

后继乏力还是韧性犹存？

——如何看待 5 月出口数据的反弹？

宏观事件：

5月中国出口同比增长16.9%（美元计价），大幅超出市场一致预期。从4、5月份整体分析（考虑到5月出口包含了大量4月的积压产品），出口显得颇有韧性，也引发市场对于未来出口更乐观的预判。我们认为市场过度乐观了。俄乌冲突导致的一些原材料产品的暂时性短缺对5月出口构成了支撑，而东南亚复工复产和承接产业转移加速导致的中间品、设备出口上升也造成了5月出口数据偏强。这些因素都很难持续到下半年。从大量企业反馈订单持续下滑来看，我们继续维持对四季度出口负增长的预测。

事件点评：

► 五月出口反弹超预期，市场对出口预测有所上调

5月出口增速重回两位数增长大超预期。出口同比反弹固然与基数效应有关，起主导作用的肯定是4月份一些物资积压的出口。但是即使把4、5月份放在一起看，数据也仍然显得比较强劲。一些投资者据此认定出口韧性仍然较强，并对未来出口做出更乐观的展望。

► 5月反弹可能高估中期出口真实需求

我们认为5月的超预期反弹可能还包括了两个不可持续的短期的因素：俄乌冲突导致国际市场钢铁等大宗原材料供给出现了短缺刺激中国出口；微观反馈东南亚等国对中国的中间品以及设备进口很强，可能与相关国家加速复工复产以及承接产业转移有关。反过来，在疫情之后中国出口增速上升最明显也是占比最大的机电产品出口4-5月季调以后下滑明显；可能反映出中国在全球市场出口份额面临下滑的真实压力。

► 继续维持四季度出口负增长的预测

我们注意到欧盟针对因俄乌冲突导致的钢材短缺已通过全球配额的调整得到有效改善，如果其他一些原材料产品的出口也有类似的现象，原材料类产品的出口高增长可能不会持续到下半年。此外，中间品、设备出口的短期偏强特别是对东南亚的出口偏强，中期反而可能加速产业转移，对出口可能产生负面影响。叠加大量企业反馈出口订单仍在持续下行，我们继续维持中国出口增长将在下半年明显回落，四季度出现负增长的预测。

风险提示：海外经济与预期不一致，疫情反复超预期，政策与预期不一致

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《不应过高估计财政缺口:null》2022.06.11

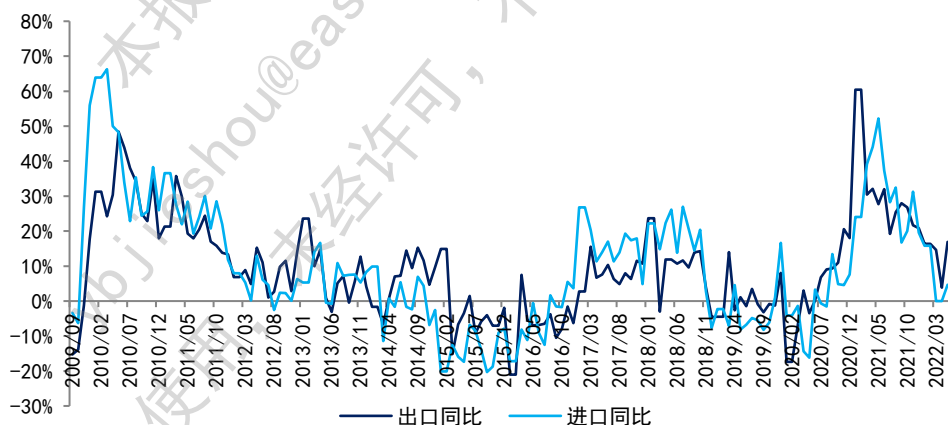
2、《更多的劳动力，更低的工资增长:美国5月非农就业数据点评美国5月非农就业数据点评》

3、《基建投资可能再超预期:null》2022.06.05

1 5月出口大超预期引发市场争议

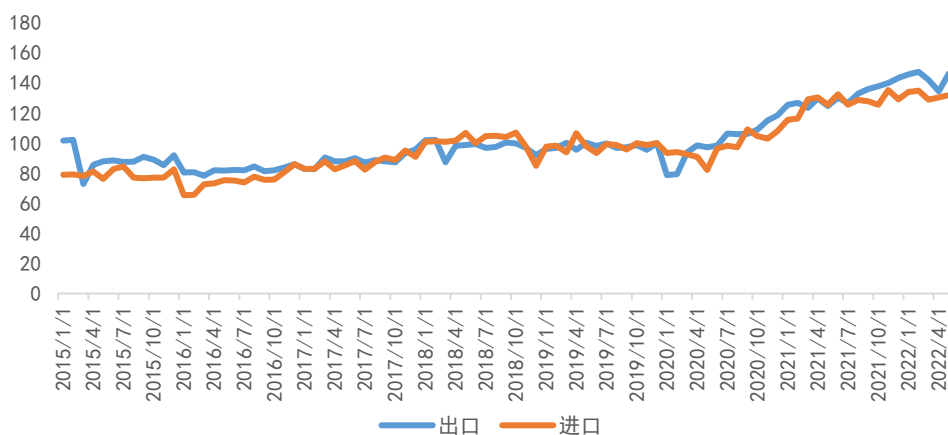
5月中国出口同比增长16.9%（美元计价），大幅超出市场一致预期。除了基数效应之外，5月国内供应链的修复导致积压产品的集中出口肯定是出口反弹最重要的原因之一——从我们微观了解的情况来看，在政策支持等多方面因素的作用下，5月国内的供应问题有了非常明显的改善。这样看来，5月中国出口出现的反弹与2020年3月复工复产带动的反弹有很多类似之处。实际上，从经过季调以后的出口金额来看，5月份几乎回到了1-2月出口顶峰的水平。

图表 1：中国进出口同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：中国出口和进口金额指数（美元计价，2019年12月=100）



来源：Wind，国联证券研究所

当然，由于部分4月积压的产品在5月集中出口，更合理的做法是把4-5月份放

在一起来分析。即使如此，其同比平均增速仍然有 10.4%。虽然较一季度的 15.8% 有所下滑，但是与去年四季度的 23.3% 相比，2022 年二季度相对一季度好像也并没有表现出更明显的加速下行的迹象。如果考虑到国内供应链在 5 月也还没有完全恢复，似乎对中国的出口增长还可以更乐观一些。

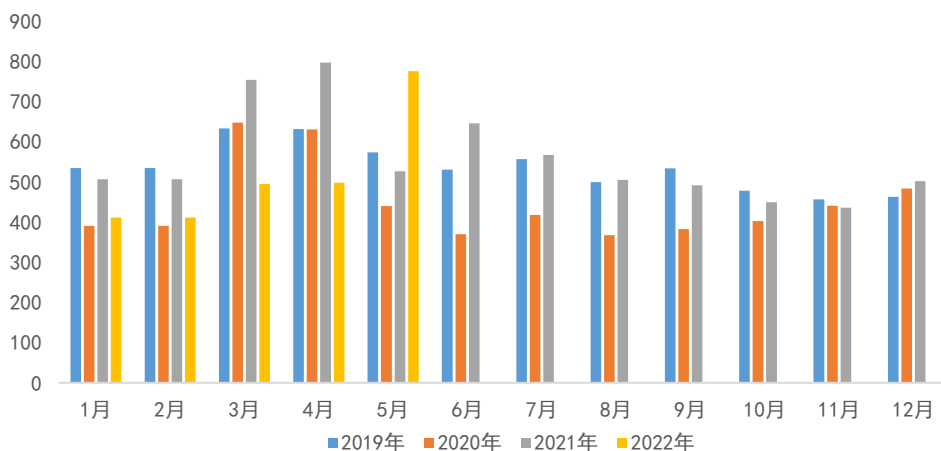
因此，一些投资者认为中国出口仍有韧性。虽然因为基数效应等方面的原因，今年下半年中国出口的同比增速会有所回落；但是整体而言，回落的速度相对较慢。我们则持有不同的看法。

2 5 月反弹可能高估中期出口真实需求

我们认为 5 月的超预期反弹至少与两个短期的因素有关。第一是俄乌冲突导致钢铁等大宗原材料供给出现了短缺，至少导致 5 月出口增速额外上升 1.5% 以上；第二是对东南亚的设备、原材料的出口近期非常旺盛，可能与近期相关国家加速复工复产和产能加速转移有关。此外，占中国出口半壁江山的机电类产品 4-5 月出口形势明显恶化。我们认为市场可能对中期出口形势过度乐观了。

首先，在乌俄冲突爆发后，海外市场钢铁等供给出现了严重问题，中国接收到的询单以及已经签订的出口订单出现暴增¹，在 5 月的出口数据中体现出来。如果以疫情前 2019 年的钢材出口量作为基准，2022 年 1-4 月中国钢铁出口量几乎都仅有 2019 年的不足 80%，但是 5 月中国钢铁出口量超出 2019 年同期的 35%，出口金额同比增速更是高达 77.8%。如果参考 2019 年钢材出口量的 80% 作为基准，那么钢铁 5 月额外出口了约 40 亿美元，提升整体出口增速超过 1.5%。我们怀疑铝材等其他原材料类产品的出口可能也有类似的情况。

图表 3：中国钢材出口量（万吨）



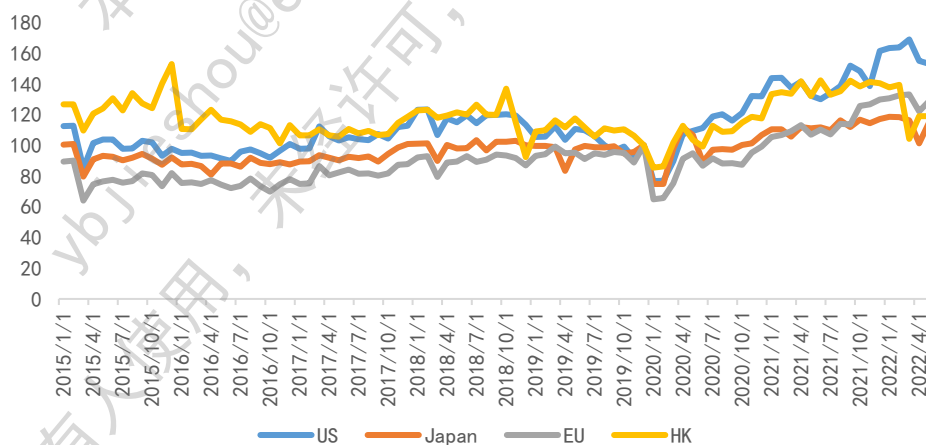
来源：Wind，国联证券研究所

¹ <https://view.inews.qq.com/a/20220610A07H2I00>

其次，从经过季调以后的出口金额来看，对主要接受中国终端产品的国家，中国出口几乎都呈现出4月较大下滑、5月仅有温和反弹的特点；反过来，与中国主要进行中间品贸易的国家，中国的出口金额则4月仅有温和下滑而在5月份甚至创出新高或接近创出新高。中间品贸易大增可能反映出一些可以对中国进行出口替代的国家在加速复工复产或者承接产业转移。

对贸易伙伴中的主要发达国家而言，美国与欧盟以接受终端产品为主。中国出口在4月都明显下滑，5月份虽有反弹，但是也基本上低于此前顶峰的水平，反弹的力度弱于出口整体的水平。其中，对美国的出口甚至5月还在持续下滑。反过来，日本与中国中间品贸易相对占比更高，中国对日本出口在5月的反弹力度也更强一些。

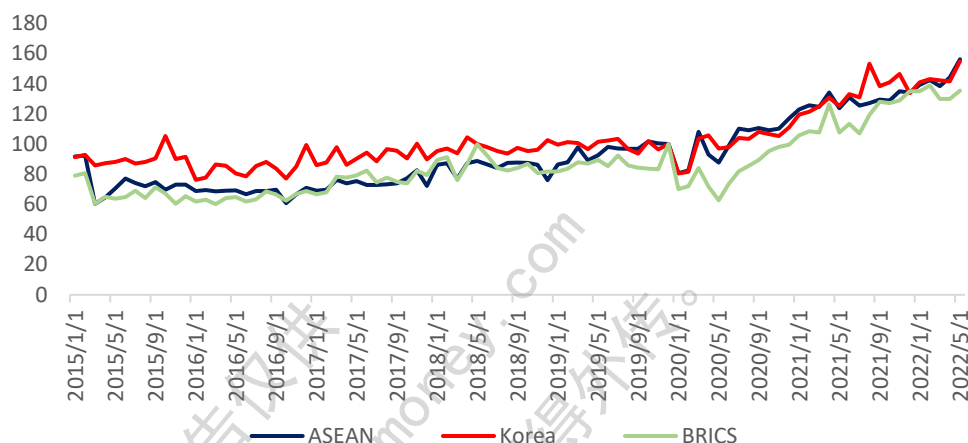
图表 4：经季调中国出口金额指数：主要发达国家（2019 年 12 月=100）



来源：Wind，国联证券研究所

对贸易伙伴中的主要新兴市场国家而言，金砖国家也属于主要接受终端产品的国家，对于它们的出口则与发达经济体类似，5月的反弹弱于此前的顶峰。反过来，东盟和韩国都是大量接受中国中间品出口的国家，对这两个国家的出口金额经季调则创出历史新高或者接近历史新高。其中，即使是把4-5月平均来看，对东盟的出口也创出历史新高。

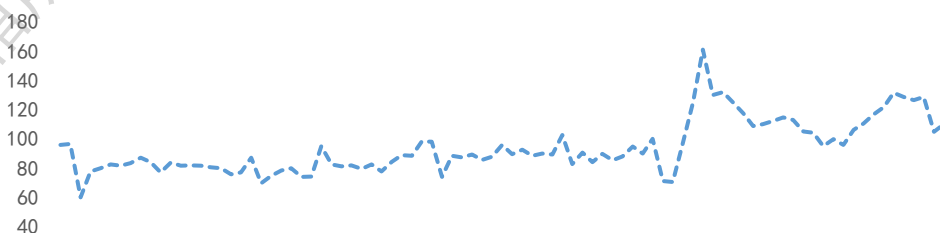
图表 5: 经季调中国出口金额指数: 主要新兴市场国家 (2019 年 12 月=100)



来源: Wind, 国联证券研究所

从我们了解到的情况来看,对东南亚的出口最近两三个月以来非常火爆,不仅仅集装箱一仓难求,还有反馈说中国对东南亚的设备出口明显增长——导致了出口集装箱货值也出现明显上升。如果结合中国纺织品的出口(含有抗疫物资)近期明显下滑,可能说明在奥米可戎疫情冲击过去之后,近期东南亚国家进一步加速复工复产。此外,今年 3-5 月国内供应链的问题可能也导致了产业转移的加速。即使是一些实力不强的国内公司,也会在外国客户要求下通过参股等方式参与在东南亚建立新的生产基地——多元化的供应被认为外国进口商认为是一个明显的优势。

图表 6: 经季调中国纺织品出口金额指数 (2019 年 12 月=100)



预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42861

