

2022 下半年出口展望：
重估中国出口优势

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。

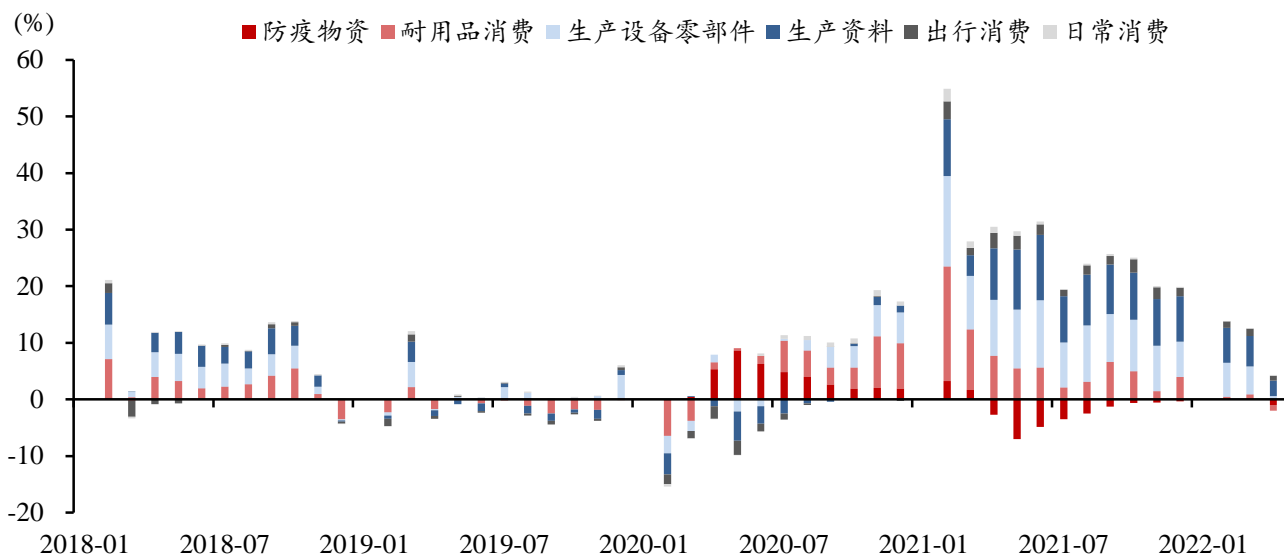
同性意义上，汽车是典型的耐用消费品，为便于分析，我们将汽车归入“生产设备零部件”。

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
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)
	纺织(纺织纱线)
出行消费品	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品和工业用品（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%。

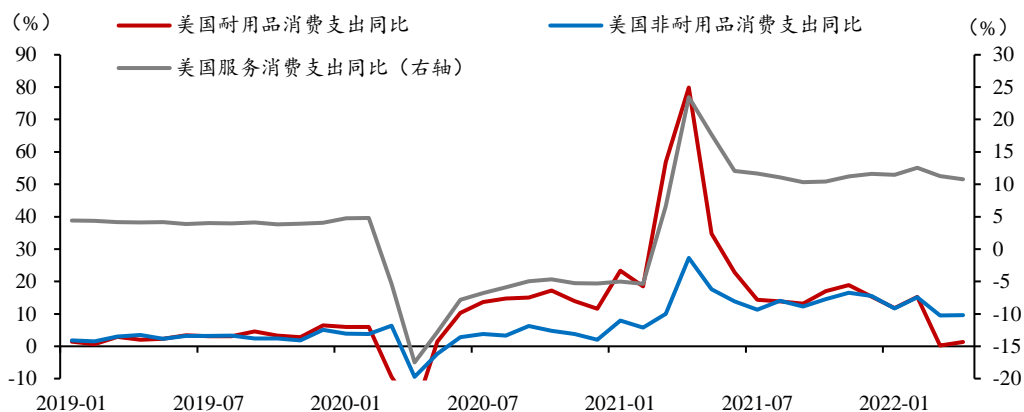
随着美联储加息与缩表进程的加速，下半年发达国家耐用品需求预计也将迅速回落。

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。

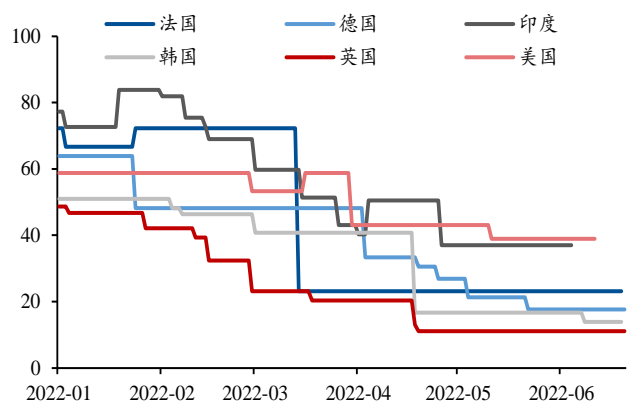
在生产修复的需求拉动下，2021年Q2以来，生产设备零部件和生产资料（主要用于工业生产，以下简称工业用品）贡献了近7成的总出口同比。2022年Q1，它们的出口贡献甚至进一步提升至超过80%。

图3：美国耐用品消费迅速走弱（单位：%）



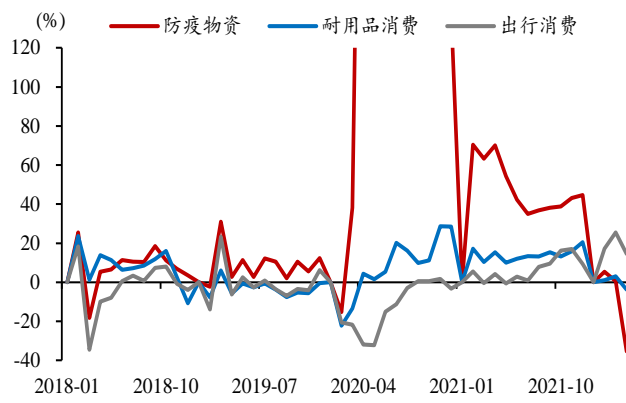
资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

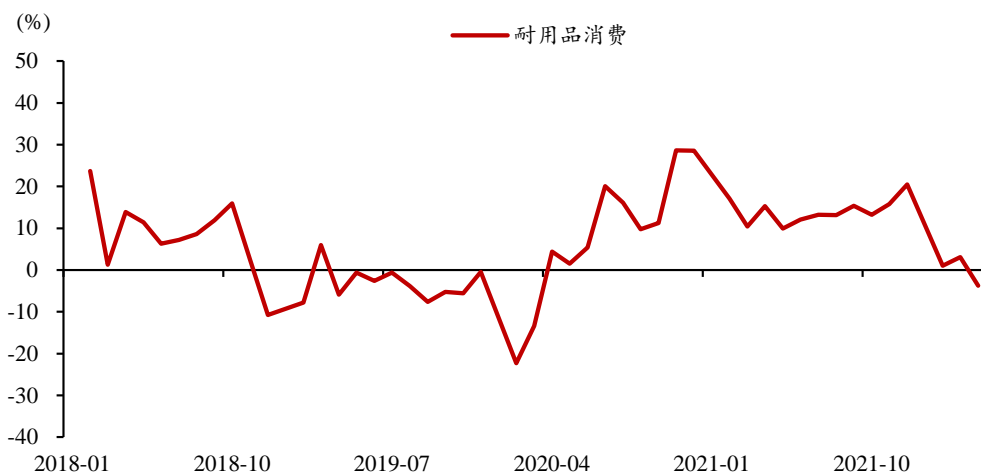
2.1 市场过度关注海外耐用品消费对出口负面影响

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。

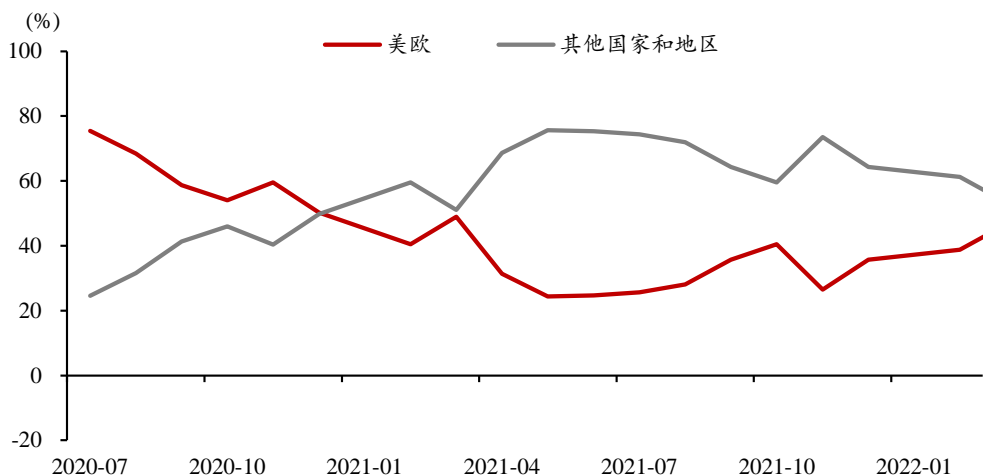
2022 年一季度，生产资料和零部件等商品，占总出口比重达到 52%，占比超过耐用消费品。

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。

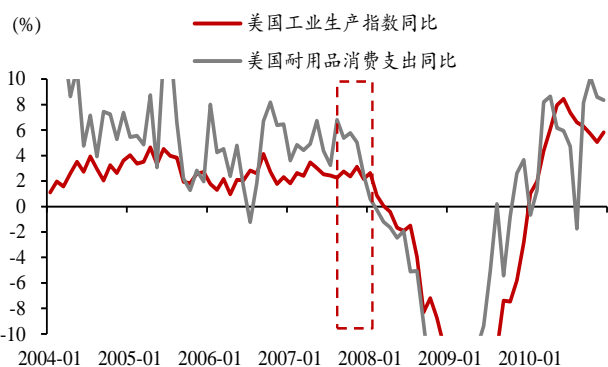
观察 2008 年经济危机前后，美国耐用品消费支出下行领先工业生产下行 1 个季度；美国的工业生产下行又领先亚洲、拉美、非洲、中东等国 1-2 个季度。

图 7: 美欧等国出口贡献回落 (单位: %)



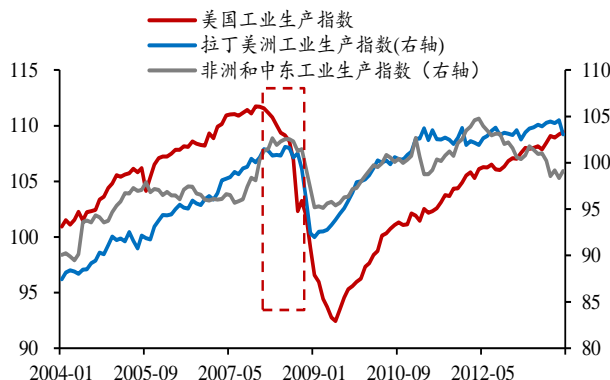
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 8: 美国耐用品消费拐点领先生产 1 个季度



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 9: 美国生产下行领先生产型经济体 1-2 个季度



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3 下半年出口韧性取决于海外生产修复进程

今年以来市场关注焦点之外的海外生产修复，已经成为上半年中国出口主要支撑。

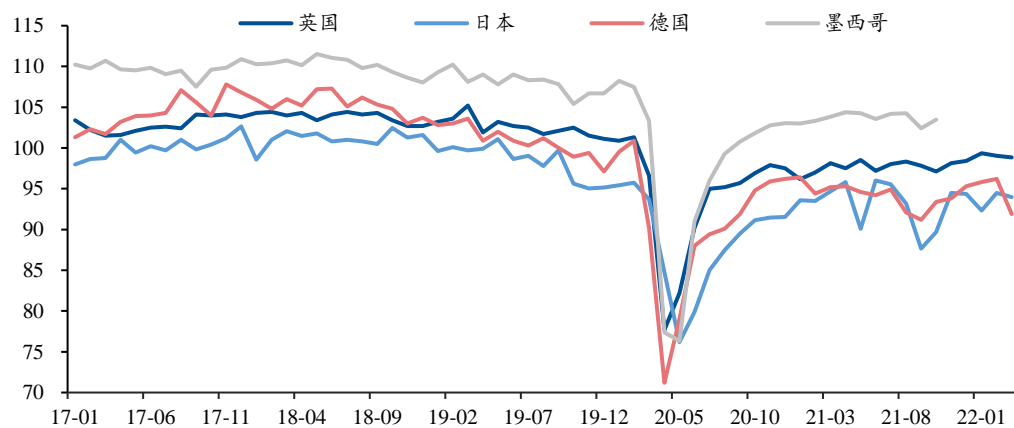
上半年，对出口贡献最大的商品是生产设备零部件和生产资料。一季度这些商品对中国总

出口同比贡献甚至超过 80%。生产资料零部件以及生产设备，主要用于满足海外企业生产投资所需。

目前多国工业生产仍未恢复至疫情前。工业生产指数口径下，德国、日本、英国等发达国家和巴西、墨西哥等发展中国家，生产均未恢复到疫情前（2019 年）的水平。

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。

图 10: 德、日、英、墨生产尚未恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：图中使用工业生产指数指标。

3 重估下半年中国出口韧性

3.1 下半年出口增速或为 7.5%

出口商品可以分为五大类：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。这一分类根据商品的需求特征划分。

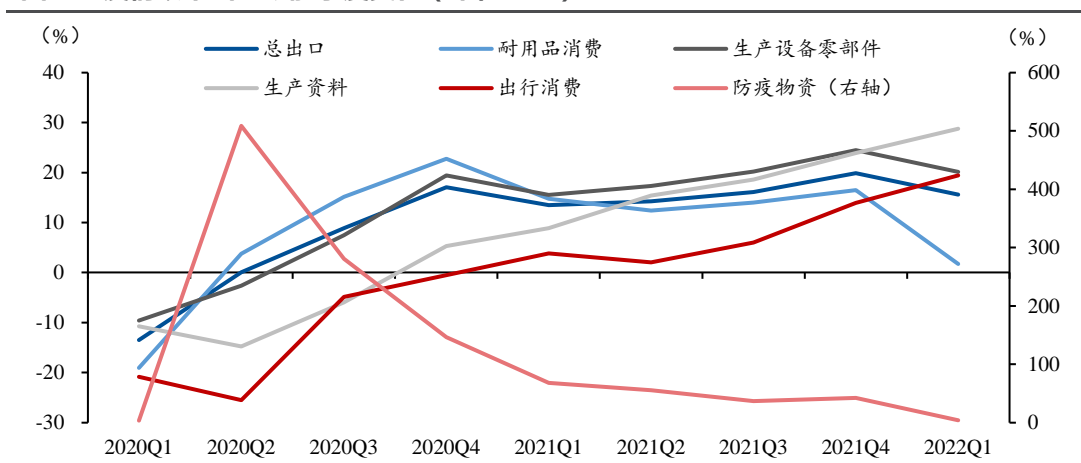
为了判断总出口增速，需要分别判断五个细分板块的出口表现。

大部分商品出口一般有季节性，我们可以使用同比增速来刻画其需求的强弱。疫情以来，各个板块出口的季度表现为我们提供了参考。

防疫物资出口没有季节性，需求更多和海外疫情相关，我们根据海外疫情进展使用环比推测。

需要提醒，为便于分析，我们将汽车从耐用品中拿出，合并到生产设备零部件中测算。

图 11: 疫情以来出口动能季度变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

海外疫情趋于稳定，防疫物资出口环比或为 0，预计下半年出口增速为-1.9%。

Q3 和 Q4 防疫物资出口同比分别为-2.5%和-5.9%。

耐用消费品（不含汽车）需求加速回落，Q1 三年复合同比或为正常增速中枢，预计下半年出口同比为-18.7%。

Q3 和 Q4 耐用品（不含汽车）出口同比分别为-15.3%和-22%。

出行消费进一步修复至 Q3，Q4 动能与 Q3 持平，预计下半年出口增速为 24.9%。

Q3 和 Q4 出行消费品出口同比均为 24.9%。

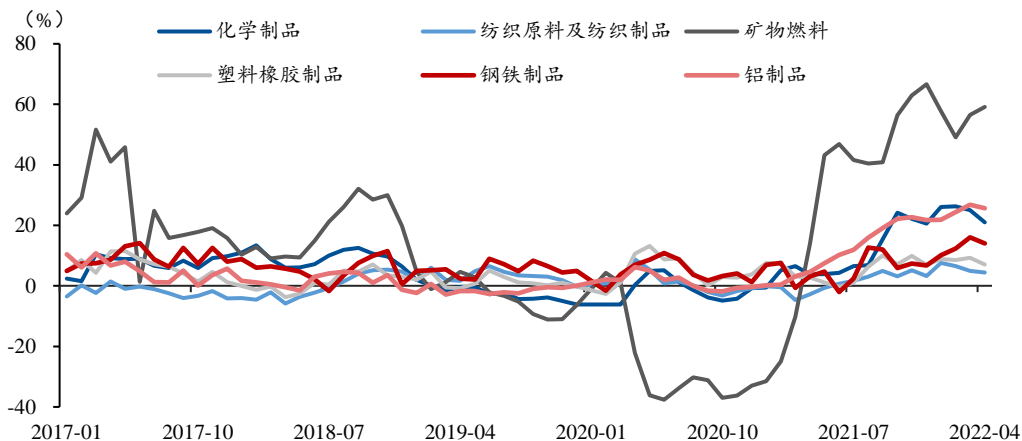
生产设备零部件的需求保持韧性，动能类比 2021 年下半年，预计下半年出口同比为 22.4%。

Q3 和 Q4 生产设备零部件出口的同比增速分别为 20.2%和 24.5%。

生产资料需求同样保持韧性，但生产资料还受到原材料价格上涨的推动。Q3 出口同比进一步上行，预计下半年出口同比 23.2%。

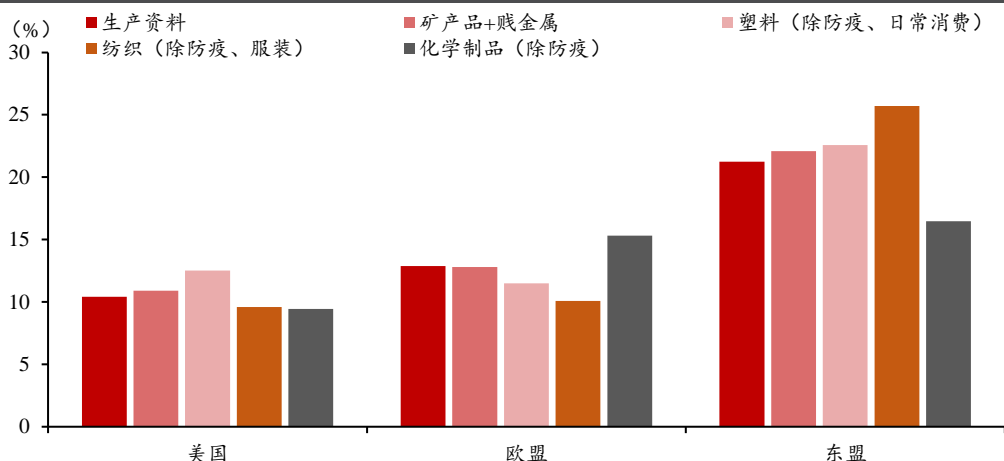
Q3 生产资料出口同比预计上行至 31.8%。Q4 金属系价格或回落，出口同比预计为 15.4%。

图 12: 生产资料价格大幅上涨 (单位: %)



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

图 13: 2021 年中国生产资料主要出口东盟 (单位: %)



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

表 1: 下半年中国出口增速预测

复合同比	出口同比	防疫物资	耐用品消费	生产设备零部件	生产资料	出行消费
2022Q3	11.4	2.5	-10.0	20.2	31.8	24.9
2022Q4	5.8	-5.9	-20.0	24.5	15.4	24.9
下半年	7.5	-1.9	-15.3	22.4	23.2	24.9

资料来源: 民生证券研究院预测

3.2 出口韧性或强于市场预期

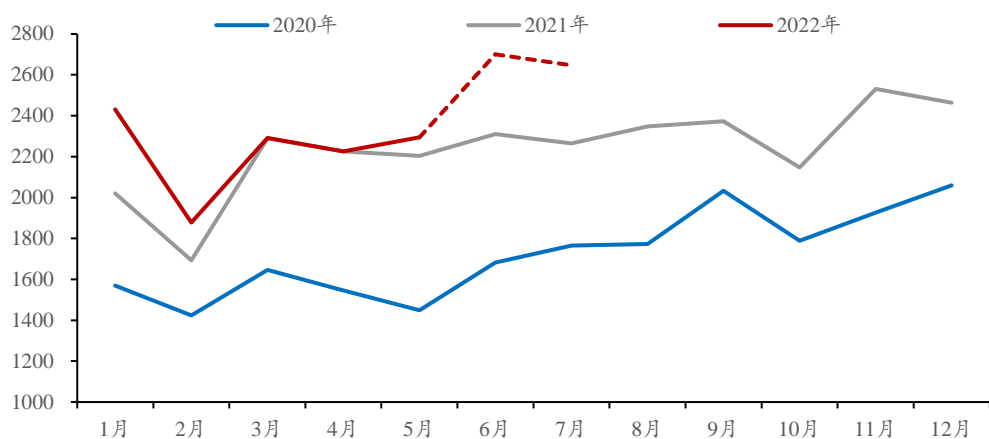
市场预期今年下半年出口同比读数逐季回落，Q4 同比接近于 0，甚至为负，全年出口同比为个位数。然而我们预测，今年二季度至四季度，中国季度出口同比分别为 12.6%、10%和 5.1%。全年出口同比为 10.5%，下半年出口同比为 7.5%。

我们预测结果是出口动能明显高于市场预期。

今年出口处于下行周期，但同比读数仍然处于历史高位。测得全年出口同比（10.5%），近 10 年来仅次于去年。即便单看表现更差的下半年，出口同比读数（7.5%）依旧是历史上的高位（2012—2017 年出口同比最高读数为 7.9%）。

相比去年的高景气出口，出口同比回落幅度并不算大。2021 年 Q4 出口复合同比高达 19.7%，今年 Q1 出口同比仍然有 15.8%，Q3 预计同比仍有 10%。前三个季度，增速单季回落幅度平均为 3.2 个百分点。

图 14: 6 月和 7 月中国出口预测值（单位：亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院预测。注：虚线表示预测值。

4 下半年全球生产修复带来中国出口四个机会

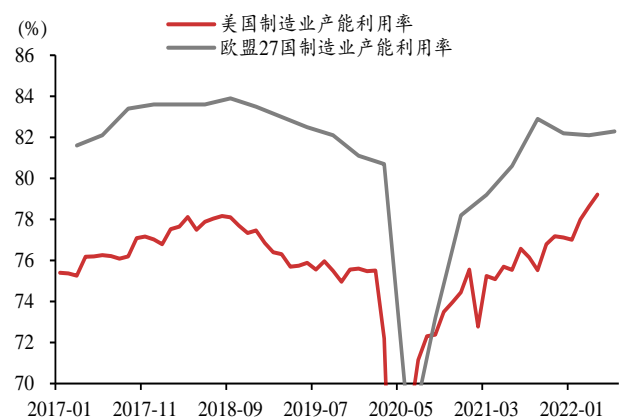
4.1 机会之一，机械设备出口

海外制造业与采掘业资本开支，需要从中国进口设备及零部件。

欧美、东盟等经济体工业生产以制造业为主，制造业修复拉动通用设备（锅炉、机床）等需求。

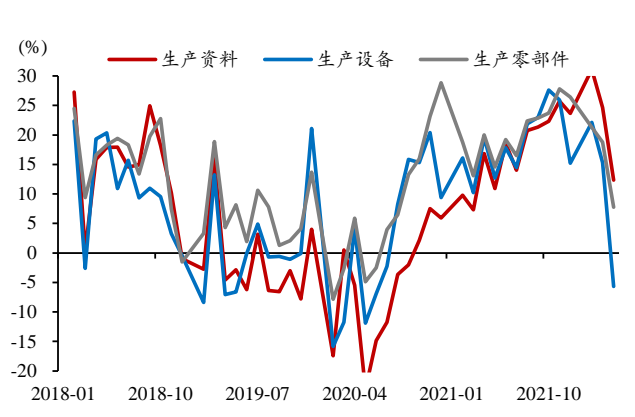
拉美、非洲和澳大利亚等国的采掘业也是工业生产的重点，将拉动专用设备（挖机等）的需求。

图 15：欧美生产仍在修复过程中（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：生产修复需求依旧强韧（单位：%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

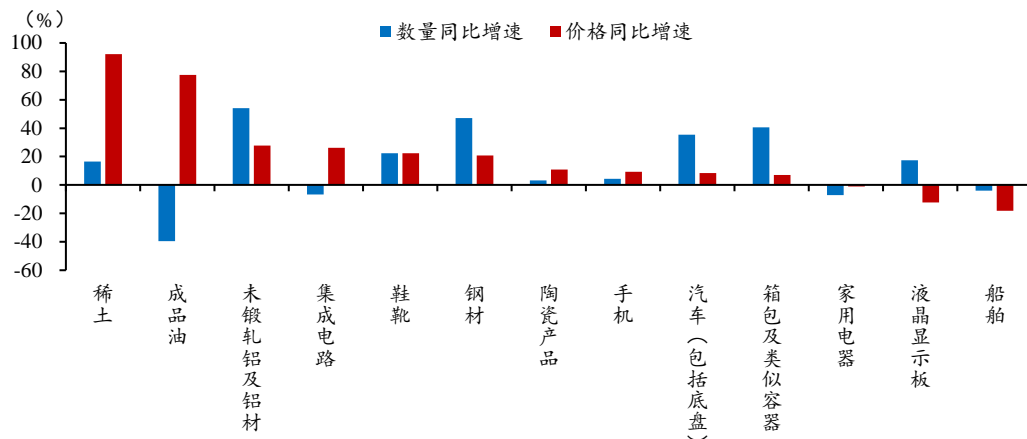
4.2 机会之二，生产资料出口

中国出口商品中，近 1/5 是生产资料，例如纺织纱线、成品油、钢材、化学原料、纺织纱塑料原料等。看好下半年中国生产资料出口，主要基于两个依据。

第一，中国生产资料主要出口给东盟。预计未来东盟生产持续修复，将持续带动中国生产资料出口。

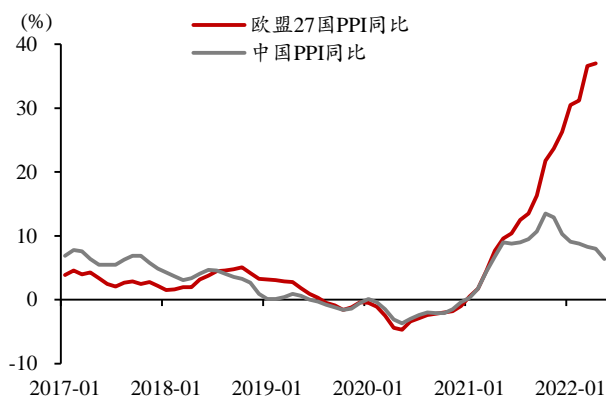
第二，生产资料价格与能源成本相关性最强。今年以来全球经济大通胀时刻，上游能源价格维持高位，预计下半年偏强的上游能源价格驱动生产资料价格，抬高生产资料出口额。

图 17: 5 月生产资料出口价格大幅上行 (单位: %)



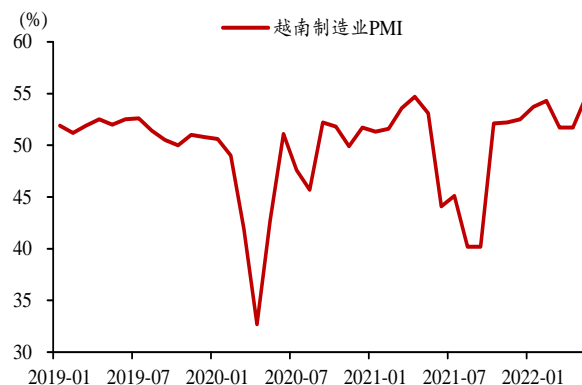
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 国内外 PPI 价差持续扩大



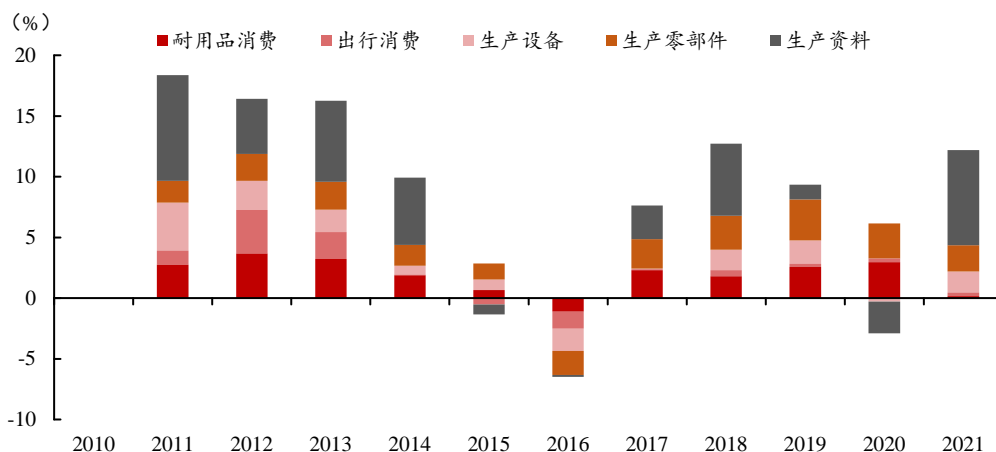
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 越南制造业 PMI 在修复



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 中国出口东盟产品的拉动 (单位: %)



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

4.3 机会之三，汽车产业链出口

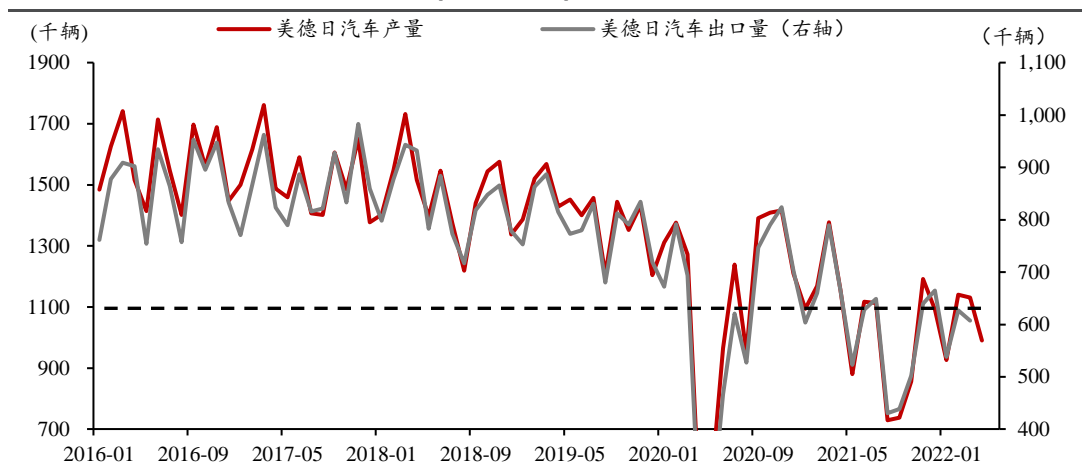
2020 年至今海外发达国家汽车需求较为旺盛，汽车生产也一直维持高景气。我们认为背后与三点因素有关。

一是去年全球汽车产业链面临缺芯，2021 年以来相当部分汽车需求没有得到即期满足，部分汽车需求延后释放。

二是欧美发达国家居民信贷支撑了汽车消费能力。市场普遍担心发达经济体（尤其美国）居民实际收入下行且储蓄消耗，无法具备足够的购买力。事实上美国居民部门资产消费动能足够，预计下半年仍有海外汽车消费需求仍旺盛。

三是海外主流汽车企业仍在修复生产进程之中。预计下半年这些汽车企业生产将带动中国汽车零部件出口。

图 21: 海外汽车生产至今仍未恢复（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.4 机会之四，海外新能源产业链出口

今年上半年新能源产业链的出口表现却十分亮眼，拉动总出口同比约 3.2 个百分点。

2022 年 Q1，新能源零部件出口同比（21.5%），甚至超过去年（复合同比 16.7%）。在新能源产业链的出口拉动下，Q1 中国对欧盟的出口增速反超了对东盟和美国的出口增速。

预计下半年海外新能源投资需求将继续高景气。

欧美本就在绿色转型方面较为激进，是全球新能源产业链的最主要进口国。

俄乌冲突之后，全球能源价格剧烈波动。欧盟对俄传统化石能源尤其依赖，进口能源中，约 40% 的天然气、30% 的石油和接近 20% 的煤炭来自俄罗斯，欧盟甚至面临能源供应危机。

欧美已经开始加速可再生能源开发，以摆脱对传统能源依赖。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%。我们认为，下半年海外新能源投资需求不会回落。

表 2：2020 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：新华网，央视网，民生证券研究院

5 结论：重估中国出口优势

下半年中国出口仍有较强韧性。市场之所以一再低估出口，主要是错估了两个因素：

第一，错估疫后全球经济的供需修复节奏。

经验上发达国家耐用品消费表现，具有先导意义。当发达国家耐用品消费下行，全球经济周期后续也将下行。从这一点看，发现欧美发达经济体耐用品消费不足，推断中国出口下行，似乎没有太大判断偏误。

然而这次与以往不同。2020 年以来的疫情，彻底扰乱全球经济节奏。疫情之后，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。**例如居民出行需求在修复，又例如企业生产在修复，发达国家和发展中国家企业均如此。

第二，低估中国出口最大的优势——全产业链优势。

中国拥有全门类工业，产业链非常完整。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，中国都能够生产出产品，满足相应需求。

例如海外出行活动增多之后汽车需求打开，中国能够生产并出口整车。又例如海外汽车生产所需零部件，中国同样能够生产。甚至成品油，这一看似并不具备中国资源禀赋特征的商品，中国也同样出口，且中国成品油的出口额并不小。

全产业链优势叠加疫后全球经济修复不均，这种情况下，如果紧盯原有的经济周期下行指标——美国耐用品消费，将低估居民非耐用品以及企业生产投资对全球经济的驱动力，同样也就低估了非耐用品消费、企业生产投资对中国出口的拉动。

总而言之，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。

6 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**若海外疫情再次反弹，对全球需求、大宗商品价格、美联储政策都会有深远影响。
- 2) **美联储加息节奏超预期。**
- 3) **海外地缘政治风险。**若俄乌冲突深化导致大宗商品价格再度大幅上升，美联储可能加快紧缩步伐，海外需求环境可能发生变化。

插图目录

图 1: 疫后中国出口动能及其对应的商品	4
图 2: 五大出口动能对出口的同比拉动 (单位: %)	5
图 3: 美国耐用品消费迅速走弱 (单位: %)	6
图 4: 海外疫情封锁逐渐解除	6
图 5: 防疫物资和耐用消费品出口走弱 (单位: %)	6
图 6: 耐用消费品增速回落 (单位: %)	7
图 7: 美欧等国出口贡献回落 (单位: %)	8
图 8: 美国耐用品消费拐点领先生产 1 个季度	8
图 9: 美国生产下行领先生产型经济体 1-2 个季度	8
图 10: 德、日、英、墨生产尚未恢复	9
图 11: 疫情以来出口动能季度变化 (单位: %)	10
图 12: 生产资料价格大幅上涨 (单位: %)	11
图 13: 2021 年中国生产资料主要出口东盟 (单位: %)	11
图 14: 6 月和 7 月中国出口预测值 (单位: 亿美元)	12
图 15: 欧美生产仍在修复过程中 (单位: %)	13
图 16: 生产修复需求依旧强韧 (单位: %)	13
图 17: 5 月生产资料出口价格大幅上行 (单位: %)	14
图 18: 国内外 PPI 价差持续扩大	14
图 19: 越南制造业 PMI 在修复	14
图 20: 中国出口东盟产品的拉动 (单位: %)	14
图 21: 海外汽车生产至今仍未恢复 (单位: %)	15

表格目录

表 1: 下半年中国出口增速预测	11
表 2: 2020 年以来欧洲新能源投资计划	16

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