

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，全球深陷疫情泥淖，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%)。

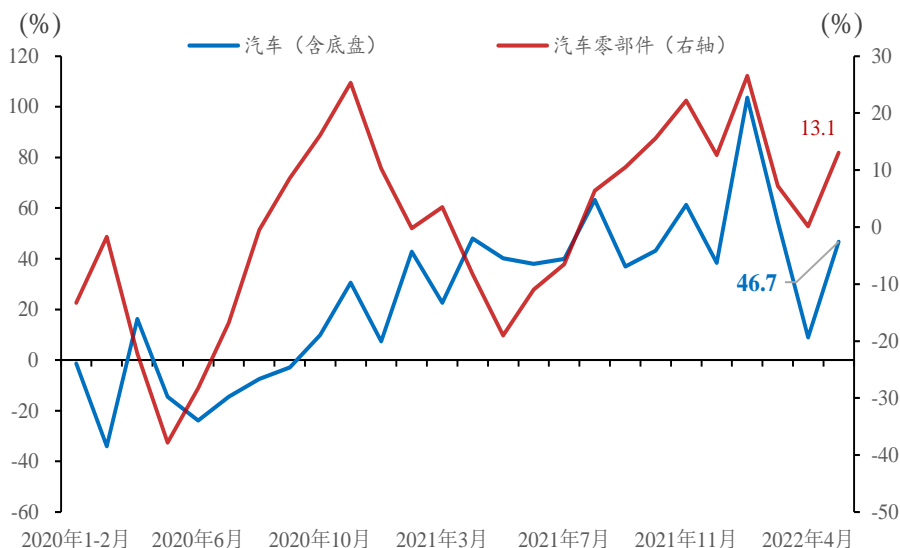
汽车零部件出口表现与汽车整车类似。汽车与汽车零部件拉动我国5月总出口同比增速0.8个百分点。

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。

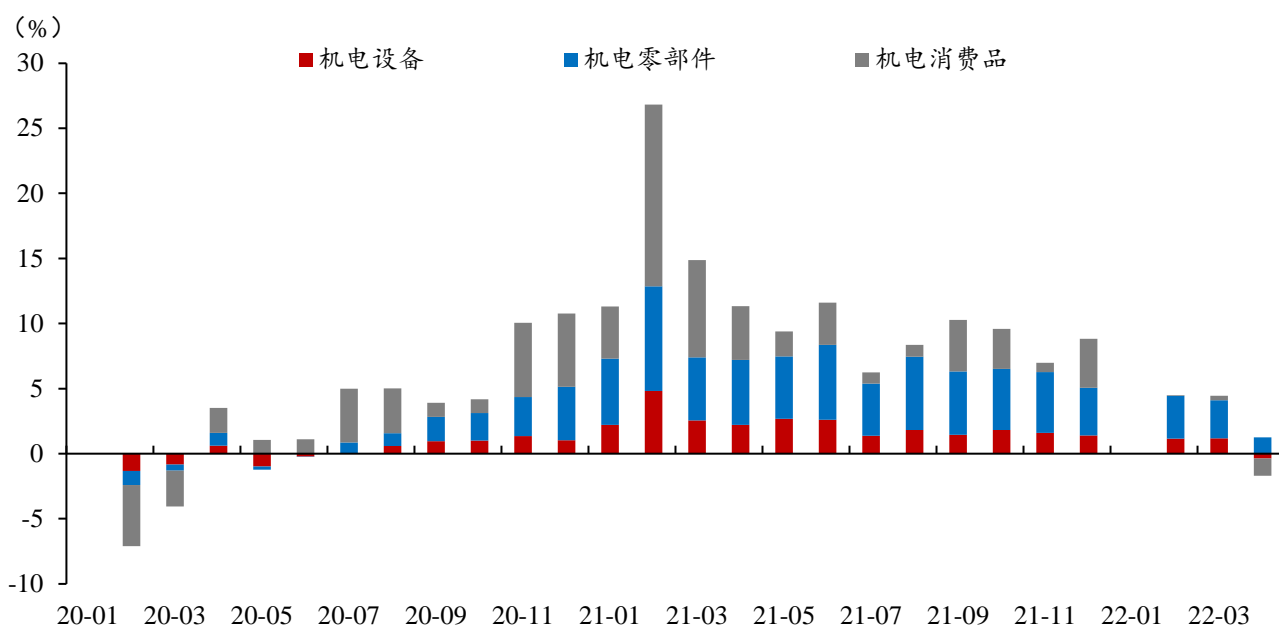
2022 年 Q1，新能源零部件出口同比仍然高达 21.5%，甚至高于去年（复合同比 16.7%）。同样与新能源产业链关系密切的集成电路，5 月出口同比增速（17.6%）也迅速反弹，接近至疫情前（Q1 同比增长 23.2%）。2022 年 Q1，新能源相关的零部件拉动总出口约 3.2 个百分点。5 月新能源产业链的总体表现预计与 Q1 类似。

图 1：汽车与汽车零部件出口持续增长（单位：%）

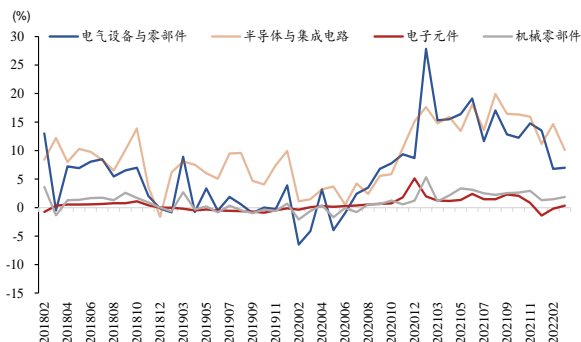


资料来源：Wind, 民生证券研究院

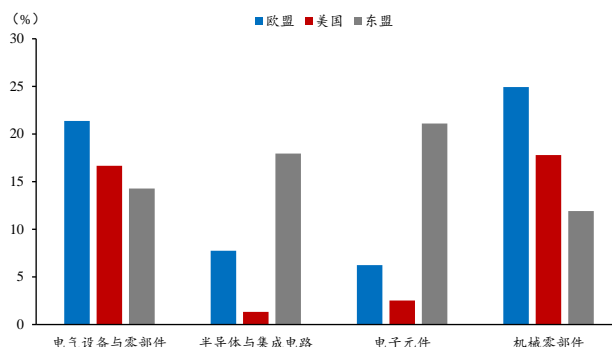
图 2：机电产品出口同比拉动（单位：%）



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。

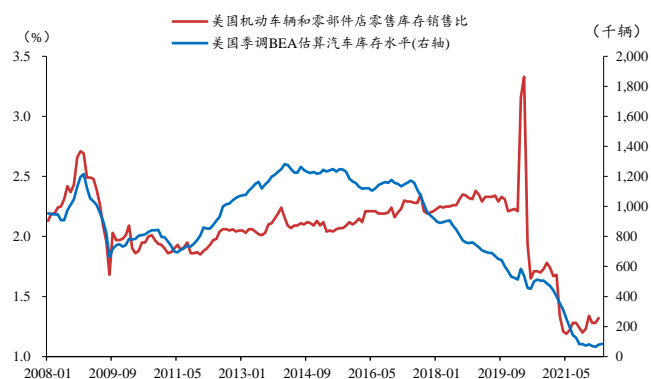
2021 年，中国是主要汽车生产国中，唯二汽车出口正增长的国家（另一个是韩国）。我们也看到，2021 年以来，中国汽车出口增长最快的是欧美发达国家，而非传统的亚洲市场。

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。

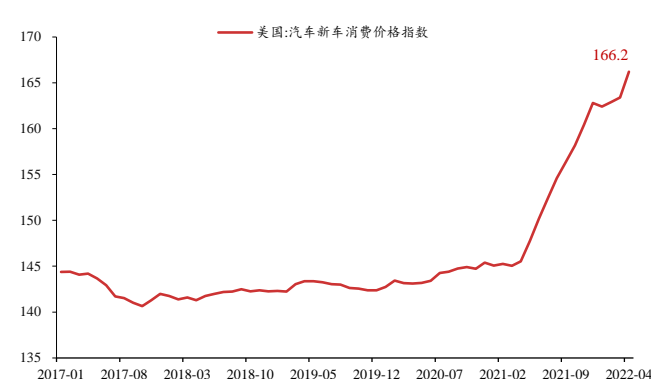
相比传统汽车，新能源汽车的出口增长更快，渗透率不断提高。出口汽车中，新能源车比例从 2020 年的 1/5，提升至 2022 年 Q1 的 1/3。在新能源车的拉动下，中国汽车出口欧洲发达国家市场在近两年取得较大突破。欧洲在 2021 年开始成为中国新能源车出口的最大市场。

图 5：美国汽车库存持续下降



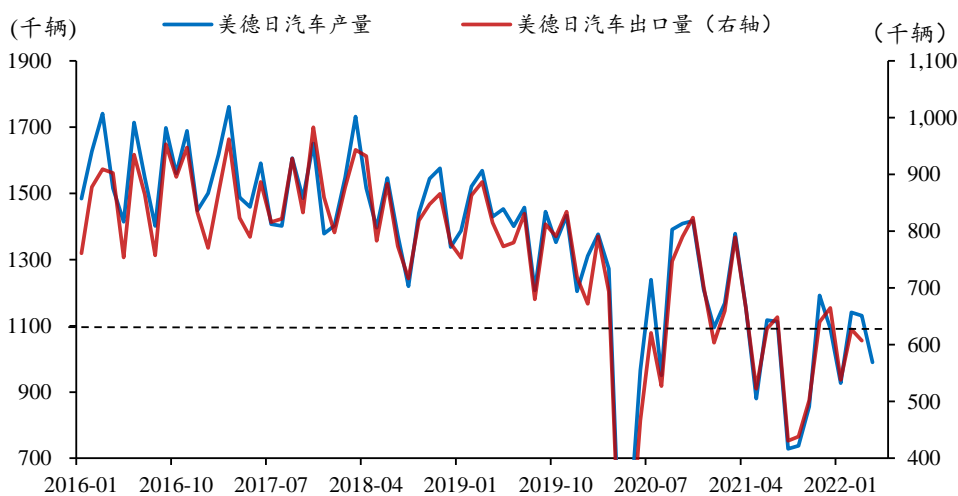
资料来源：wind，民生证券研究院

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）



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、海外新能源投资需求高涨

中国的新能源产业链在全球的市场份额较高，相关产品出口同步反映海外的新能源需求。

在新能源产业链的几乎所有环节，中国产品都占有不可忽视的市场份额。以光伏产业链为例，2019 年，中国硅片、电池片、组件占全球的产量占比都在 8 成以上。中国相关产品的出口基本就是海外新能源需求的同步指标。

2020 年以来，欧美的财政刺激计划与绿色转型加速拉动海外新能源需求。

欧美的绿色转型走在世界的前列，欧美也是中国新能源相关产品最重要的出口市场。以欧盟为例，疫情爆发后，欧盟推出财政刺激计划刺激经济，其中为新能源投资提供了相当部分的刺激补贴。

自 2020 年下半年以来，中国新能源相关零部件（蓄电池、逆变器、继电器、线缆、集成电路等）出口迅速增长，成为机电产品的重要支撑。

去年以来的全球能源短缺与今年的俄乌冲突，进一步刺激海外新能源投资需求。

以欧盟为例，欧盟对俄的传统化石能源依赖较强。俄乌冲突前，欧盟进口能源中，约 40% 的天然气、30% 的石油和 20% 的煤炭来自俄罗斯。俄乌冲突导致能源价格剧烈波动和能源供应危机，严重困扰欧洲经济。加速可再生能源开发是摆脱传统能源依赖的重要措施。为此 2022 年 5 月，欧盟提出《“REPower EU” 能源投资计划计划》，将 2030 年可再生能源的占比目标从原先的 40% 提高至 45%。欧洲的新能源投资将进一步加速。

除了欧盟，美国能源部在今年 2 月发布的《美国确保供应链以实现强韧清洁能源供应转型战略》，也着重强调加强能源供应链的韧性，并宣布部署 600 多亿美元的《国际能源法案》资金，用于清洁能源基础设施和部署。

表 1：2020 年以来欧洲新能源投资计划

时间	主体	文件名称	主要内容
2020 年	欧盟	《“下一代欧盟”复兴计划》	总额超过 1.8 万亿欧元的长期投资计划。 37% 的资金将投入到与绿色转型目标直接相关的领域。
2021 年	欧盟	《欧盟 2030 年气候目标计划》	到 2030 年，欧盟温室气体排放将比 1990 年降低至少 55%，此前目标是 40%。 2021~2030 年间，欧盟每年比 2011~2020 年期间新增 3500 亿欧元投资。 各成员国已批准了总额达 1.85 万亿欧元的财政刺激计划，30% 将用于支持绿色投资。
2022 年	欧盟	《“REPower EU” 能源投资计划》	总额约 3000 亿欧元，为减少对俄罗斯化石燃料依赖。 加速推进绿色能源转型，在 2027 年前实现能源独立。 将欧盟 2030 年可再生能源占比的总体目标从 40% 上调至 45%。 2022-2030 年年均装机 45-50GW，累计装机量的年均复合增速约 15.4%。

资料来源：央视网、新华网，民生证券研究院整理

四、后续出口可能继续超预期

上调中国出口预期，意味着需要重新评估疫后全球经济和中国供应链。

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。

今年的出口或许同样超预期，体现在下半年出口中枢或许比市场预想的要强。

三季度出口可能依然维持强势，今年真正的出口拐点，或许三季度以后才会显现。

即便 Q4，出口同比也未必为负，大概率维持在个位数的同比增速。毕竟汽车产业链与新能源产业链拉动中国总出口约 4 个百分点。

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。

我们想强调的是汽车和新能源产业链本身不是出口最大的拉动项，5 月拉动总出口约 4 个百分点。但这提醒我们，之前市场对于海外耐用品需求和俄乌冲突影响的误判，反映全球经济供需之复杂。

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。

五、风险提示

- 1) **经济走势超预期。**经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：汽车与汽车零部件出口持续增长（单位：%）	4
图 2：机电产品出口同比拉动（单位：%）	4
图 3：电气设备零部件拉动机电零部件出口（单位：%）	5
图 4：机电零部件出口占比（单位：%）	5
图 5：美国汽车库存持续下降	6
图 6：美国汽车价格飙升	6
图 7：海外汽车生产至今仍未恢复（单位：千辆）	6

表格目录

表 1：2020 年以来欧洲新能源投资计划	7
-----------------------------	---

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001