



报告日期：2022年6月20日

6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能

——5月进出口数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 2.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 2.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 3.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 4.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 5.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 6.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 7.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 8.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 9.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 10.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 11.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 12.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 13.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 14.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 以美元计，5月出口金额当月同比16.90%，预期7.30%，前值3.90%；进口金额当月同比4.10%，预期0.60%，前值0%；5月贸易顺差787.50亿美元，预期601.80亿美元，前值511.19亿美元。我们点评如下：
-
- 一、5月出口金额当月同比大幅反弹，5月进口金额当月同比重返正增长；
- 二、5月对东盟出口金额当月同比大幅反弹，自美国进口金额当月同比大幅上行；
- 三、主要资源品进口数量当月同比大部分较前值上行，表明5月宏观经济有所修复；
- 四、贸易顺差短期内难以大幅下行，2022年贸易顺差超2015年的概率较大；
- 五、6月出口金额当月同比难以大幅下行，6月进口金额当月同比大概率上行；
- 六、下半年出口增速承压但有韧性，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能。



目录

一、5月出口金额当月同比大幅反弹，5月进口金额当月同比重返正增长.....	3
二、5月对东盟出口金额当月同比大幅反弹，自美国进口金额当月同比大幅上行.....	4
三、主要资源品进口数量当月同比大部分较前值上行，表明5月宏观经济有所修复.....	6
四、贸易顺差短期内难以大幅下行，2022年贸易顺差超2015年的概率较大.....	7
五、6月出口金额当月同比难以大幅下行，6月进口金额当月同比大概率上行.....	8
六、下半年出口增速承压但有韧性，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能.....	9

事件：以美元计，5月出口金额当月同比16.90%，预期7.30%，前值3.90%；进口金额当月同比4.10%，预期0.60%，前值0%；5月贸易顺差787.50亿美元，预期601.80亿美元，前值511.19亿美元。

点评：

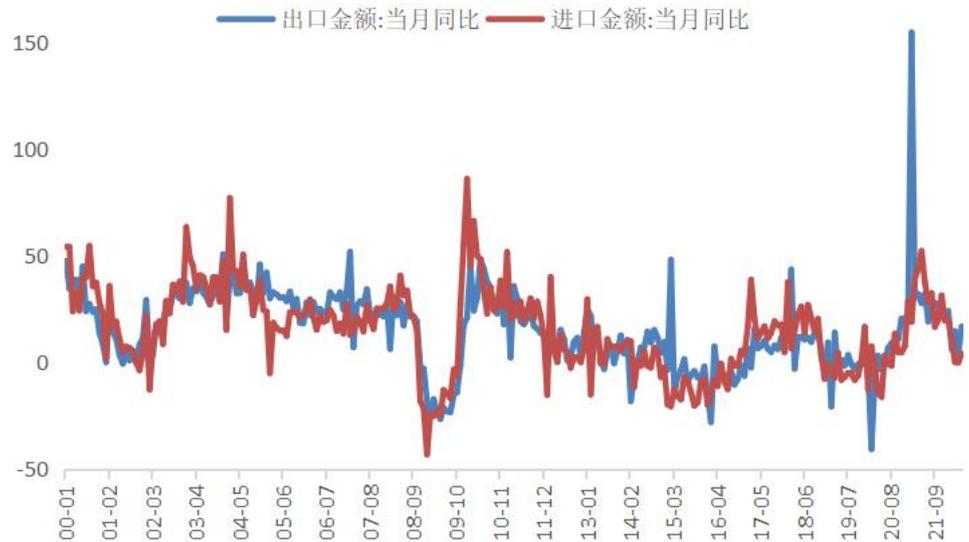
一、5月出口金额当月同比大幅反弹，5月进口金额当月同比重返正增长

5月出口金额当月同比为16.90%，高于预期9.60个百分点，较前值大幅上行13.0个百分点，且创近4个月新高。5月16.90%的读数在2022年1-5月中位列第2位，但是在过去28年的5月出口金额当月同比中，2022年5月仅位列第14位，居于中游水平。5月出口增速面临诸多利多：数量方面，5月摩根大通全球制造业PMI为52.40，较前值上行0.10个百分点，表明5月全球经济较4月进一步扩张，利多5月出口增速，具体看，5月美国、欧元区、日本、英国制造业PMI为56.10、54.60、53.30、54.60，分别较前值上行0.70、-0.90、-0.20、-1.20个百分点，主要经济体制造业PMI均位于荣枯线之上，且居于主导地位的美国ISM制造业PMI较前值大幅上行0.70个百分点，表明美国以及全球经济韧性依旧较强；价格方面，5月CRB指数同比为52.46%，虽然较前值下行5.16个百分点，但是依旧录得1995年1月有数据记录以来的第7高值，在价格角度对5月出口增速形成较强利多；汇率方面，5月人民币汇率开于6.6080，收于6.6715，在4月大幅贬值4.24%的基础上再贬值0.96%，利多出口增速；基数效应方面，2021年4月、5月出口金额当月同比分别为32.06%、27.70%，基数下行利多5月出口增速。**最后一点，也是最关键的一点是**，4月出口金额当月同比大幅下行的主要原因是，上海等大城市疫情爆发，在封控的背景下长三角等地区的物流与供应链链遭受冲击，也就是说，供给因素等国内原因是4月出口金额当月同比下行的主因。5月物流与产业链供应链等得到较好修复，因此从供给的角度看，制约4月出口金额当月同比下行的不利因素得到较大程度缓解，推动5月出口金额当月同比大幅上行。

5月进口金额当月同比为4.10%，高于预期3.50个百分点，较前值上行4.10个百分点，时隔2个月重返正增长。该值在2022年1-5月中位列第3位，但是在过去28年的5月进口金额当月同比中，2022年5月仅位列第19位，居于中游偏下水平。5月进口增速面临“多空交织”的局面：数量方面，5月制造业PMI录得49.60，虽然较前值上行2.20个百分点，但是依旧位于荣枯线之下，表明5月我国宏观经济依旧较为疲弱，其中，5月进口指数录得45.10，虽然较前值上行2.20个百分点，但是反弹幅度明显弱于其他分项指标，且为2020年5月以来次低值，表明5月我国内需依旧较为疲弱；价格方面，5月CRB指数同比录得1995年1月有数据记录以来的第7高值，在支撑利多出口增速的同时也支撑进口增速；在汇率方面，5月人民币汇率贬值0.96%，在利多出口增速的同时，对进口增速形成利空；从

基数效应看，2021年4月与5月进口金额当月同比分别为44.03%、52.18%，基数上行利空5月进口增速。

图 1：5月出口金额当月同比大幅反弹，5月进口金额当月同比重返正增长（%）



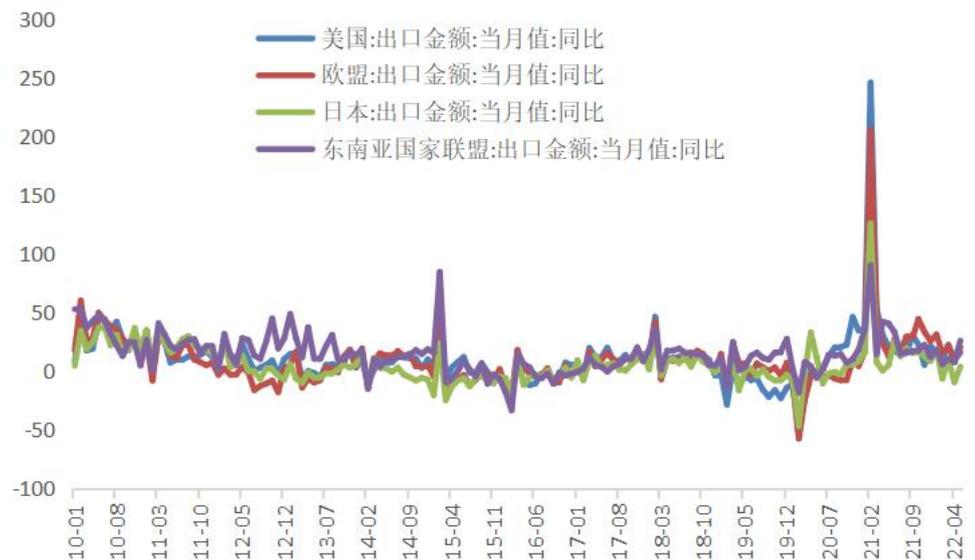
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、5月对东盟出口金额当月同比大幅反弹，自美国进口金额当月同比大幅上行

从主要贸易伙伴看：5月对美国出口金额当月同比为15.75%，较前值上行6.32个百分点，自美国进口金额当月同比为21.18%，较前值上行22.43个百分点；5月对欧盟出口金额当月同比为20.27%，较前值上行12.35个百分点，自欧盟进口金额当月同比为-9.00%，较前值上行3.52个百分点；5月对日本出口金额当月同比为3.67%，较前值上行13.06个百分点，自日本进口金额当月同比为-13.66%，较前值上行1.46个百分点；5月对东盟出口金额当月同比为25.92%，较前值上行18.33个百分点，自东盟进口金额当月同比为-2.03%，较前值下行6.48个百分点。

以上数据的特征有以下两点。**第一**，出口方面，我国对主要经济体的出口金额当月同比均出现反弹，其中，对日本出口金额当月同比从负值区间上行至正值区间，而对东盟出口金额当月同比反弹幅度最大，这一现象与5月东南亚国家制造业PMI均位于荣枯线之上有关，尤其是越南PMI在5月录得54.70，较前值大幅上行3.0个百分点，持平于2021年4月，为2018年12月以来低点，表明东南亚国家宏观经济较为强劲。**第二**，进口方面，自美国进口金额当月同比大幅反弹，结束长达3个月的负增长状态，从负值区间上行至正值区间，并创2021年12月以来新高，而自东南亚国家联盟进口金额当月同比则持续下行，2020年6月以来首次跌至负值区间，此外，虽然自欧盟与自日本进口金额当月同比均出现小幅反弹，但是均处于负值区间。

图 2：5 月对东盟出口金额当月同比大幅反弹（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 3：5 月自美国进口金额当月同比为 21.18%，这一读数表现较强（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

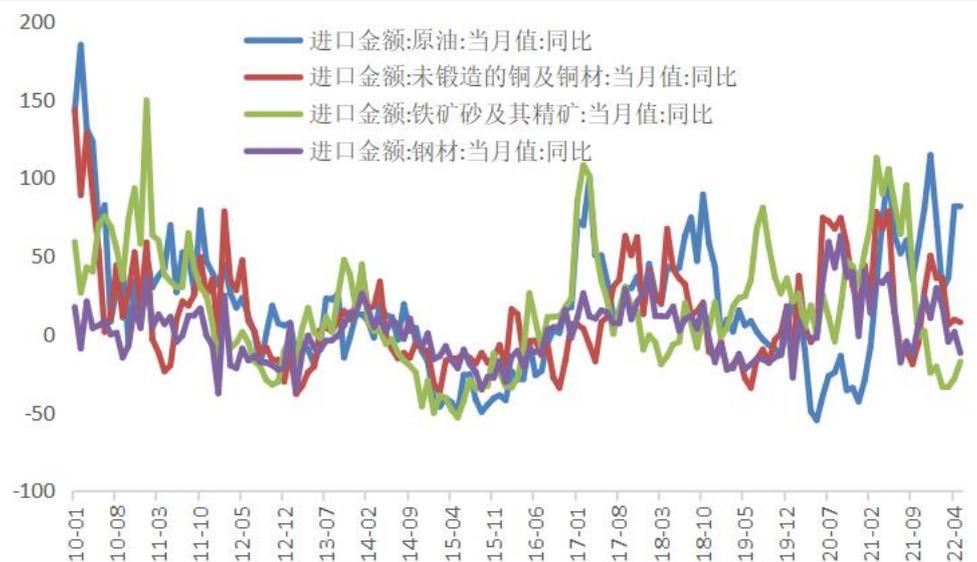
5 月自美国进口金额当月同比为 21.18%，这一读数表现较强，体现在两点：一是其月度边际上行幅度为 22.43 个百分点，在主要贸易伙伴中位列第一；二是自其余三大贸易伙伴的进口金额当月同比均为负值，只有自美国进口金额当月同比为正值。5 月自美国进口金额当月同比表现较强的原因有两点。**第一**，2021 年 4 月、5 月自美国进口金额当月同比分别为 51.65%、40.53%，基数下行较大幅度利多 5 月自美国进口金额当月同比。不仅如此，虽然 2021 年 4 月 51.65%、5 月 40.53% 的读数看上去很高，但是 2021 年 4 月、5 月自美国进口金额当月值并不高。2021 年 4 月、5 月自美国进口金额当月同比读数高的原因是，2020 年 4 月、5 月是美国新冠肺炎疫情的高峰期，相应地，2020 年 4 月与 5 月自美国进口金额

当月值表现较差。**第二**，从绝对读数看，5月自美国进口金额当月值为158.84亿美元，为1995年1月有数据记录以来的历史同期新高，表明5月自美国进口金额当月同比录得21.18%有较强的的基本面支撑。

三、主要资源品进口数量当月同比大部分较前值上行，表明5月宏观经济有所修复

从主要资源品的进口金额当月同比看，5月大部分较前值下行，具体看：5月原油进口金额当月同比为81.41%，较前值下行0.10个百分点，但是处于历史高位区间；5月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比为7.45%，较前值下行1.73个百分点；5月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比-17.73%，较前值上行10.84个百分点；5月钢材进口金额当月同比为-12.17%，较前值下行13.42个百分点。剔除掉价格因素，从主要资源品的进口数量当月同比看，5月大部分较前值上行：5月原油进口数量当月同比为11.85%，较前值上行5.23个百分点，处于历史中位区间；5月未锻造的铜及铜材进口数量当月同比为4.44%，较前值上行8.47个百分点；5月铁矿砂及其精矿进口数量当月同比为3.04%，较前值上行15.73个百分点；5月钢材进口数量当月同比为-33.39%，较前值下行15.44个百分点。

图4：从主要资源品的进口金额当月同比看，5月大部分较前值下行（%）

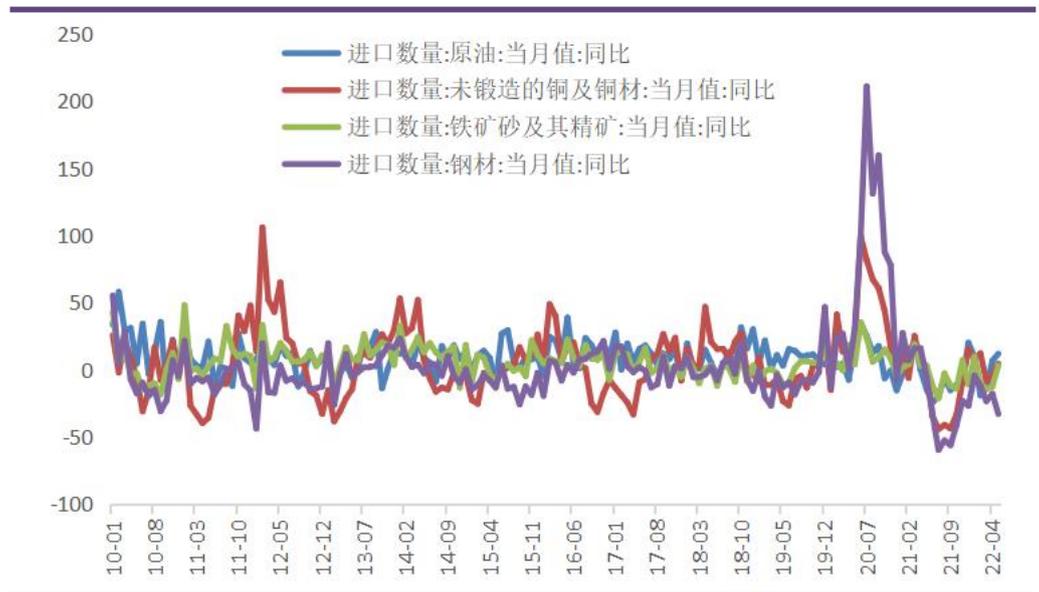


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

对以上数据的解读有以下四点。**第一**，5月原油进口金额当月同比为81.41%，高于5月原油进口数量当月同比即11.85%，主要原因是国际油价处于高位。在国际油价处于高位的背景下，5月原油进口数量当月同比较前值上行5.23个百分点，表明我国宏观经济需求有所修复。**第二**，虽然5月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比较前值下行1.73个百分点，但是5月未锻造的铜及铜材进口数量当月同比较前值上行8.47个百分点，同样表明宏观经济的需求有所修复。值得指出的是，2021年6-10月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比与进口数量当月同比均处于历史低位，因此，2022年6-10月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比与进口数量当月同比大概率在5月的基础上上一个台阶。**第三**，虽然5月铁矿砂及其

精矿进口金额当月同比处于负增长区间，但是5月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比与进口数量当月同比双双较前值上行，也指向宏观经济的需求有所修复。值得指出的是，铁矿砂及其精矿进口金额当月同比这一指标具有较强的周期性，目前处于历史底部区间。如果周期规律成立的话，则中短期大概率继续上行。当然，不支持以上判断的一个现象是，6月铁矿石期货价格大幅下跌。**第四**，5月钢材进口金额当月同比与进口数量当月同比均较前值下行，这一现象与钢材的出口情况形成一定的反差：5月钢材出口金额当月同比与出口数量当月同比分别录得77.80%、47.23%，分别较前值上行81.55、84.75个百分点。在国内保供稳价的背景下，螺纹钢价格承压下行，使得国内外钢材价格出现倒挂，是这一现象产生的主要原因。

图5：从主要资源品的进口数量当月同比看，5月大部分较前值上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

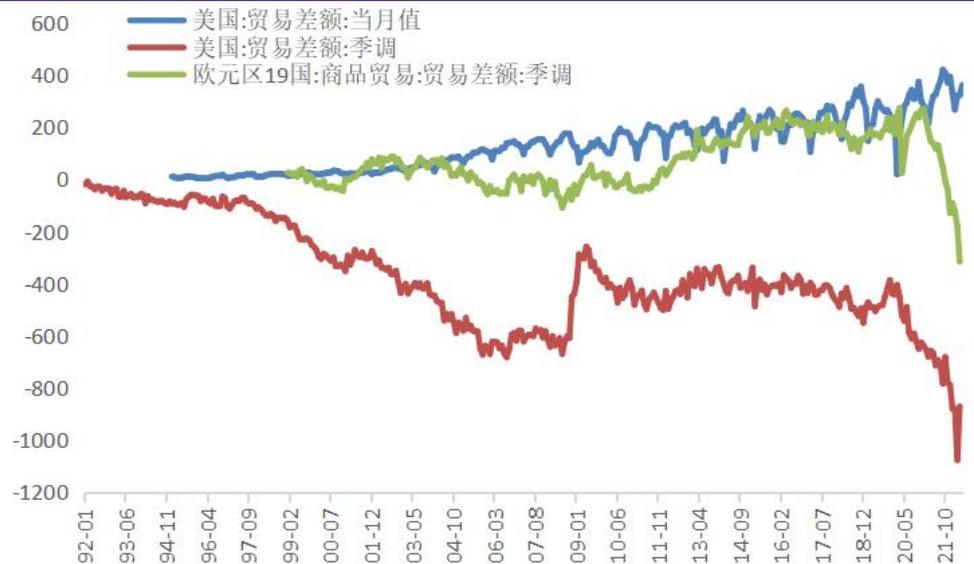
四、贸易顺差短期内难以大幅下行，2022年贸易顺差超2015年的概率较大

5月贸易顺差为787.50亿美元，高于预期185.70亿美元，较前值上行276.31亿美元，较去年同期上行355.02亿美元，为1994年8月有数据记录以来同期新高，在334个月度值中，位列第四，仅低于2021年12月的941.47亿美元、2021年10月的848.54亿美元、2022年1月的845.40亿美元；1-5月贸易顺差为2904.60亿美元，较前值上行775.32亿美元，较去年同期上行976.24亿美元，为1995年1月有数据记录以来同期新高。

5月贸易顺差大幅高于预期，且较4月走阔。我们从三个角度来解读这一现象。**首先看进出口的各自表现**。5月出口金额当月值上行幅度大于5月进口金额当月值上行幅度，具体看：5月出口金额当月值为3082.40亿美元，较前值上行346.20亿美元，为1994年8月有数据记录以来同期新高，而5月进口金额当月值为2294.90亿美元，较前值上行69.89亿美元，为1994年8月有数据记录以来同期新高。**其次看宏观经济基本面**。4月受疫情冲击，物流与供应链暂时中断，导致产成品积压，4月工业企业产成品存货同比为20.0%，较前

值上行 1.90 个百分点，创 2012 年 2 月以来新高。在 5 月产业链与供应链得到修复之后，4 月积压的产成品推迟至 5 月出口至国外。此外，5 月摩根大通全球制造业 PMI 与美国 ISM 制造业 PMI 均处于荣枯线之上，且均较前值上行，表明宏观经济尚处于扩张状态。**最后看美国与欧元区的贸易逆差。**5 月美国贸易逆差录得 870.77 亿美元，较 4 月上行 205.74 亿美元，录得历史第四高值，而 4 月欧元区 19 国贸易逆差为 316.96 亿欧元，较前值上行 138.49 亿欧元，创 1999 年 1 月有数据记录以来新高。在美国与欧元区两大经济体贸易逆差均处于历史高位的背景下，它们外溢的需求必定对拉动我国的商品出口，使得我国贸易顺差短期内难以大幅下行。

图 6：美欧贸易逆差均位于历史高位，我国贸易顺差短期内难以大幅下行（亿美元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

2021 年我国贸易顺差录得 6,768.59 亿美元，较 2015 年高出 829.552 亿美元。关于贸易顺差的另外一个问题是，在 1-5 月贸易顺差较 2021 年年同期上行 976.24 亿美元的背景下，2022 年贸易顺差是否会超过 2021 年的贸易顺差？经过我们的测算：2022 年贸易顺差要超过 2021 年的贸易顺差，在 6-12 月月均贸易顺差应不低于 552.0 亿美元；2022 年贸易顺差要超过 2015 年的贸易顺差，在 6-12 月月均贸易顺差应不低于 433.491 亿美元。可以肯定的一点是，后者实现的可能性大于前者。考虑到美国与欧元区两大经济体贸易逆差均处于历史高位，我们认为 2022 年我国贸易顺差超 2015 年的概率较大。

五、6 月出口金额当月同比难以大幅下行，6 月进口金额当月同比大概率上行

回顾 4 月，出口金额当月同比大幅下跌 10.70 个百分点至 3.90%，创 2020 年 7 月以来新低。对 4 月出口金额当月同比形成制约的直接原因是停工停产以及道路交通管制，体现为制造业 PMI 供货商配送时间指数大幅跌至 37.20，根本原因是新冠肺炎疫情在 4 月出现恶化。5 月新冠肺炎疫情大幅好转，在此背景下，5 月制造业 PMI 供货商配送时间指数回升 6.90 个百分点至 44.10。主要受该因素的推动，5 月出口金额当月同比大幅上行 13.0 个百分点



至 16.90%。值得注意的是，5 月制造业 PMI 供货商配送时间指数 44.10 的读数，为该指标自 2005 年 1 月有数据记录以来第三低值，且低于本轮疫情爆发前 2 月的 48.20，这就意味着，道路交通管制对出口金额当月同比的制约并未完全消除。随着国家持续打通物流大通道和微循环，预计 6 月制造业 PMI 供货商配送时间指数大概率在 5 月的基础上上行。从这个角度看，6 月出口金额当月同比还将面临道路交通管制放松所带来的支撑，因此 6 月出口金额当月同比难以大幅下行。以下我们从宏观经济基本面出发对 6 月进出口增速进行研判。

展望 6 月出口增速：数量方面，虽然面临美国加息缩表，以及欧元区启动加息进程的压力，但是 5 月摩根大通全球制造业新订单指数录得 50.90，较前值上行 0.40 个百分点，依旧位于荣枯线之上，叠加 5 月美国 ISM 制造业 PMI 新订单指数录得 55.10，较前值上行 1.60 个百分点，创近 3 个月新高，预示短期之内全球需求还将保持一定韧性；价格方面，在全球钻机数量尚未修复至疫情前水平的背景下，国际油价在短期内难言大幅下行，预示 CRB 指数同比短期还将维持在高位，对 6 月出口增速形成支撑；汇率方面，在 5 月美国 CPI 当月同比录得 8.60%，较前值上行 0.30 个百分点，创 1982 年 1 月以来新高的背景下，美联储鹰派程度大概率继续上升，叠加 6 月 1 日耶伦承认之前对通胀存在预判，对美元指数形成拉升，预计人民币汇率大概率继续位于低位，利多 6 月出口增速；基数效应方面，2021 年 5 月、6 月出口金额当月同比分别为 27.70%，32.03%，基数上行利空 5 月出口增速。

展望 6 月进口增速：数量方面，我国制造业 PMI 大概率修复至荣枯线之上，意味着我国内需大概率较 5 月好转，利多 6 月进口增速；价格方面，在 CRB 指数同比还将维持在高位背景下，进口增速面临一定支撑；汇率方面，6 月人民币汇率大概率继续位于低位，对进口增速形成利空；基数效应方面，2021 年 5 月与 6 月进口金额当月同比分别为 52.18%、37.31%，基数下行利多 5 月进口增速。总体而言，6 月进口增速面临的利多因素多于利空因素，预计 6 月进口金额当月同比大概率在 5 月的基础上上行。

六、下半年出口增速承压但有韧性，不排除 2023 年我国出口增速录得负值的可能

展望 7-12 月，宏观经济基本面的主线是美联储大幅度加息，并且启动缩表进程，以及欧洲央行大概率启动加息进程。这一变化从两个角度对下半年出口金额当月同比形成利空。**第一**，在原油等大宗商品价格位于历史高位的背景下，美欧央行加息将增加全社会运行成本，进一步压制宏观经济总需求，预计 7-12 月美国 ISM 制造业 PMI 大概率承压下行，以及欧元区制造业 PMI 大概率继续下行，进而带动摩根大通全球制造业 PMI 下行，在数量方面对下半年出口金额当月同比形成压力。**第二**，由于宏观经济总需求承压，原油等大宗商品价格难以继续上行，其中，有色金属的价格高点已经出现，后期大概率继续下行，而国际油价大概率在下半年承压，在此背景下，叠加考虑 2021 年下半年有色金属价格与国际油价的基数逐步抬升，预计 CRB 指数当月同比以及 PPI 当月同比大概率逐步下行，在价格角度利空下半年出口金额当月同比。综合以上两个方面，预计 7-12 月出口金额当月同比的中枢

大概率较 1-6 月下移。

在看到下半年出口增速承压的同时，也应该看到下半年出口增速也面临诸多利多因素。**第一**，从库存周期看，虽然美国零售商进入被动补库存阶段，体现为 3 月、4 月美国零售商销售同比录得 5.23%、6.19%，而 3 月、4 月美国零售商库存同比分别录得 12.32%、15.11%，与此同时，4 月美国零售商库存销售比录得 1.18%，脱离前期 1.09% 的底部区间，但是应该看到，美国制造商依旧处于主动补库存阶段，体现为 4 月美国制造商销售同比录得 14.01%，而 4 月美国制造商库存同比录得 10.67%，与此同时，4 月美国制造库存销售比录得 1.48%，虽然较前值小幅上行 0.01 个百分点，但是依旧处于本轮周期的底部区间。**第二**，从 ISM 制造业 PMI 看，5 月美国 ISM 制造业 PMI 依旧录得 56.10，位于 55.0 以上的高景气区间。即使美联储继续加息，并启动缩表进程，但是年内美国 ISM 制造业 PMI 大概率还位于荣枯线之上。**第三**，在美国面临越来越大的通货膨胀压力的背景下，拜登政府正在研究取消前总统特朗普实施的部分对中国商品加征的关税，这将对下半年出口增速形成一定支撑。

展望 2023 年上半年，在美联储以及欧洲央行持续加息的背景下，ISM 制造业 PMI 与欧元区制造业 PMI 大概率跌破荣枯线，国际油价与有色金属价格大概率持续下行，预计 CRB 指数当月同比以及 PPI 当月同比大概率录得负增长，二者在量价两方面对我国出口金额当月同比形成较大利空。此外，从贸易周期的角度看，在第一年（2020 年）宏观经济进入萧条阶段后，政府加大宏观经济逆周期调节力度，出口金额当月同比从底部回升。在第二年（2021 年）宏观经济处于复苏阶段，叠加逆周期调节力度还在加大，出口金额当月同比大概率持续上行并位于高位。在第三年（2022 年）宏观经济处于过热阶段，叠加各国大概率退出逆周期调节政策，出口金额当月同比大概率承压下行。在第四年（2023 年），主要经济体加息缩表对全球经济总需求的压制作用不断显现，大宗商品价格承压下行，预计 2023 年我国出口金额当月同比大概率处于低迷状态，且不排除录得负增长的可能。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
