40	20.28	25.72	23.89	22.77	28.46	23.05	34.36
出口(美元)		%	16.90	3.90	14.60	6.30	24.10	20.81	21.69	26.82	27.94	25.43	19.18	32.03
进口(美元)		%	4.10	0.00	0.00	10.60	20.10	19.56	31.30	20.02	16.70	32.46	28.25	37.31
贸易差额(美元)		亿美元	787.60	511.19	470.58	302.11	845.40	941.47	718.29	848.54	680.56	591.59	558.72	501.06
进出口(人民币)		%	9.60	0.10	5.80	6.10	19.30	16.73	20.17	17.44	14.91	18.57	11.44	22.08
出口(人民币)		%	15.30	1.90	12.90	4.20	21.00	17.20	16.31	20.08	19.71	15.61	7.90	19.99
进口(人民币)		%	2.80	-2.00	-1.60	8.50	17.20	16.09	25.53	13.96	9.28	22.50	16.19	24.72
贸易差额(人民币)		亿元	5,028.9	3,251.0	2,985.0	1,921.0	5,392.0	6,027.0	4,615.0	5,482.0	4,416.0	3,815.0	3,581.0	3,237.0
中国与主要国家间贸易(当月)		单位	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05
美国	对美国出口	%	9.42	22.38	9.74	16.90	21.21	5.27	22.68	30.56	15.52	13.40	17.78	20.60
	从美国进口	%	-1.24	-11.95	-1.11	16.56	3.30	22.05	4.56	16.60	33.27	25.62	37.55	40.53
	贸易差额	亿美元	322.44	320.86	266.93	330.78	392.34	369.49	407.46	419.98	376.85	354.28	325.81	317.78
欧洲	对欧洲出口	%	7.91	21.43	15.38	31.22	25.65	33.46	44.31	28.61	29.40	17.23	27.20	12.57
	从欧洲进口	%	-12.52	-11.62	0.46	-0.82	-2.91	4.22	-0.66	1.13	12.42	19.79	34.10	57.72
	贸易差额	亿美元	196.38	200.72	178.44	277.54	251.40	228.19	258.64	185.01	209.52	174.34	153.61	126.68
东盟	对东盟出口	%	7.58	10.38	5.88	18.17	12.00	22.30	17.97	17.33	16.59	14.52	33.14	40.59
	从东盟进口	%	4.45	2.70	10.85	15.45	22.53	35.71	23.07	17.28	26.65	27.68	33.69	53.77
	贸易差额	亿美元	114.42	76.57	27.19	133.34	101.12	93.45	87.52	41.77	67.12	90.17	66.28	60.63
日韩	对日韩出口	%	-1.20	11.87	-0.74	22.11	17.34	24.13	23.85	20.81	31.69	19.47	30.76	15.45
	从日韩进口	%	-10.49	-1.82	8.67	14.65	8.98	21.41	16.05	9.43	23.33	12.12	22.67	32.72
	贸易差额	亿美元	-63.25	-82.27	-91.58	-46.93	-77.76	-94.30	-69.66	-108.97	-81.52	-84.92	-100.71	-73.42
主要国家PMI(当月)		单位	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
美国	制造业PMI	%	56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50	60.60
	服务业PMI	%	55.90	57.10	58.30	56.50	59.90	62.30	69.10	66.70	61.90	61.70	64.10	60.10
欧元区	制造业PMI	%	54.60	55.50	56.50	58.20	58.70	58.00	58.40	58.30	58.60	61.40	62.80	63.40
	服务业PMI	%	56.10	57.70	55.60	55.50	51.10	53.10	55.90	54.60	56.40	59.00	59.80	58.30
日本	制造业PMI	%	53.30	53.50	54.10	52.70	55.40	54.30	54.50	53.20	51.50	52.70	53.00	52.40
	服务业PMI	%	52.60	50.70	49.40	44.20	47.60	52.10	53.00	50.70	47.80	42.90	47.40	48.00
全球	制造业PMI	%	52.40	52.30	52.90	53.70	53.20	54.30	54.20	54.30	54.10	54.10	55.40	55.50
	服务业PMI	%	52.20	52.20	53.40	54.00	51.00	54.70	55.60	55.60	53.80	52.80	56.30	57.50

资料来源：Wind，浙商证券研究所

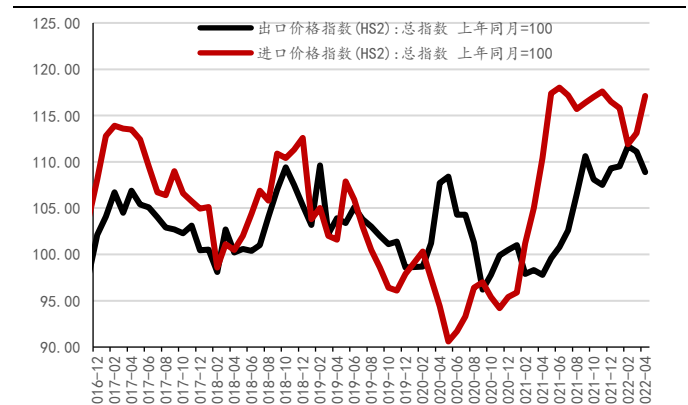
注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏绿色，数值越小则越偏红色。

图 2：5 月进出口双双回升，贸易顺差显著增长



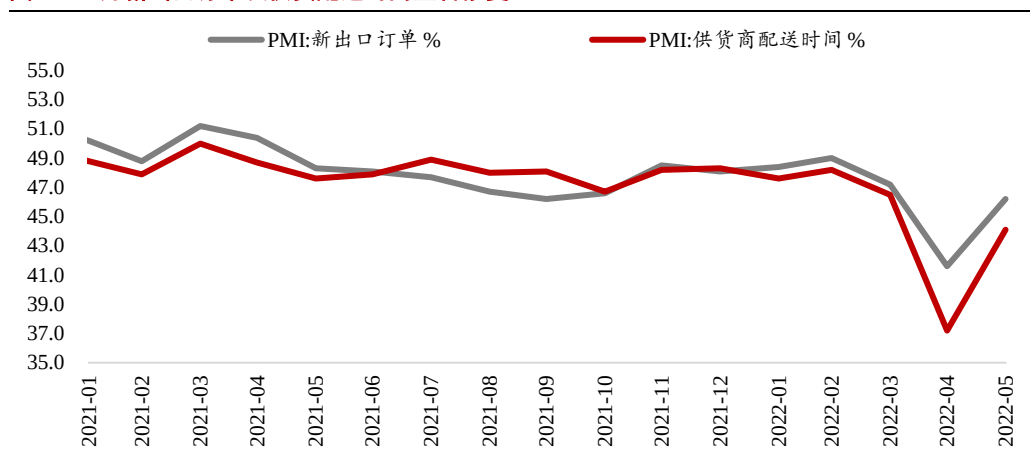
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：进口价格指数略领先于出口价格指数



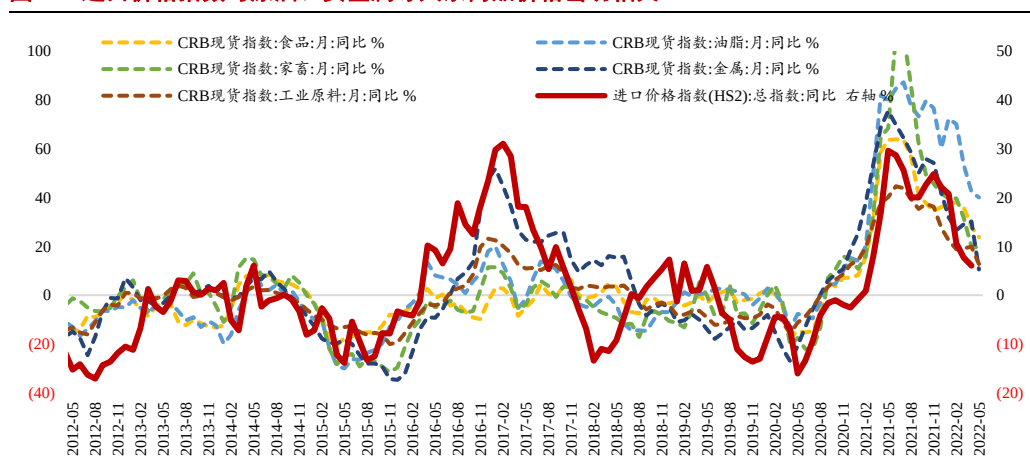
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：5 月新出口订单及供货配送时间显著修复



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：进口价格指数与原油、贵金属等大宗商品价格密切相关



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：2022 年出口价格指数，进口价格指数略领先于出口价格指数



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_42823

