

抗疫两年有余，中国出口持续超预期，成为中国经济最重要的动能。从 2020 年开始，市场一直在等待出口下行。然而今年上半年，出口依旧表现出超预期的韧性。5 月国内疫情开始消退，出口反弹之快，同比读数之高，再次刷新市场认知。

一再超预期的出口提醒我们重新审视，中国的出口动能是否被误判。展望下半年宏观经济，或许最需要做的是重估中国出口优势。

► 上半年的出口结构和动能发生了哪些变化？

疫后观察中国出口，可以框定五个板块：防疫物资、耐用品、生产设备与零部件、生产资料，和出行消费。五大板块对总出口的贡献接近 80%。判断下半年出口，重点观察这五大板块。

2020 年中国出口重心在防疫物资和耐用品。2021 年至今，出口重心开始偏向出行消费品和工业用品（生产设备零部件、生产资料）。2022 年 Q1，它们对总出口同比的贡献提升至超过 80%。

► 市场为何一再低估今年的出口韧性？

市场将目光聚焦在海外耐用品消费，基于两点原因看空中国出口。

第一，耐用品是中国的重要出口商品，而中国耐用品出口主要面向欧美发达国家。发达国家耐用品消费回落会因此拖累中国出口。

第二，欧美发达国家是消费型经济体，发达国家消费需求一旦回落，自身经济动能衰减，将进一步带动个全球总需求向下。中国出口的其他商品需求也会回落。

事实上，耐用品消费下行并不代表出口同频走弱。

首先，当下耐用品对出口的贡献逐渐下降，耐用品不再是中国出口的最主要拉动力。

其次，相较耐用品消费，今年更应该关注中间品和资本品出口。今年 Q1，生产资料和零部件等商品，占总出口比重达到 52%。

最后，发达经济体居民耐用品消费走弱，不代表海外所有的企业生产走弱。以美国为例，美国耐用品消费走弱之后，全球生产依然会持续半年左右的高景气。

► 下半年出口韧性取决于海外生产修复进程

海外生产修复已经成为上半年中国出口主要支撑。目前多国工业生产仍未恢复至疫情前。结合经验判断，海外生产修复大概率会持续整个下半年。这奠定了下半年中国出口的韧性。

我们预测，下半年出口增速为 7.5%。今年 Q2 至 Q4，季度出口同比预计分别为 12.6%、10% 和 5.1%，全年出口同比为 10.5%。我们的预测结果明显高于市场预期，具有较强韧性。在今年出口处于下行周期时，出口同比读数仍然处于历史高位；相比去年的高景气出口，今年出口同比回落幅度并不算大。

► 全球生产修复线索之下，关注四点结构性机会

机会之一，机械设备出口。海外制造业与采掘业资本开支，从中国进口设备及零部件。

机会之二，生产资料出口。中国生产资料主要出口给东盟。未来东盟生产持续修复，将带动中国生产资料出口。生产资料价格与能源成本相关性最强。预计下半年偏强的上游能源价格驱动生产资料价格，抬高其出口额。

机会之三，汽车产业链出口。下半年，海外发达国家汽车和汽车零部件需求依旧旺盛。

机会之四，海外新能源产业链出口。欧美是全球新能源产业链的最主要进口国。俄乌冲突之后，欧美新能源建设投资加速，下半年海外新能源投资不会回落。

► 重估中国出口优势

市场一再低估中国出口的韧性，主要是错估了两个因素。

第一，错估了疫后全球经济供需节奏。经验上，发达国家耐用品消费表现是全球经济周期的领先指标。然而疫后，发达和发展中国家经济修复节奏不同，居民消费和企业生产修复节奏也不同。这种情况下，发达国家耐用品消费下行，不必然代表其他经济动能也在同步下行。

第二，低估了中国出口最大的优势——全产业链优势。完整的产业链意味着，海外需求——不论是居民消费需求，出行需求，还是企业生产需求，投资需求，中国都能生产并出口。

全产业链优势叠加疫后全球经济的不平衡修复，再紧盯原有的经济周期下行指标——美国耐用品消费，将低估非耐用品对中国出口的贡献。

我们看好下半年非耐用品消费对中国出口的贡献，主要看好下半年全球生产对中国出口形成支撑。

► 风险提示：疫情发展超预期风险；美联储加息节奏超预期；海外地缘政治风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 上调中国出口预期

目录

前言	3
1 上半年中国出口结构和动能开始变化	4
1.1 疫情以来中国出口的观察框架	4
1.2 中国出口跟随海外需求而变化	5
2 过度关注耐用品消费下行，或低估中国出口韧性	7
2.1 市场过度关注海外耐用品消费对出口负面影响	7
2.2 事实上耐用品消费下行并不代表出口等幅走弱	7
2.3 下半年出口韧性取决于海外生产修复进程	8
3 重估下半年中国出口韧性	10
3.1 下半年出口增速或为 7.5%	10
3.2 出口韧性或强于市场预期	12
4 下半年全球生产修复带来中国出口四个机会	13
4.1 机会之一，机械设备出口	13
4.2 机会之二，生产资料出口	13
4.3 机会之三，汽车产业链出口	15
4.4 机会之四，海外新能源产业链出口	15
5 结论：重估中国出口优势	16
6 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

前言

全球疫情持续近三年，三年之中最超市场预期的是中国出口。从 2020 年初开始，市场就频繁预期中国出口下行，然而每一次中国出口都用惊人韧性打消市场质疑。今年 5 月亦如此。

5 月中国奥密克戎本土疫情开始消退，各项经济指标初见修复，当月表现尚未修复至疫情之前。然而 5 月中国出口同比触达 17%，一跃超过疫情之前的 15%。

出口修复节奏之快，同比增幅之大，再次刷新市场认知：2022 下半年出口或许强于预期。

出口对中国经济的重要性不言而喻，展望下半年，中国出口同比落在哪个水平，超预期的驱动力来自哪里，这是目前市场迫切关注的宏观经济要点。

CPI、社融等宏观指标，季节性特征较强，预测准确度较高。中国出口影响因素极为庞杂，很难预测具体点位。

相较预测具体数据点位，我们更加关注下半年中国出口动能是否被市场误判。

市场之前普遍预期下半年出口动能持续下行，判断依据在于下半年海外发达国家耐用品消费降温。因为高度关注发达国家耐用品消费下行，市场甚至预期今年四季度出口同比跌至负值。

然而今年 1 至 5 月出口再次超过我们的预期，尤其是 5 月出口结构中汽车和新能源产业链出口极强，机电零部件等出口同样超预期强势。

预判下半年宏观经济，或许我们最需要做的是重估中国出口优势。

1 上半年中国出口结构和动能开始变化

1.1 疫情以来中国出口的观察框架

中国出口品类非常复杂，分析中国出口需要一个简化的框架。

可将中国出口划分为五个板块：**防疫物资、耐用品消费、生产设备零部件、生产资料，和出行消费**。2020 年至今，这五大板块对中国总出口的解释力接近 80%。预判下半年中国出口，重点是观察这五大板块。

之所以将中国出口分为五大板块，是因为这五大板块对应的海外需求不同。例如防疫物资跟海外疫情引致需求有关，耐用品消费与海外居民耐用品购买力相关。

防疫物资包括医用口罩、手套、鞋套、防护服、医疗仪器、消毒剂、检测试剂等商品，外需强弱通常与海外疫情相关。

耐用消费品包括家具、部分玩具、手机电脑等消费电子、和汽车等商品。外需强弱通常与发达国家居民收入相关。过去两年，发达国家居民收入受财政货币刺激政策影响。

生产设备零部件包括各类设备，如通用设备（机床、锅炉等）、专用设备（挖机等），以及各种机械零部件和电气零部件（电机、电池、线缆等零件）。它对应的是海外生产的中间品需求。

生产资料包括钢材、铝材、化学化工原料、成品油、塑料原料、纺织纱线等。它们是下游生产的原材料，需求与海外生产开工有关。

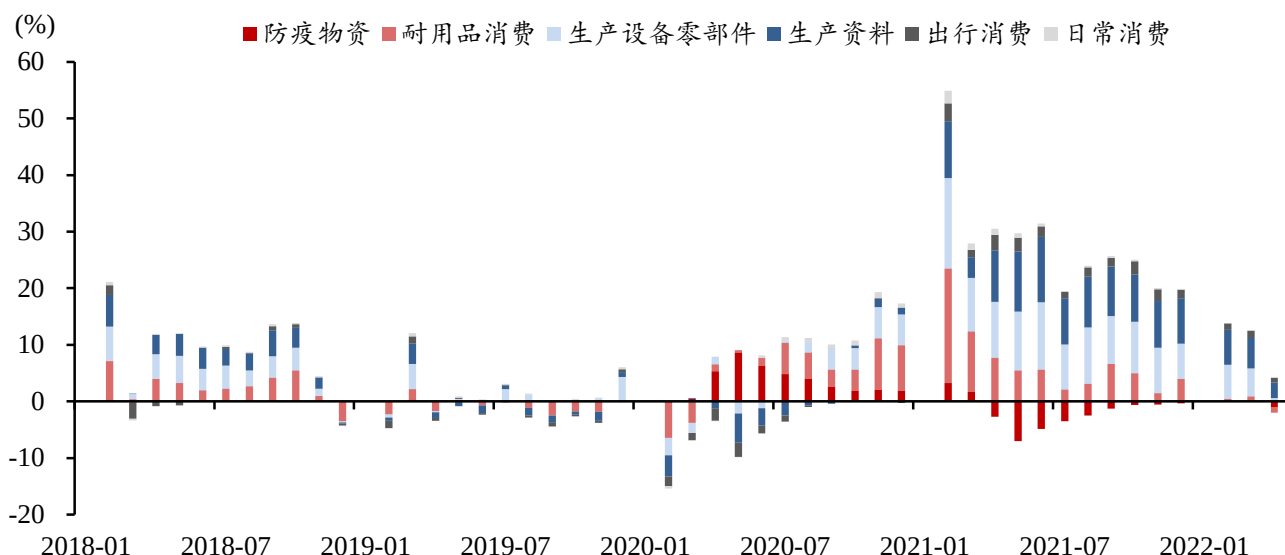
出行消费品包括服装、皮革、鞋靴、箱包等。它们的需求一般与线下的消费场景有较强的相关性。只有在疫后出行恢复之后，其消费才可能迎来反弹。

同性意义上，汽车是典型的耐用消费品，为便于分析，我们将汽车归入“生产设备零部件”。

图 1: 疫后中国出口动能及其对应的商品

板块	所含商品
防疫物资	光学仪器(医疗仪器)
	纺织(防护服)
	塑料橡胶制品(医用手套、鞋套)
	化学制品(消毒剂、检测试剂)
耐用消费品	杂项(家具玩具)
	机电(机电消费品)
生产设备零部件	生产设备 机电(机电设备)
	交通运输设备(除汽车零部件外)
	零部件 机电(机电零部件)
	交通运输设备(汽车零部件等)
生产资料	贱金属
	化学制品(除消毒剂、检测试剂)
	矿产品
	塑料橡胶制品(除医用手套、鞋套)
出行消费品	纺织(纺织纱线)
	纺织(服装等)
	皮革鞋靴

资料来源：海关总署，民生证券研究院。注：括号前是 HS 分类标准；括号内是具体产品名称。

图 2：五大出口动能对出口的同比拉动（单位：%）


资料来源：海关总署，民生证券研究院

1.2 中国出口跟随海外需求而变化

全球疫情发展已经接近三年。这三年之中，海外经济发生很多变化。而海外不同时期的经济变化，最终都会带动中国出口库发生同步变化。

2020 年中国出口重心在防疫物资和耐用消费品。2021 年至今，出口重心开始偏向出行消费和工业用品（生产设备零部件、生产资料）。

具体而言，我们看到疫情以来中国五大板块出口发生如下变化：

防疫物资出口疫后初期大放异彩，疫情消散之后防疫物资出口逐步减退。

海外国家整体疫情趋于稳定，并逐渐采取与病毒共存的防控策略，海外国家防疫物资需求持续走弱。

以医疗器械为例，医疗器械出口同比从 2020 年上半年的 41.4%，2022 年 Q1 降至 5.7%。预计后续防疫物资出口同比将进一步回落。

海外疫情封锁逐渐解除之后，出行消费需求在今年增长明显。

海外主要国家逐渐放开疫情封锁，居民出行与消费修复。2021 年下半年至今，中国出行消费品持续改善。

2022 年，海外主要国家封锁指数均大幅降低。3 月出行消费品的出口同比也达到了 25.5%，这是近 4 年来单月最高值。

欧美刺激政策加速退出，居民耐用品消费（除汽车外）或快速走弱。

疫后欧美财政货币刺激政策大幅改善居民收入，2020 年耐用品需求高涨。

2021 年上半年开始，美国财政补贴逐渐退出，居民收入逐渐回落。今年，叠加美联储迅猛

加息、高通胀以及服务与非耐用品消费的替代效应等一系列因素，耐用品消费的走弱迹象逐渐显现。

2022 年，美国消费者信心指数一路下跌，5 月读数 59.1%创十年新低。3 月和 4 月居民耐用品消费支出骤降，同比分别为 0.2%和 1.4%，是 2020 年下半年以来首次低于 10%。

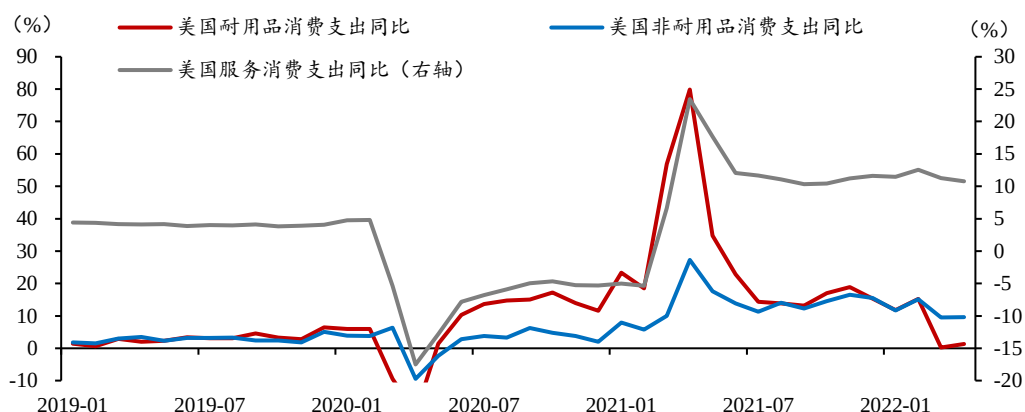
随着美联储加息与缩表进程的加速，下半年发达国家耐用品需求预计也将迅速回落。

海外生产修复持续，中国生产设备零部件和生产资料出口不断增多。

海外生产修复的趋势未受到过去两年全球疫情反复的影响。美欧的产能利用率单边向上修复至今。大部分主要新经济体的制造业 PMI 在今年 5 月也修复到景气区间。

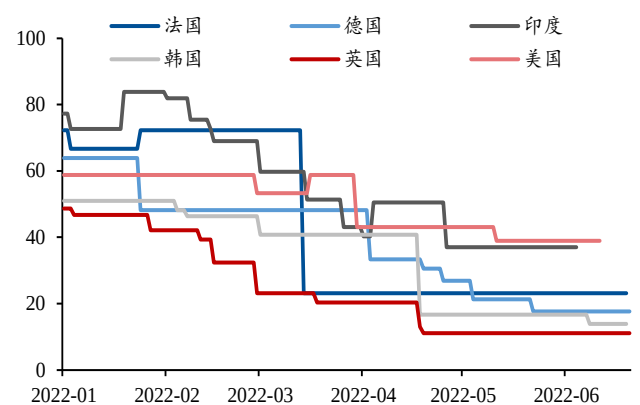
在生产修复的需求拉动下，2021 年 Q2 以来，生产设备零部件和生产资料（主要用于工业生产，以下简称工业用品）贡献了近 7 成的总出口同比。2022 年 Q1，它们的出口贡献甚至进一步提升至超过 80%。

图 3：美国耐用品消费迅速走弱（单位：%）



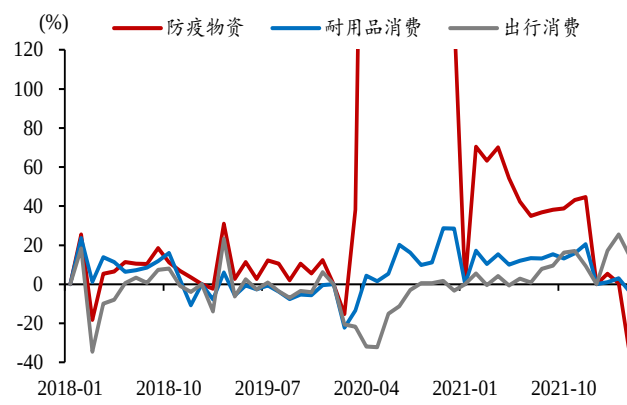
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：海外疫情封锁逐渐解除



资料来源：Our World in Data，民生证券研究院。注：指标为严格指数。

图 5：防疫物资和耐用消费品出口走弱（单位：%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

2 过度关注耐用品消费下行，或低估中国出口韧性

市场普遍看空下半年中国出口，逻辑出发点是欧美国家居民耐用消费品下行。我们认为，过度关注耐用品对中国出口的解释力，或许低估了中国出口韧性。

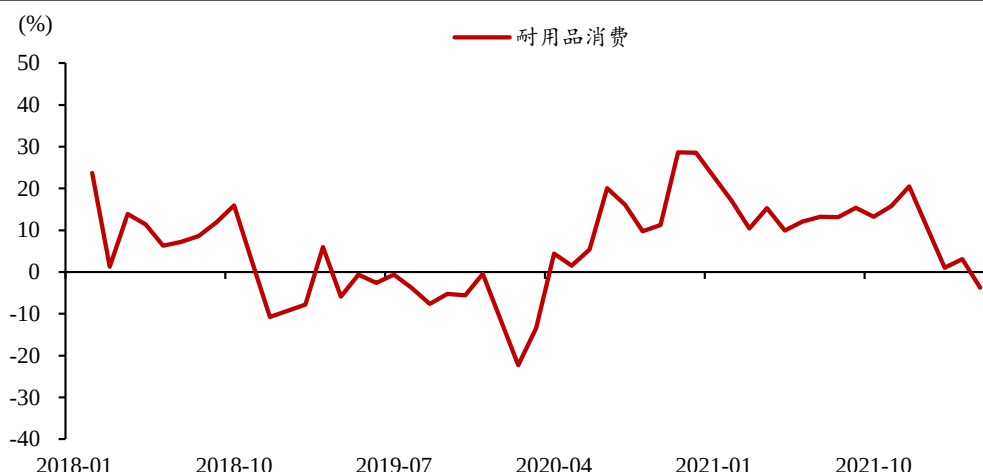
2.1 市场过度关注海外耐用品消费对出口负面影响

海外发达经济体居民的耐用品消费开始下行，市场据此判断中国出口将快速回落。这一看空逻辑有两个出发点。

第一，耐用品是中国的重要出口商品，而中国耐用品出口主要面向欧美发达国家。发达国家耐用品消费回落会因此拖累中国出口。

第二，欧美发达国家是消费型经济体，发达国家消费需求一旦回落，自身经济动能衰减，并将进一步带动全球总需求向下。中国出口的其他商品需求也会回落。

图 6: 耐用消费品增速回落（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 事实上耐用品消费下行并不代表出口等幅走弱

欧美发达经济体耐用消费品消费的确在下降，然而耐用消费品对中国出口的负面影响，权重不应过分夸大。

首先，当下耐用品对出口的贡献逐渐下降，耐用品不再是中国出口的最主要拉动力。

耐用品对中国总出口的同比贡献大幅下降，从 2020 年的 53.5% 下降至 2021 年的 22.4%。与耐用品相反，2021 年生产设备零部件、生产资料对于总出口的贡献都已经超过耐用品。

我们还可以用国别数据进行论证。中国耐用品出口主要面向美国、欧盟等发达经济体。欧美对于总出口同比的贡献也在快速下降，从 2020 年下半年的接近 80% 下降至 2021 年底的 30% 左右。

其次，相较耐用品消费，当下更应该关注中间品和资本品出口。

中国出口产品较多，除了有耐用消费品，还有生产设备零部件、生产资料等资本品和中间

品。这些设备零部件和生产资料，主要用于海外生产。

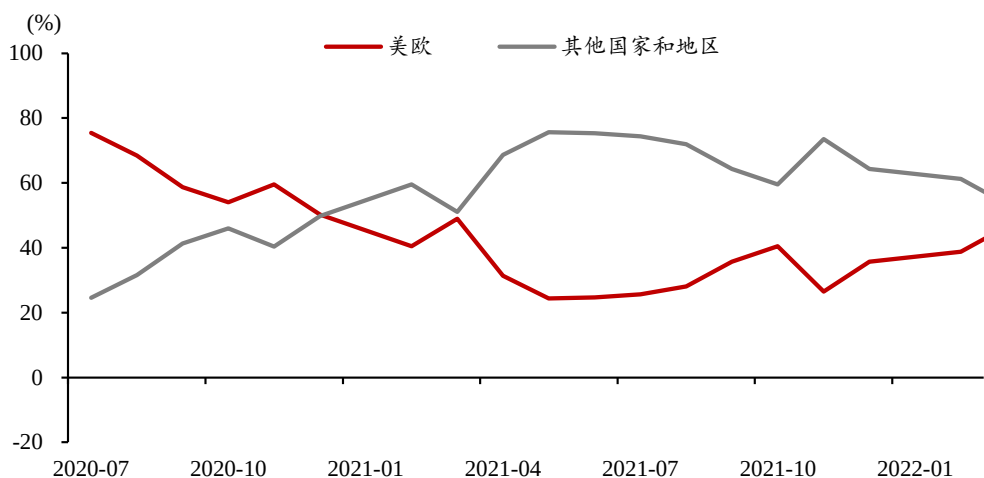
2022 年一季度，生产资料和零部件等商品，占总出口比重达到 52%，占比超过耐用消费品。

最后，发达经济体居民耐用品消费走弱，不代表海外所有的企业生产走弱。

以美国为例，美国耐用品消费走弱之后，全球生产依然会持续半年左右的高景气。

观察 2008 年经济危机前后，美国耐用品消费支出下行领先工业生产下行 1 个季度；美国的工业生产下行又领先亚洲、拉美、非洲、中东等国 1-2 个季度。

图 7: 美欧等国出口贡献回落 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 8: 美国耐用品消费拐点领先生产 1 个季度

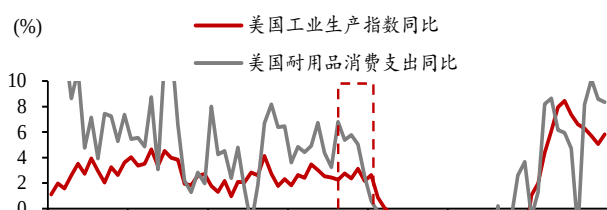
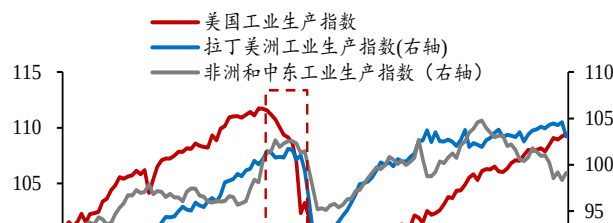


图 9: 美国生产下行领先生产型经济体 1-2 个季度



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_43622

