

出口偏强或仍将持续

——对5月外贸数据的思考与未来展望

核心观点：

5月中国以美元计价的出口同比增速为7.6%，较4月（1.5%）大幅回升。季节性调整后，5月出口环比增长1.7%。外需的改善可能是出口环比回升的主要原因。此外，面对海外关税风险，近期“抢出口”因素或也对出口构成了一定支撑。5月进口规模在季节性调整后，环比下降2.0%（前值+2.1%）。展望未来，我们预计，我国季节性调整后的出口规模或有望在未来一段时间保持温和的环比正增长；同时，内需的修复也有望带动进口回升。

➤ 5月出口环比上行

5月中国出口同比增速为7.6%（美元计价），较4月（1.5%）进一步大幅回升，部分原因是去年基数偏低。季节性调整以后，5月出口规模较4月进一步扩大，环比增长1.7%，表明出口具有较强的韧性。

➤ 多数产品出口有所增长

季节性调整后，分出口产品看，5月我国原材料、机电产品、高新技术产品、农产品的出口都有所回升，环比分别增长16.3%、4.8%、1.5%、1.1%；但轻工产品的出口有一定的放缓，环比下降2.1%。分出口对象看，我国对主要贸易对象的出口普遍有所回升。其中，对转口贸易对象的出口边际回升（环比+0.1%），对发达经济体的出口总体继续回升（环比+0.7%，前值+0.4%），对其他新兴经济体的出口也进一步大幅回升（环比+8.6%，前值+1.6%）。

➤ 5月进口有所回落

5月进口同比增速为1.8%（美元计价，前值+8.4%），较上月有所回落。季节性调整后，5月进口规模较4月环比下降2.0%（前值+2.1%）。主要进口商品中，从以2019年为基期的复合同比增速来看，机电产品与高新技术产品的进口都稍有回落，铁矿砂与铜矿砂的进口也有所下降；但原油与成品油的进口有所回升，两者复合同比增速分别为+7.1%、+13.1%（前值+5.4%、+11.8%）。

➤ 出口有望保持增长，进口有望出现回升

5月出口的进一步回升可能主要受益于外需的持续修复，5月摩根大通全球制造业PMI为50.9%，较上月（50.3%）明显上行。此外，面对海外关税风险，近期“抢出口”因素或也对出口构成了一定支撑。展望未来，我们预计我国季节性调整后的出口规模或有望在未来一段时间保持温和的环比正增长。有市场观点担心当前“抢出口”会透支部分需求，引发出口下行，我们认为这也许要等到四季度才能有所体现。进口有望随内需的修复而回升。

风险提示：海外经济与预期不一致，政策与预期不一致

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《工业产出或好于PMI读数：——对5月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.06.02
- 2、《需求温和降温或有助于通胀回落：——美国经济韧性和再通胀研究（三）》2024.06.02

正文目录

1. 5月出口继续增长	3
1.1 5月出口环比上行	3
1.2 多数产品出口有所增长	4
1.3 对主要贸易对象出口普遍回升	5
2. 5月进口有所回落	7
2.1 5月进口环比下降	7
2.2 原材料进口分化，产成品进口回落	8
3. 出口有望保持增长，进口有望出现回升	9
3.1 出口或保持温和的环比正增长	9
3.2 进口有望随内需修复回升	11
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 中国出口同比增速 (美元计价)	3
图表 2: 中国出口金额 (季调)	3
图表 3: 轻工产品出口金额 (季调)	4
图表 4: 高科技和机电产品出口金额 (季调)	4
图表 5: 部分机电产品出口金额 (季调)	5
图表 6: 农产品和原材料的出口金额 (季调)	5
图表 7: 对发达国家与地区的出口 (季调)	6
图表 8: 对主要新兴市场国家与地区的出口 (季调)	6
图表 9: 中国进口同比增速 (美元计价)	7
图表 10: 中国进口规模 (季调)	7
图表 11: 铜矿砂与成品油进口复合同比增速	8
图表 12: 铁矿砂和原油进口金额复合增速	8
图表 13: 高科技和机电产品进口金额复合增速	8
图表 14: 全球制造业 PMI	9
图表 15: 中国出口集装箱运价指数	10
图表 16: 国际干散货运价指数	10
图表 17: 重点发电集团日耗煤 (周平均)	11
图表 18: 重点企业粗钢日均产量	12

1. 5月出口继续增长

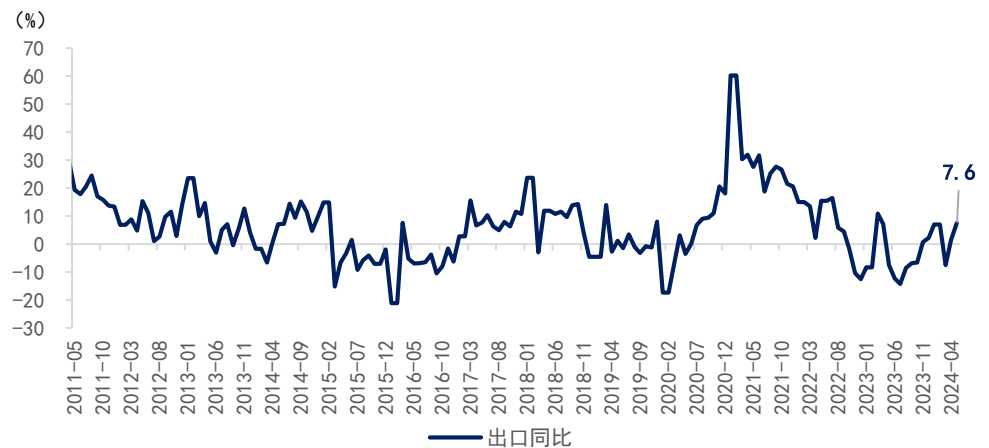
5月出口（以美元计价）季调环比回升。其中，季节性调整后，多数产品的出口环比正增长，对主要贸易对象的出口也普遍有所回升。

1.1 5月出口环比上行

5月中国出口同比增速为7.6%（美元计价），较4月（1.5%）进一步大幅回升，部分原因是受到去年基数偏低的支撑。

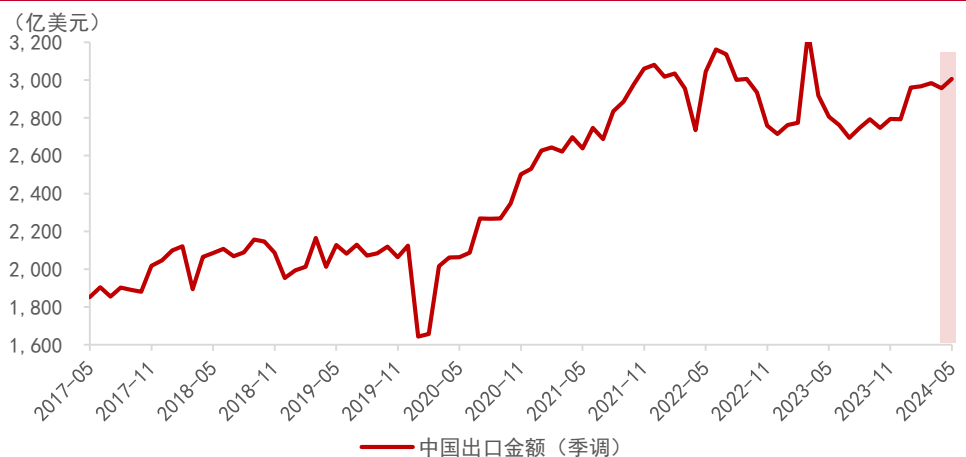
季节性调整后，5月出口环比也有进一步增长。从剔除季节性因素影响后的数据来看，5月以美元计价的出口金额环比增长1.7%，出口规模较4月进一步扩大。

图表1：中国出口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 多数产品出口有所增长

季节性调整后，多数商品的出口都有所回升：其中，原材料、机电产品、高新技术产品、农产品的出口都有所回升；但轻工产品的出口有一定的放缓。

具体而言，经过季节性调整后，在5月：

- 原材料出口继上月的明显回落后大幅反弹，环比增长 16.3%（前值-7.0%）。
- 农产品出口有所回升，环比增长 1.1%（前值 0%）。
- 机电产品出口有所回升（环比+4.8%，前值-1.6%）。

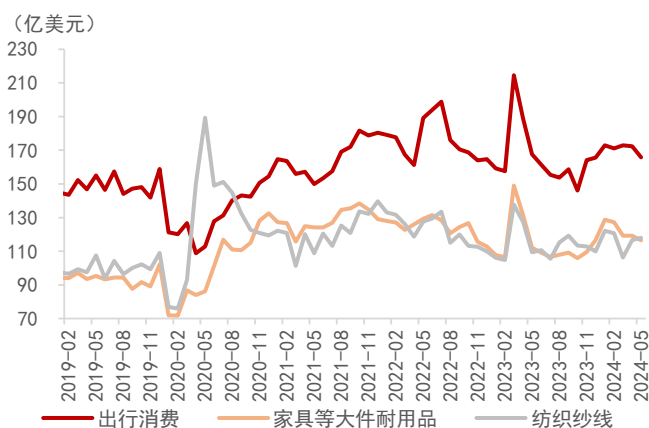
其中，集成电路的出口有所反弹，其出口金额环比增长 4.7%（前值-7.4%）；医疗仪器及器械的出口也有所好转，环比增长 3.4%（前值-2.5%）；汽车出口也在此前两个月明显的环比正增长后保持平稳，出口规模与上月持平（3、4月环比分别为：+8.2%、+3.7%）。

- 轻工产品的出口总体有所回落（环比-2.1%，前值+1.9%）。

其中，家具照明等地产后周期产品、鞋服箱包等出行相关产品的出口均出现回落，其在5月的环比增速分别为-2.3%、-3.8%（前值 0%、-0.4%）；纺织纱线产品的出口则进一步回升，较上月环比增长 1.0%（前值+9.9%）。

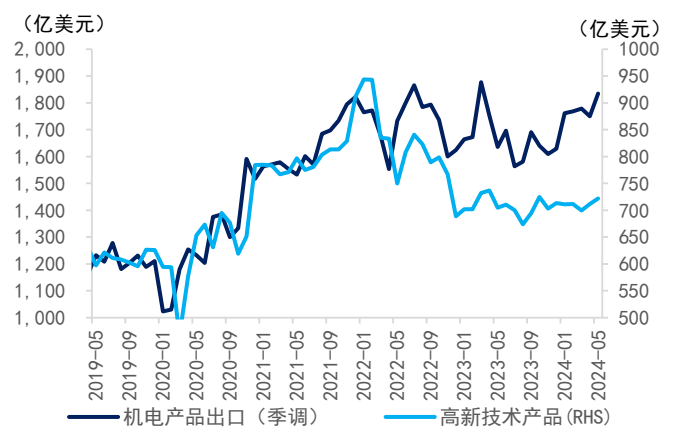
- 高新技术产品出口进一步回升（环比+1.5%，前值+1.7%）。

图表3：轻工产品出口金额（季调）

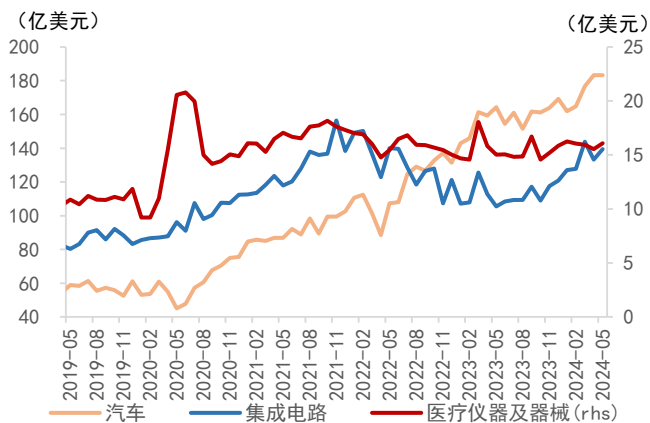


资料来源：Wind，国联证券研究所

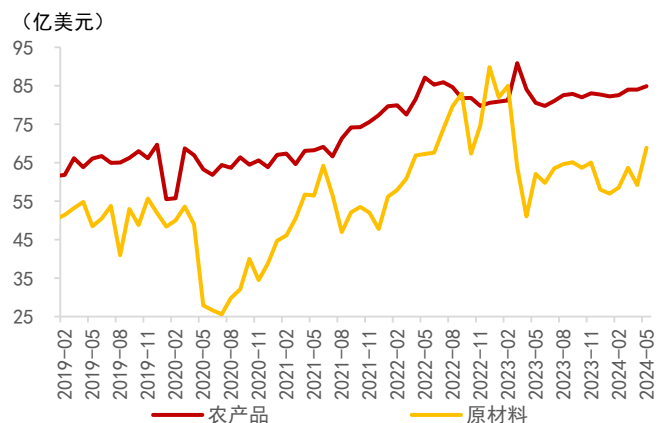
图表4：高科技和机电产品出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：部分机电产品出口金额（季调）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：农产品和原材料的出口金额（季调）


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 对主要贸易对象出口普遍回升

季节性调整后，5月我国对多数的主要贸易对象的出口都有所回升。其中，对转口贸易对象的出口边际回升，对发达经济体的出口总体继续回升，对其他新兴经济体的出口也进一步大幅回升。

具体而言，经过季节性调整后，5月我国对主要贸易对象的出口情况分别是：

- **对转口贸易对象的出口边际回升**（环比+0.1%，前值-0.1%）。

其中，对东盟的出口有所反弹，环比增长1.7%（前值-0.6%）；对中国香港、韩国的出口都有所回落，5月环比增速分别为-1.0%、-3.8%（前值-0.5%、+2.3%）。

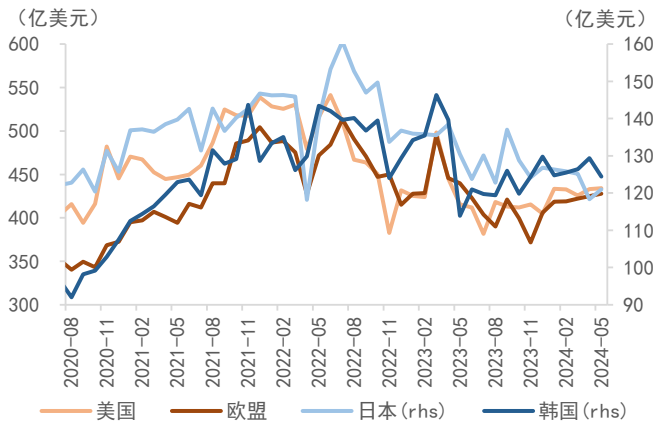
- **对发达经济体的出口总体继续回升**（环比+0.7%，前值+0.4%）。

其中，对欧盟的出口继续增长（环比+0.6%，前值+0.7%）；对美国的出口也进一步回升，环比增长0.3%（前值+1.7%）；对日本出口有所反弹，环比增长2.3%（前值-5.5%）。

- **对其他新兴经济体的出口进一步大幅回升**（环比+8.6%，前值+1.6%）。

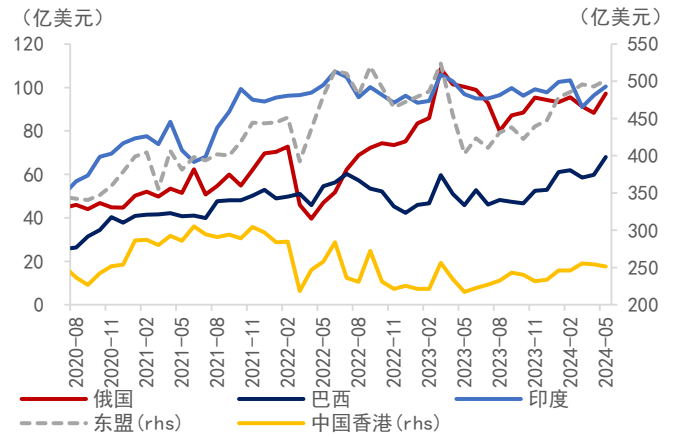
其中，对印度的出口继续明显回升，5月环比增长4.1%（前值+5.9%）；对巴西、俄罗斯的出口大幅回升，其5月环比增速分别为13.7%、10.1%（前值+2.1%、-3.1%）。

图表7：对发达国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：对主要新兴市场国家与地区的出口（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

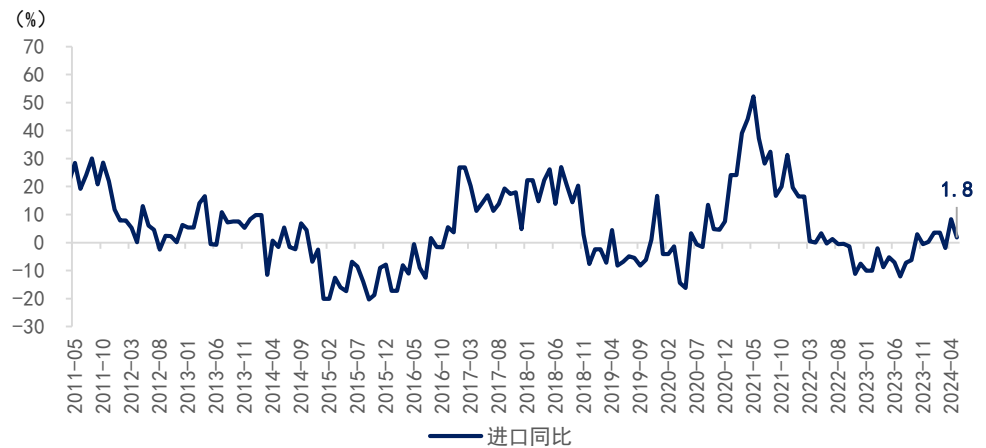
2. 5月进口有所回落

5月进口规模季调之后环比有所回落，主要进口商品中，机电产品与高新技术产品的进口都稍有回落，铁矿砂与铜矿砂的进口也有所下降，但原油与成品油的进口有所回升。

2.1 5月进口环比下降

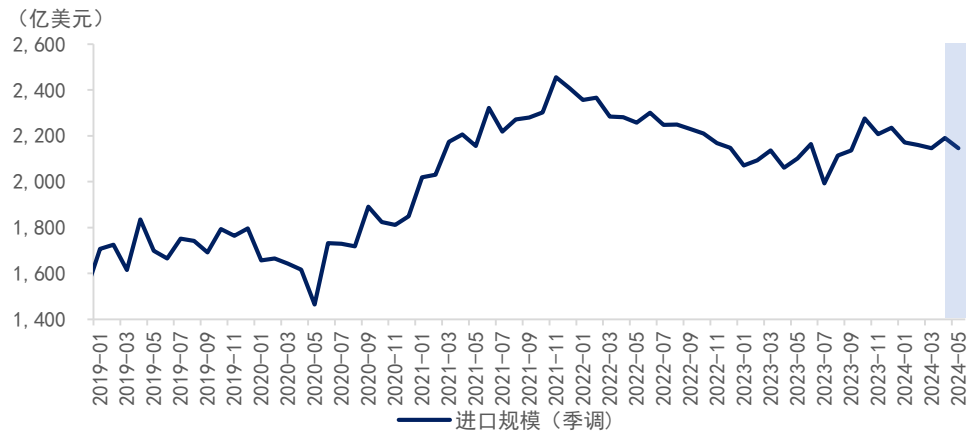
5月进口同比增速为1.8%（美元计价，前值+8.4%），较上月有所回落。季节性调整后，5月进口规模较4月环比下降2.0%（前值+2.1%）。

图表9：中国进口同比增速（美元计价）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国进口规模（季调）



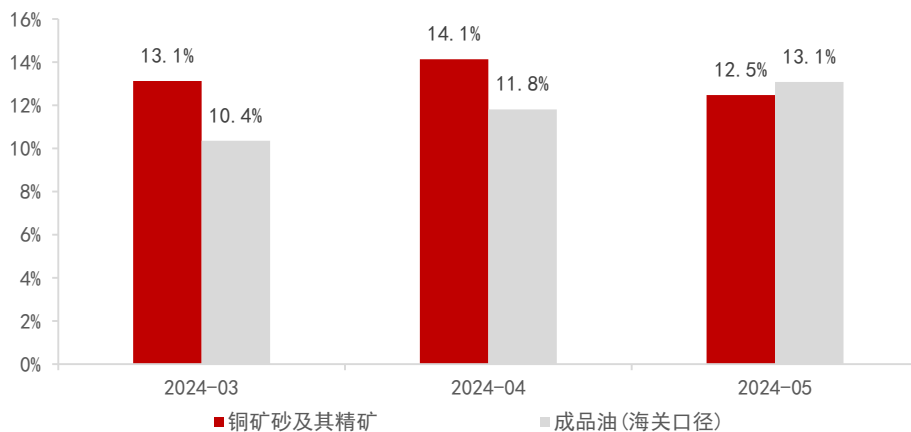
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 原材料进口分化，产成品进口回落

从主要的进口产品来看，大宗原材料方面，5月铁矿砂与铜矿砂的进口下降，原油与成品油的进口回升；主要产成品中，高新技术与机电产品的进口稍有回落。

主要大宗原材料进口表现出明显的分化，其中铁矿砂与铜矿砂的进口都有所回落，原油与成品油的进口有所回升。从以2019年为基期的复合同比增速来看，5月原油的进口金额明显反弹，其复合同比增速为+7.1%（前值+5.4%）；成品油的进口也进一步回升，其复合同比增速为+13.1%（前值+11.8%）；但是，铁矿砂、铜矿砂的进口都有所回落，其复合同比增速分别为+6.8%、+12.5%（前值+9.7%、+14.1%）。

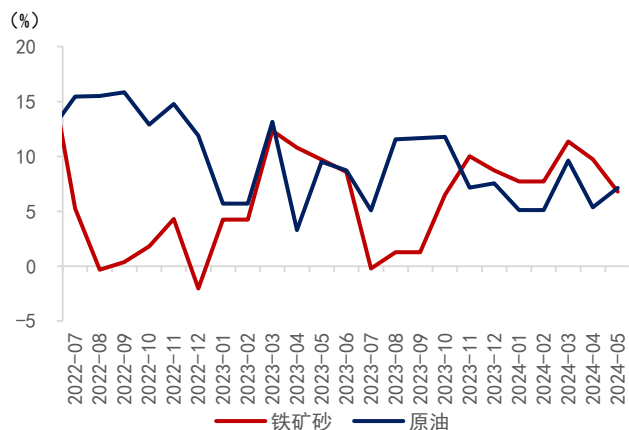
图表11：铜矿砂与成品油进口复合同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：此处的增速为以2019年为基期的复合同比增速。

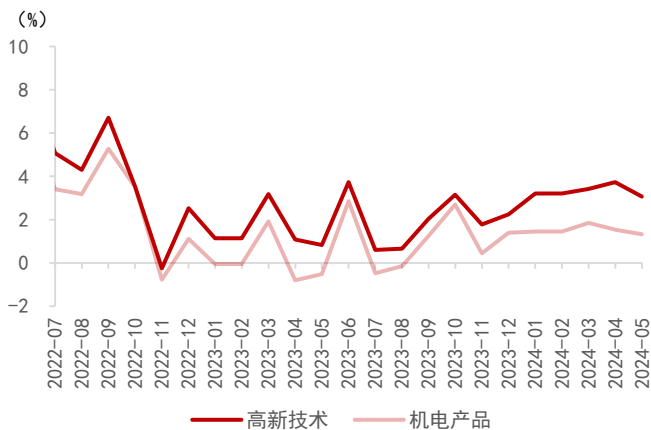
主要产成品中，高新技术与机电产品的进口稍有回落。以2019年为基期，5月高新技术产品进口的复合同比增速为3.1%（前值+3.7%），较上月稍有回落；而机电产品进口的复合平均增速为1.3%（前值+1.5%），也较上月边际下降。

图表12：铁矿砂和原油进口金额复合增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：以19年为基期作复合平均增速

图表13：高科技和机电产品进口金额复合增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：以19年为基期作复合平均增速

3. 出口有望保持增长，进口有望出现回升

5月出口的进一步回升可能主要受益于外需的持续修复，此外，面对海外关税风险，近期“抢出口”因素或也对出口构成了一定支撑。展望未来，我们预计中国的出口或有望保持环比温和增长，进口也有望随内需的修复出现回升。

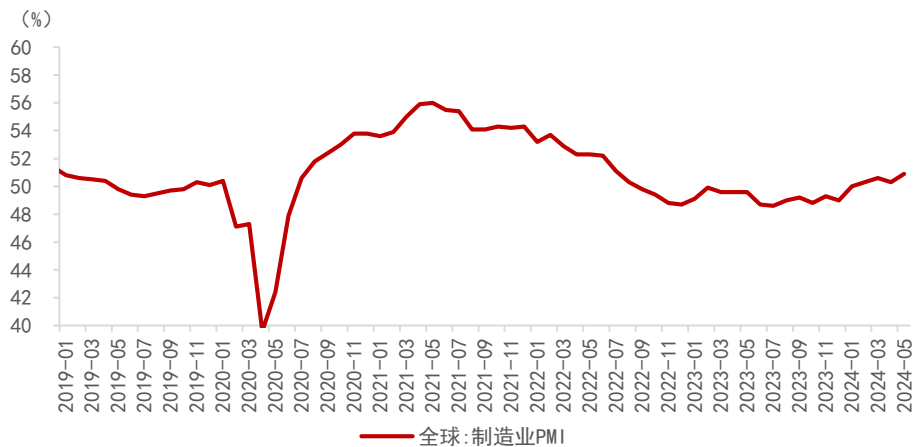
3.1 出口或保持温和的环比正增长

5月中国出口同比增速为7.6%（美元计价），较4月（1.5%）进一步大幅回升。经过季节性调整以后的数据也显示，5月出口环比正增长，出口规模较4月进一步上行，表明出口具有较强的韧性。

5月出口为何环比回升？

我们认为，这可能显示出外需在继续改善。5月摩根大通全球制造业PMI为50.9%（前值50.3%），较上月明显上行；美国也仍处于补库存周期中。5月韩国出口同比增速也继续保持在较高水平（11.7%，前值13.8%）。

图表14：全球制造业PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

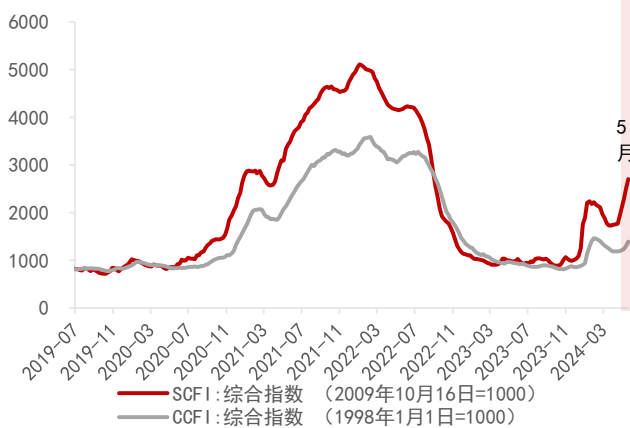
此外，一些额外的因素可能还推动了一些海外的库存需求。这些因素包括：1）在红海通航问题导致航运运力紧张的情况下，一些进口商可能增加订单确保自己能够及时获得商品；2）美国大选等不确定因素导致的关税风险可能推动一些美国进口商提前备货；3）7月巴西将进一步上调对新能源汽车的进口关税，这可能也刺激了一些贸易企业提前出口。

一些微观的反馈也显示，海外需求正在持续修复。据新华社报道¹，截至5月5日闭幕，今年广交会共有24.6万境外采购商参会，参会客商人数创历史新高；同时，广交会的出口成交数据也表现亮眼，线下出口成交额较上届增长了10.7%，线上平台出口成交规模较上届增长33.1%。

此外，码头集装箱运量也出现了明显的上行，集装箱也出现较为明显的供给紧张的情况。

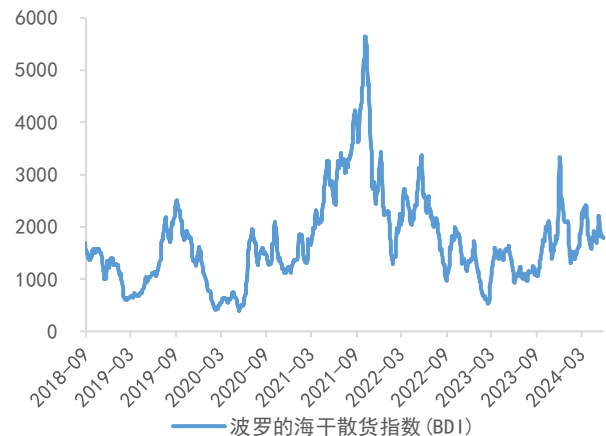
当然，近期集装箱航运价格指数的大幅上涨也非常引人瞩目。上面提到的需求侧的因素肯定是价格上行的的重要原因。但是运价大幅上涨可能也有一些供给侧方面的因素。一方面，船只绕开红海降低了运输效率：绕行不仅导致路途更远，还使得一些不具备承接大量运能的转运港口压港，导致效率进一步下降；另一方面，不能排除船公司抱团的一些活动对运价上行也发挥作用。

图表15：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

展望后续出口走势，我们认为，我国季节性调整后的出口规模或许仍有望在未来一段时间保持温和的环比正增长。市场担心当前“抢出口”会透支部分需求，引发出口下行，我们认为也许要等到四季度才能有所体现。

首先，从航运价格来看，目前集装箱仓位仍然比较紧张；业内认为航运价格到7月份可能还有上行空间，这意味着短期的需求可能仍然比较旺盛。

其次，虽然“抢出口”可能确实透支了部分需求，但是较高的航运价格可能也压制了一些单价比较低的产品的出口。目前这些产品不少存在在国内积压的问题。实际上，5月份数据中轻工产品出口偏弱可能与此有关。即使未来“抢出口”结束，这些

¹ https://www.gov.cn/zhengce/jiiedu/tujie/202405/content_6949312.htm

积压产品的出口仍有望对出口构成一些支撑。

最后，从我们追踪的大型出口企业的一些订单情况来看，目前订单水平仍然维持在3月左右的高位，并无明显下行的迹象。

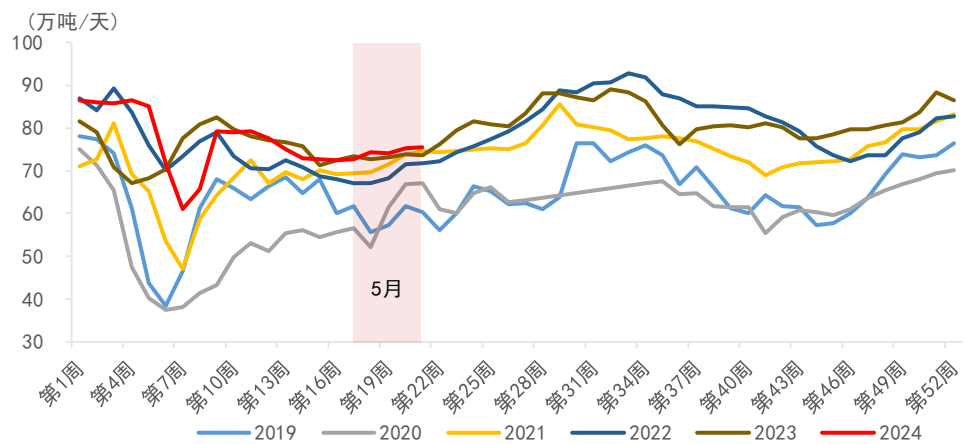
当然，考虑到出口下半年基数有所回升，特别是四季度，有可能对出口同比数据构成一定影响。

3.2 进口有望随内需修复回升

从季节性调整后的数据来看，5月进口有所回落。展望未来，虽然短期经济可能存在一定波动，但我们整体上维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点，而内需的修复也有望带动进口回升。

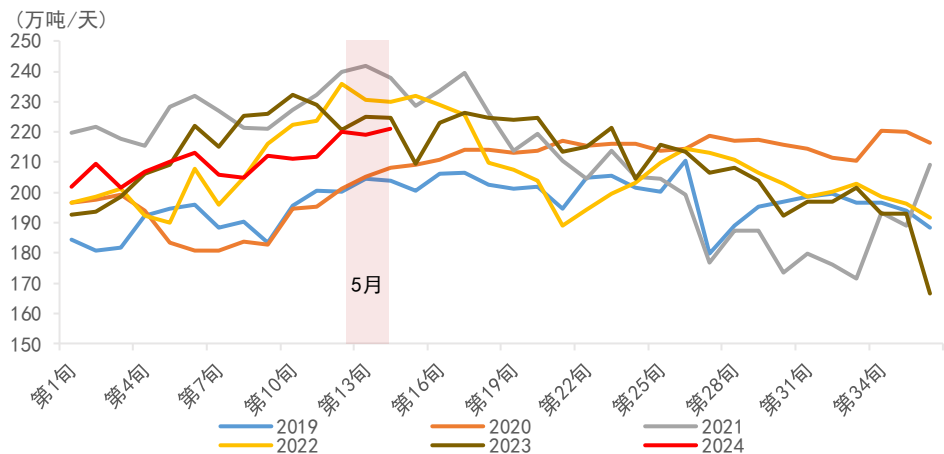
一方面，我们认为以资本支出为中心的宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。例如，5月发电耗煤量、粗钢生产等高频指标的回升可能说明工业生产，乃至总需求正继续保持韧性（《工业产出或好于PMI读数——对5月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》）。

图表17：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：IifinD，国联证券研究所

图表18: 重点企业粗钢日均产量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面, 近期一系列稳增长措施的出台有望为经济复苏保驾护航。4月底政治局会议以来, 一系列稳增长措施加速推出。5月17日, 全国切实做好保交房工作视频会议²召开, 要求地方政府酌情回购土地、收购库存商品房用于保障房, 继续满足地产在建项目合理融资需求。同日, 人民银行宣布降低购房首付比例、取消房贷利率下限, 调降公积金贷款利率³, 并宣布创设3000亿元保障性住房再贷款, 按照贷款本金的60%发放再贷款, 可带动银行贷款5000亿元支持回购商品房⁴。近日, 上海等一线城市也进一步优化了房地产政策。此外, 超长期特别国债也在5月开始发行, 财政支出有望得到支撑。

结合此前多个城市取消限购或放松限购、设备更新及消费“以旧换新”等举措推进和落实, 我们认为这些政策有助于缓解地产企业现金流压力, 减少金融风险, 有望对经济增长起到提振作用。

随着内需的继续修复, 进口的季调环比也有望进一步回升。

4. 风险提示

海外经济与预期不一致, 政策与预期不一致

² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content_6951555.htm

³ <https://www.chinanews.com/cj/2024/05-17/10218441.shtml>

⁴ <http://finance.people.com.cn/n1/2024/0517/c1004-40238218.html>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼