

出口对中国经济的重要性不言而喻。出口不仅决定了中国经济增长动能高低，还深刻影响人民币汇率走向，牵动国内政策调控动向。如果说疫情以来最重要的宏观变量是出口，这一判断不会有太大偏差。因而关注下半年宏观经济，最先需要关注的是下半年中国出口。

### 市场原先预期 2022 年出口同比将逐步走弱。

2020 年 6 月至 2021 年，全球深陷疫情泥潭，中国出口不仅一举扭转负增长态势，并以黑马之姿强势扩张一年半之久。

站在 2021 年年底，展望 2022 年出口，市场普遍认为今年出口同比逐季回落。核心判断逻辑在于两点。

一是 2021 年出口同比增逾 20%，2022 年出口同比面临极高的基数。

二是 2022 年以美国为首的发达国家耐用品消费必将走弱，带动全球需求动能降温。

**今年初爆发俄乌冲突，随后紧接着中国奥密克戎本土疫情爆发。还未等到出口尽显疲态，一波又一波黑天鹅事件加大市场对今年出口担忧。市场随即下调年内出口预期。**

俄乌冲突挫伤欧洲经济，全球需求因而缩减，中国 4 月出口下降冲击全球供应链，同样对全球供需带来一轮扰动。市场相当一部分悲观预期，将四季度出口同比调至负增长。

**中国出口一再超预期，关键在于汽车和新能源出口动能强劲。**

**抗疫两年有余，出口持续超预期强势。故事一再重演，今年 5 月出口再度打破走弱质疑。**

5 月出口同比 17%，轻松超过疫情之前的 15%。不仅同比读数超预期，今年 1 至 5 月，中国对欧出口反而好于中国对美出口、中国对东盟出口。市场之前担忧的，俄乌冲突之下欧洲经济下行，进而拖累中国对欧出口，现实中也并未兑现。

**极强的韧性，不得不让我们重新思考中国出口逻辑。**

解构今年 1 至 5 月出口，两大板块表现引起我们注意。今年出口持续超预期，汽车和新能源产业链是不可忽视的两大板块。二者拉动总出口同比近 4 个百分点。

**上调今年中国出口预期，原因之一是海外汽车生产供不应求。**

**相较其它耐用消费品，中国汽车及零部件出口的强势姿态一目了然。**

2022 年 5 月，汽车出口同比增速 46.7%，几乎恢复至去年四季度水平（复合同比 47.5%）；汽车零部件同样表现强势。其它耐用品，例如消费电子、家具家电，5 月出口同比大幅低于一季。

**中国出口强势背后，体现全球产业链需求强于供给。**

美国是海外最大的汽车消费市场，不论是汽车价格，还是汽车库存，均显示目前海外汽车需求非常旺盛。反观汽车生产供给，海外供应链不稳定。截止目前，德美日三国的汽车月度生产和出口量均低于疫情之前水平。

**上调今年中国出口预期，原因之二是新能源投资需求高涨。**

2022 年一季度，新能源零部件出口同比仍然高达 21.5%，甚至高于去年。5 月出口同比（17.6%）更是迅速反弹，丝毫没有体现疫情影响。

原本市场预期俄乌冲突影响全球经济，然而事实是欧洲不得不加速新能源投资。

欧洲新能源投资加速，带动中国新能源板块出口。

**上调中国出口预期，意味着需要重新评估疫后全球经济和全球供应链。**

疫情以来，市场似乎偏向于低估出口。而出口以强势姿态打破每一次走弱质疑。

**如果说 2020 年和 2021 年市场低估出口，主要是低估了两个因素，中国供应链完备的重要性，以及海外刺激政策所开启的天量消费品需求。那么低估 2022 年中国出口，可能错误评估了疫后全球经济的供需修复节奏。**

第一，疫后全球经济重启，财政和货币政策退坡，并未如预期所想的直接线性收缩。至少当前全球汽车需求仍相当强势。

第二，俄乌冲突虽然带来传统能源价格剧烈波动，然而这在另一个层面或加速推动全球产业链重构，至少我们不能低估欧洲发展新能源的决心。

第三，当前海外耐用品需求正在逐步降温，然而全球生产仍在修复进程之中。中国产业链较完整，海外活跃的生产活动同样能够带动资本品和中间品出口，进而支撑总体出口表现。

**当下美联储货币收紧，我们可以预见本轮全球经济周期终将进入下行阶段。然而疫后全球经济供需之复杂，需要我们保持敬畏，不轻言美国经济衰退，不轻言美债利率见顶，也不轻言中国出口动能拐点向下。**

**风险提示：**经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

# 目 录

一、年初至今出口一再超预期 .....	3
二、海外汽车生产供不应求.....	5
三、海外新能源投资需求高涨 .....	6
四、后续出口可能继续超预期 .....	7
五、风险提示 .....	8
插图目录 .....	9
表格目录 .....	9

## 一、年初至今出口一再超预期

抗疫两年有余，出口支撑了相当部分的经济动能，不仅直接拉动工业生产，还带动部分制造业投资，一定程度上决定了经济增长空间与政策空间。

今年，在欧美财政货币刺激退出后，市场普遍预期出口下行。毕竟欧美发达国家的商品需求是全球贸易的最终动力。

2月爆发的俄乌冲突进一步强化了市场的悲观预期。鉴于俄乌两国在全球能源、粮食市场的重要地位，冲突已经通过影响能源和粮食价格推升全球的通胀水平，进而影响全球经贸复苏进程。

中国最重要出口贸易伙伴之一的欧盟，对俄罗斯的能源依赖最大，市场对于欧盟经济衰退并拖累中国出口的忧虑更甚。欧盟是中国第二大出口贸易伙伴，2021年拉动总出口同比5.4个百分点，贡献了总出口同比的1/3。若如欧盟委员会的预计，2022年欧盟经济增速因俄乌冲突从4%降至2.7%。

**以经济增速降幅简单类比其对中国的出口拉动，俄乌冲突将导致中国出口同比降低1.8个百分点。**

**然而现实出乎意料，出口至今维持强势。尤其是5月疫情约束稍有减退，出口便显现出极强的韧性。**

**直观感受是，出口增速的绝对水平超预期。**受疫情严重冲击的今年4月，物流与生产影响直逼2020年2月，但出口同比录得正值(+3.9%)。在生产与物流尚未完全恢复的5月，出口同比(16.9%)则超过疫情前(Q1同比15.8%)。随着疫情恢复，今年6月、甚至7月的出口同比大概率也不会差。

**更超预期的是，对欧盟出口似乎也并未如料想之中的走弱。**今年以来(截止5月)，中国对欧盟(加英国)的出口同比(+16.1%)反而在美(+14.9%)、欧、东盟(+14.1%)三个最重要贸易伙伴中最高。在5月当月，中国对欧盟(加英国)的出口无论是增速的绝对水平，还是反弹幅度，都显著强于美国。

**原本市场预期出口增速拐点将出现在Q2，现在出口拐点大概率出现在Q3甚至更晚。**

超预期出口自然引发我们对背后动能的关注。

**本轮出口超预期，主要来自汽车和新能源产业链。二者拉动总出口同比约4个百分点。**

汽车是耐用消费品的代表，海外财政货币刺激退出后，其出口理应如其他耐用品(消费电子、家具家电)般回落。

**汽车的出口表现远好于其他耐用品(消费电子、家具家电)，汽车零部件出口同样未走弱。**

2022年5月，汽车出口同比增速为+46.7%，几乎恢复至去年Q4水平(复合同比47.5%)。与汽车同属耐用品的消费电子、家具家电，出口同比自2021年下半年就开始下行，5月出口同比增速为+1.1%和-4.6%，远低于2021Q4(分别为+16.1%和+20%)。

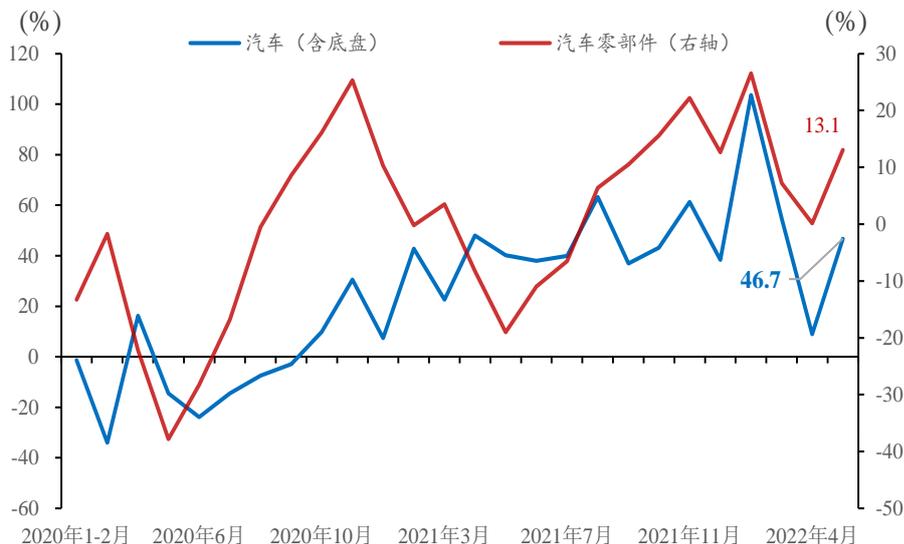
汽车零部件出口表现与汽车整车类似。汽车与汽车零部件拉动我国5月总出口同比增速0.8个百分点。

**新能源产业链包括电气零部件和部分集成电路，在今年的出口同样有很强的韧性。**

机电产品是中国最重要的出口产品，其中约4成是零部件。2021年以来，新能源相关的零部件贡献了超过一半的机电零部件增长，如蓄电池(HS8504)、变压器、逆变器、电感器等(HS8507)、继电器(HS8536)、线缆(HS8544)等。

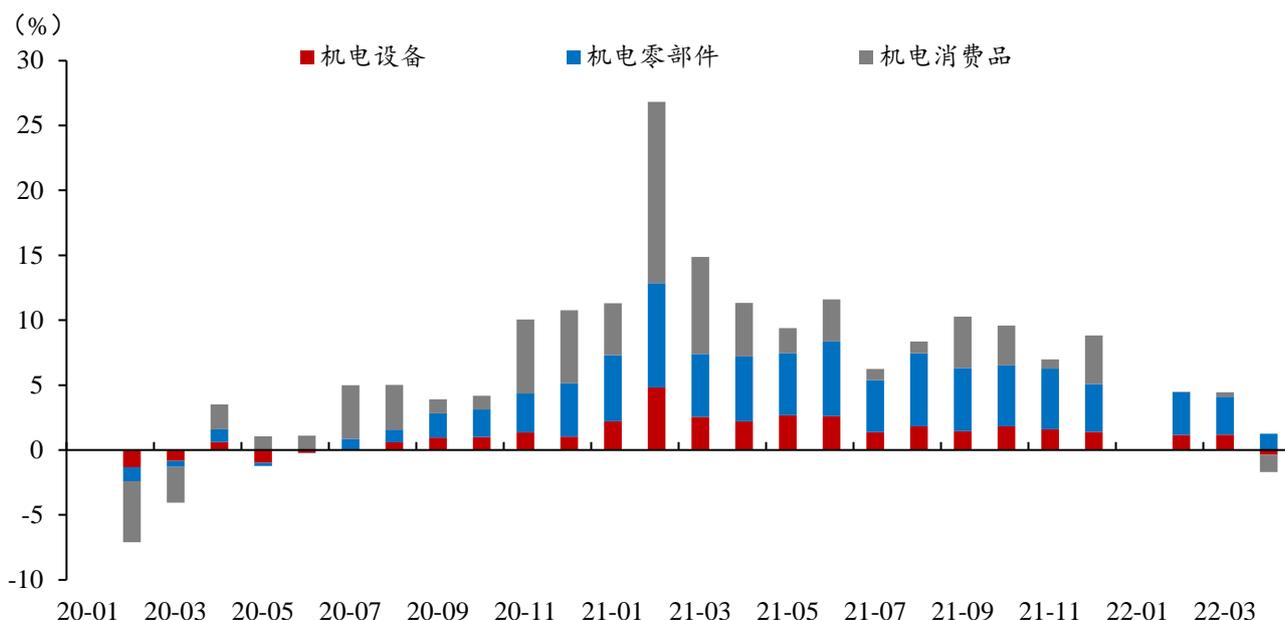
2022 年 Q1，新能源零部件出口同比仍然高达 21.5%，甚至高于去年（复合同比 16.7%）。同样与新能源产业链关系密切的集成电路，5 月出口同比增速（17.6%）也迅速反弹，接近至疫情前（Q1 同比增长 23.2%）。2022 年 Q1，新能源相关的零部件拉动总出口约 3.2 个百分点。5 月新能源产业链的总体表现预计与 Q1 类似。

图 1：汽车与汽车零部件出口持续增长（单位：%）



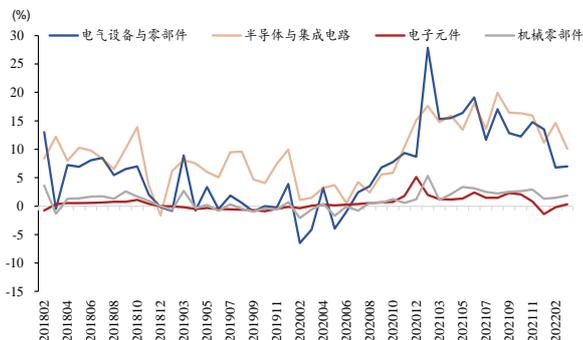
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 2：机电产品出口同比拉动（单位：%）



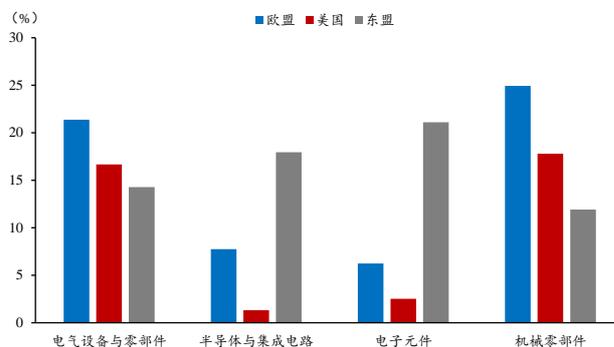
资料来源：海关总署, 民生证券研究院

图 3：电气设备零部件拉动机电零部件出口（单位：%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院。注：电气设备零部件由蓄电池、变压器、逆变器、电感器等、继电器、线缆等拉动。

图 4：机电零部件出口占比（单位：%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

## 二、海外汽车生产供不应求

**汽车产业链出口超预期的背后，实际上是汽车的需求动能被低估。**

过去两年，汽车与其他耐用消费品（消费电子、家具家电）的最大区别是其供给约束导致需求未完全释放。

**库存及汽车价格显示海外汽车市场至今供不应求。**

美国是海外最大的汽车消费市场。目前，美国的汽车与零部件的库存均是历史最低位，新车价格却不断突破历史最高点。4月，美国新车价格指数已经高达 166.2，显著高于 2021 年之前的最高水平（145）。

二手车市场的火热侧面反映了汽车需求的旺盛。2021 年美国二手车销量同比增长 37.8%，不仅大幅高于过去十年（平均值为+6%），也是 1993 年有记录以来的历史最高值。

**海外主要汽车出口国受到供应链约束，汽车生产仍未恢复至疫情前。**

疫情前，德国、日本、美国是全球前三大汽车出口国，但其汽车产业链分布在不同国家，生产更容易受到疫情与供应链的影响。2020 年以来，在疫情冲击、“缺芯”和海外供应链不稳定的共同作用下，德日美的汽车生产与出口明显下滑。

截止目前，德美日三国的汽车月度产量仅为 110 万辆上下，远低于疫情前（160 万辆）的水平；三国月度出口 60 万辆上下，同样显著低于疫情前（90 万辆）。

**中国拥有较为完整的汽车产业链，生产更稳定，填补了全球汽车产业链的供需缺口。**

中国疫情防控得力，物流和供应链有保障，动态复工复产展现出较强韧性。全球芯片危机中，中国受影响相对较小。国外厂商产能出现不足，中国汽车整车与零部件的产能快速恢复填补全球产能缺口。

**2021 年，中国是主要汽车生产国中，唯二汽车出口正增长的国家（另一个是韩国）。我们也看到，2021 年以来，中国汽车出口增长最快的是欧美发达国家，而非传统的亚洲市场。**

根据中国汽车流通协会数据，2021 年中国对欧洲和北美的汽车出口同比分别提高了 204% 和 90%，远高于疫情前（2019 年分别为 12.1% 和 17.5%）。

此外，新能源汽车也是汽车出口的一个重要增量。

相比传统汽车，新能源汽车的出口增长更快，渗透率不断提高。出口汽车中，新能源车比例从 2020 年的 1/5，提升至 2022 年 Q1 的 1/3。在新能源车的拉动下，中国汽车出口欧洲发达国家市场在近两年取得较大突破。欧洲在 2021 年开始成为中国新能源车出口的最大市场。

图 5：美国汽车库存持续下降



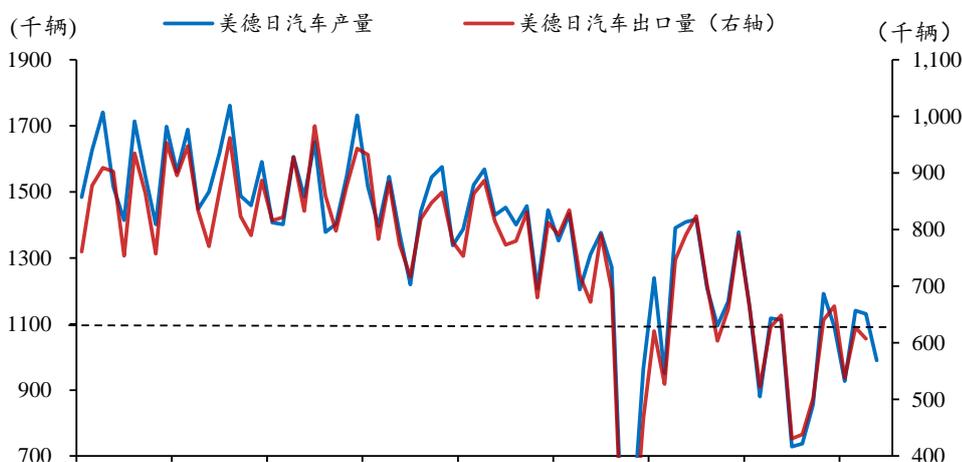
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：美国汽车价格飙升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：海外汽车生产至今仍未恢复（单位：千辆）



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\\_43122](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43122)

