

策略

物流改善带动出口回暖，能源短缺使中间品量价齐升

——5月出口数据点评  
策略研究/事件点评

2022年6月9日

## 山证策略团队

## 分析师：

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

## 策略团队成员：

范鑫

邮箱：fanxin@sxzq.com

## 事件回顾

➤ 2022年5月，我国出口总额为3,082.40亿美元，同比增长16.9%（前值3.9%），环比增长12.6%（前值回落0.9%）。

## 主要观点

- **物流改善+政策助力带动5月出口数据回暖。**环比增速由负回升至8.4%，同比增速重归两位数，呈现超预期修复。我们认为原因主要有以下几点：一是，“稳外贸”助力之下复工复产稳步推进，从供给端改善了我国出口表现；二是，美国外需整体仍旺，东盟国家生产线恢复通过增加下游需求拉动了我国出口增长，海外物价难“降温”也对出口数据起到一定“美化”作用。三是，物流及供应链效率提升，八大枢纽港口外贸集装箱吞吐同比增长7.3%（前值1.9%），国内疫情对出口的压制放缓。
- **对主要伙伴国的出口增速均回暖，东盟国家尤其，疫情带来的暂时性冲击退坡。**对英、俄出口同比增速分别为-5.93%、-8.60%，回落幅度收窄，“填坑”疫情冲击。对美国、欧盟、荷兰出口同比增速分别为15.75%、20.27%、28.5%，仍具较高景气。对东盟国家出口同比增速为25.92%，其中，对越南出口同比增速由负转正，录得21.18%。市场有观点认为越南出口高增反映了产业外迁与订单外流，但我们认为对此无须过分担忧，一方面我国与越南在产业链上的分工有差异，另一方面在经济结构转型与产业布局调整中我国更加注重发展“微笑曲线”两端的高附加值出口，而已将部分低端组装环节主动转移至越南，由此，越南出口高增本身也在一定程度上反映来自我国上游出口的回暖。
- **传统消费品出口大幅改善，钢材铝材量价齐升。**机电及高新技术产品出口增速回正，箱包、服饰、玩具同比增速达50.50%、24.61%、32.96%，海外“躺平”环境中，居民夏季出行需求强劲形成有效拉动。地产后周期产品景气度明显回落，美国30年期抵押贷款利率已快速上行至5.23%，对于地产市场形成压制，且从二手房交易数据看，房地产周期高点已过，未来对相关产品出口的支撑趋弱，中间品出口表现分化，其中，钢材、铝材5月出口量价齐升，主因受海内外价差影响。
- **人民币贬值影响有限，出口大概率稳步回落。**出口下半年难改回落之势，主要症结仍然在于外需回落，而人民币虽位于贬值周期，但不可高估其对于出口的提振。此外，在全球通胀与能源供应偏紧的格局中，我国资本品与中间品出口或许有望收获超预期表现。



## 目录

一、 事件回顾.....	3
二、 事件点评.....	3
1、 物流改善+政策助力带动 5 月出口数据回暖.....	3
2、 对主要伙伴国出口增速均回暖，东盟国家尤甚.....	4
3、 传统消费品出口大幅改善，钢材铝材量价齐升.....	6
4、 人民币贬值影响有限，出口大概率稳步回落.....	7

## 图表目录

图 1：5 月进出口数据回暖，贸易顺差走阔.....	3
图 2：5 月出口同比增速、环比增速均大幅回升.....	3
图 3：美国 PMI 仍高于枯荣线，外需支撑尤在.....	3
图 4：物流效率回升提振 5 月出口表现.....	3
图 5：对英、俄出口增速仍为负，但回落幅度收窄.....	4
图 6：对美国、欧盟、荷兰出口回暖延续高景气.....	4
图 7：对日出口较疲弱，对韩出口高增.....	4
图 8：对东盟国家出口增速大幅回升.....	4
图 9：机电、高新技术产品同比、环比均回正.....	6
图 10：传统消费品出口出口增速大幅走升.....	6
图 11：地产后周期产品景气度明显回落.....	6
图 12：美国抵押贷款利率冲高，地产周期高点已过.....	6
表 1：我国对主要伙伴国出口同比增速.....	5
表 2：我国主要出口商品的增速变化.....	7

## 一、事件回顾

据海关总署最新公布数据,2022年5月,我国进出口总额达5377.4亿美元,同比增长11.1%(前值2.1%),环比增长8.4%(前值回落1.7%)。其中,出口3,082.40亿美元,同比增长16.9%(前值3.9%),环比增长12.6%(前值回落0.9%);进口2,294.90亿美元,同比增长4.1%(前值持平),环比增长3.1%(前值回落2.8%)。

## 二、事件点评

### 1、物流改善+政策助力带动5月出口数据回暖

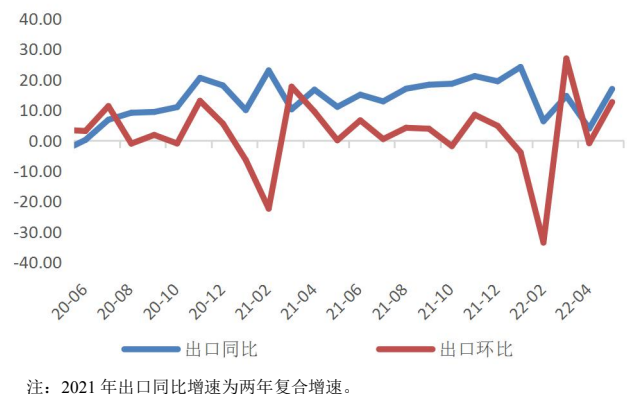
5月国内物流效率回升,叠加“稳外贸”政策持续发力,带动出口数据快速走出4月“泥潭”,环比增速由负回升至8.4%,同比增速重归两位数,明显回暖。我们认为,出口数据超预期修复的原因主要有以下几点:一是,“稳外贸”助力之下复工复产稳步推进,出口产品生产恢复,从供给端改善了我国出口表现;二是,美国经济增速虽有放缓之势,但PMI仍居于枯荣线之上,外需整体仍旺,东盟国家生产线稳定恢复虽引发了部分订单外流,但从产业链分工角度考量,其亦通过增加下游需求拉动了我国出口增长,而5月我国PMI新出口订单分项也有明显改善,反应出需求端的支撑,与此同时,海外物价难“降温”也对我国出口数据起到一定“美化”作用。三是,外贸物流及供应链效率提升,使得国内疫情对出口的压制趋缓,八大枢纽港口外贸集装箱吞吐同比增长7.3%,较前值(1.9%)明显改善,5月PMI供货商配货时间分项由37.2上行至44.1,亦有所修复。

图 1: 5月进出口数据回暖, 贸易顺差走阔



数据来源: Wind, 山西证券研究所

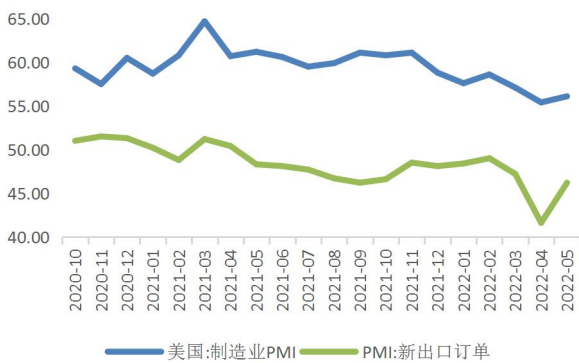
图 2: 5月出口同比增速、环比增速均大幅回升



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 3: 美国 PMI 仍高于枯荣线, 外需支撑尤在

图 4: 物流效率回升提振 5 月出口表现



数据来源: Wind, 山西证券研究所



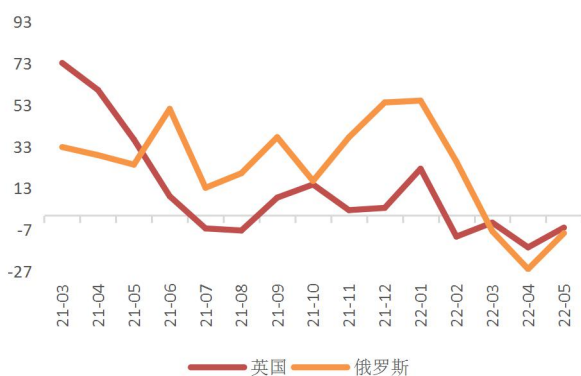
数据来源: Wind, 山西证券研究所

## 2、对主要伙伴国出口增速均回暖，东盟国家尤甚

我国对主要贸易伙伴国的出口增速均有明显回升，反映疫情带来的暂时性冲击退坡。其中，对英国、俄罗斯出口同比增速分别为-5.93%、-8.60%，虽仍趋于回落，但幅度收窄，一方面是对4月疫情冲击“填坑”，另一方面也应注意到，俄乌冲突对于欧洲经济的挫伤以及归还欧盟成员国出口份额或将对我国出口产生拖累。对美国、欧盟、荷兰出口同比增速分别为15.75%、20.27%、28.5%，仍具有较高景气。

而对东盟国家出口同比增速为25.92%，其中，对越南出口同比增速由负转正，录得21.18%，对马来西亚出口同比增速超30%，十分可观。近期，市场有观点认为越南出口高增与我国出口疲弱反映了产业外迁与订单外流，但我们认为对此无须过分担忧，一方面我国与越南在产业链上的分工有差异，另一方面在经济结构转型与产业布局调整中我国更加注重发展“微笑曲线”两端的高附加值出口，而已将部分低端组装环节转移至越南完成，由此，越南出口高增本身也在一定程度上反映来自我国上游出口回暖。

图 5: 对英、俄出口增速仍为负，但回落幅度收窄



数据来源: Wind, 山西证券研究所

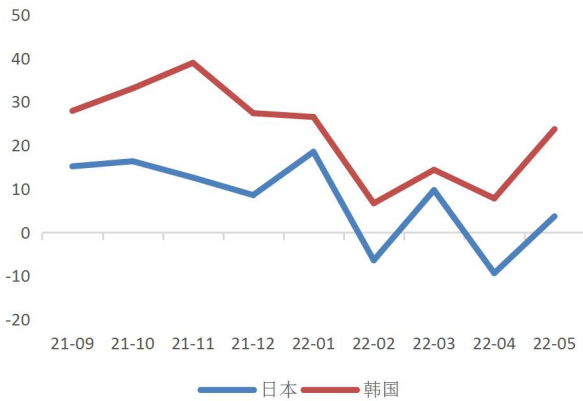
图 7: 对日出口较疲弱，对韩出口高增

图 6: 对美国、欧盟、荷兰出口回暖延续高景气

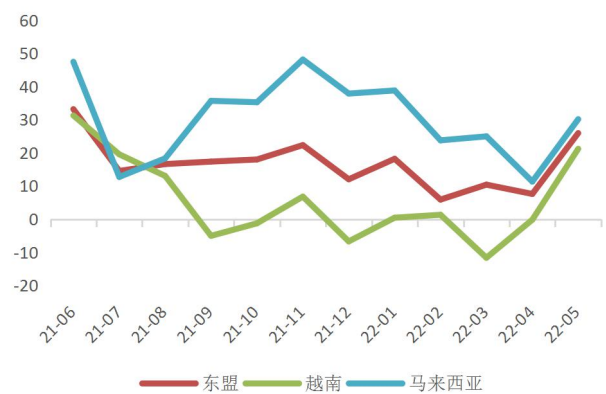


数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 8: 对东盟国家出口增速大幅回升



数据来源: Wind, 山西证券研究所



数据来源: Wind, 山西证券研究所

表 1: 我国对主要伙伴国出口同比增速

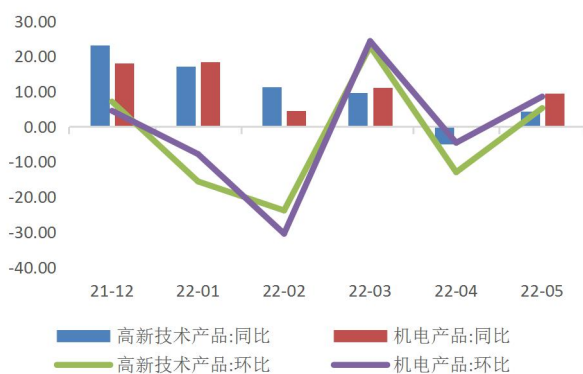
主要伙伴国	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01
美国	15.75	9.42	22.38	9.74	16.9
英国	-5.93	-15.42	-3.54	-10.25	22.37
欧盟	20.27	7.91	21.43	15.38	31.22
德国	6.74	-8.96	18.07	10.12	21.38
法国	4.52	0.05	12.11	0.78	35.28
俄罗斯	-8.6	-25.87	-7.65	25.79	55.12
荷兰	28.25	20.04	28.3	12.5	27.63
日本	3.67	-9.39	9.71	-6.44	18.51
韩国	23.72	7.79	14.37	6.67	26.51
印度	42.63	18.14	31.57	12.93	37.88
东盟	25.92	7.58	10.38	5.88	18.17
越南	21.18	-0.19	-11.66	1.3	0.42
泰国	13.55	4.33	19.73	5.39	31.34
马来西亚	30.11	11.31	24.94	23.74	38.77
印尼	35.57	2.98	16.14	13.99	55.9

数据来源: 海关总署, 山西证券研究所

### 3、传统消费品出口大幅改善，钢材铝材量价齐升

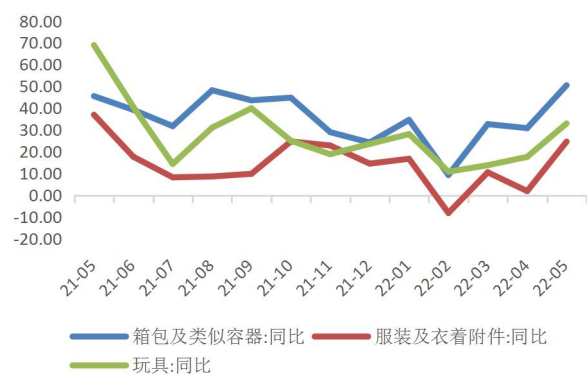
产品方面，4月受到严重冲击的机电及高新技术产品出口5月明显改善，同比、环比增速均由负转正，且在同期高基数的影响下，机电产品5月出口同比增速依然逼近10%，验证了其在疫后集中生产阶段建立的韧性。此外，传统消费品出口增速大幅走升，箱包、服饰、玩具同比出口增速分别达50.50%、24.61%、32.96%，较前值增长19.70%、22.72%、15.37%，除疫情扰动减退的影响外，海外“躺平”政策环境中，居民夏季出行需求强劲形成有效拉动。

图 9：机电、高新技术产品同比、环比均回正



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：传统消费品出口出口增速大幅走升



数据来源：Wind，山西证券研究所

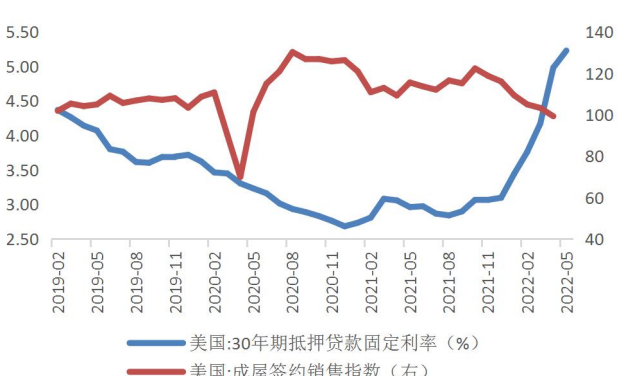
地产后周期产品景气度明显回落，家具、灯具5月出口同比增速分别为0.33%、3.07%，与去年超20%、逼近10%的增速相比明显较乏力，在海外加息紧缩环境中，中长期贷款利率快速抬升，美国30年期抵押贷款利率已由年初的3.11%快速上行至5.23%附近，对于房地产市场形成压制，且从美国二手房交易数据看，此轮房地产周期高点已过，当前居于下行阶段，预计未来对相关产品出口的支撑趋弱。

图 11：地产后周期产品景气度明显回落



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：美国抵押贷款利率冲高，地产周期高点已过



数据来源：Wind，山西证券研究所

中间品出口表现分化，其中，钢材、铝材 5 月出口量价齐升，主因受到海内外价差影响，其中，俄乌冲突之下海外钢材供需错配严重，我国钢材价格优势尽显，而天然气短缺及价格飙升使得海外电解铝成本大幅上行，LME 铝库存自 3 月以来持续回落，提振我国铝材出口，5 月港口运输效率提升也使得 3 月、4 月疫情冲击中挤压的出口订单集中放量。集成电路、成品油 5 月出口量缩价升，主要还是受到海外高通胀拉动。

**表 2：我国主要出口商品的增速变化**

主要出口商品	同比	较上月	环比	较上月				
箱包及类似容器	50.50	19.70	25.37	-8.87				
服装及衣着附件	24.61	22.72	34.12	23.28				
玩具	32.96	15.37	17.22	-5.25				
家具及其零件	0.33	3.37	4.43	-4.16				
家用电器	-8.33	-2.95	-3.81	-9.24				
灯具照明装置及其零件	3.07	-6.70	5.45	-29.19				
高新技术产品	4.35	9.35	5.26	18.23				
机电产品	9.38	9.50	8.53	13.12				
	量				价			
	同比	较上月	环比	较上月	同比	较上月	环比	较上月
成品油(海关口径)	-39.56	4.43	-14.40	-8.26	7.35	6.85	-13.25	-20.78
肥料	-54.44	-13.03	-3.91	-11.98	-39.22	-23.09	4.38	-4.78
钢材	47.23	84.75	55.80	54.99	77.80	81.55	50.18	44.31
未锻轧铝及铝材	54.09	17.6	13.36	12.94	96.88	17.97	12.77	8.61
集成电路	-6.68	10.73	7.13	11.42	17.58	16.45	11.69	23.81

数据来源：海关总署，山西证券研究所

#### 4、人民币贬值影响有限，出口大概率稳步回落

无论是 4 月冲击中的失速下行，还是 5 月的放量回暖，均是出口受到额外短期冲击的结果。往后看，我们认为，出口下半年难改回落之势，主要症结仍然在于外需回落，而人民币虽位于贬值周期，但由于出口本身具有滞后性，我国出口企业的议价能力也十分有限，不可过分高估贬值对于出口的提振。此外，在全球通胀与能源供应偏紧的格局中，我国资本品与中间品出口或许有望收获超预期表现。

## 风险提示

### 1. 全球流动性超预期收紧。

当前欧美物价上行压力不断走升，通胀失控风险加剧，在地缘冲突扰动及供应链问题之下，警惕欧美央行超预期加息缩表，引发全球流动性的超预期收紧。

### 2. 宏观经济增速超预期下滑。

国内经济环境较为复杂，消费复苏略显乏力，上游原材料价格上行压力难缓或挤压中下游企业利润空间，甚至影响其经营，警惕宏观经济增速在内忧外扰之下出现超预期下滑。

### 3. 全球能源危机进一步加剧。

全球能源供需格局偏紧带动价格维持高位，地缘冲突进一步推升了石油、煤炭等能源价格的上行，近期欧美持续加码对俄制裁，同时或将延伸至能源出口方面，警惕由此带来的全球能源危机加剧。



### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336