

2023 年出口：逃不开的全球经贸周期下行

2022 年 12 月 04 日

过去两年全球经贸扩张，中国经历罕见超高景气出口。展望明年，随着全球经贸进入下行周期，中国出口或许面临下行压力。

➤ 疫后全球经贸共振支撑 2022 年出口高景气

观察过去两年中国出口，有两条线索贯穿其中：其一，疫后早期海外宽松刺激居民耐用品消费；其二，疫后海外生产修复驱动中间品与资本品需求扩张。

到了 2022 年，第二条线索主导中国出口表现。截至 10 月，生产设备零部件与生产资料贡献约 8 成的总出口同比，拉动总出口同比增速超过 10%。

➤ 展望明年，全球经贸周期进入下行阶段，中国出口或显著回落

耐用品需求在去年已经回落。今年 8 月海外生产放缓，才真正意义上标志着全球经贸周期进入下行阶段。

在全球贸易收缩阶段，中国出口或将继续回落。今年 10 月出口同比已经降至负值 (-0.3%)，明年出口同比几乎确定为负。

在每一轮全球贸易周期中，中国出口波动都高于全球贸易波动。过去两年全球经贸扩张周期中，中国以生产供应者的身份享受出口红利，经历超预期出口增长。

我们认为，在明年全球经贸收缩阶段，中国出口下行幅度或超预期。

根据 IMF 预测，明年全球经济增速与 2016 年相当，当时中国出口下降 7.7%，明年出口或将明显回落。

➤ 海外生产放缓拖累我国出口，明年出口同比或仅为-8%

疫后中国出口由防疫物资、耐用品、生产设备零部件、生产资料与出行消费品五类商品主导。自 2021 年下半年以来，生产设备零部件与生产资料成为出口最重要的支撑。

随着海外生产放缓并开始下行，明年生产设备零部件与生产资料出口增速或将转负。这或将拖累明年我国出口表现。

美联储加息放缓，海外居民消费走弱最快时期已经过去，耐用品消费走弱趋缓。海外疫情防控解除，防疫物资出口不再增长。出行消费品需求反弹在今年 Q3 结束，在海外居民消费走弱的背景下，明年出口或将继续走弱。

我们预计明年防疫物资、耐用品、出行消费品、生产设备零部件与生产资料出口同比分别为-12.6%、-7.1%、-7.4%、-9%、-11.8%；总出口或下降 8%。

生产放缓主要抑制非美经济体需求，明年我国对非美经济体出口或回落更多。

今年消费品出口快速走弱，中国对美国的出口回落幅度较大；明年生产设备零部件与生产资料出口走弱更多，中国对非美经济体出口下行幅度或更大。

➤ 出口偏弱或将冲击制造业投资与汇率稳定

若明年出口明显回落，还有三点影响：

其一，出口拖累 GDP 增速 1.6 个百分点。过去两年高景气出口是经济三驾马车中的最主要动力。若明年出口降低 8%，将拖累 GDP 增速 1.6 个百分点。这意味着明年经济支撑由外需转向内需，我们持续关注消费与地产变量。

其二，制造业投资增速降至 6.1%。高景气出口拉动中下游设备制造业（计算机通信电子、电气机械、汽车产业链、通用设备、专用设备制造等）投资增长。若明年出口景气下行，中下游设备制造业投资同比增速或下降近一半。

其三，人民币汇率脆弱性提高。中国出口、美元指数以及中国国内经济增长决定人民币汇率定价。明年全球贸易周期下行，美元指数依旧偏强。出口走弱，则经常账户顺差收敛或者逆差扩大，意味着人民币汇率脆弱性提高。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；地产政策效果不及预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

- 1.2023 年宏观经济及资产展望 (二)：2023 年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02
- 2.宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30
- 3.2022 年 11 月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27
- 4.全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27
- 5.宏观专题研究：地产纾困有了新变化-2022/11/26

目录

1 疫后全球经贸共振驱动出口高景气	3
1.1 疫后全球经贸共振的两条线索.....	3
1.2 今年海外生产放缓，全球经贸周期转向.....	3
2 明年全球经贸周期下行，出口同比或-8%	5
2.1 全球经贸周期下行，出口明显回落.....	5
2.2 海外生产放缓或为出口主要拖累.....	6
2.3 对非美国国家出口或走弱更多，全年读数或前高后低.....	8
3 出口走弱的三点影响	9
3.1 拖累 GDP 增速 1.6 个百分点.....	9
3.2 制造业投资增速或降至 6.1%.....	9
3.3 人民币汇率脆弱性提高.....	12
4 风险提示	13
插图目录	14

1 疫后全球经贸共振驱动出口高景气

1.1 疫后全球经贸共振的两条线索

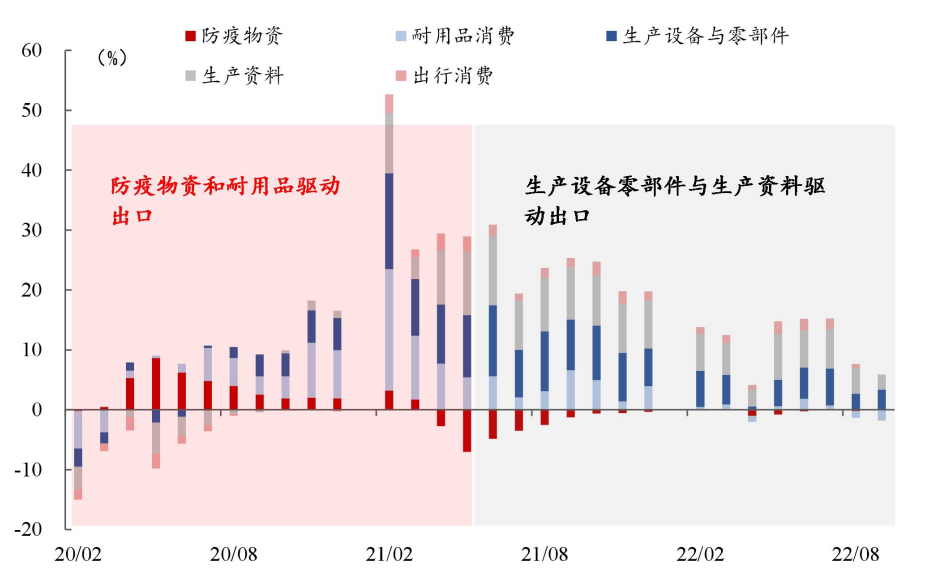
过去两年中国经历了罕见的超高景气出口，根本原因在于疫后全球经贸共振带来的需求。全球经贸共振经历了两个阶段，暗含两条线索：

第一阶段（2020H2-2021H1），疫后发达国家货币宽松与财政政策刺激居民消费，海外耐用品与防疫物资需求旺盛支撑中国出口。以美国为代表的发达国家经济体是中国出口的最主要支撑。

第二阶段（2021H2 至今），海外疫情逐渐解封，生产生活恢复，海外生产修复主导外需。生产设备零部件与生产资料等用于海外生产的商品成为支撑中国出口的最主要动能。中国对东盟、欧盟等生产型经济体的出口表现出极强韧性。

在外需的拉动下，2020 年下半年以来中国出口持续高增长，出口增速分别为 12.6%（2020H2）、29.6%（2021 年全年）和 11.1%（2022 年截至 10 月）。韩国与越南的出口同样在此轮经贸共振中有亮眼表现。

图 1：疫后中国出口的两个阶段



资料来源：Wind，海关总署，民生证券研究院；注：图中读数为各类商品对总出口的同比拉动。

1.2 今年海外生产放缓，全球经贸周期转向

2022 年海外进入加息周期后，中国出口并未如预期般快速回落，根本原因在于海外生产修复的支撑。

今年，尽管受到海外耐用品需求回落拖累与国内疫情冲击，截至 10 月，总出口累计同比增长 11.1%。1-7 月总出口同比高达 14.5%，6 月和 7 月总出口同比

甚至高达 17.1%和 18%。今年 1-9 月生产设备零部件与生产资料对总出口同比的贡献接近 8 成。

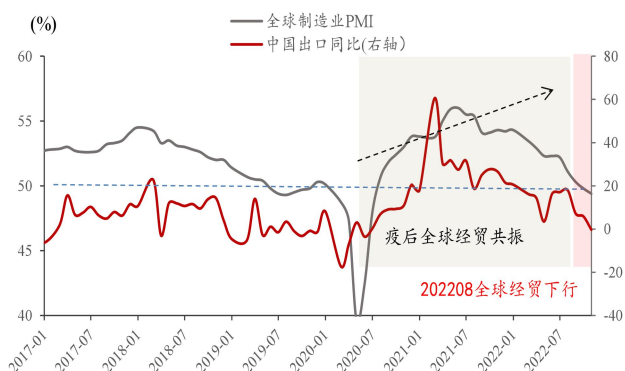
8 月开始海外生产修复放缓，全球经贸周期下行，中国出口增速随即下台阶。

7 月全球制造业 PMI 加速回落成为海外生产放缓的信号。9 月 PMI 更是自 2020 年下半年以来首次降至收缩区间（50 以下），这进一步确认了海外生产的走弱。

至此，疫后经贸共振的第二条线索也开始走弱，全球经贸周期由扩张阶段进入收缩阶段。中国出口下台阶的时间点几乎与海外生产放缓重合。8 月出口增速降至个位数，10 月出口同比甚至降至负值（2020 年下半年以来首次）。往年出口“圣诞季”现象也在今年消失。

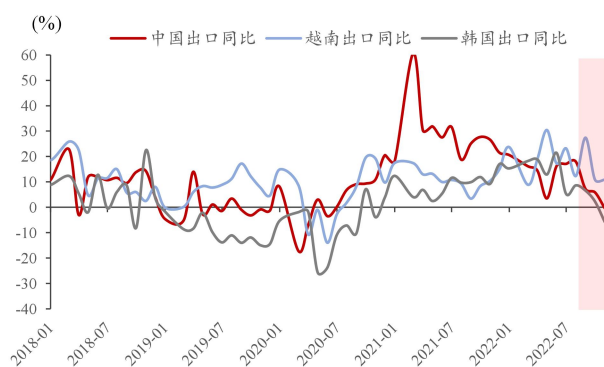
支撑今年出口的生产设备零部件与生产资料出口在 8 月大幅回落。生产设备零部件与生产资料出口同比读数较分别较上月下降了 12.9 和 9.8 个百分点，对总出口同比的拉动回落了 5.6 个百分点。

图 2：全球制造业 PMI 与中国出口



资料来源：wind，民生证券研究院；注：同比读数为中国出口当月同比。

图 3：2022 年 8 月后全球经贸进入下行周期



资料来源：wind，民生证券研究院；注：同比读数为中国出口当月同比，2021 年增速为两年复合同比。

2 明年全球经贸周期下行，出口同比或-8%

2.1 全球经贸周期下行，出口明显回落

随着全球经贸进入下行周期，2023 年全球经济增速或将进一步下行。在全球经贸收缩阶段，中国出口基本确定下行。

今年 10 月出口同比已经降至负值 (-0.3%)，明年出口同比几乎确定为负。

中国作为世界工厂，在每一轮的全球经贸周期中，中国出口波动都大于全球贸易波动。明年出口下行幅度或许超越市场预期。

过去两年全球经贸周期扩张，中国出口超预期景气；在全球经贸收缩阶段，中国出口下行幅度或超市场预期。

根据 IMF 预测，2022 年和 2023 年，全球经济增速（实际 GDP 同比）降至 3.2% 和 2.7%，明显低于 2021 年（6.1%）。这种连续两年经济增速回落的环境类似于 2015 年（3.4%）和 2016 年（3.3%）。2023 年 GDP 增速预测值甚至低于 2016 年。2016 年中国出口同比仅为 -7.7%，明年中国出口同比读数或许更低。

图 4：全球经贸增速与预测（单位：%）

指标名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球GDP增速	2.9	-3.1	6.1	3.2	2.7	3.2
发达经济体	1.7	-4.5	5.2	2.4	1.1	1.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-2.0	6.8	3.7	3.7	4.3
全球贸易增速	0.9	-7.9	10.1	4.3	2.5	3.7
全球出口贸易增速	1.0	-7.5	10.0	3.9	2.6	3.8
发达经济体	1.3	-9.1	8.6	4.2	2.5	3.4
新兴市场和发展中经济体	0.4	-4.8	12.3	3.3	2.9	4.5

资料来源：Wind，IMF，民生证券研究院。注：GDP 增速为实际 GDP 同比，2019-2021 年数据为实际增速。

图 5：中国出口波动大于全球经济波动



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：2023 年数据为预测值，虚线表示。

2.2 海外生产放缓或为出口主要拖累

根据本轮经贸周期的出口产品判断，明年出口同比或为-8%

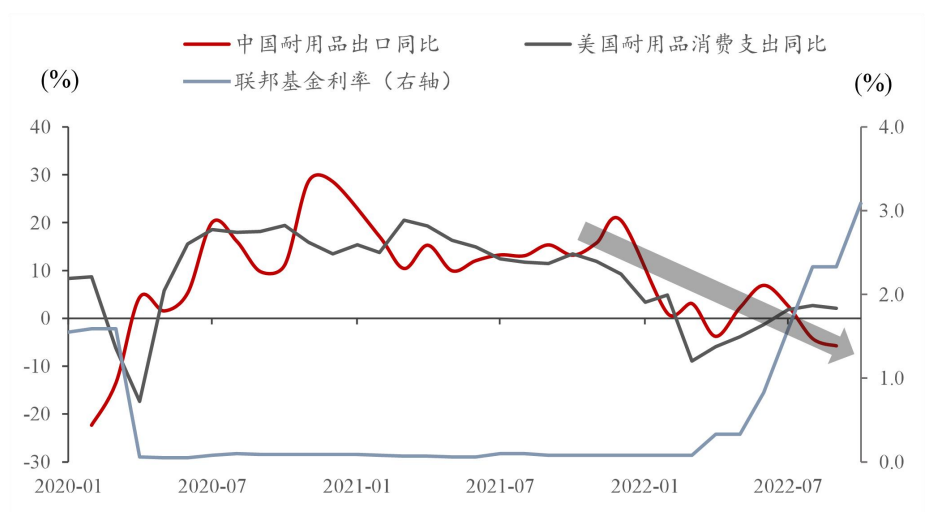
本轮经贸周期中，中国出口最重要的是五类商品：防疫物资、耐用品、生产设备与零部件、生产资料、与出行消费品。它们占中国全部出口额的约 8 成，同样贡献出口同比的约 8 成。我们根据这五类商品的需求变化基本可以框定明年总出口表现。

美联储加息放缓，居民消费走弱最快时期已过，明年耐用品出口走弱趋缓，同比或为-7.1%。

耐用品消费主导居民商品消费。2021 年海外财政货币政策退坡，耐用品出口自去年下半年逐渐走弱。今年耐用品出口同比继续回落至负值，9 月同比已跌至 -5.7%。

明年美联储加息放缓，海外居民消费走弱最快时期已过，预计明年耐用品出口同比与 Q4 持平。按照前三季度同比回落速度，2022Q4 耐用品出口同比或-7.1%。明年耐用品出口同比或为-7.1%。

图 6：美联储加息后，耐用品外需回落



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：2021 年同比数据为两年复合同比。

海外生产趋缓甚至下行，生产设备零部件与生产资料或成为明年出口走弱的主要拖累，出口同比预计分别为-9%和-11.8%。

中国是全球最重要的中间品与资本品出口国。在全球经贸周期下行阶段中，中国的中间品和资本品（生产设备零部件与生产资料）出口下行幅度往往比消费品更大。

海外生产衰退拖累生产设备零部件与生产资料外需。在上一轮全球经贸周期下行过程（2016年）中，生产资料同比为-8%。IMF 预计明年全球经济增速（实际 GDP 增速）为 2.7%，略低于 2016 年（3.3%）。简单类比测算，2023 年生产设备零部件出口同比或为-9%。

相比于生产设备零部件，生产资料在产业链条上更偏上游。这就导致生产资料价格与上游原材料价格相关性较强，随着上游原材料价格波动更大。2022 年生产资料出口额同比中约 1/3 为价格贡献。明年海外通胀回落，则总出口同比下行幅度或比生产设备零部件更大，预计为-11.8%。

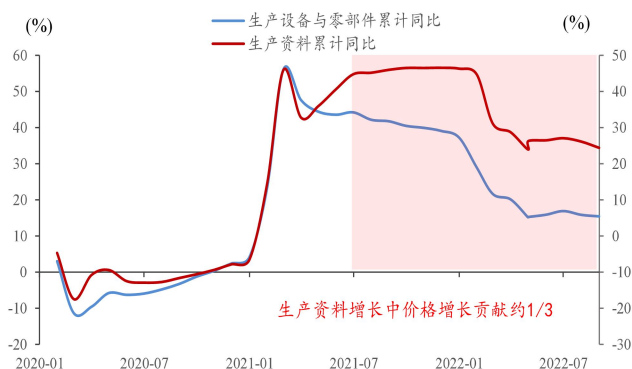
防疫物资出口贡献进一步回落，明年出口同比或为-12.6%。

截至 11 月，美国、日本、欧洲与东盟主要国家疫情防控基本解除。预计明年防疫物资出口贡献进一步回落。假设 Q4 以后防疫物资出口不再增长，则预计明年同比增速为-12.6%。

出行消费反弹见顶，在居民消费走弱的大背景下，明年出口继续走弱。

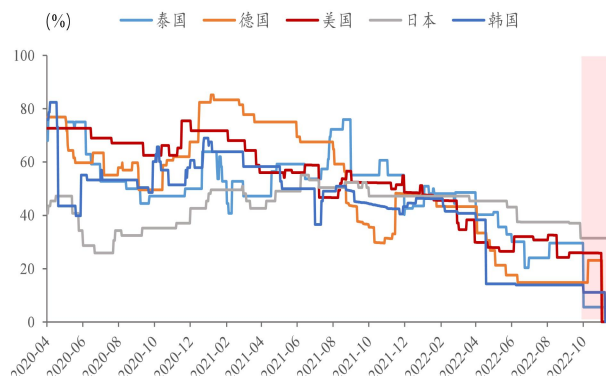
2022 年下半年开始，出行消费环比逐渐走弱，9 月开始出行消费环比甚至为负。参考 2015 年和 2016 年水平，预计同比增速为-7.4%。

图 7：生产设备零部件与生产资料同比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2022 年 Q4 海外防控基本解除



资料来源：wind，民生证券研究院；注：图中数据为严格指数。

图 9：各板块出口增速预测（单位：%）

板块	主要商品	同比增速 (%)	占总出口比重 (%)
防疫物资	口罩、防护服等	-12.6	1.9
耐用消费品	消费电子、家具家电等	-7.1	24.7
出行消费品	鞋帽伞、纺织服装等	-7.4	28.7
生产设备零部件	通用机械、专用机械、汽车与零部件、机电零部件等	-9.0	23.5
生产资料	化学原料、纺织原料等	-11.8	7.1
总出口		-8	86

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

2.3 对非美国家出口或走弱更多，全年读数或前高后低

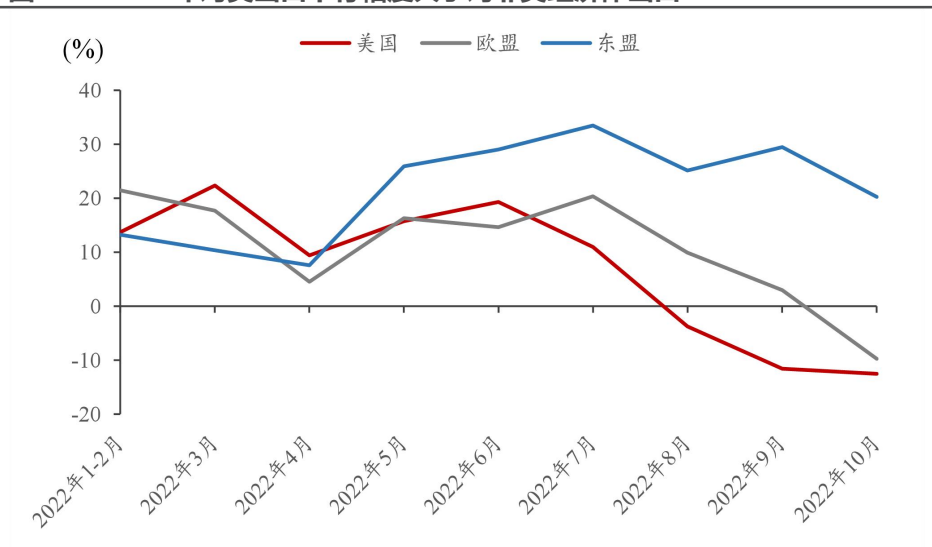
发达国家消费品需求走弱最快阶段已经过去，海外非美经济体生产需求持续回落，明年对非美经济体出口回落更多。

在本轮经贸周期中，美国等发达国家是中国消费品出口的主要市场；而东盟、欧盟则是中国生产设备零部件、生产资料出口的主要目的国。当 2022 年海外耐用消费品需求快速走弱时，中国对美出口回落幅度明显超过对其他主要经济体出口回落幅度。

明年消费品需求走弱趋缓，生产设备零部件与生产资料走弱将主导出口的下行，也意味着明年中国对非美经济体的出口走弱更多。

外需下行也将主导出口节奏，出口同比读数预计前高后低。展望明年，外需逐渐减弱，出口同比读数预计前高后低。

图 10：2022 年对美出口下行幅度大于对非美经济体出口



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：数据为中国对各个经济体的出口单月同比。

3 出口走弱的三点影响

3.1 拖累 GDP 增速 1.6 个百分点

疫后三年，出口始终是中国的最主要动能，不仅出口增速远高于消费、投资等其他板块，出口还驱动工业生产、拉动制造业投资。在内需受疫情和地产扰动而疲软时，出口成为三驾马车中至关重要的一环。

若明年中国总出口同比降至-8%，则出口将拖累 GDP 增速 1.6 个百分点。与今年出口拉动 GDP 同比 1.5 个百分点形成鲜明对比。

今年出口、基建、制造业投资拉动经济，疫情与地产扰动经济，明年出口或明显回落，经济增长动能将切换到内需。稳内需、稳增长的迫切性明显提高。

若明年 GDP 增速（实际 GDP）要达到 4% 左右，意味着社零（消费）增速至少要在 5% 以上。内需取决于疫情防控与地产，我们持续关注防疫政策优化与地产增量政策的持续落地。

3.2 制造业投资增速或降至 6.1%

过去两年制造业投资有三条线索：出口产业链投资、高技术投资与原材料加工投资，与之相关的具体行业投资拉动制造业投资高景气。

与出口相关的中下游设备制造业（计算机通信电子、电气机械、汽车产业链、通用设备、专用设备制造等）和部分原材料加工行业（化学纤维制造）贡献了总制造业投资的 5 成以上。

明年出口明显走弱将拖累中下游设备制造业投资，中下游设备制造业投资同比增速或下降近一半。明年中下游设备制造业投资将依赖高技术行业投资，计算机通信电子（半导体）、电气机械（光伏）等行业制造业投资表现相对较好。

原材料加工行业投资增长受上游原材料价格上行与技改投资的共同驱动，在过去两年快速增长。它贡献制造业投资约 3 成，拉动总制造业投资增长 2.7 个百分点。

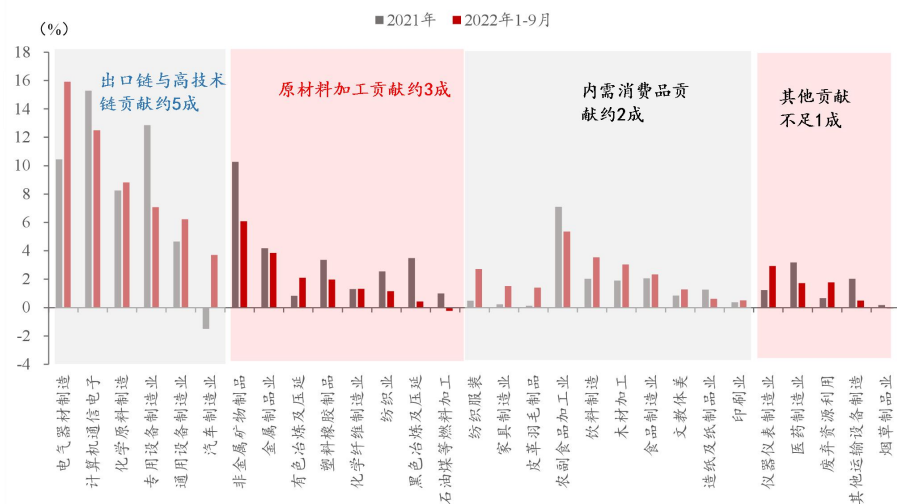
根据《“十四五”节能减排综合工作方案》，“十四五”期间技改投资重点覆盖传统能源改造、清洁能源升级等方向，涉及有色、钢铁、建材、石化等行业。

在政策支持下，明年技改投资仍会对上游原材料投资形成一定支撑，但原材料价格下行将在边际上拖累行业投资回落。上游原材料加工投资同比预计低于过去两年，对制造业投资同比的拉动将低于 1.7 个百分点（2022 年水平）。

其他板块方面，耐用品需求（纺服、家具、箱包等）随外需快速回落，明年

投资增速转负。与内需相关的日用消费品增速保持韧性，对制造业投资拉动与今年持平。

图 11：各行业对制造业投资的同比贡献



资料来源：Wind，民生证券研究院；图中色块加总的贡献为 2021 年贡献。

图 12：近两年中央层面技改投资相关政策

政策名称	发布单位	发布时间	相关内容
《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展发展的意见》	国务院	2022年9月2日	推动传统支柱产业绿色化高端化发展。支持山东以化工、有色金属、建材、纺织、轻工等行业为重点，“一业一策”制定改造提升计划。加快重化工业布局优化和结构调整。坚持高端化、绿色化、集约化，促进钢铁、石化企业兼并重组，实现产能向沿海地区园区集中。推动重要钢铁产业基地工艺流程优化和产品结构升级。深入推进化工园区整治提升，鼓励企业减油增化，延伸石化产业链，提高化工新材料保障能力。坚决遏制高耗能高排放低水平项目盲目发展。聚焦重点耗能行业，强化环保、质量、技术、节能、安全标准引领，对高耗能高排放项目全面推行清单管理、分类处置、动态监控。
《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知》	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部、自然资源部、生态环境部、交通运输部、商务部、人民银行、税务总局、银保监会、能源局	2022年2月18日	启动实施钢铁、有色、建材、石化等重点领域企业节能降碳技术改造工程
《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家能源局	2022年2月11日	引导能效在标杆水平特别是基准水平以下的重点领域企业实施绿色改造升级；并发布了炼油行业、现代煤化工行业、钢铁行业等17个重点行业节能降碳改造升级实施指南
《关于操作工业经济运行推动工业高质量发展的实施方案的通知》	国家发展改革委、工业和信息化部	2021年12月14日	大力推动企业技术改造。修订产业结构调整指导目录，引导企业加快技术改造和设备更新。实施工业企业技术改造投资升级导向计划。在钢铁、有色、建材、石化、煤电等重点领域组织开展技术改造，推动智能制造示范工厂建设，实施生产线和工业母机改造，补齐关键技术短板，提高产品供给质量。强化能效标准引领。科学确定石化、有色、建材等重点领域能效标杆水平和基准水平，明确目标方向，突出标准引领，严格能效约束，组织一批节能降碳技术改造项目，开展节能降碳技术示范应用，提高行业节能降碳水平。推动钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等重点行业和数据中心加大节能力度，加快工业节能减碳技术装备推广应用。
《“十四五”全国清洁生产推行方案》	国家发展改革委、生态环境部、工业和信息化部、科技部、财政部、住房和城乡建设部、交通运输部、农业农村部、商务部、市场监管总局	2021年11月9日	加强高耗能高排放项目清洁生产评价；大力推行工业产品绿色设计；加快原材料以及燃料的清洁替代；大力推行钢铁、石化化工、有色金属、及建材等重点行业的清洁低碳改造计划
《国务院关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	国务院	2021年10月26日	钢铁、有色金属、建材以及石化化工等重点行业，在“十四五”期间应持续推动行业“碳达峰”进程，加快退出落后产能，大力推进先进适用及绿色低碳技术改造，实现节能增效。同时坚决遏制“两高”项目盲目发展，推动工业领域绿色低碳转型及高质量发展。
《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局	2021年10月21日	推动重点行业，如钢铁、水泥、平板玻璃等行业，存量项目开展节能减碳技术改造，并分步实施、有序推进相关重点行业节能减碳工作的开展。同时发布了冶金、建材、石化化工等重点行业严格能效约束推动节能减碳行动方案（2021-2025年）
《关于印发〈绿色技术推广目录（2020年）〉的通知》	国家发展改革委办公厅、科技部办公厅、工业和信息化部办公厅、自然资源部办公厅	2021年1月8日	发布《绿色技术推广目录》，内容包括近百种节能减排、绿色生产等所需技术指引及简介

资料来源：国务院、发改委等，民生证券研究院整理

图 13：制造业投资增速预测

各行业	2021年拉动	2022年拉动	过去两年同比拉动 (%)	2023年同比拉动预测 (%)	
出口与高技术投资	电气器材制造	1.4	1.6	6.1	3.0
	计算机通信电子	2.1	1.2		
	化学原料制造	1.1	0.9		
	专用设备制造业	1.7	0.7		
	通用设备制造业	0.6	0.6		
原材料加工	汽车制造业	-0.2	0.4	2.7	0.9
	非金属矿物制品	1.4	0.6		
	金属制品业	0.6	0.4		
	有色冶炼及压延	0.1	0.2		
	塑料橡胶制品	0.5	0.2		
	化学纤维制造业	0.2	0.1		
	纺织业	0.3	0.1		
	黑色冶炼及压延	0.5	0.0		
	石油煤燃料加工	0.1	0.0		
	纺织服装	0.1	0.3		
耐用消费品加工	家具制造业	0.0	0.2	0.3	-0.5
	皮革羽毛制品	0.0	0.1		
	饮料制造	0.3	0.4		
日用消费品加工	木材加工	0.3	0.3	1.9	1.9
	农副产品加工业	1.0	0.5		
	食品制造业	0.3	0.2		
	文教体育	0.1	0.1		
	造纸及纸制品业	0.2	0.1		
	印刷业	0.1	0.1		
其他高技术投资	仪器仪表制造业	0.2	0.3	0.5	0.5
	医药制造业	0.4	0.2		
	废弃资源利用	0.1	0.2		
其他投资	其他运输设备	0.3	0.0	0.3	0.3
	烟草制品业	0.0	0.0		
制造业投资	13.6	10.0	11.8	6.1	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；注：2022 年数据为截止 9 月数据。

3.3 人民币汇率脆弱性提高

中国出口、美元指数以及中国国内经济增长是人民币汇率定价的主要逻辑。

在出口下台阶、美元走强与国内经济筑底共振时，人民币汇率会快速下行。展望明年，这三个变量的变化将带来人民币的重新定价。

美国货币政策领先欧洲，明年全球贸易周期下行，推动美元指数依旧偏强。

尽管 11 月以来，海外持续交易加息放缓，但美联储暗示“加息周期更长，加息终点更高”。短期加息的快慢对美元指数的影响较低，未来美元指数不会受到太大影响。再叠加全球贸易周期下行，预计美元指数依旧偏强。

国内经济处于“强预期”和“弱现实”的阶段，或可期待更多政策落地与经济实质性改善。

出口下行之后，稳内需更为迫切。内需上限在疫情防控，下限在房地产。11 月之后，疫情防控政策优化和地产增量政策重新上修了市场的政策预期。短期内，市场将持续交易政策预期与经济现实之间的预期差。

若明年出口进一步走弱，则经常账户顺差收敛或者逆差扩大，这意味着中国人民币汇率脆弱性提高。经济修复需要时间，在明年经济迎来实质性改善之前，人民币汇率在上半年的压力或许更大。

4 风险提示

- 1) **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。
- 2) **地产政策效果不及预期。**地产牵动上下游产业链与内需，地产政策效果受多重因素影响，可能超出我们预期。
- 2) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展不确定，可能超出我们预期。

插图目录

图 1: 疫后中国出口的两个阶段.....	3
图 2: 全球制造业 PMI 与中国出口.....	4
图 3: 2022 年 8 月后全球经贸进入下行周期.....	4
图 4: 全球经贸增速与预测 (单位: %).....	5
图 5: 中国出口波动大于全球经济波动.....	5
图 6: 美联储加息后, 耐用品外需回落.....	6
图 7: 生产设备零部件与生产资料同比.....	7
图 8: 2022 年 Q4 海外防控基本解除.....	7
图 9: 各板块出口增速预测 (单位: %).....	7
图 10: 2022 年对美出口下行幅度大于对非美经济体出口.....	8
图 11: 各行业对制造业投资的同比贡献.....	10
图 12: 近两年中央层面技改投资相关政策.....	11
图 13: 制造业投资增速预测.....	12

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026