

## 5月出口增长势头小幅走弱，进口额大幅增长主因大宗商品价格上涨

据海关总署统计，以美元计价，2021年5月出口额同比27.9%，前值为32.3%，上年同期为-3.5%；进口额同比51.1%，前值为43.1%，上年同期为-16.4%；贸易顺差455.4亿美元，前值为428.6亿美元，上年同期为619.2亿美元。

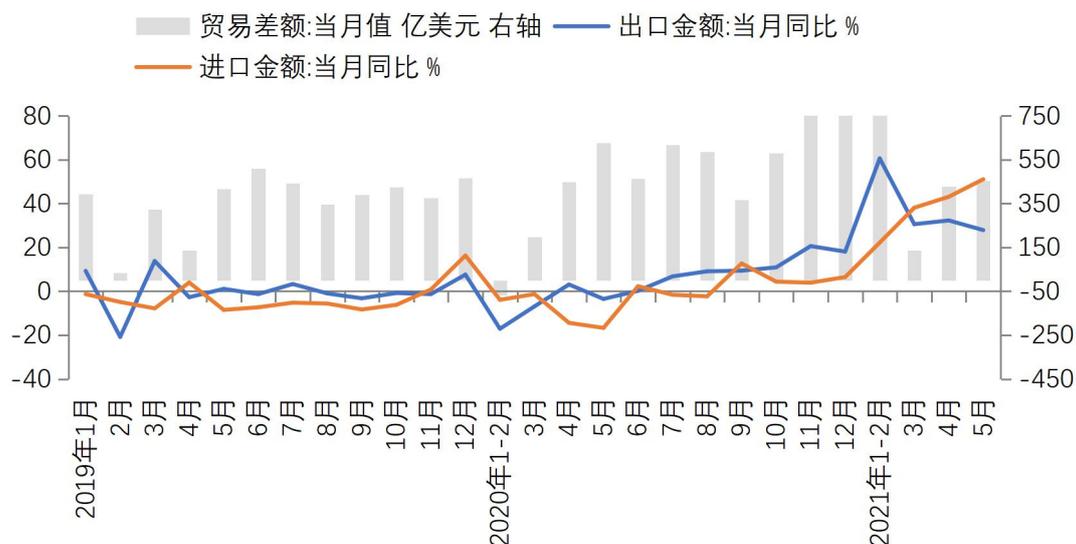
### 主要观点：

在上年同期基数下沉的背景下，5月出口增速仍见小幅回落，显示近期我国出口增长势头有所放缓，或与海外产能修复加快导致我国出口商品的市场占有率下滑有关；另外，4月以来人民币升值对我国出口影响不大。进口方面，撇除基数因素的两年复合增速显示5月进口增长动能强劲，且在边际上有所增强，这反映了大宗商品价格上涨和进口需求加大两方面因素的共同影响。

展望未来，考虑到5月我国制造业PMI出口新订单指数进入收缩区间，加之海外第三波疫情出现缓和态势，产能修复加快，接下来我国出口增速有可能延续回落势头。进口方面，受基数抬升影响，6月进口增速将有明显下行。但当前国际大宗商品价格仍处高位波动，且未来一段时间国内经济仍有修复趋势，预计6月进口金额同比增速将保持在20%左右。

具体分析如下：

图1 5月出口增速小幅走弱，进口增速创再创新高



数据来源：WIND

一、在上年同期基数下沉的背景下，5月出口增速仍见小幅回落，显示近期我国出口增长势头有所放缓，或与海外产能修复加快导致我国出口商品的市场占有率下滑有关。

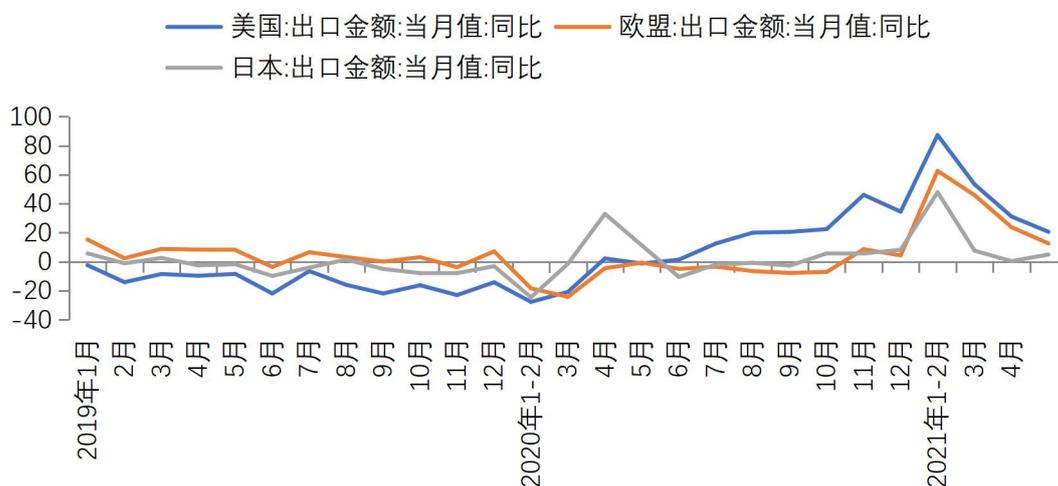
按美元值计算，2021年5月我国出口额同比增长27.9%（以人民币计价同比增长20.2%，差值为上年同期至现在人民币升值所致，汇率变动对进口额增速的影响类似），增速较上月下降5.5个百分点。为消除上年基数波动影响，以两年平均增速计算，5月出口额增长11.1%，也比上月下滑5.7个百分点。

考虑到上年同期增速基数转为负值（-3.5%），5月出口增速回落意味着，年初以来的强劲出口增长势头本月略有回落，直接原因主要有两个：

首先，5月我国对美、欧出口增速均现较大幅度下滑，分别达到10.6和11.2个百分点（以两年平均增速衡量也呈类似趋势）。在上年基数相对稳定的背景下，我们认为这种增速下滑一方面源于这些经济体产能在逐步恢复——可以看到，近期美、欧制造业PMI指数频创阶段新高，发达经济体产能利用正在接近疫情前。

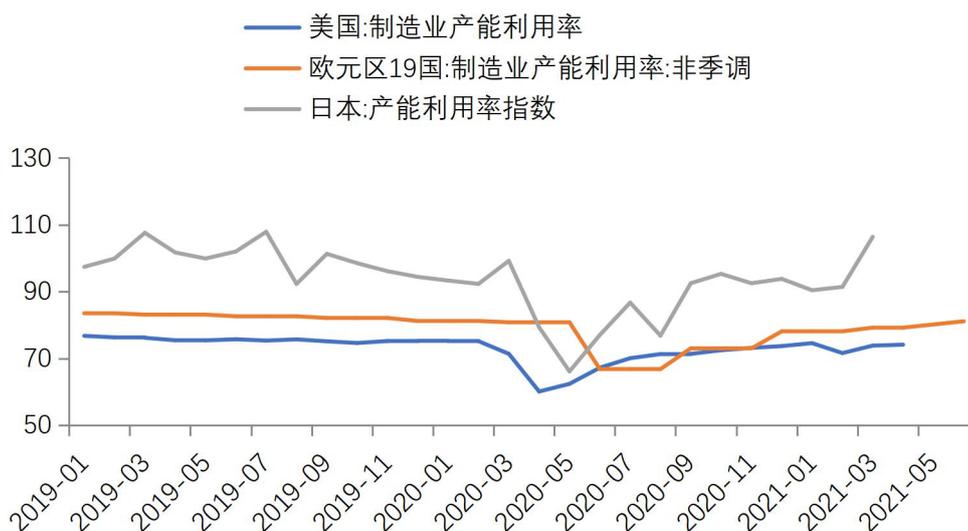
另一方面，近期墨西哥、土耳其等新兴市场疫情缓解，其在美、欧市场的出口竞争力增强。最后，主要受上年基数大幅走低影响，5月我国对日本出口增速小幅加快4.6个百分点，但以两年平均增速衡量，比上月下滑5.5个百分点。

图2 5月我国对美欧等发达经济体及新兴经济体出口增速普遍有所下滑（%）



数据来源:WIND

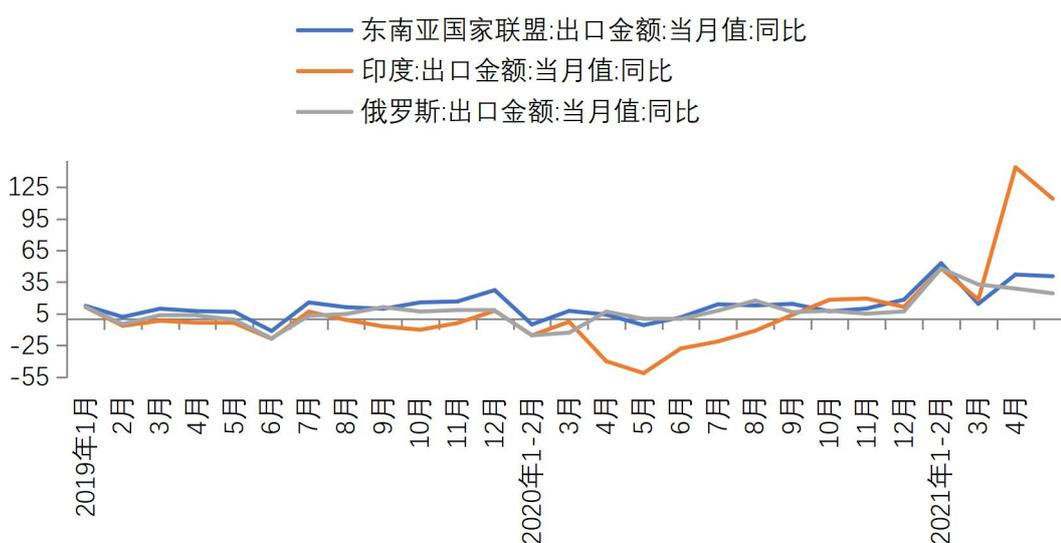
图3 近期美欧日产能利用率持续走高，正在接近疫情前水平（%）



数据来源:WIND

其次,5月我国对印度、东南亚等新兴市场出口增速也见下调,但仍普遍处于高增水平,成为支撑当月整体出口增速的主要原因。其中,近期印度疫情加剧,对我国商品需求上升,加之上年基数畸低(-51.2%),5月我国对印度出口同比增长114.1%,尽管增速较上月回落近30个百分点,但仍处于高增状态。5月,我国对东南亚和俄罗斯出口同比分别增长40.6%和24.3%,比上月分别小幅下滑1.6和4.6个百分点。值得注意的是,考虑到上年同期基数回落,5月我国对这两个区域出口增速下滑值得关注(以两年平均增速衡量,5月我国对以上三个新兴市场出口增速均比4月有不同程度的回落)。

图4 5月我国对新兴经济体出口增速普遍有所下滑(%)



数据来源:WIND

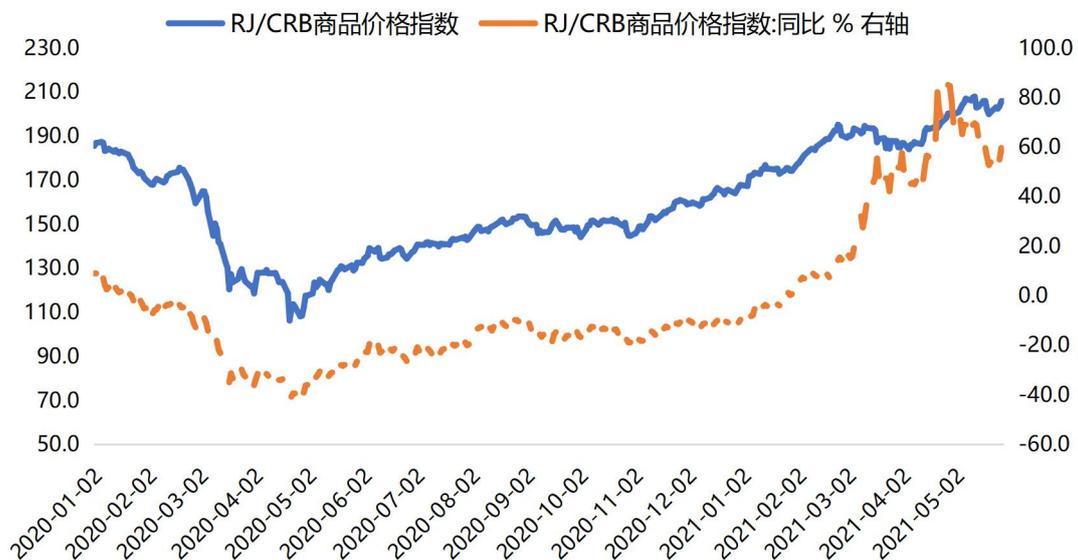
最后，我们认为近期人民币升值对我国出口影响不大。考虑到从接单、生产加工到报关出口往往需要两至三个月以上的周期，因此4月初以来约3.4%左右的人民币兑美元汇价升值，并非5月出口额增速下滑的重要原因。另外，出于稳定出口客源考虑，较少有国内企业因人民币小幅升值因素而在短期内改变出口贸易安排，特别是在当前有越来越多“锁汇避险”等金融工具可供选择的背景下。

二、主要受低基数拉动，5月进口额同比增速进一步加快，且两年复合增速从上月的10.7%提高至12.4%，显示在撇除基数因素后，5月进口动能仍显强劲，并在边际上有所增强，这反映了大宗商品价格上涨和进口需求加大两方面因素的共同影响。

5月进口额同比增长51.1%，增速较上月加快8.0个百分点。去年5月大宗商品价格整体处低位磨底状态，加之海外疫情严峻限制供给，当月我国进口额环比继续走低，同比跌幅亦进一步扩大。因此，受基数下沉拉动，今年5月进口额同比增速加快符合预期。从两年增速来看，今年5月进口额相较2019年同期的两年复合增速为12.4%，亦处高增状态且高于4月的10.7%，显示在撇除低基数因素后，5月进口动能仍显强劲，且边际上有所增强。

5月进口增长动能强劲，体现了大宗商品价格上涨和进口需求加大两方面因素的共同影响。首先，从价格角度来看，尽管自5月中旬起，受国内严监管影响，铁矿石、焦煤、螺纹钢等多个黑色系商品期货价格大跌，但国际定价的原油、铜等核心大宗商品价格回落幅度有限，加之月内上旬价格冲得太高，当月RJ-CRB商品价格指数均值环比仍上涨6.2%，同比涨幅扩大至62.4%，这意味着当月价格因素仍对进口金额同比增速起到主要拉动作用。

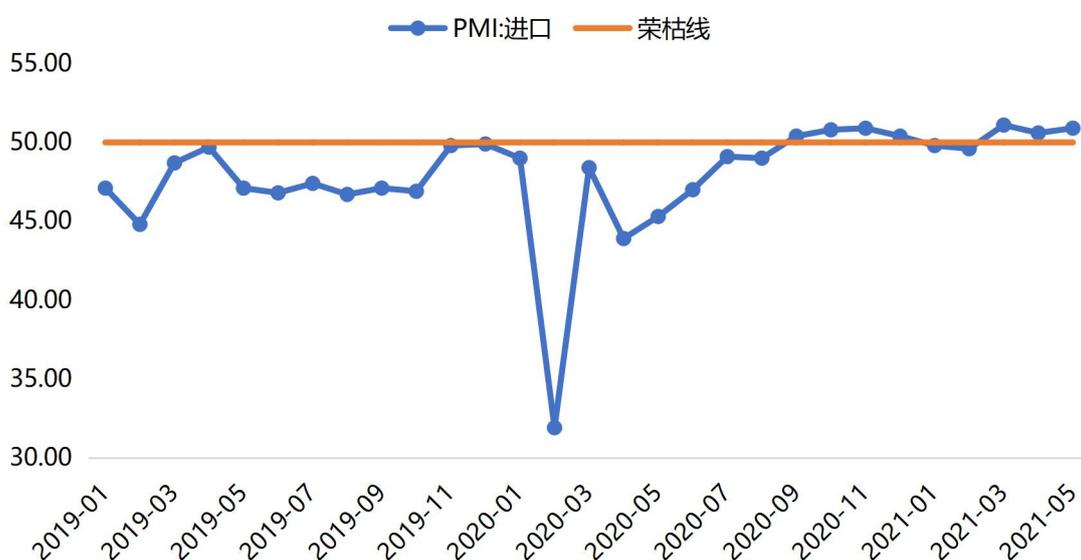
图5 大宗商品价格走势



数据来源:WIND

其次,从进口需求角度来看,5月PMI数据显示国内制造业仍处扩张区间,服务业消费升温,建筑业景气回升、扩张动力增强,故内需修复继续支撑进口需求释放。另一方面,今年以来我国出口贸易表现持续强劲,对相关原材料和中间品进口也有较强拉动。另外值得一提的是,受需求前景向好、价格上涨和供给偏紧等预期影响,部分企业提前备货,加大原材料采购力度,也对当期进口需求产生一定提振。与上述分析相印证,5月制造业PMI进口指数录得50.9%,环比提高0.3个百分点,已为连续第三个月处于扩张区间。

图6 制造业PMI进口指数(%)



数据来源:WIND

另外值得注意的是,5月我国自美进口额同比增长40.5%,增速较上月放缓11.1个百分点,已为连续第二个月大幅下滑,并已低于整体进口增速。5月5日美国贸易代表戴琦表示预计近期将评估美中两国第一阶段经贸协议的执行情况,6月3日商务部新闻发言人高峰也表示,中美经贸领域已开始正常沟通,下一步将共同努力务实解决一些具体问题。同时考虑到美国经济重启,供给逐步恢复,预计后续自美进口力度将会有所加大。

从主要进口商品来看,(1)5月原油进口量同比降幅为14.6%,大幅低于前值-0.2%,主要原因是去年同期我国在油价低点时增加原油战略储备,扩大了原油进口,导致进口量同比基数抬高。不过,由于5月原油进口价格同比涨幅扩大,带动当月进口额同比增速从上月的73.2%加快至105.1%。需要说明的是,从国际油价走势来看,由于去年5月油价回升,今年5月油价同比涨幅显著收敛,当月布伦特原油现货价月均值同比涨幅为135.9%,低于上月的

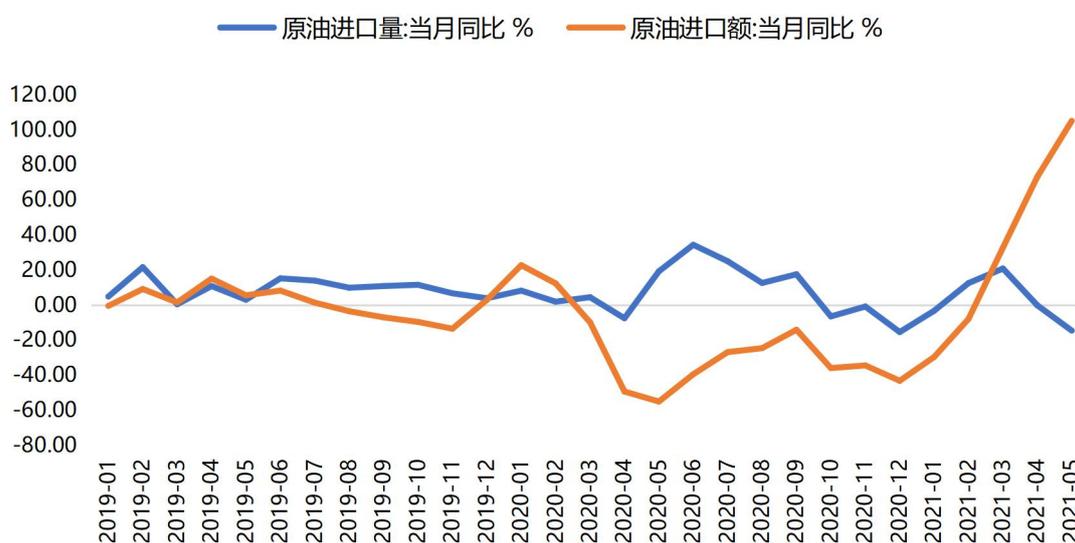
246.7%，但受运输时滞影响，5月原油进口价格同比增速在很大程度上仍体现前期国际油价的上涨幅度，故当月同比涨幅不降反升。

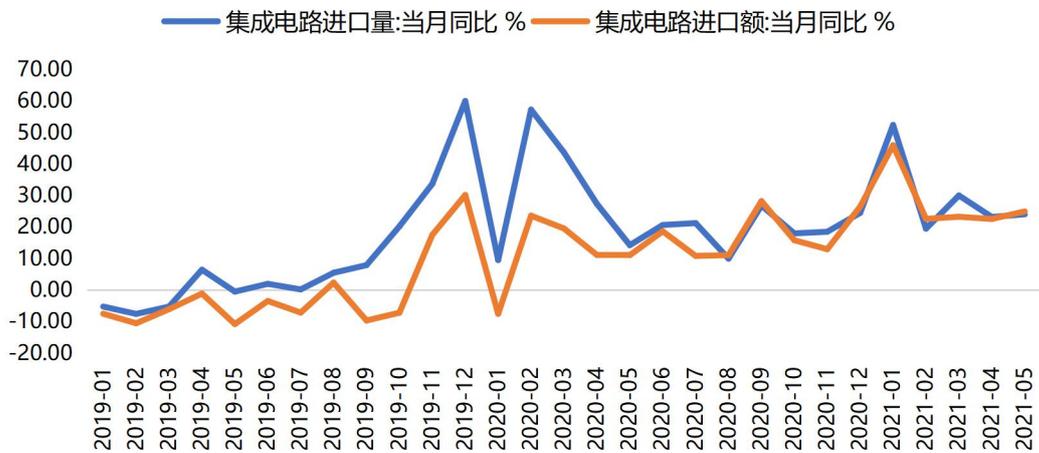
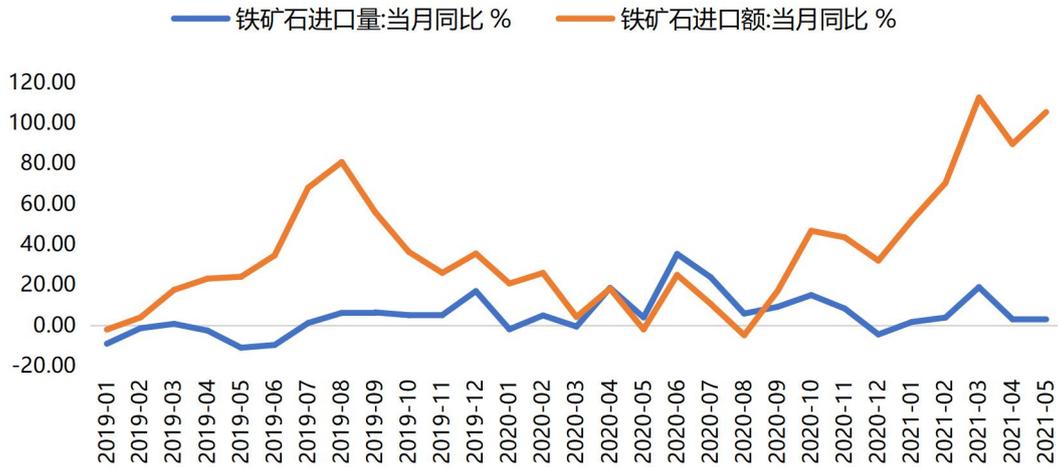
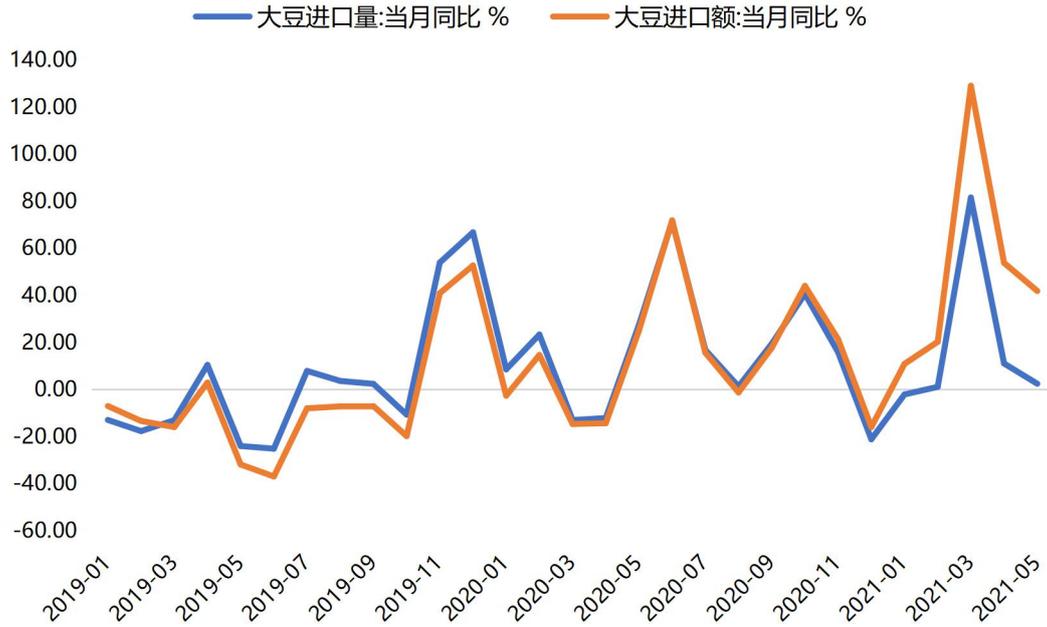
(2) 由于此前受降雨影响而延期的巴西大豆开始集中到港，5月大豆进口量环比增长29%，但因去年同期基数走高，同比增速反而较上月下滑21.2个百分点至40.6%；当月大豆进口价格环比略降，但同比增速与上月持平，故主要受进口量增速放缓拖累，5月大豆进口额增速较上月下滑26.4个百分点至44.0%。

(3) 主因外矿供应偏紧，5月铁矿石进口量环比下降，但因基数走低，同比增速较上月小幅加快0.2个百分点至3.2%；价格方面，3月下旬以来，铁矿石价格持续上涨，5月上旬经历一波快速上冲，5月铁矿石进口价格同比涨幅从上月的84.0%加快至99.0%，带动进口额同比增速上扬至46.7%，较上月加快29.6个百分点。

(4) 5月集成电路进口量同比增速较上月小幅加快0.8个百分点至24.0%，主要原因是去年同期基数走低，而与上月相比，当月进口量下降7.9%，主因芯片供给短缺抑制需求释放。受进口价格上涨拉动，5月集成电路进口额环比小幅增长0.5%，同比增速加快2.4个百分点至25.0%。

图7 主要商品进口量及进口额同比增速





数据来源:WIND

### 三、6月出口增速有可能延续小幅回落势头，进口有望继续保持较高增速。

展望未来，考虑到5月我国制造业PMI出口新订单指数进入收缩区间，加之海外第三波疫情出现缓和态势，产能修复加快，接下来我国出口增速有可能延续回落势头。这意味着5月有可能成为今年出口增速由升到降的转折点。特别是进入下半年，受上年同期基数垫高、海外产能加速修复等因素影响，我国出口增速将会出现较为明显的下滑，不排除四季度出现负增长的可能。届时，外需拉动作用转弱，稳增长将进一步借重消费、固定资产投资等内需因素。由此，我们判断，下半年、特别是四季度通胀上冲势头缓和后，宏观政策有可能向稳增长方向微调。

进口方面，受基数抬升影响，6月进口增速将有明显回落。但当前国际大宗商品价格仍处高位波动，且6月以来国际原油价格上涨至70美元/桶上方，预计6月价格因素将继续对进口金额增速产生显著正向贡献——尽管因去年同期大宗商品价格回升，同比拉动作用在边际上会有所减弱。从进口需求来看，未来一段时间国内经济仍有修复趋势，其中消费和服务业回升的潜力仍然较大，“碳中和”带来新型基建和设备升级需求，出口料将保持强劲，内外需共振将继续对进口需求起到支撑。综上，预计6月进口金额同比增速将回落至20%左右，对应两年平均仍可维持在11%左右的较快增长水平。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳