

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。

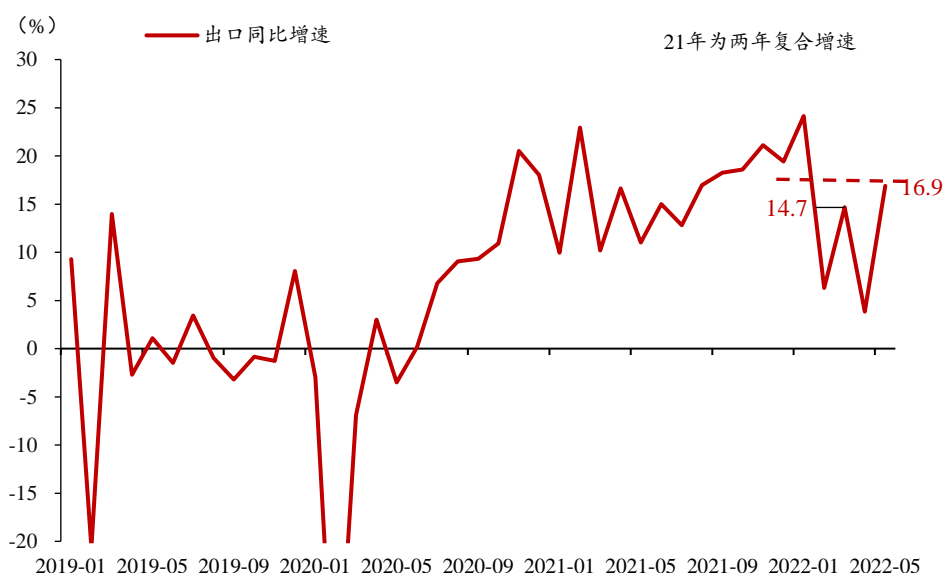
更加令人困惑的是,5月长三角地区经济受物流约束最强,疫情之中长三角经济受影响较重。然而5月出口表现恰恰相反,长三角生产的商品出口反而表现最好。

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%)。

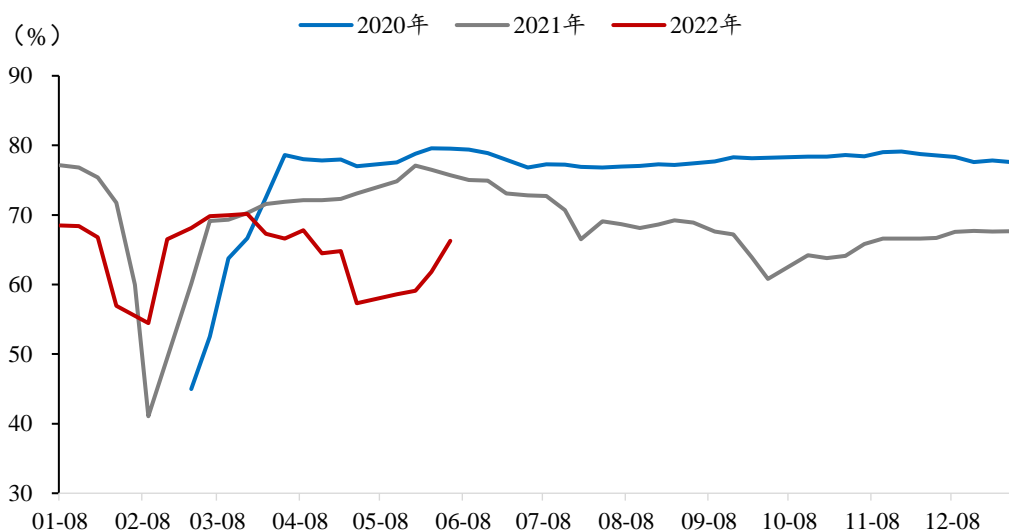
集成电路和汽车零部件生产地区主要集聚在长三角。我们知道至今长三角物流和经济活动未恢复到疫情前。5月长三角公路物流指数同比分别为-80%、-20%和-7%,均低于3月读数(分别为-7%、2%和-2%)。

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。

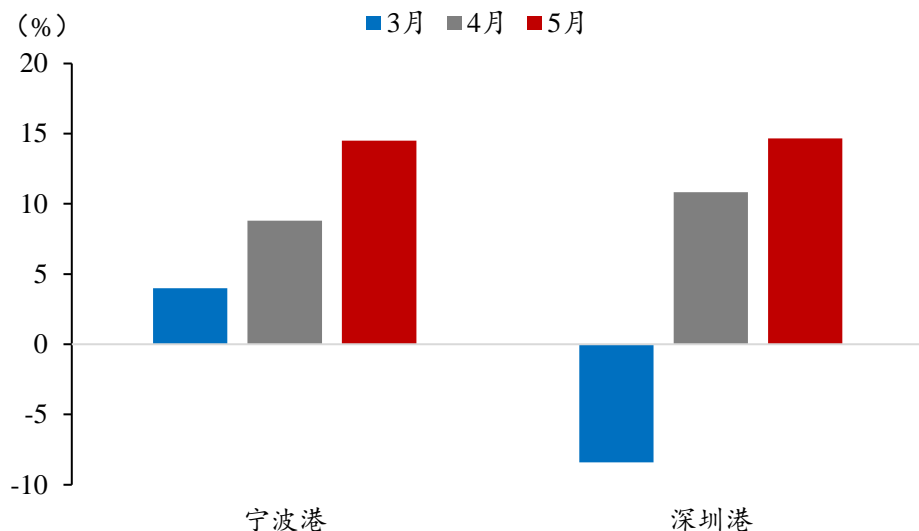
第三，商品涨价。5 月出口同比中近 2.5 个百分点，是受商品涨价驱动。

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%。

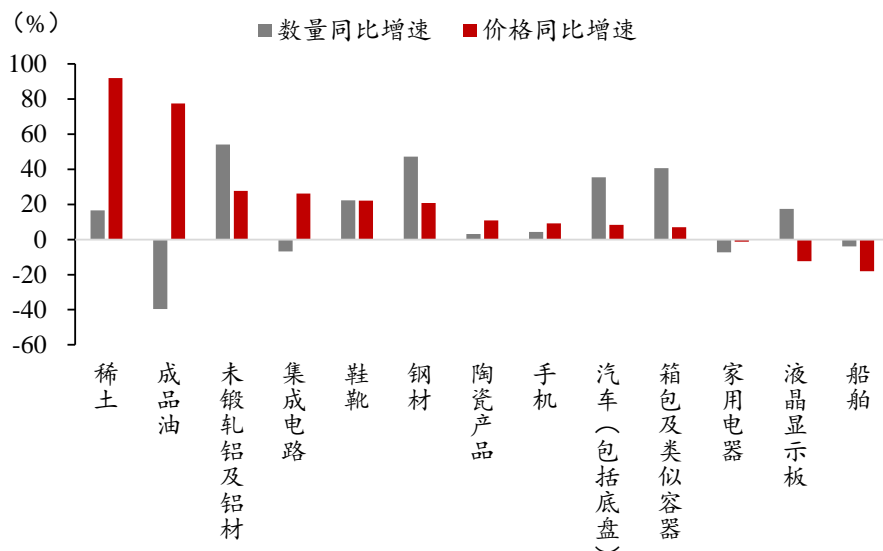
单钢材和集成电路两项产品，就拉动 5 月总出口同比增速 2.5 个百分点。

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：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、后续出口走势判断

5 月出口强势反弹之后，年内出口是何走势？我们认为出口趋势判断需要分长短期两个维度。

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。

5月生产与供应链尚未完全恢复。随着国内疫情的持续改善和政策的落地，复工复产与国内物流仍在修复进程。若后续疫情及抗疫政策相对平稳，则后续国内出口供给端会好于5月。

长期出口看外需，持续关注海外生产修复进程。

去年下半年以来，耐用品需求逐步回落，出口外需主要靠资本品与中间品。

5月疫情明显改善后，集成电路和汽车零部件增速反弹明显，而消费电子和家具家电出口增速较4月没有明显改善。资本品与中间品的需求取决于海外生产修复。正因如此，生产动能更强的东盟与欧盟的生产需求更值得关注。

五、风险提示

- 1) 经济走势超预期。**经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) 疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) 海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：5 月出口同比超过疫情前（单位：%）	3
图 2：5 月铝下游开工率尚未恢复至去年同期水平（单位：%）	4
图 3：5 月港口运力转移进一步扩大（单位：%）	5
图 4：5 月部分商品价格上涨明显（单位：%）	5

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001