

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 出口一次性修复，不具备可持续性

2022年6月12日

- **产业链压力缓解为出口增量提供支撑，内需修复带动进口增量。**5月出口金额同比增速大幅反弹，主要是因为此轮上海疫情高点已过，疫情对产业链的压制逐渐消退，物流堵点逐步畅通。生产景气度的修复体现有二：1) 国内生产 PMI 的触底回升，这为我国的对外贸易提供了供给端的支撑力量。2) 4月机电和高新技术产品出口转负源于疫情扰动产业链，5月增速转强正体现了疫情修复下生产好转带来的支撑。5月进口反弹有两个主要原因。1) 我国内需有所修复，环比改善带动进口需求反弹；2) 5月 CRB 指数持续上行，可能是粮食危机带来的价格效应增加。
- **出口外需贡献量结构转变，东南亚联盟的高贡献更多由基数导致。**5月新出口订单 PMI 大幅反弹，显示出海外订单量较上月出现回暖。从我国出口商品的国别结构上看，在我国的主要出口项中欧盟国家和东南亚国家所占份额靠前，此轮出口分项表现与欧盟和东南亚国家份额较大的分项相吻合。分国别来看，5月外需对出口的贡献量出现转变，东南亚国家联盟反超美国跃升为5月主要贡献量。原因是去年同期环比变化下压基数，抬高了东南亚联盟的出口同比，进而推升其对我国出口同比的高贡献。
- **此轮汇率贬值对出口的提振效果并不大。**5月以来美元兑人民币快速贬值至 6.7 左右水平，至今仍在 6.6-6.7 附近徘徊。美元兑人民币汇率突破多道关口，可能会提高我国出口产品的竞争力。但反映人民币兑一篮子货币汇率的 CFETS 人民币汇率指数仍强于去年 5 月份的指数表现。即与去年同期相比，人民币兑美元出现贬值，但兑一篮子货币则较强，这削弱了贬值对出口同比增速的提振效果，我们认为此轮出口的高增更多是疫情扰动后的反弹效应。
- **出口的高景气并不具有可持续性，可关注后续汇率对出口的扰动。**出口同比增速超预期反弹，是产业链修复后的反弹效应，我们认为后续出口增速的高景气并不具有可持续性。一是外需走弱，出口延续下降的大方向不变。5月摩根大通全球综合 PMI 小幅回升，略显暖意，但幅度不够，预计不会影响整体 PMI 的回落趋势。二是东南亚国家联盟的高贡献由低基数导致，后续基数被垫高。可以看到去年 6 月基数垫高，5 月的高贡献不具有可持续性。在后续的出口增速变化中，下行斜率可能由汇率扰动，若人民币持续贬值，或将成为年内出口变动的另一个影响因素，需要对后续汇率走势给予更多关注。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。

目 录

一、生产压力缓解和内需修复为进出口增量提供支撑 .....	3
二、出口外需贡献量结构转变，人民币贬值的提振效果不大.....	5
三、超预期反弹的高景气出口不具有可持续性 .....	7
风险因素 .....	8

表 目 录

表 1：出口重点商品对比.....	3
表 2：进口重点商品对比.....	4

图 目 录

图 1：国内生产景气度回升，进口略微回暖 .....	4
图 2：CRB 食品指数持续上行 .....	5
图 3：东南亚国家联盟反超美国跃升为 5 月主要贡献量 .....	5
图 4：主要出口项中欧盟国家和东南亚国家均占据不小份额 .....	6
图 5：2021 年 5 月欧盟和东南亚国家联盟基数明显压低 .....	6
图 6：CFETS 人民币汇率指数仍强于去年 5 月份的指数表现 .....	7
图 7：全球综合 PMI 放缓趋势不变 .....	8

## 一、生产压力缓解和内需修复为进出口增量提供支撑

**产业链压力缓解为出口增量提供支撑。**5月出口金额（美元计价）同比增速大幅反弹至16.9%，为年内次高点。这主要是因为此轮上海疫情高点已过，4月疫情对产业链造成的压制逐渐消退，物流堵点逐步畅通。生产景气度的修复体现有二：1) 国内生产PMI的触底回升，这为我国的对外贸易提供了供给端的支撑力量。2) 4月机电和高新技术产品出口转负源于疫情扰动产业链，5月增速转强正体现了疫情修复下生产好转带来的支撑。从出口分项上看，5月主要出口商品增速较上月普遍好转，机电、高新技术产品和钢材贡献明显多增。在5月出口同比增速变化的12.6个百分点中，机电产品、高新技术产品和钢材分别贡献了5.17、2.31和2.83个百分点。

**国内经济筑底回暖，内需修复带动进口增量。**5月进口同比增速从上月零增长回升至4.1%，同期进口PMI录得45.10%，进一步向荣枯线靠拢。5月进口反弹有两个主要原因：一是我国内需有所修复，环比改善带动进口需求反弹；二是5月CRB指数持续上行，可能是粮食危机带来的价格效应增加。从进口分项上看，农产品、天然气和铁矿砂给进口同比增速的增量贡献了0.88、0.40和0.61个百分点。其中，铁矿砂进口量涨价跌，同比增速由数量贡献，天然气进口量跌价涨，同比增速由价格贡献，粮食、大豆进口量价齐升。

表 1：出口重点商品对比

出口重点商品	当月同比(2022-05) 单位：%	当月同比(2022-04) 单位：%	同比增速差值 单位：pct	当月金额占比 单位：%
机电产品	9.38	-0.12	9.50	54.42
高新技术产品	4.35	-5.00	9.35	24.70
纺织纱线织物及其制品	15.71	0.86	14.85	4.55
服装及衣着附件	15.71	1.89	13.83	4.93
塑料制品	17.82	9.72	8.10	3.12
农产品	27.58	20.45	7.13	2.85
钢材	77.80	-3.75	81.56	3.47
家具及其零件	0.33	-3.04	3.37	2.05
鞋靴	49.54	27.97	21.58	1.65
玩具	32.96	17.59	15.36	1.35
箱包及类似容器	50.50	30.79	19.71	1.07
成品油	7.35	0.50	6.84	0.99
未锻轧铝及铝材	96.88	78.91	17.96	0.92
陶瓷产品	14.37	0.76	13.61	0.92
肥料	-39.22	-16.13	-23.09	0.26
中药材及中式成药	27.08	-9.57	36.65	0.04
稀土	124.08	100.74	23.33	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

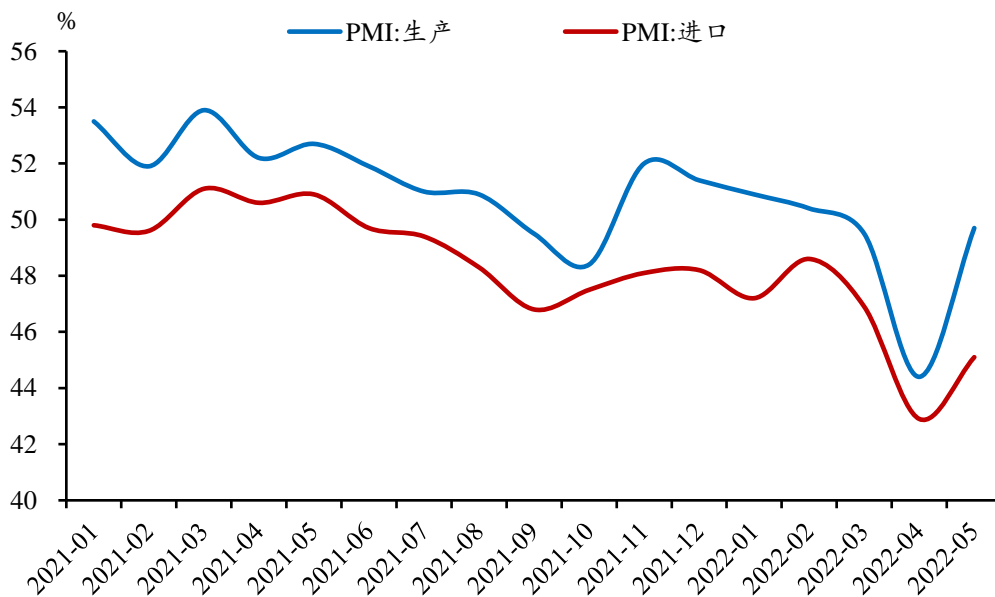
注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

**表 2：进口重点商品对比**

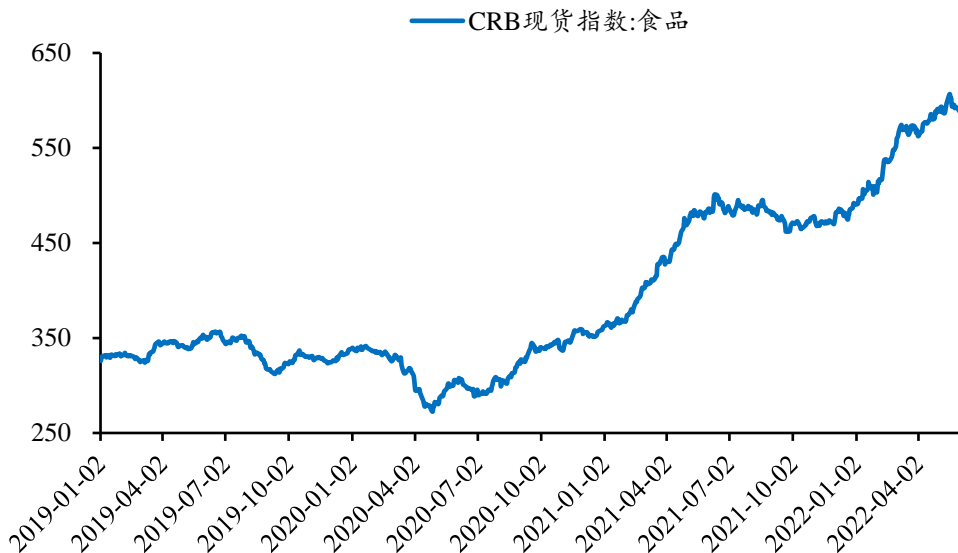
进口重点商品	当月同比(2022-05)	上月同比(2022-04)	同比增速差值	当月金额占比
	单位：%	单位：%	单位：pct	单位：%
机电产品	-8.44	-6.77	-1.67	36.66
高新技术产品	-7.15	-6.73	-0.42	26.75
原油	81.41	81.52	-0.10	15.35
农产品	12.86	3.83	9.04	9.71
铁矿砂及其精矿	-17.73	-28.57	10.84	5.60
铜矿砂及其精矿	20.69	12.49	8.21	2.43
天然气	48.92	31.53	17.38	2.29
初级形状的塑料	-0.23	-7.05	6.82	2.15
未锻轧铜及铜材	7.45	9.17	-1.73	2.06
中药材及药品	24.32	-13.68	38.00	1.95
煤及褐煤	87.80	102.26	-14.46	1.48
美容化妆品及洗护用品	-4.36	-6.91	2.55	0.86
纸浆	-3.80	8.12	-11.92	0.77
成品油	26.50	7.17	19.33	0.77
原木及锯材	-2.75	-8.03	5.28	0.68
钢材	-12.17	1.25	-13.42	0.58
纺织纱线、织物及制品	-8.06	-25.02	16.96	0.52
天然及合成橡胶(包括胶乳)	4.39	-2.14	6.53	0.39
肥料	102.00	52.18	49.83	0.17

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负, 按当月金额占比降序排列

**图 1：国内生产景气度回升，进口略微回暖**


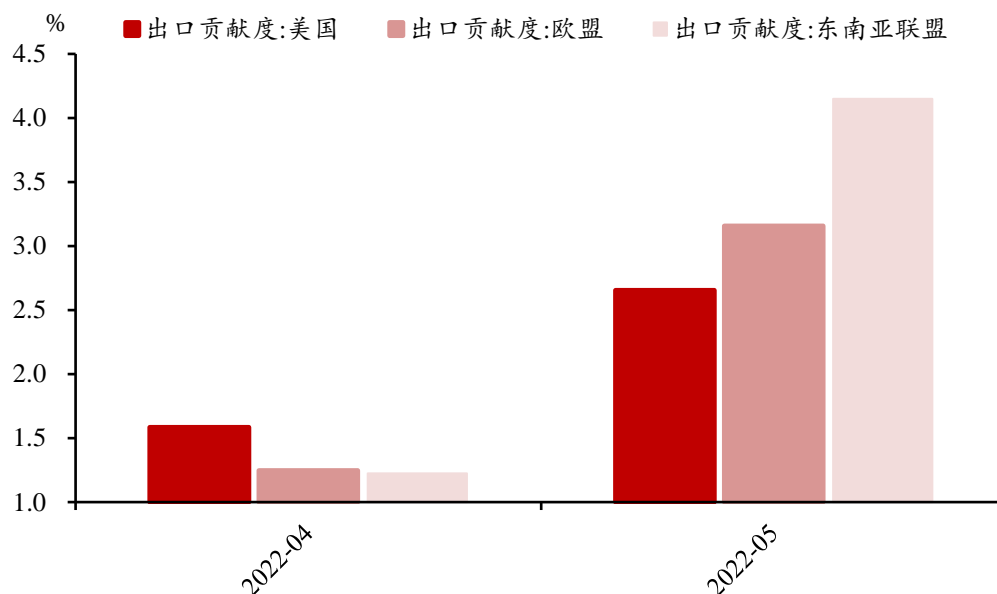
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：CRB 食品指数持续上行**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

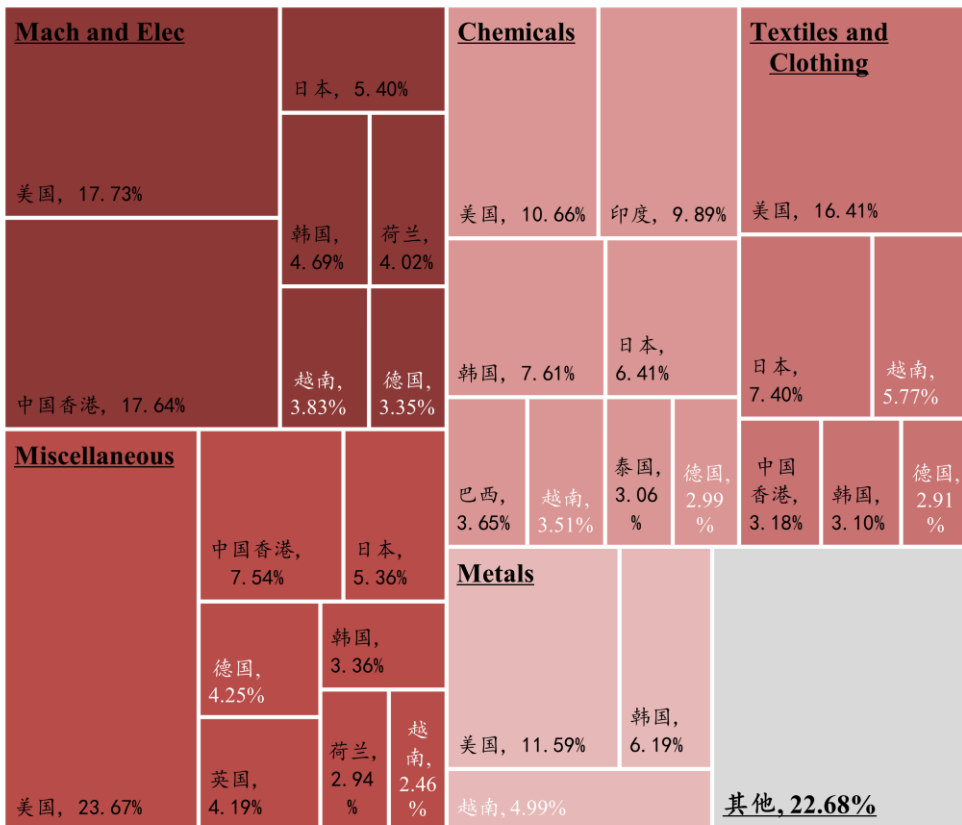
## 二、出口外需贡献量结构转变，人民币贬值的提振效果不大

出口外需贡献量结构转变，东南亚联盟的高贡献更多由基数导致。5月新出口订单PMI大幅反弹，录得46.20%，较前值环比增加4.6个百分点，显示出海外订单量较上月出现回暖。从我国出口商品的国别结构上看，在我国的主要出口项中欧盟国家和东南亚国家所占份额靠前，此轮出口分项表现与欧盟和东南亚国家份额较大的分项相吻合。分国别来看，5月外需对出口的贡献量结构出现转变，东南亚国家联盟反超美国跃升为5月主要贡献量。美国、欧盟和东南亚对出口同比变化增量的贡献量分别为2.65、3.16和4.15，究其原因，去年同期环比变化下压基数，抬高了东南亚联盟的出口同比，进而推升其对我国出口同比的高贡献。

**图 3：东南亚国家联盟反超美国跃升为 5 月主要贡献量**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

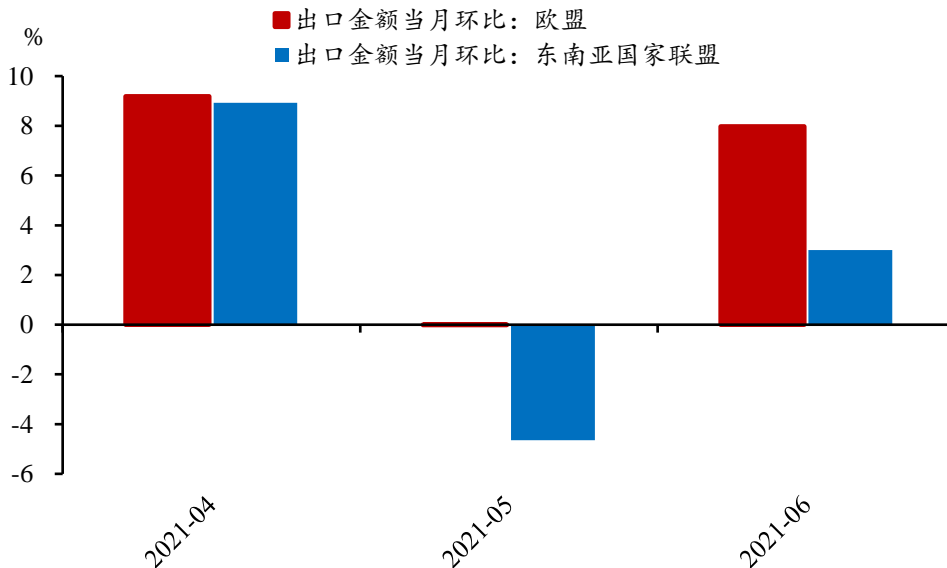
图 4：主要出口项中欧盟国家和东南亚国家均占据不小份额



资料来源: WITS, 信达证券研发中心

注: 图中数据为 2019 年数据

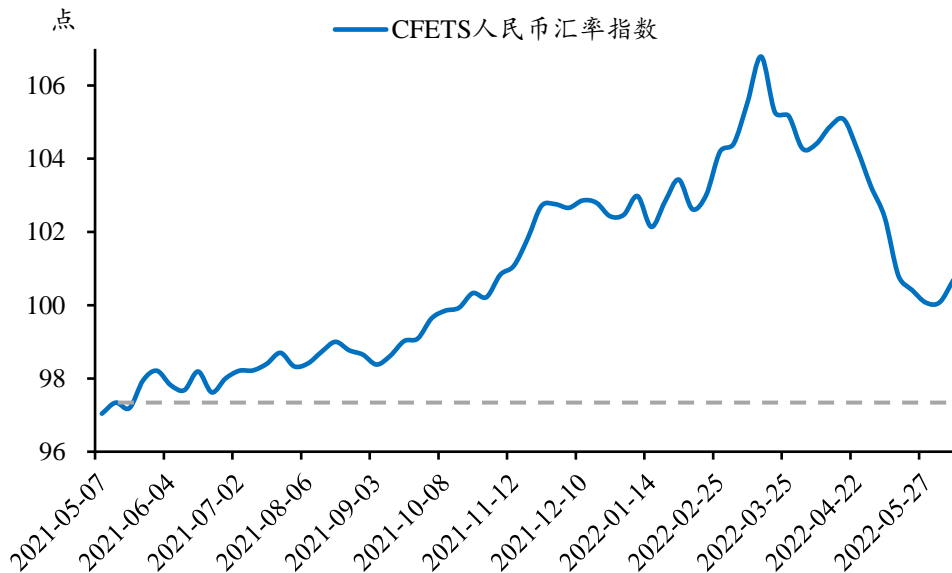
图 5：2021 年 5 月欧盟和东南亚国家联盟基数明显压低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

此轮汇率贬值对出口的提振效果并不大。5月以来，美联储连续加息使得人民币汇率回调。美元兑人民币自6.38快速贬值至6.7左右水平，至今仍在6.6-6.7附近徘徊。美元兑人民币汇率突破多道关口，可能会提高我国出口产品的竞争力。然而，从CFETS人民币汇率指数来看，反映人民币兑一篮子货币汇率的CFETS人民币汇率指数快速回落至100点附近，但仍强于去年5月份的指数表现。即与去年同期相比，人民币兑美元贬值，但兑一篮子货币则较强，这削弱了贬值对出口同比增速的提振效果，我们认为此轮出口的高增更多是疫情扰动后的反弹效应。

图 6：CFETS 人民币汇率指数仍强于去年 5 月份的指数表现

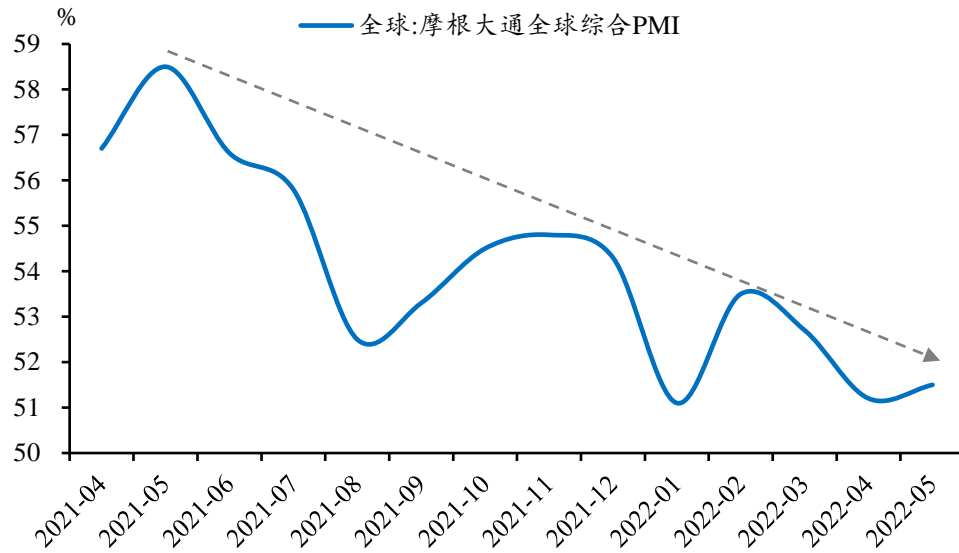


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、超预期反弹的高景气出口不具有可持续性

出口的高景气并不具有可持续性，可关注汇率对出口的扰动。出口同比增速超预期回升，是产业链修复后的反弹效应，我们认为后续出口两位数增速的高景气并不具有可持续性。一是外需走弱，出口延续下降的大方向不变。从全球景气度上看，5月摩根大通全球综合PMI小幅回升，略显暖意，但幅度不够，预计不会影响整体PMI的回落趋势，而且5月美国和欧元区的PMI均有回落，全球经济景气度回落是大概率事件。二是东南亚国家联盟的高贡献由低基数导致，后续基数被垫高。在三大主要贸易伙伴中，欧盟和东南亚国家联盟的同比增速高增带来贡献量居前，但同比增速高增背后是基数被明显压低，可以看到6月基数被垫高，5月的高贡献不具有可持续性。在后续的出口增速变化中，下行斜率可能由汇率扰动，若人民币持续贬值，或将成为年内出口变动的另一个影响因素，需要对后续汇率走势给予更多关注。

图 7：全球综合 PMI 放缓趋势不变



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。