



# 见微知著系列之七十五

宏观专题研究报告  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）  
zhangyunjie@gjzq.com.cn

## 出口“强势”还将延续

4月出口增速明显反弹，5月初高频数据映射的出口景气再度扩张。本轮出口改善有何不同，未来能否再“超预期”？

### 热点思考：出口“强势”还将延续

#### 一、出口“强势”能否延续？全球制造业需求持续复苏下，5月初高频数据映射的出口景气再度扩张

年初以来，CCFI 指数明显回升，与出口景气改善相互印证；5月上旬，CCFI 指数涨幅进一步扩大。经验显示，CCFI 指数同比弱领先于出口金额同比。4月，CCFI 综合指数同比 25.4%，5月上旬指数再度抬升、同比涨幅扩大至 29.5%；结构上，东南亚航线指数 4月同比 9.7%、可与对东盟出口增速互相印证，5月上旬涨幅显著扩张至 23%。

5月初我国港口货物吞吐量也有明显上升，或指向出口数量仍在增长。经验上，港口货物吞吐量可映射出口数量情况，其与海关监管出口货运量增速走势较为一致。受春节“错位”因素影响，港口货物吞吐量同比增速在3月有所回落，但4月以来再度明显上升；5月首周，港口货物吞吐量升至 26454 万吨，较去年同期大幅增长 16.1%。

本轮出口改善有基本面支撑，全球制造业景气、外需持续复苏。4月，全球制造业 PMI 录得 50.3%，连续四月站上荣枯线。伴随经济景气回升，全球贸易需求呈现改善态势，1月主要国家贸易增速较去年点回升 11.2 个百分点至 3.6%。结构上看，新兴市场经济景气更高，越南、印度、墨西哥、巴西等主要经济体制造业 PMI 均处于扩张区间。

#### 二、本轮出口改善有何不同？美国“补库”是全球制造业景气改善“源动力”，部分产业逻辑也有支撑

美国金融条件放松背景下，补库需求回升，对我国出口形成直接带动。2023 年以来美国金融条件转向宽松，引起需求端好转，带动部分行业开启补库。伴随美国需求改善，其进口增速也在提高，中国对美出口增速接近同步回升。分行业看，中国出口至美国主要产品增速不同程度上升，化工、金属、药品、纺织制品、家电等回升较明显。

美国补库是全球制造业景气改善的“源动力”之一，提振了新兴市场制造业生产，对我国资源品等出口形成间接支撑。近年来墨西哥、越南、印度等占美国进口份额持续提升，受美国进口改善的带动更大。这些国家与我国贸易往来密切，在制造业生产修复的过程中也会增加对我国的资源品进口需求，其中以越南等东盟国家为典型代表。

此外，越南等东盟国家凭借其“转口”贸易属性，在本轮全球消费电子景气回升过程中，显著拉动了我国机电设备出口。2023 年以来全球消费电子景气进入上行通道，今年 3 月全球半导体销售额同比回升至 16.3%。相应地，我国对越南、泰国、新加坡等中美“转口”贸易国的机电设备出口显著抬升，带动对东盟整体出口增速大幅改善。

船舶等产业逻辑也有支持作用，全球船舶更新需求叠加中国造船比较优势，年初以来我国船舶出口“量价齐升”。需求端看，全球船龄已接近 25 年更新周期；供给端看，中国造船引领全球，造船完工量占全球比重超过一半。供、需共同支撑下，今年 1-4 月我国船舶出口“量价齐升”，出口价格、数量同比分别录得 74.5%、15.4%。

### 高频跟踪：工业生产整体较好，建筑业开工仍偏弱，出口景气显著上升

【上游生产】工业生产整体较好，建筑业开工低位震荡。本周，高炉开工延续回升、环比增加 0.9%。中游生产呈现分化，其中化工链回落幅度较大，纯碱、PTA 开工率环比分别减少 2.4%、8.3%；汽车生产保持强势，半钢胎开工率处于历史高位。建筑业方面，粉磨开工明显上涨、环比增加 10.4%；沥青开工率低位回落 2.2%，同比减少 14.2%。

【下游需求】节后消费需求回落，地产成交依然低迷，但出口景气显著上升。本周，消费需求季节性回落，整车货运量、公路货运量环比分别减少 14.4%、24.3%。全国商品房、二手房成交面积明显下滑，环比分别减少 37.7%、47.9%。出口方面，CCFI 综合指数大幅上涨，环比增加 3.7%；远洋航线涨幅较大，欧洲航线环比增加 4%。

### 风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

1、热点思考：出口“强势”还将延续.....	5
1.1、出口“强势”能否延续？.....	5
1.2、本轮出口改善有何不同？.....	7
2、生产高频跟踪：上游生产表现较好，建筑业开工低位震荡.....	11
3、需求高频跟踪：地产成交仍较低迷，出口景气显著上升.....	14
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1： CCFI 指数同比弱领先于出口金额同比.....	5
图表 2： CCFI 东南亚航线指数与对东盟出口走势趋同.....	5
图表 3： 5 月初 CCFI 综合指数进一步抬升.....	5
图表 4： 5 月初 CCFI 东南亚航线指数涨幅扩大.....	5
图表 5： 港口货物吞吐量可映射出口数量情况.....	6
图表 6： 5 月初港口货物吞吐量明显上涨.....	6
图表 7： 3 月港口货物吞吐量增速有所回落.....	6
图表 8： 港口外贸货物吞吐量占比基本稳定在 30% 上下.....	6
图表 9： 4 月全球制造业 PMI 保持在荣枯线上方.....	6
图表 10： 2023 年下半年来全球贸易需求呈现改善态势.....	6
图表 11： 4 月，全球主要经济体中新兴市场制造业景气度更高.....	7
图表 12： 美国金融条件放宽领先新订单.....	7
图表 13： 美国销售需求改善，带动中国出口回升.....	7
图表 14： 美国补库与中国出口明细产品.....	8
图表 15： 美国对全球制造业景气的影响显著.....	8
图表 16： 美国进口中部分新兴经济体占比持续抬升.....	8
图表 17： 越南制造业 PMI 与对美出口增速走势同步.....	9
图表 18： 我国对越南出口的钢铁等增速显著抬升.....	9
图表 19： 全球消费电子景气改善、计算机通信需求好转.....	9
图表 20： 中国机电设备通过越南转口至美国.....	9
图表 21： 年初以来我国对东盟出口增速提升幅度较大.....	9
图表 22： 我国对东盟出口机电设备增速显著抬升.....	9
图表 23： 全球船队船龄已达 22 年，接近“更新”周期.....	10
图表 24： 中国造船完工量占全球比重最高.....	10



图表 25:	2023 年起全球造船新签订单量明显上升	10
图表 26:	2023 年起我国造船新签订单量亦明显上升	10
图表 27:	本周, 钢厂盈利率小幅回落	11
图表 28:	本周, 高炉开工率超去年同期	11
图表 29:	本周, 钢材表观消费季节性回升	11
图表 30:	本周, 钢材社会库存继续去库	11
图表 31:	本周, 纯碱开工率大幅回落	12
图表 32:	本周, PTA 开工率显著下滑	12
图表 33:	本周, 涤纶长丝开工率明显减少	12
图表 34:	本周, 汽车半钢胎开工率高位回落	12
图表 35:	本周, 铝行业平均开工率略有上涨	12
图表 36:	本周, 电解铜开工率大幅回落	12
图表 37:	本周, 电解铝现货库存延续去库	13
图表 38:	本周, 社铜库存有所抬升	13
图表 39:	本周, 全国水泥粉磨开工率大幅回升	13
图表 40:	本周, 全国水泥出货率延续提升	13
图表 41:	本周, 水泥库容比延续下滑	13
图表 42:	本周, 水泥价格指数小幅下滑	13
图表 43:	本周, 玻璃产量小幅回落	14
图表 44:	本周, 玻璃周表观消费有所减少	14
图表 45:	本周, 玻璃库存略有累库	14
图表 46:	本周, 沥青开工率低位回落	14
图表 47:	本周, 全国商品房成交季节性回落	14
图表 48:	本周, 一线城市商品房成交明显增加	14
图表 49:	本周, 二线城市成交有所下滑	15
图表 50:	本周, 三线城市成交也有回落	15
图表 51:	5 月上旬, 各线城市新房成交降幅较上月扩大	15
图表 52:	上周, 全国二手房成交大幅回落	15
图表 53:	上周, 全国整车货运流量大幅回落	15
图表 54:	上周, 全部省市公路货运流量环比下滑	15
图表 55:	上周, 邮政快递揽收量明显下滑	16
图表 56:	上周, 邮政快递业务投递量也有减少	16
图表 57:	上周, 铁屋运输货物量略有增加	16
图表 58:	上周, 监测港口完成货物吞吐量小幅增加	16
图表 59:	本周, 全国迁徙规模指数有所回落	16



图表 60: 本周, 执行航班架次也有减少 ..... 16

图表 61: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回落 ..... 17

图表 62: 本周, 多数样本城市地铁客流量减少 ..... 17

图表 63: 本周, 全国拥堵延时指数大幅回落 ..... 17

图表 64: 本周, 绝大多数城市拥堵指数明显下滑 ..... 17

图表 65: 上周, 票房收入有所回升 ..... 17

图表 66: 上周, 观影人数大幅增加 ..... 17

图表 67: 上周, 乘用车零售量有所增加 ..... 18

图表 68: 上周, 乘用车批发量环比季节性回升 ..... 18

图表 69: 本周, CCFI 综合指数大幅提升 ..... 18

图表 70: 本周, 欧洲航线运价涨幅最大 ..... 18

图表 71: 本周, 地中海航线运价显著提升 ..... 18

图表 72: 本周, BDI 运价指数明显上涨 ..... 18



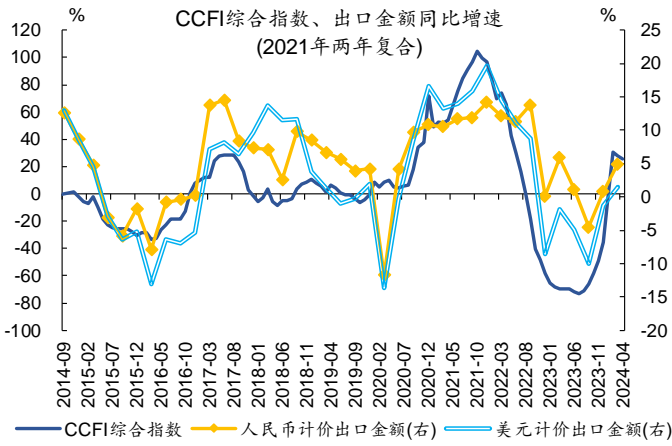
## 1、热点思考：出口“强势”还将延续

4月出口增速明显反弹，5月初高频数据映射的出口景气再度扩张。本轮出口改善有何不同，未来能否再“超预期”？本文梳理，供参考。

### 1.1、出口“强势”能否延续？

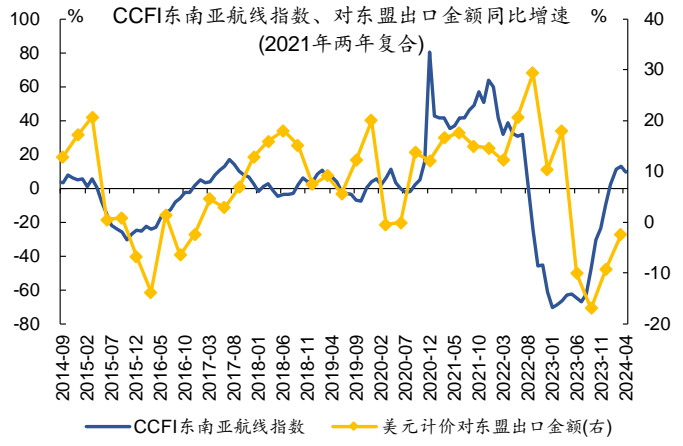
年初以来，CCFI指数明显回升，与出口景气改善相互印证；5月上旬，CCFI指数涨幅进一步扩大。CCFI运价指数作为航运市场的“晴雨表”，可较好反映我国出口景气度；经验显示，CCFI指数同比弱领先于出口金额同比。4月，CCFI综合指数同比增长25.4%，5月上旬指数进一步抬升、同比涨幅扩大至29.5%，指向出口景气改善仍在延续；结构上，东南亚航线指数边际改善幅度较大，4月同比增长9.7%、可与对东盟出口增速互相印证，5月上旬指数同比涨幅显著扩张至23%。

图表1：CCFI指数同比弱领先于出口金额同比



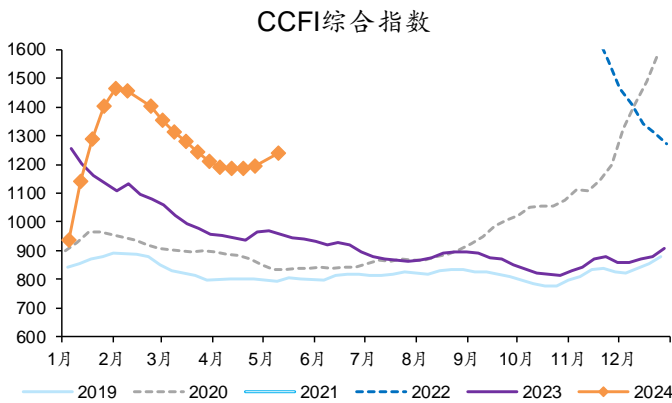
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：CCFI东南亚航线指数与对东盟出口走势趋同



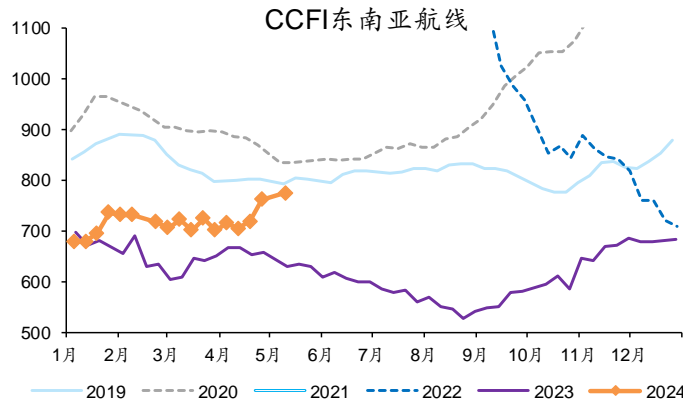
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：5月初CCFI综合指数进一步抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：5月初CCFI东南亚航线指数涨幅扩大



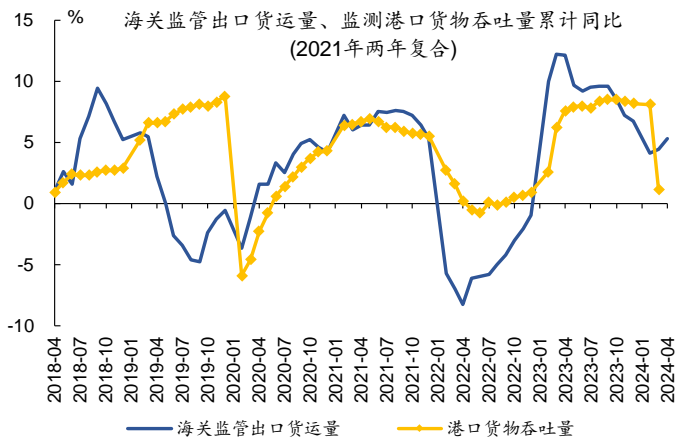
来源：Wind、国金证券研究所

5月初我国港口货物吞吐量也有明显上升，或指向出口数量仍在增长。我国港口货物吞吐量由交通运输部编制、发布，其中外贸货物吞吐量占比基本稳定在30%上下；经验上，港口货物吞吐量可映射出口数量情况，该指标与海关监管出口货运量增速走势较为一致。受春节“错位”因素影响，港口货物吞吐量同比增速在3月有所回落，但4月以来再度明显上升；5月首周，港口货物吞吐量升至26454万吨，较去年同期大幅增长16.1%。



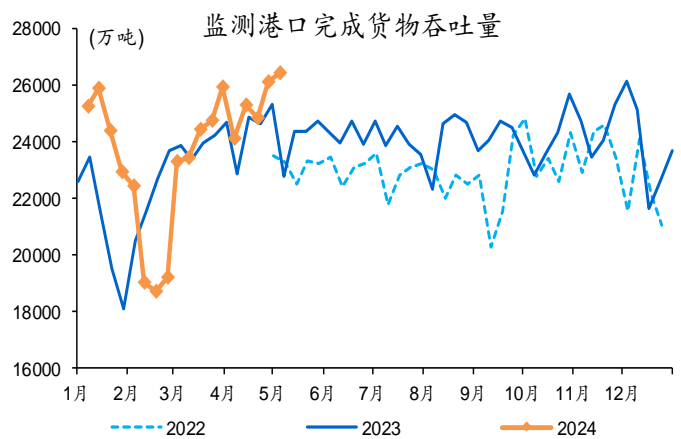


图表5: 港口货物吞吐量可映射出口数量情况



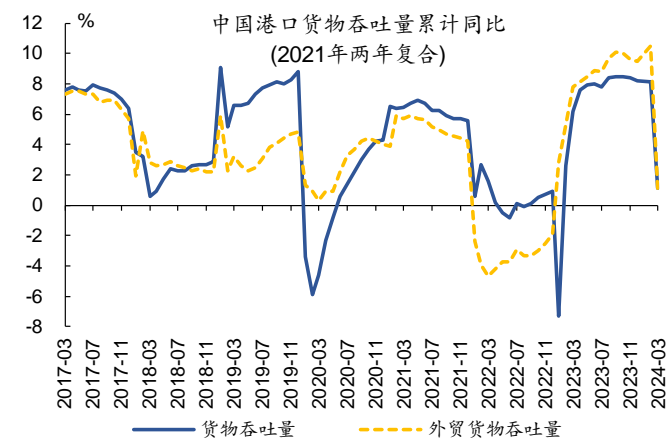
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 5月初港口货物吞吐量明显上涨



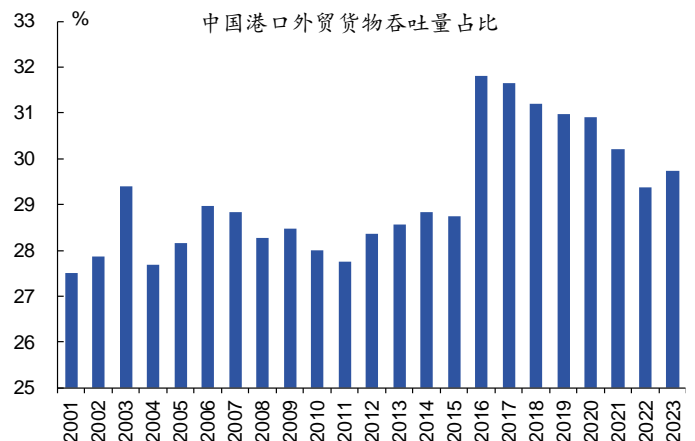
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 3月港口货物吞吐量增速有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

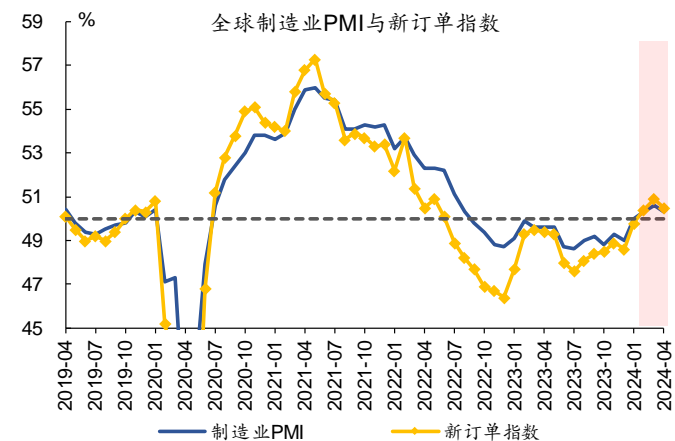
图表8: 港口外贸货物吞吐量占比基本稳定在30%上下



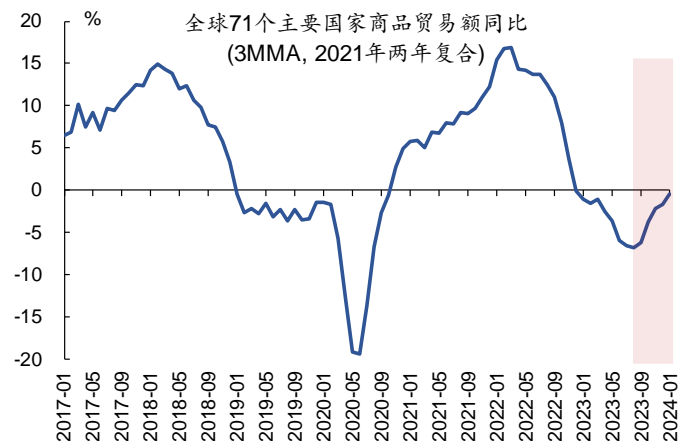
来源: Wind、国金证券研究所

本轮出口改善有基本面支撑,全球制造业景气、外需持续复苏。4月,全球制造业 PMI 录得 50.3%,连续四月站上荣枯线。伴随经济景气回升,全球贸易需求呈现改善态势,今年1月全球 71 个主要国家商品贸易额增速录得 3.6%,较去年低点回升 11.2 个百分点。结构上看,新兴市场经济景气更高,越南、印度、墨西哥、巴西等主要经济体制造业 PMI 均处于扩张区间;发达经济体则整体有所回落,4月美国 ISM、欧元区制造业 PMI 分别较上月下降 1.1、0.4 个百分点至 49.2%、45.7%。

图表9: 4月全球制造业 PMI 保持在荣枯线上方



图表10: 2023 年下半年来全球贸易需求呈现改善态势





来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 4月, 全球主要经济体中新兴市场制造业景气度更高

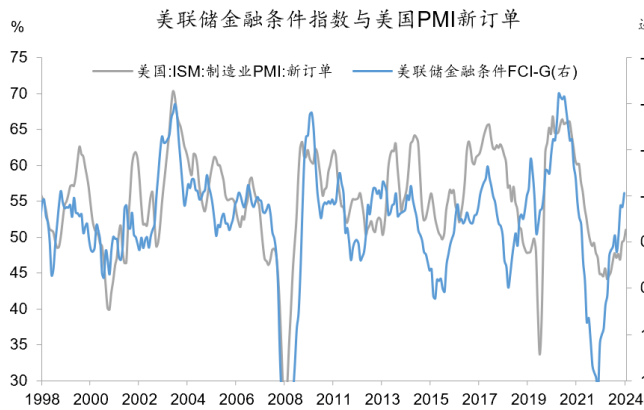
制造业PMI	4月		3月		2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
	月度变化	3月	月度变化	3月																	
全球	-0.3	0.3			50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7
<b>发达经济体</b>																					
美国ISM	1.1	2.1			49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0	47.8	47.7	47.4	46.7
美国Markit	-1.9	-0.3			50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2
欧元区	-0.4	-0.4			45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8
德国	0.1	-0.6			42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1
法国	-0.9	-0.9			45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2
意大利	-3.1	1.7			47.3	50.4	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5
西班牙	0.8	-0.1			52.2	51.4	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4
荷兰	1.8	0.1			51.3	49.7	49.3	48.9	44.8	44.9	43.8	43.6	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6	48.6
希腊	-1.7	1.2			55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2
日本	1.1	1.6			49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9
韩国	-0.4	0.9			49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5	48.2
英国	1.2	2.8			49.1	50.3	47.5	47.0	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3
加拿大	-0.4	0.1			49.4	49.8	49.7	48.3	45.4	47.7	48.6	47.5	48.0	49.6	48.8	49.0	50.2	48.6	52.4	51.0	49.2
<b>新兴市场</b>																					
中国	-0.4	1.7			50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47.0
印度	-0.3	2.2			58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8
越南	0.4	-0.5			50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4
巴西	2.3	-0.5			55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5	44.2
墨西哥	1.2	-0.1			51.0	52.2	52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2	50.9	50.5	51.1	51.0	51.0	48.9	51.3

来源: iFind、国金证券研究所

### 1.2、本轮出口改善有何不同?

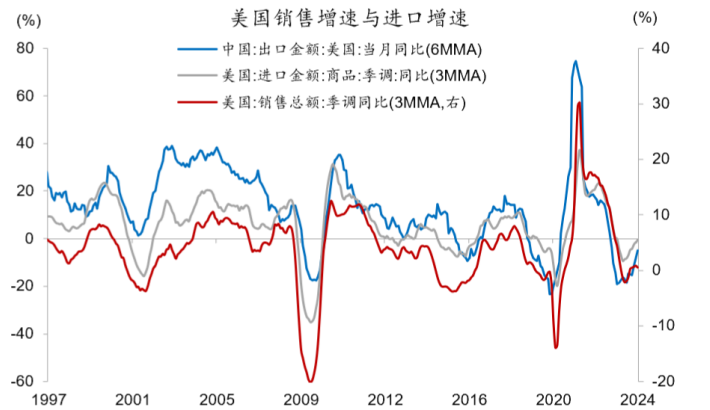
美国金融条件放松背景下, 补库需求回升, 对我国出口形成直接带动。美国金融条件领先制造业 PMI 及新订单; 2023 年以来, 在股价上涨、抵押贷款利率回落以及美元指数回落的带动下, 美国金融条件转向宽松, 引起需求端好转, 部分行业开启补库。伴随本轮美国需求改善, 其进口增速也在提高, 中国对美出口增速接近同步回升。分行业看, 中国出口至美国主要产品增速不同程度上升, 化工、金属、药品、纺织制品、家电等回升较明显。

图表12: 美国金融条件放宽领先新订单



来源: Fed、Wind、国金证券研究所

图表13: 美国销售需求改善, 带动中国出口回升



来源: Wind、国金证券研究所



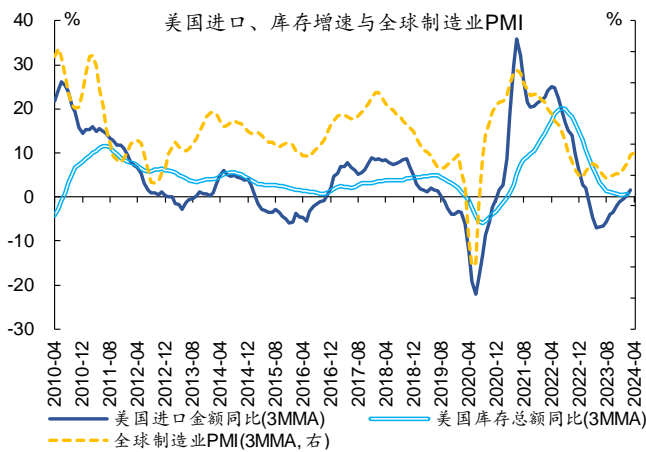
图表14: 美国补库与中国出口明细产品

美国细分行业库存		库存状态		美国销售增速					中国出口至美国增速								
指标名称	单位		回升状态	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	回升幅度	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	
制造业	交通运输设备	%	被动补库	下降	0.57	1.66	2.91	4.86	7.57	9.69	5.27	-6.89	-10.21	-13.79	-14.90	-11.86	-12.16
	基础化学品	%	主动补库	回升	1.31	1.90	1.64	1.29	1.23	1.10	41.03	-10.31	-17.76	-28.14	-41.66	-44.75	-51.34
	纺织制品	%	主动补库	回升	-3.30	-3.12	-3.71	-3.96	-4.62	-4.13	24.60	3.55	-3.45	-9.15	-12.71	-16.98	-21.04
	初级金属	%	主动补库	回升	-0.10	0.26	-0.19	-1.37	-1.22	-2.66	23.98	-5.57	-13.44	-18.57	-23.62	-26.11	-29.55
	金属加工制品	%	主动补库	回升	2.88	2.44	2.03	1.16	0.41	-0.32	21.37	-4.70	-12.23	-17.00	-21.38	-23.54	-26.07
	木制品	%	主动补库	回升	-1.08	-1.28	-1.46	-1.28	-1.28	-1.36	19.75	-12.97	-17.77	-21.87	-24.23	-28.65	-32.72
	石油及煤产品	%	主动补库	回升	-11.48	-13.11	-13.64	-12.32	-12.26	-19.19	-29.83	-16.02	-12.27	2.81	4.23	14.10	13.81
	橡胶和塑料制品	%	被动去库	回升	0.47	0.02	-0.63	-1.32	-1.74	-2.22	25.81	2.86	-4.73	-9.62	-13.62	-18.01	-22.95
	食品	%	被动去库	回升	0.19	0.33	0.29	0.12	-0.04	-0.38	20.20	5.63	0.64	-4.08	-7.64	-10.92	-14.56
	纺织业	%	被动去库	下降	-5.36	-5.48	-5.91	-6.81	-7.26	-7.51	15.77	-14.59	-21.00	-25.99	-26.84	-26.43	-30.35
	饮料和烟草	%	主动去库	下降	9.31	9.37	10.25	9.72	9.93	9.97	91.70	59.21	55.38	45.69	-1.83	-6.21	-32.48
	家具及相关产品	%	主动去库	下降	-2.68	-2.73	-2.23	-2.39	-2.17	-1.24	26.24	-3.84	-10.53	-15.49	-20.49	-25.05	-30.08
	印刷	%	主动去库	下降	-2.61	-3.00	-2.56	-1.88	-1.04	-0.49	22.27	-1.70	-9.71	-13.72	-19.68	-23.90	-23.96
	服装	%	主动去库	下降	-9.33	-7.22	-4.15	0.03	2.68	2.40	18.88	-8.06	-15.11	-18.85	-21.60	-24.31	-26.94
	纸制品	%	主动去库	下降	-0.88	0.02	0.37	0.44	0.62	0.79	17.32	-0.85	-8.72	-12.13	-14.59	-16.24	-18.17
	非金属矿产	%	主动去库	下降	-0.93	0.55	1.16	1.37	1.28	1.31	16.13	-13.08	-19.30	-22.08	-27.76	-27.44	-29.21
	电气设备及其他设备	%	主动去库	下降	3.28	5.00	6.30	7.44	8.05	7.48	13.22	-3.04	-6.82	-6.06	-9.53	-14.66	-16.26
	皮革及相关制品	%	主动去库	下降	4.23	4.21	1.76	1.08	2.56	6.86	11.21	-11.15	-17.15	-20.62	-22.71	-22.89	-22.35
	计算机和电子产品	%	主动去库	下降	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17	1.13	6.87	-14.32	-19.06	-22.65	-23.82	-22.04	-21.19
	机械	%	主动去库	下降	1.56	1.26	1.48	2.35	2.86	3.20	6.45	-15.49	-20.19	-23.74	-24.78	-22.80	-21.94
批发业	专业和商业设备	%	主动补库	回升	0.93	-0.68	-1.96	-2.01	-1.43	-0.46	9.20	-5.53	-10.57	-13.92	-15.87	-15.58	-14.73
	计算机和计算机外围设备	%	主动补库	回升	-1.76	-4.06	-5.14	-5.69	-5.80	-3.76	6.87	-14.32	-19.06	-22.65	-23.82	-22.04	-21.19
	纸张和纸制品	%	主动补库	回升	-6.99	-7.55	-8.40	-9.65	-9.18	-9.24	17.32	-0.85	-8.72	-12.13	-14.59	-16.24	-18.17
	农产品	%	主动补库	回升	-16.80	-12.13	-9.02	-11.32	-16.51	-20.08	9.95	15.11	19.70	13.94	10.92	14.31	5.16
	药物	%	被动去库	回升	13.17	14.52	13.71	14.39	13.72	12.98	113.51	47.96	37.72	8.59	-29.24	-47.45	-65.54
	电子产品	%	被动去库	回升	1.38	0.66	-0.22	-2.18	-2.47	-2.82	13.22	-3.04	-6.82	-6.06	-9.53	-14.66	-16.26
	啤酒、葡萄酒和蒸馏饮料	%	主动去库	回升	-1.40	-0.27	-0.48	-2.14	-3.25	-3.69	91.70	59.21	55.38	45.69	-1.83	-6.21	-32.48
	化学品和相关产品	%	被动去库	回升	-3.02	-5.71	-7.49	-8.07	-8.14	-8.03	41.03	-10.31	-17.76	-28.14	-41.66	-44.75	-51.34
	石油及石油产品	%	主动补库	回升	-4.36	-1.69	0.99	-0.90	-6.15	-18.75	-29.83	-16.02	-12.27	2.81	4.23	14.10	13.81
	金属和矿产, 不包括石油	%	被动去库	回升	-6.77	-7.79	-9.99	-11.91	-13.21	-14.87	24.24	-2.27	-9.51	-14.82	-19.60	-22.63	-26.51
	木材和建筑材料	%	被动去库	回升	-7.40	-7.19	-8.52	-10.91	-12.51	-14.43	19.75	-12.97	-17.77	-21.87	-24.23	-28.65	-32.72
	机动车和汽车设备	%	主动去库	下降	5.55	4.02	4.81	4.90	6.60	7.68	7.34	-3.00	-6.76	-10.31	-11.98	-9.19	-10.34
	家具和家居	%	主动去库	下降	0.92	-2.04	-4.02	-2.57	0.75	1.64	26.24	-3.84	-10.53	-15.49	-20.49	-25.05	-30.08
	机械、设备和用品	%	主动去库	下降	0.46	1.09	1.53	2.43	3.69	4.06	6.45	-15.49	-20.19	-23.74	-24.78	-22.80	-21.94
	杂货和相关产品	%	主动去库	下降	-0.19	-0.03	0.27	1.51	2.29	2.03	16.45	-7.44	-11.80	-11.83	-14.63	-18.80	-23.89
硬件、管道工程及加热设备	%	主动去库	下降	-1.53	-0.70	1.17	0.92	0.59	-1.51	16.17	-5.98	-13.00	-16.81	-20.47	-21.61	-22.15	
服装、布匹和缝纫用杂货	%	主动去库	下降	-8.38	-9.80	-9.66	-9.65	-9.34	-11.80	18.88	-8.06	-15.11	-18.85	-21.60	-24.31	-26.94	
零售业	杂货店	%	主动补库	回升	1.69	2.03	1.20	1.48	1.88	1.72	16.45	-7.44	-11.80	-11.83	-14.63	-18.80	-23.89
	服装和服装配饰店	%	主动补库	回升	2.01	2.17	0.58	0.90	1.89	1.59	18.88	-8.06	-15.11	-18.85	-21.60	-24.31	-26.94
	家具、家居用品、电子产品	%	被动去库	回升	-4.12	-3.45	-4.28	-5.78	-4.99	-4.47	26.24	-3.84	-10.53	-15.49	-20.49	-25.05	-30.08
	机动车及零件经销商	%	主动去库	下降	4.20	5.89	4.99	4.66	6.08	6.01	7.34	-3.00	-6.76	-10.31	-11.98	-9.19	-10.34
	食品和饮料店	%	主动去库	下降	1.26	0.56	0.82	1.18	2.30	1.86	20.20	5.63	0.64	-4.08	-7.64	-10.92	-14.56
	建筑材料、园艺设备、用品	%	主动去库	下降	-5.14	-3.94	-4.45	-4.50	-4.04	-3.72	19.75	-12.97	-17.77	-21.87	-24.23	-28.65	-32.72

来源: CEIC, 国金证券研究所

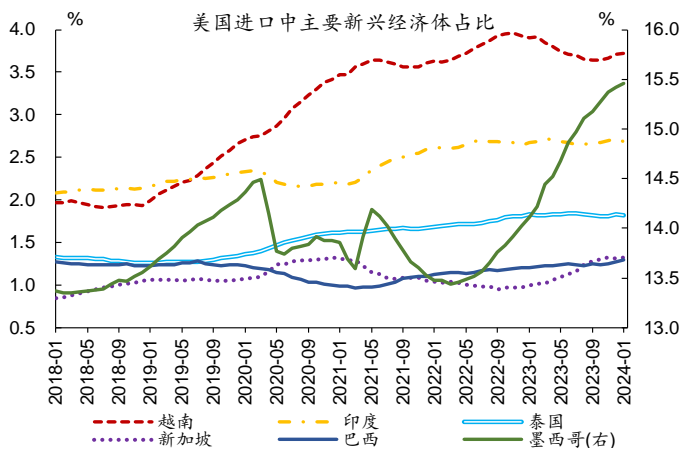
美国补库是全球制造业景气改善的“源动力”之一，提振了新兴市场制造业生产，对我国资源品等出口形成间接支撑。美国是全球最大进口国、2023年进口金额占比达8.2%，对全球贸易的影响显著。近年来，墨西哥、越南、印度等新兴经济体占美国进口份额持续提升，受美国进口改善的带动也更大。这些国家与我国贸易往来密切，在制造业生产修复的过程中也会增加对我国的资源品进口需求，其中以越南等东盟国家为典型代表。2023年下半年以来，越南制造业PMI、我国对越南钢铁出口增速等均有明显回升。

图表15: 美国对全球制造业景气的影响显著



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 美国进口中部分新兴经济体占比持续抬升

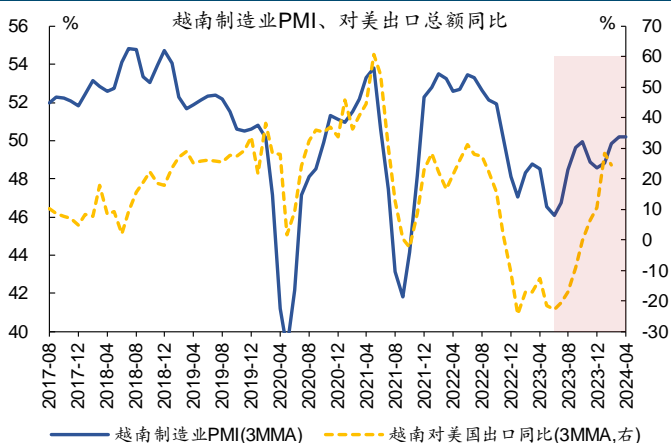


来源: Wind, 国金证券研究所



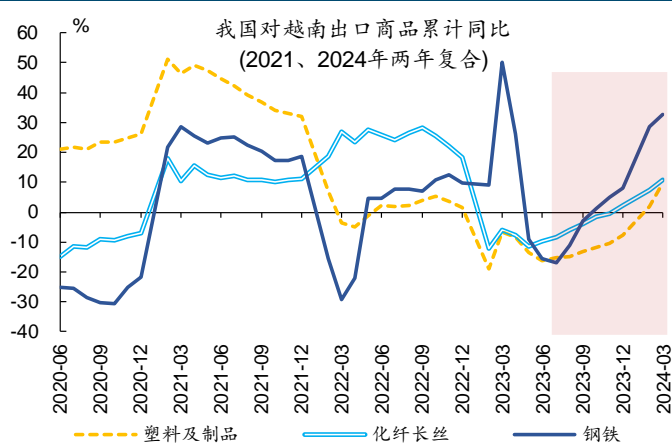


图表17: 越南制造业 PMI 与对美出口增速走势同步



来源: Wind、国金证券研究所

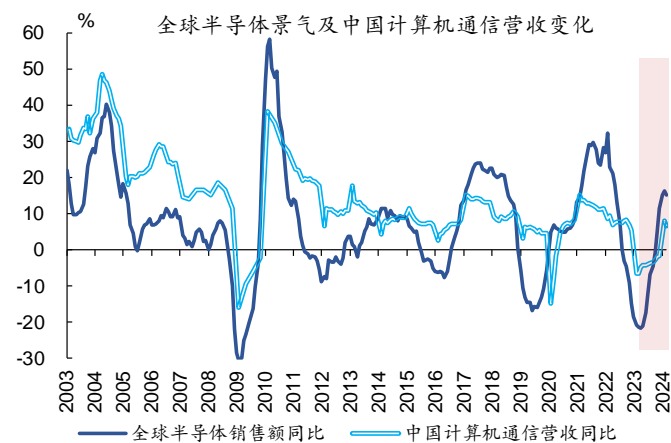
图表18: 我国对越南出口的钢铁等增速显著抬升



来源: Wind、国金证券研究所

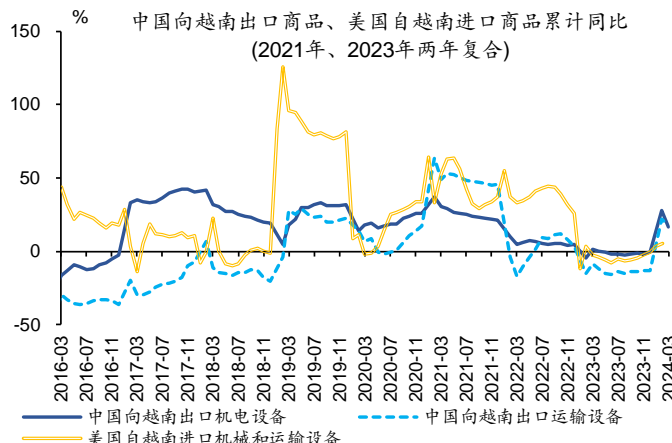
此外,越南等东盟国家凭借其“转口”贸易属性,在本轮全球消费电子景气回升过程中,显著拉动了我国机电设备出口。中美贸易摩擦以来,我国机电设备受对美出口下滑冲击较大,越南、泰国、新加坡等东盟国家在中美贸易中的“转口”属性突显。2023年以来全球消费电子景气进入上行通道,今年3月全球半导体销售额同比回升至16.3%。相应地,我国对东盟国家机电设备出口增速显著抬升,带动对东盟整体出口增速大幅改善;4月,我国对东盟出口当月同比较上月提升14.4个百分点至8.1%。

图表19: 全球消费电子景气改善、计算机通信需求好转



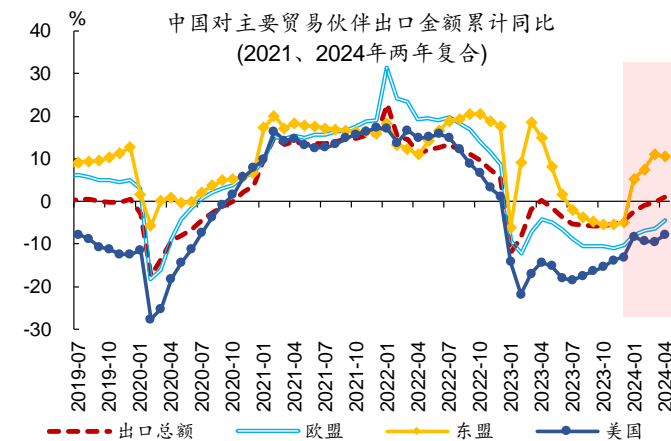
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 中国机电设备通过越南转口至美国

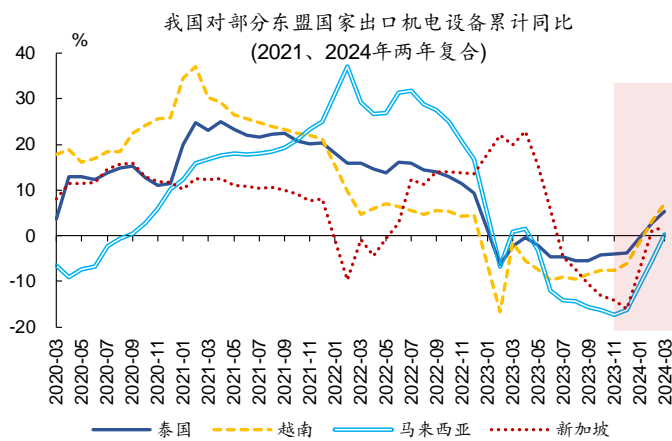


来源: iFind、国金证券研究所

图表21: 年初以来我国对东盟出口增速提升幅度较大



图表22: 我国对东盟出口机电设备增速显著抬升





来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

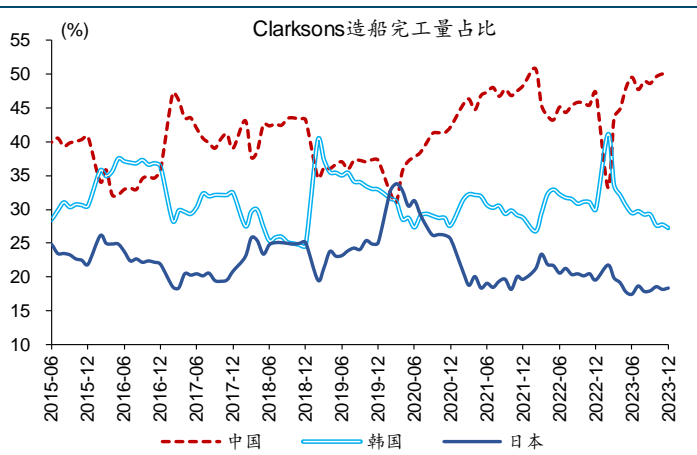
船舶等产业逻辑也有支持作用,全球船舶更新需求叠加中国造船比较优势,年初以来我国船舶出口“量价齐升”。需求端看,联合国贸发会议数据显示的全球船队船龄已达22年,而船舶平均拆解寿命在25年左右,船舶“更新”需求仍有进一步释放空间。供给端看,中国造船引领全球,2023年造船完工量占全球比重达50.2%;今年3月,我国造船新签订单同比大幅升至64.4%。供、需共同支撑下,今年1-4月,我国船舶出口“量价齐升”,出口价格、数量同比分别录得74.5%、15.4%。

图表23: 全球船队船龄已达22年,接近“更新”周期

船舶类型/按指标分类		船龄					平均船龄	
		0-4	5-9	10-14	15-19	大于20	2022年	2023年
散货船	数量占比	16.2	23.7	36.8	11.2	12.1	11.1	11.6
	载重吨占比	19.5	25.3	36.6	10.8	7.9	10.0	10.6
集装箱船	数量占比	14.5	16.0	24.4	23.8	21.3	13.7	14.2
	载重吨占比	19.1	24.8	25.7	19.4	10.9	11.0	11.5
普通货船	数量占比	6.4	8.1	16.2	12.1	57.2	26.8	27.4
	载重吨占比	9.7	12.5	25.1	14.1	38.6	20.0	20.3
油轮	数量占比	12.9	14.8	21.0	16.4	34.9	19.6	20.1
	载重吨占比	21.2	18.9	29.2	20.6	10.1	11.2	11.6
其他船型	数量占比	10.1	14.1	18.2	10.7	47.0	23.7	24.2
	载重吨占比	18.2	17.8	20.6	13.7	29.7	16.1	16.4
所有船舶	数量占比	10.7	14.3	20.8	12.4	41.8	21.7	22.2
	载重吨占比	19.4	22.1	30.7	15.2	12.5	11.5	12.0

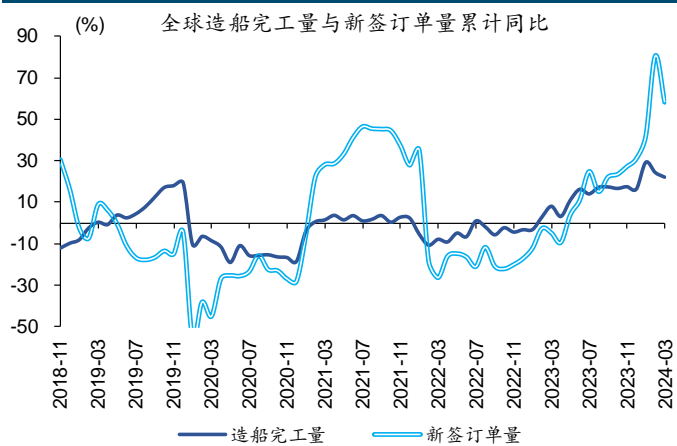
来源: 联合国贸易和发展会议、国金证券研究所

图表24: 中国造船完工量占全球比重最高



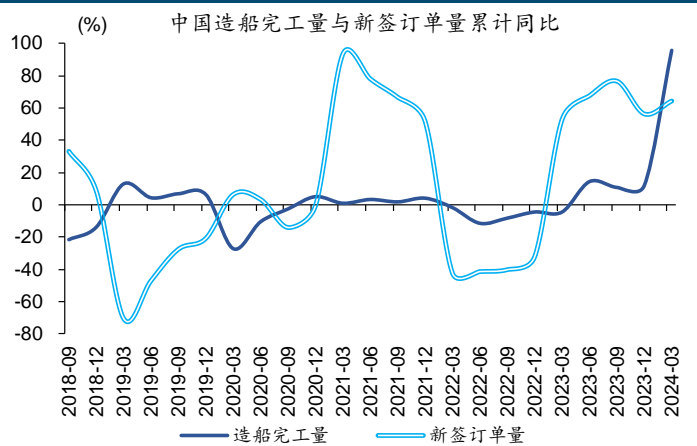
来源: iFind、国金证券研究所

图表25: 2023年起全球造船新签订单量明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 2023年起我国造船新签订单量亦明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究,我们发现:

(1) 出口“超预期”能否延续?年初以来,CCFI指数明显回升,与出口景气改善相互印证;5月上旬,CCFI指数涨幅进一步扩大。5月初我国港口货物吞吐量也有明显上升,或指向出口数量仍在增长。本轮出口改善有基本面支撑,全球制造业景气、外需持续复苏。

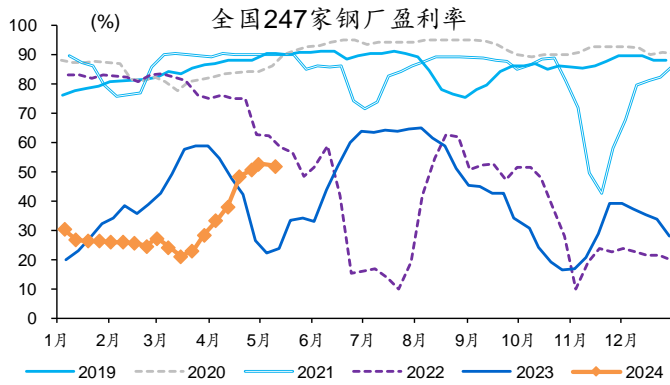
(2) 本轮出口改善有何不同?美国“补库”是全球经济改善的“源动力”,尤其对新兴市场制造业景气的带动较大。以越南为代表的新兴经济体仍处在工业化的早期阶段,自身经济弹性较大,其需求回暖进一步对我国出口形成支撑。此外,美国“补库”、地产链需求修复等,直接对我国出口形成拉动。部分产业逻辑也有支持作用,如全球消费电子景气改善、船舶量价周期向上等。



## 2、生产高频跟踪：上游生产表现较好，建筑业开工低位震荡

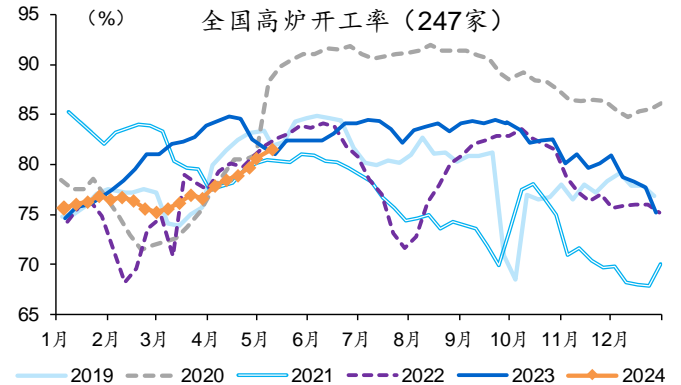
上游生产方面，高炉开工率反超去年同期，表观消费季节性回升。本周（05月05日至05月11日），钢厂盈利较五一假期前小幅回落0.9个百分点；钢材生产持续提升，高炉开工环比增加0.9%，超过去年同期0.4个百分点。周表观消费季节性回升，环比增加4.7%，低于去年同期7.7个百分点，其中冷轧板卷、中厚板周表观消费环比分别增加1.2%、0.9%，螺纹钢周表观消费则回落1.6%。库存方面，社会库存延续去库、环比减少1.8%。

图表27：本周，钢厂盈利率小幅回落



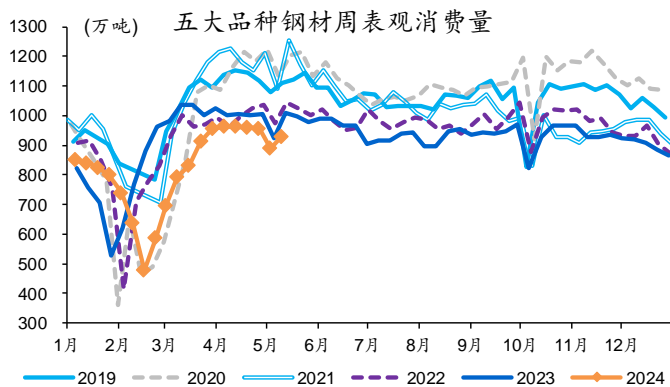
来源：Wind，国金证券研究所

图表28：本周，高炉开工率超去年同期



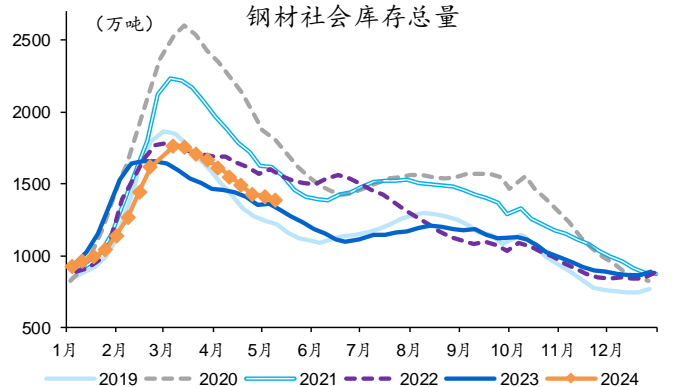
来源：Wind，国金证券研究所

图表29：本周，钢材表观消费季节性回升



来源：iFind，国金证券研究所

图表30：本周，钢材社会库存继续去库

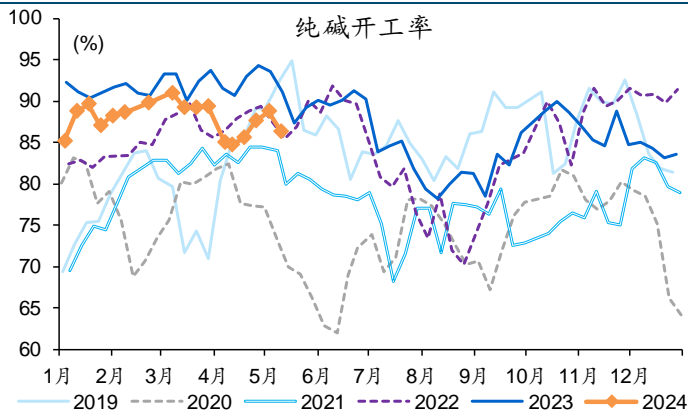


来源：iFind，国金证券研究所

中游生产景气回落，化工链、汽车链开工率明显下滑。本周（05月05日至05月11日），纯碱开工有所回落，环比减少2.4%，低于去年同期4.8个百分点。纺织链中PTA供给大幅回落，开工率环比减少8.3%、同比回落4.7个百分点；下游涤纶长丝开工率也有明显下滑、环比减少1.9%，但仍超过去年同期10.5个百分点。与此同时，汽车半钢胎开工率高位回落，环比减少2.8%、超过去年同期18.7个百分点。

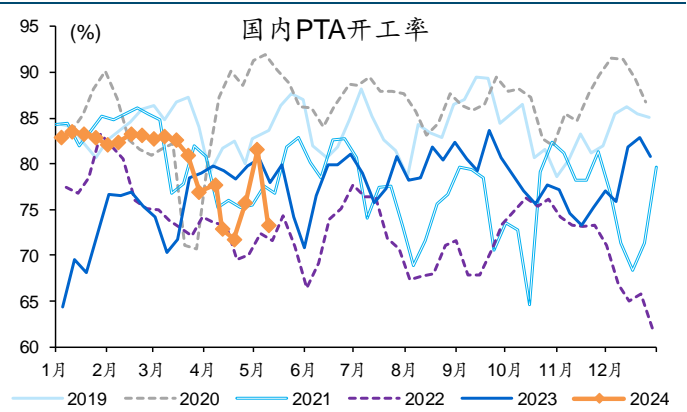


图表31: 本周, 纯碱开工率大幅回落



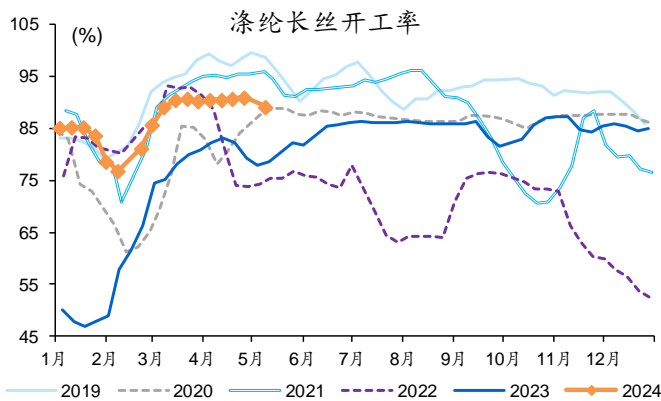
来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 本周, PTA 开工率显著下滑



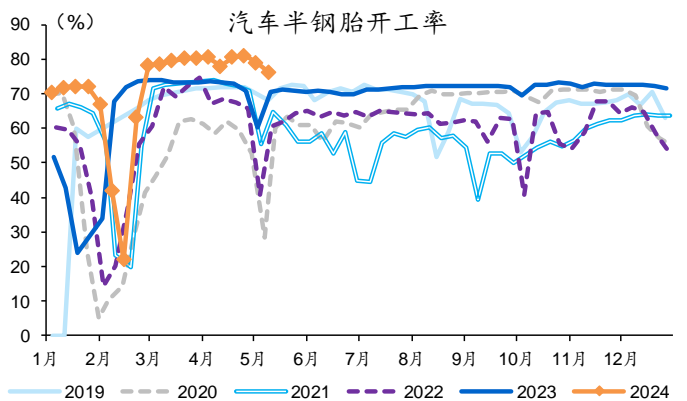
来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 本周, 涤纶长丝开工率明显减少



来源: Wind, 国金证券研究所

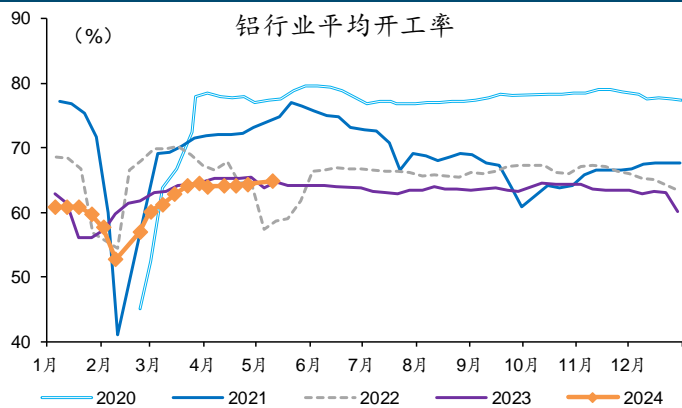
图表34: 本周, 汽车半钢胎开工率高位回落



来源: Wind, 国金证券研究所

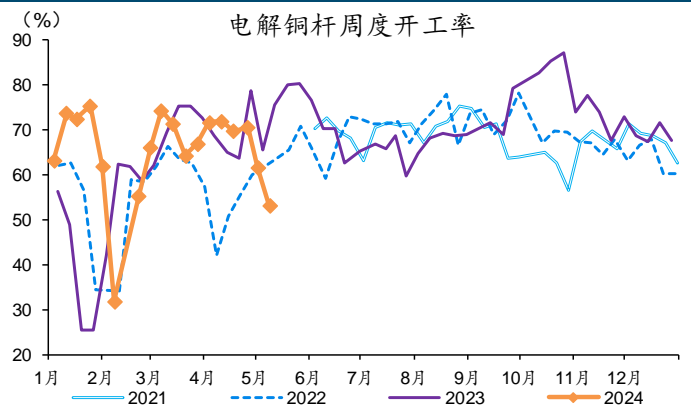
铝行业开工率维持韧性, 铜杆开工率大幅下滑。本周 (05月05日至05月11日), 铝行业开工率较五一假期前小幅上涨, 环比增加0.5%、高于去年同期0.2个百分点; 但受高铜价压制, 铜杆开工率大幅回落, 环比减少8.5%、低于去年同期22.6个百分点。库存方面, 电解铝库存延续去库, 环比减少1.6%, 低于去年同期1.1个百分点; 相比之下, 社铜库存延续抬升、较前周增加3.8%, 高于去年同期48个百分点。

图表35: 本周, 铝行业平均开工率略有上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 本周, 电解铜杆开工率大幅回落

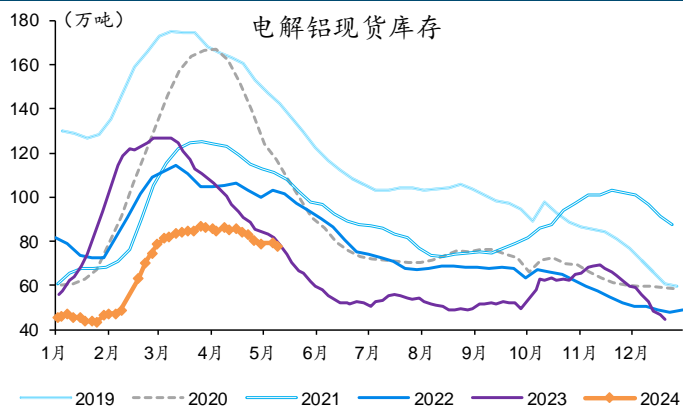


来源: Wind, 国金证券研究所



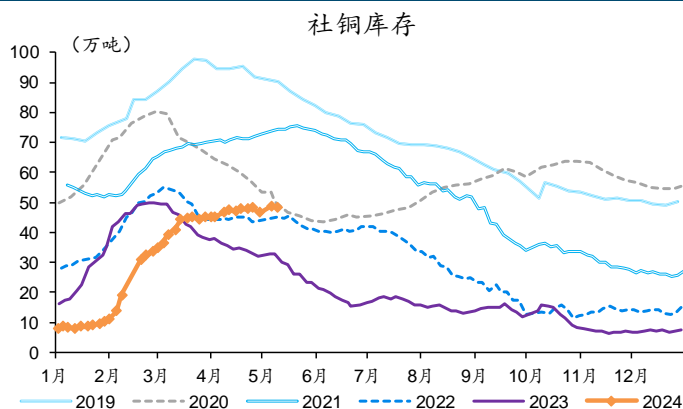


图表37: 本周, 电解铝现货库存延续去库



来源: Wind, 国金证券研究所

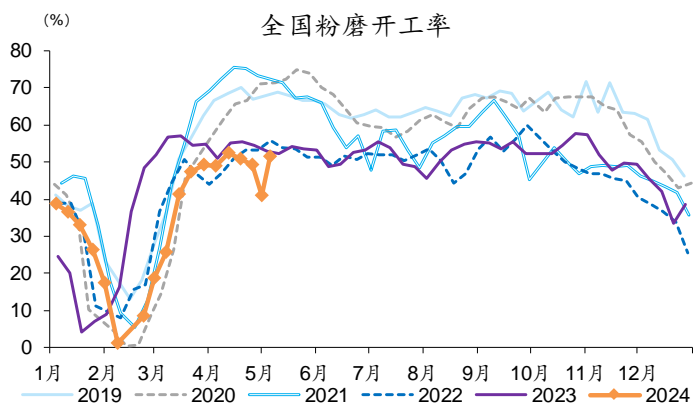
图表38: 本周, 社铜库存有所抬升



来源: Wind, 国金证券研究所

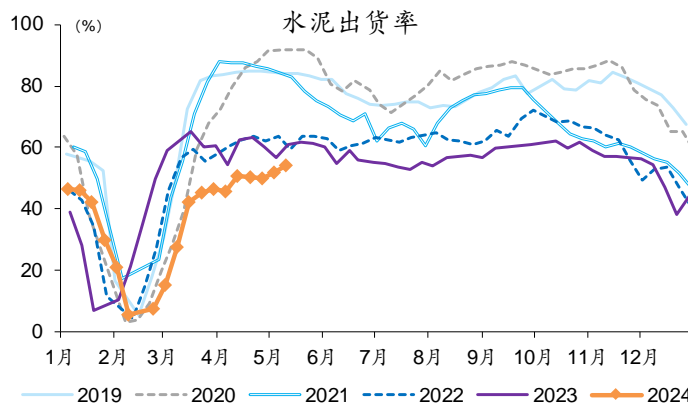
建筑业方面, 水泥产需有不同程度回升, 库存小幅下滑。本周(05月05日至05月11日), 国内多数区域降雨减少、施工强度回升, 全国粉磨开工率较前周大幅增加10.4%, 水泥需求也有显著提升, 出货率环比增加2.4%。但产需较历史同期仍有差距, 二者分别低于去年0.9、6.7个百分点。供减需增下, 水泥库容比略有下滑、较前周减少0.1%、低于去年同期3.6个百分点; 全国水泥均价延续下滑、环比减少0.9%。

图表39: 本周, 全国水泥粉磨开工率大幅回升



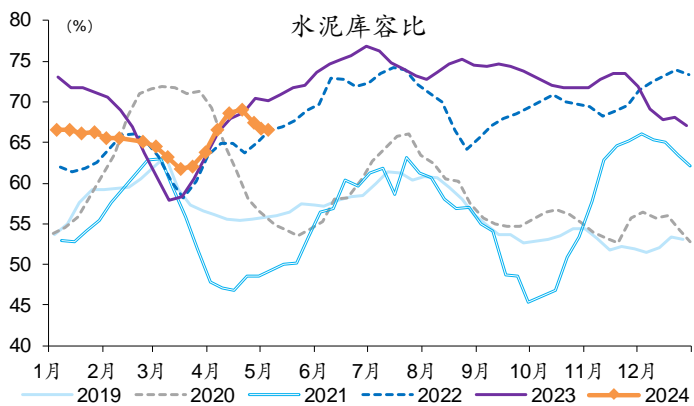
来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 本周, 全国水泥出货率延续提升



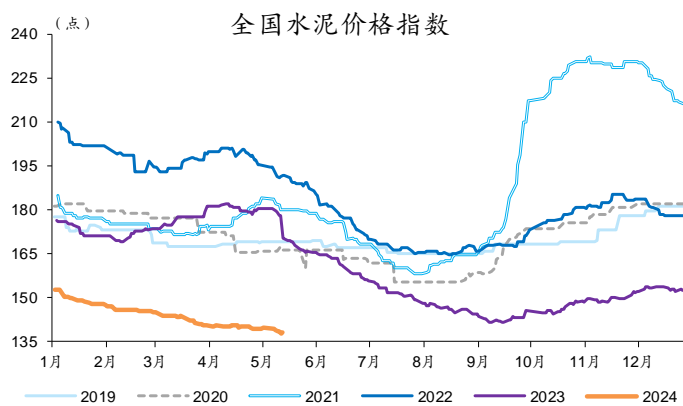
来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 本周, 水泥库容比延续下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表42: 本周, 水泥价格指数小幅下滑



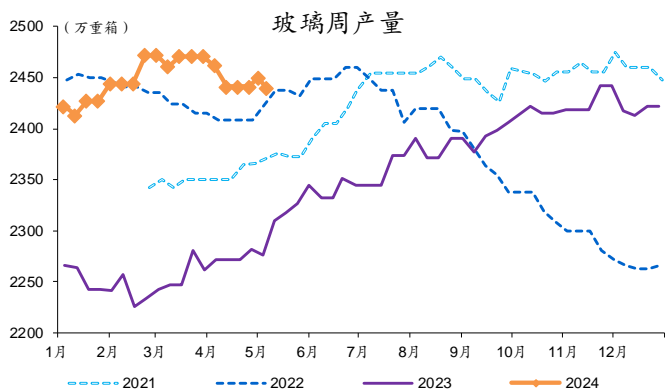
来源: Wind, 国金证券研究所

玻璃产需均有回落, 沥青开工率也有一定程度下滑。本周(05月05日至05月11日), 玻璃产需有所回落, 周度产量、表观消费分别环比减少0.4%、10%, 但好于去年同期, 同比分别增加7.6、4.3个百分点。需求回暖下, 玻璃库存有所累库, 较前周回升1%; 但玻璃价格延续下滑、较前周减少0.7%, 位于27.3%的历史分位数。此外, 沥青开工有所回落,



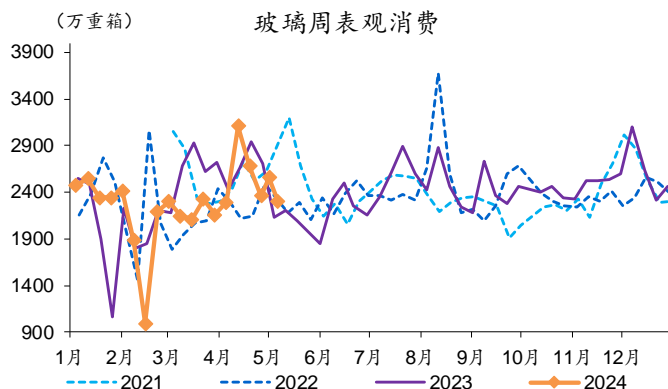
环比减少 2.2%，较去年同期减少 14.2%，处于历史同期低位。

图表43: 本周, 玻璃产量小幅回落



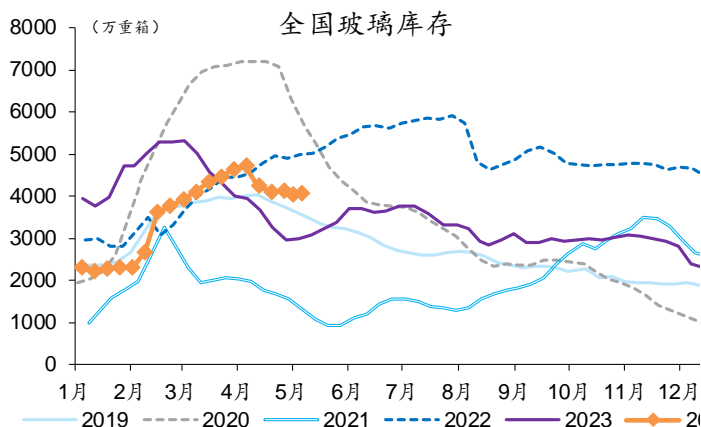
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 本周, 玻璃周表观消费有所减少



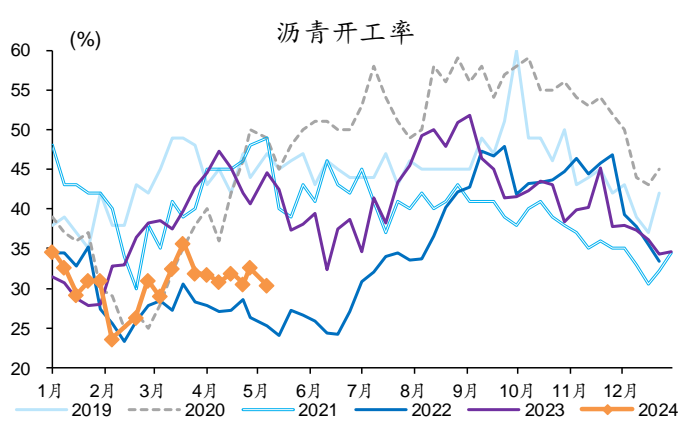
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 本周, 玻璃库存略有累库



来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 本周, 沥青开工率低位回落

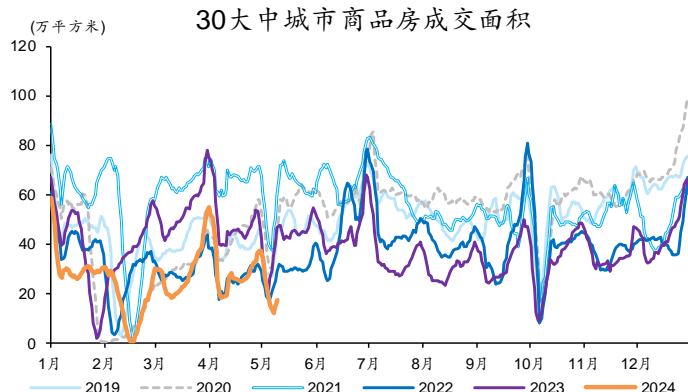


来源: Wind, 国金证券研究所

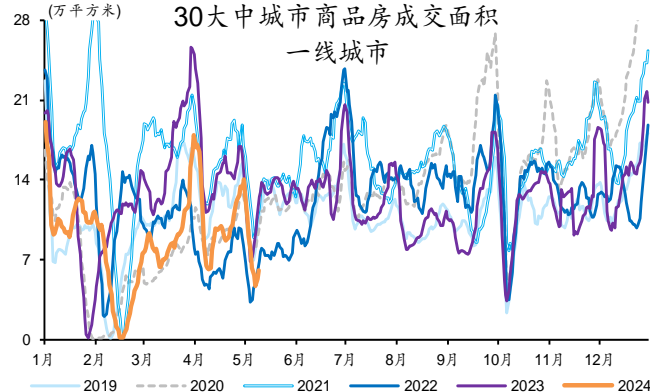
### 3、需求高频跟踪：地产成交仍较低迷，出口景气显著上升

新房成交面积季节性回落，5月上旬同比降幅较上月有所扩大。本周（05月05日至05月11日），30大中城市商品房日均成交面积季节性回落、较前周减少37.7%，同比回落62.8%。分城市看，一线、二线、三线城市较前周均有明显回落，环比分别减少43.4%、33.9%、34.8%，同比分别减少51.7%、70.1%、54.2%。5月上旬，全国商品房成交同比回落53.7%、降幅较上月增加17个百分点；各线城市商品房成交同比分别回落39.2%、62.5%、46.1%，降幅较上月增加10.1、20.2、11.9个百分点。此外，上周全国代表城市二手房成交面积季节性回落、环比减少47.9%，较去年同期增加1.5%。

图表47: 本周, 全国商品房成交季节性回落



图表48: 本周, 一线城市商品房成交明显增加



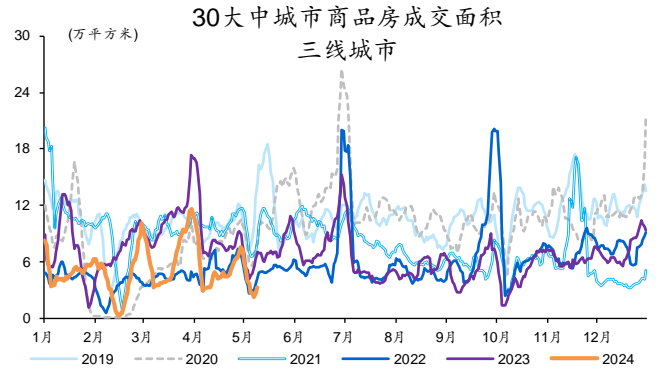
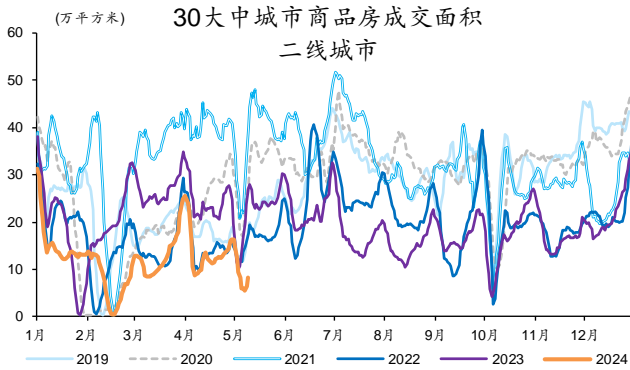


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图49：本周，二线城市成交有所下滑

图50：本周，三线城市成交也有回落

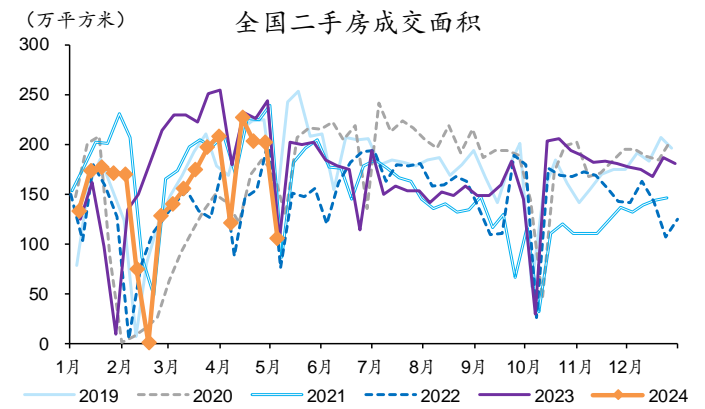
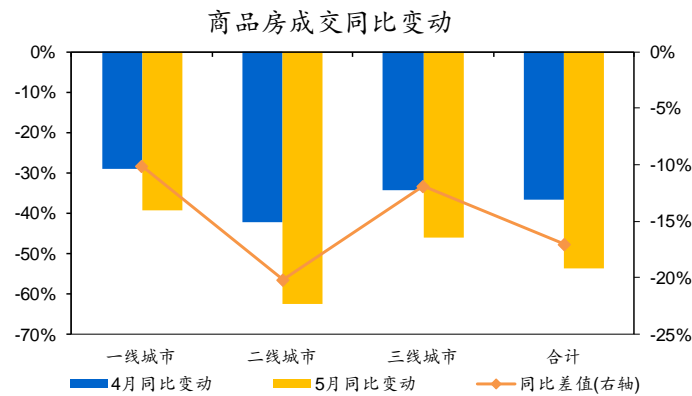


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图51：5月上旬，各线城市新房成交降幅较上月扩大

图52：上周，全国二手房成交大幅回落



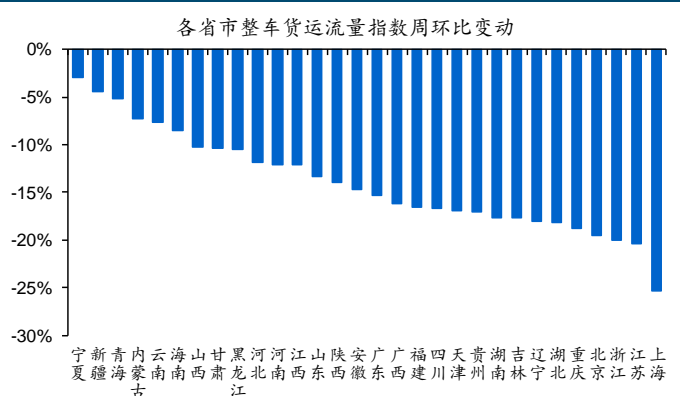
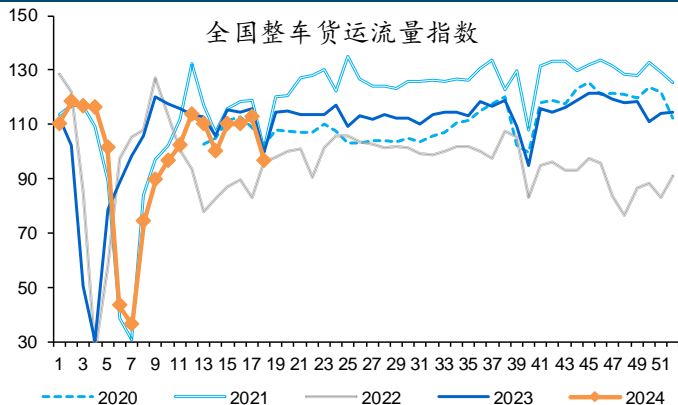
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

全国整车货运流量大幅下滑，公路货运流量、监测港口吞吐量则小幅增加。上周（04月29日至05月05日），受五一假期影响，市场供需走弱，整车货运流量环比下跌14.4%；30个省市货运量较上周有不同程度回落，其中上海、江苏、浙江等省市跌幅最大，环比分别减少25.4%、20.4%、20%。快递业务量也有显著回落，揽收量、投递量分别环比减少14.3%、9.8%。相比之下，铁路货运量、监测港口完成货物吞吐量维持韧性，环比分别增长0.8%、1.3%，同比分别增加1.3%、0.4%。

图53：上周，全国整车货运流量大幅回落

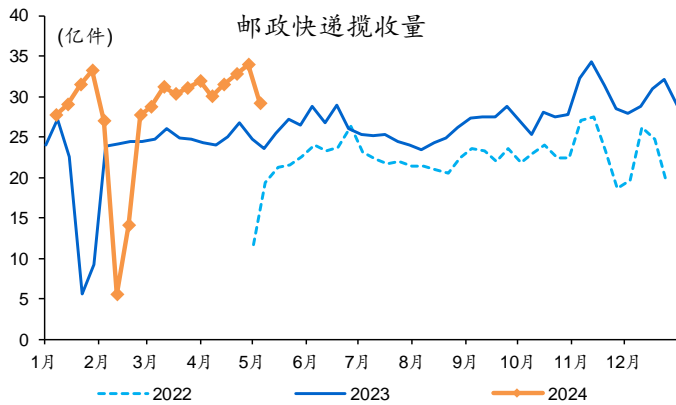
图54：上周，全部省市公路货运流量环比下滑





来源：G7，国金证券研究所

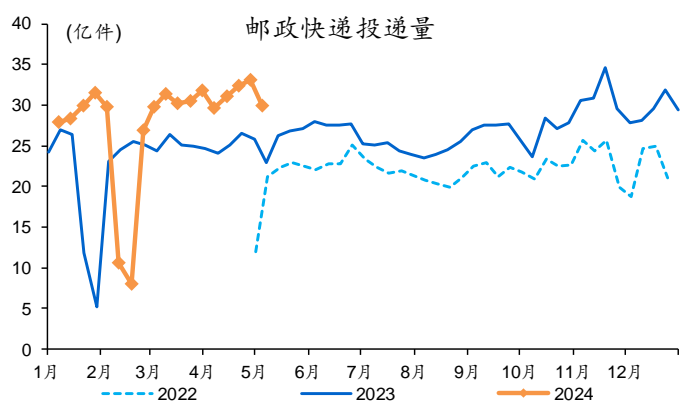
图表55：上周，邮政快递揽收量明显下滑



来源：交通运输部，国金证券研究所

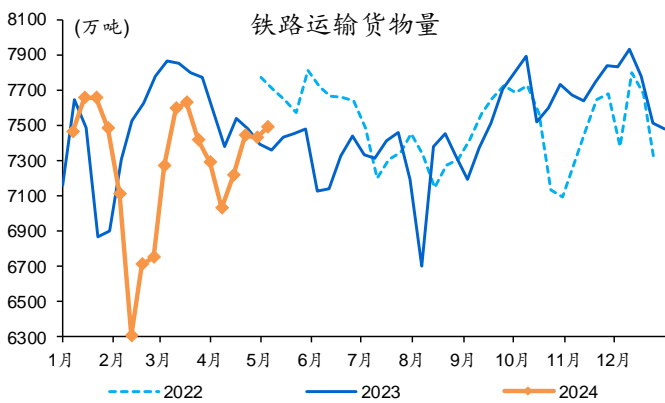
来源：G7，国金证券研究所

图表56：上周，邮政快递业务投递量也有减少



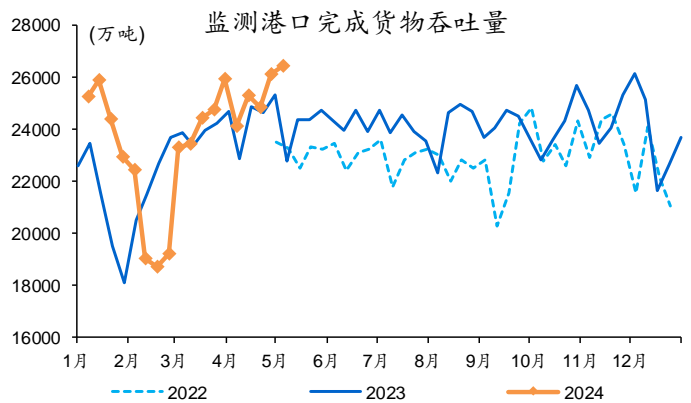
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表57：上周，铁路货物运输量略有增加



来源：交通运输部，国金证券研究所

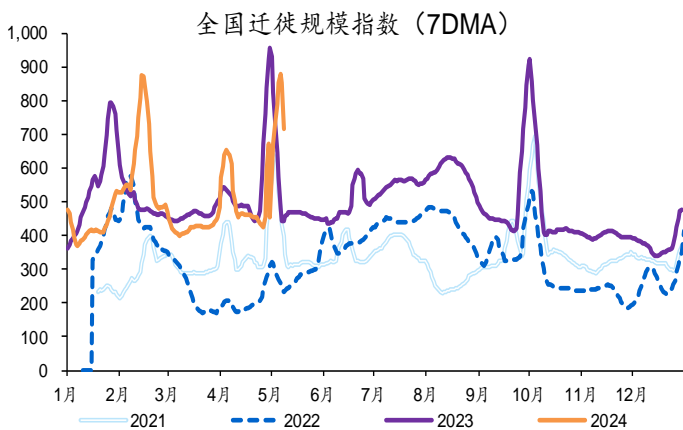
图表58：上周，监测港口完成货物吞吐量小幅增加



来源：交通运输部，国金证券研究所

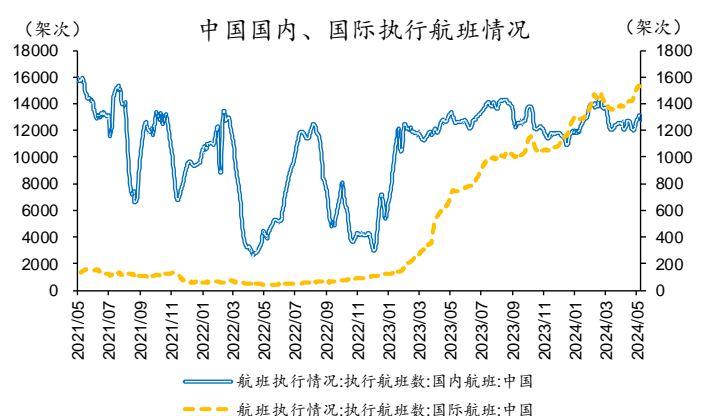
五一假期后，跨区出行活跃度常态化回落，执行航班架次也有减少。上周（04月29日至05月05日），全国迁徙规模指数季节性回落、较上周减少9.2%，同比增加61.4%；国内、国际执行航班架次也有减少、环比分别下滑0.6%、1.1%，其中国内执行航班架次与去年同期持平，国际执行航班架次同比回升101.6%。

图表59：本周，全国迁徙规模指数有所回落



来源：百度地图，国金证券研究所

图表60：本周，执行航班架次也有减少



来源：iFind，国金证券研究所

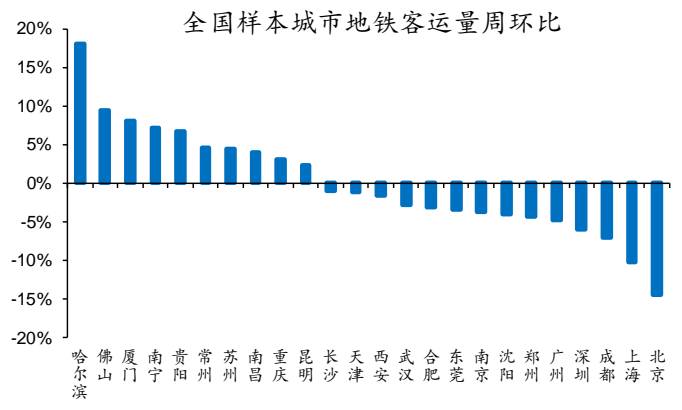
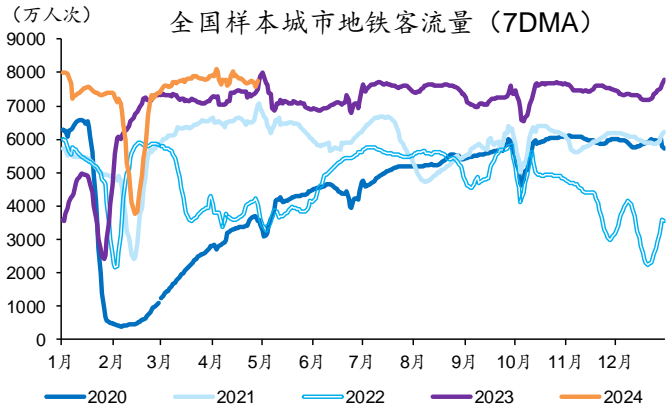




市内出行活跃度减少，地铁客流量、拥堵延时指数均有减少。本周（05月05日至05月11日），全国样本城市地铁日均客流量有所回落、较上周减少4.9%；其中北京、上海、成都等城市地铁客流降幅较为明显，分别较上周减少14.5%、10.2%、7.1%。全国拥堵延时指数有明显下滑、环比减少4.7个百分点，其中南昌、西安、北京等城市的市内拥堵指数降幅较大，分别较前周减少9.8%、9.2%、8.6%。

图表61：本周，全国样本城市地铁客流总量有所回落

图表62：本周，多数样本城市地铁客流量减少

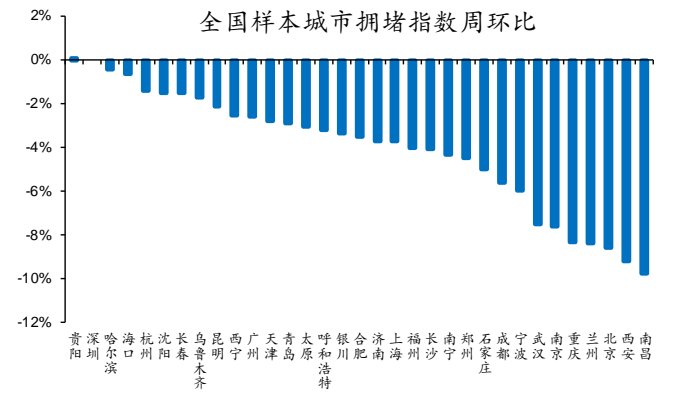
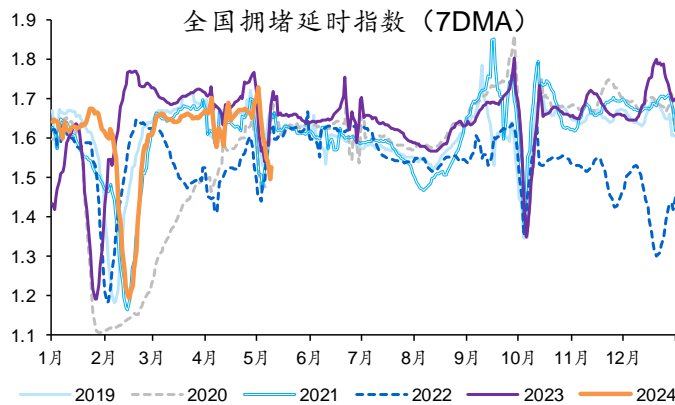


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表63：本周，全国拥堵延时指数大幅回落

图表64：本周，绝大多数城市拥堵指数明显下滑



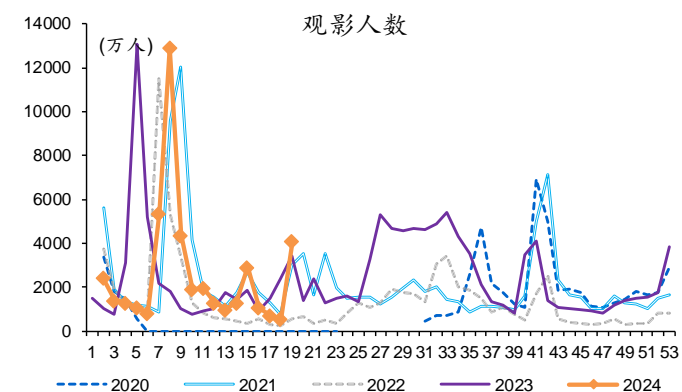
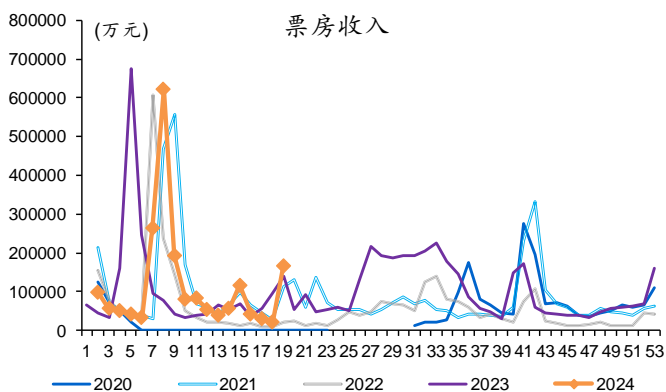
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

观影消费季节性回升、汽车消费低于去年同期。上周（04月28日至05月04日），线下电影消费方面，电影票房日均收入、场均观影人次季节性回升、分别较前周增加6.46%、6.54%，均是去年同期的19.4%。汽车消费有所增加，乘用车零售、批发的单周（04月22日至04月30日）销量分别回升70.3%、101.7%；五周平均销量分别增加10.1%、15.3%，低于去年同期11.5%、4.8%。

图表65：上周，票房收入有所回升

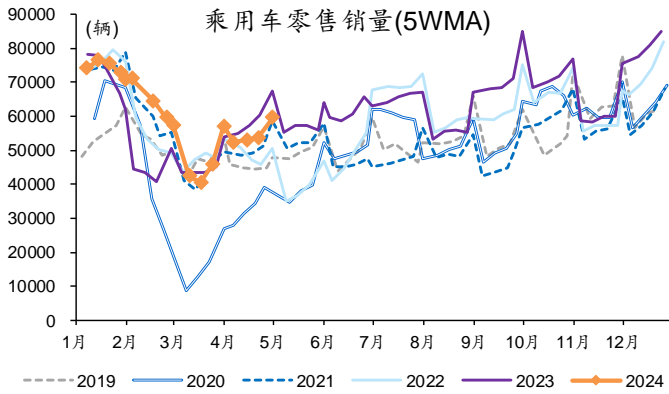
图表66：上周，观影人数大幅增加





来源：iFind，国金证券研究所

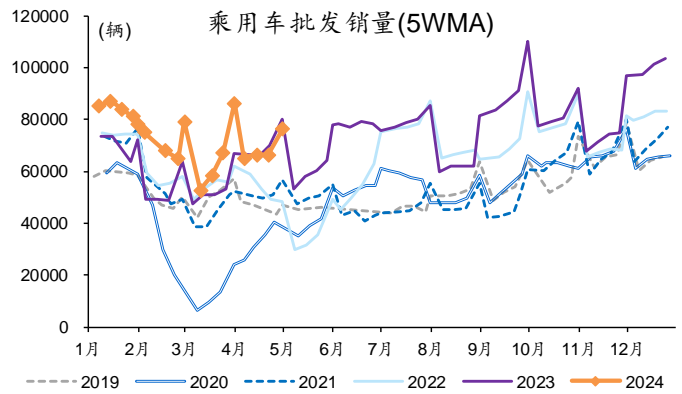
图表67：上周，乘用车零售量有所增加



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

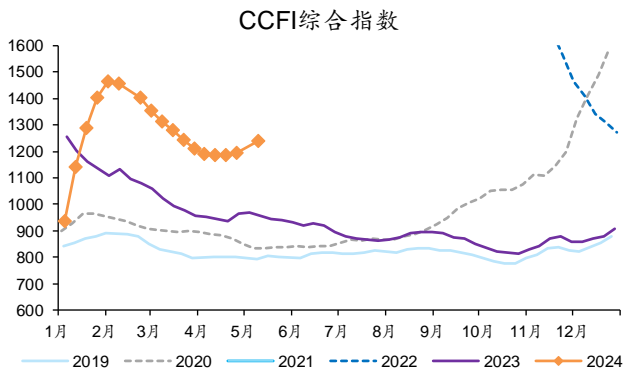
图表68：上周，乘用车批发量环比季节性回升



来源：iFind，国金证券研究所

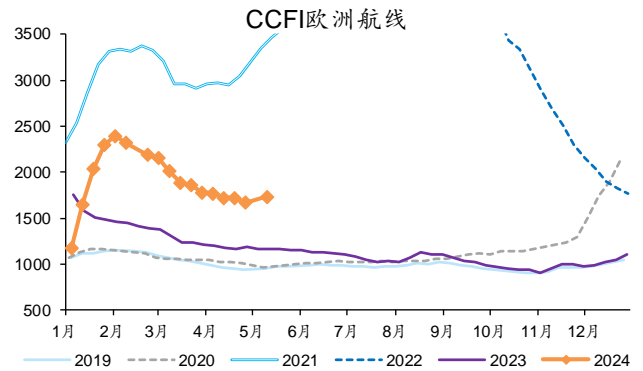
出口方面，集装箱运价大幅上涨，干散货指数明显回升。本周(05月05日至05月11日)，出口集装箱市场中，外需持续向好、带动CCFI综合指数大幅上涨，环比增加3.7%、高于去年同期27.8个百分点。其中远洋航线涨幅较大，欧洲、地中海、美西航线分别较前周增加4%、2.8%、1.5%，高于去年同期48.3、39.9、23个百分点。与此同时，本周BDI周内运价也有明显回升，环比增加23.5%，同比提升34.3%。

图表69：本周，CCFI综合指数大幅提升



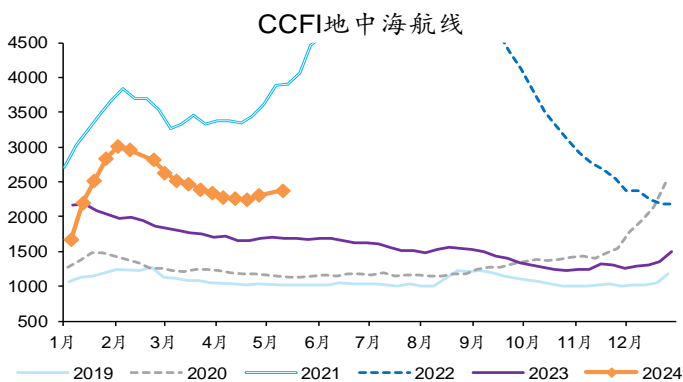
来源：iFind，国金证券研究所

图表70：本周，欧洲航线运价涨幅最大



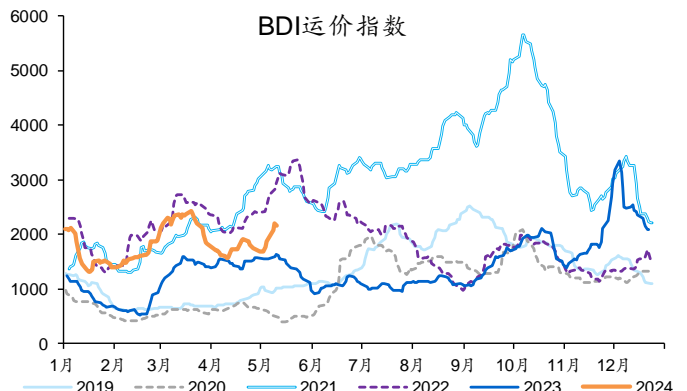
来源：iFind，国金证券研究所

图表71：本周，地中海航线运价显著提升



来源：iFind，国金证券研究所

图表72：本周，BDI运价指数明显上涨



来源：iFind，国金证券研究所



## 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究