

从出口到出海——中国经济发展的新驱动

全球经济景气度回升，中国外需有望改善。全球制造业 PMI、OECD 领先指标及半导体周期上行反映全球制造业景气度逐步向上，中美库存周期共振和美国进入补库存阶段，有望带动需求回暖，进而拉动中国出口增长。

中国的出口结构正向高质量转型。出口目的地和商品结构的多元化和优化，对新兴经济体特别是东盟的出口占比显著上升，提升了中国在全球市场中的竞争力。尽管中美贸易摩擦持续，中国通过海外建厂和转口贸易等方式，保持了较高的全球贸易份额。在商品结构方面，电动汽车、光伏产品和锂电池等高技术、高附加值产品成为新增长点，进一步巩固了中国在全球市场的领先地位；而低端制造业出口放缓，如纺服类轻工产品占比持续回落。

中国品牌出海和跨境电商的发展，显示中国企业在全球市场中的竞争力提升。跨境电商是中国品牌出海的具体表现，不仅加速了中国品牌出海的能力，还适应全球低价和平价销售的趋势。中国卖家在美国电商平台的市场份额显著，影响力持续扩大。以 Temu 和 Shein 为代表的中国跨境电商崛起，GMV 及访客数量爆发式提升，为中国卖家提供新的销售渠道和利润空间。

日本在 20 世纪 80 年代的出海经验有一定的借鉴意义。日本通过产业结构优化和技术升级，从“贸易立国”转向“投资立国”，实现了资本和技术的输出。我们可以通过加大对高科技产业和创新的投入，提升产品的技术含量和附加值，鼓励企业进行海外投资，增强在全球产业链中的话语权。这将有助于中国企业在全球市场中占据更有利的位置，实现更高质量的发展。

中国经济结构正在经历深刻的变化，随着房地产市场的深度调整，内需承压，出口和制造业有望成为新的经济增长点。中国目前正处在全球商品需求 and 贸易需求逐渐上行的阶段，中国企业的海外业务正逐步改善，并且成为在周期性过程中相对受益的部分。现阶段出海不仅仅顺应制造业景气度提升，还反映出中国经济结构改善、宏观大趋势改善带来的新的投资机会。

中美为主的大国博弈已经并将长期主导国际贸易格局。从短期至中期的角度来看，中国经济结构正面临着转型和升级，中国企业海外业务增长和国际市场布局或将成为破局的关键方向，为投资者带来新的机遇。

风险提示：全球复苏不及预期，贸易政策超预期收紧。

麦高证券研究发展部

分析师：刘娟秀

资格证书：S0650524050001

联系邮箱：liujuanxiu@mgzq.com

联系电话：15210154632

分析师：钟奕昕

资格证书：S0650524030001

联系邮箱：zhongyixin@mgzq.com

联系电话：15800464258

相关研究

《物价小幅回升 地产缓慢修复 宏观经济高频数据周报（2024年7月1日-7月7日）》2024.07.09

《制造业景气度保持平稳——6月PMI数据点评（更正）》2024.07.03

《制造业景气度保持平稳——6月PMI数据点评》2024.07.02

《工业生产趋缓，消费有所反弹——5月经济数据点评》2024.06.19

正文目录

1. 全球景气周期改善，提振中国外需	6
1.1 中美库存周期有望共振向上	6
• 美国或将进入补库存阶段.....	6
• 中美库存周期有望再度共振.....	7
1.2 美国补库有望拉动中国出口	8
1.3 景气周期驱动，出口和制造业景气度改善	10
1.4 全球半导体周期景气度抬升	11
2. 中国出口商品结构优化，对外贸易稳中有进	14
2.1 中国出口目的地多元化，东盟重要性显著抬升.....	14
2.2 高技术、高附加值产品成为出口新增长点	15
2.3 中国高科技产品出口市场布局向亚、欧国家变迁	18
• 集成电路	18
• 电动载人汽车	18
• 锂电池	19
• 太阳能电池	20
• 自动数据处理设备	20
3. 中国品牌全球竞争力提升，跨境电商市场持续扩张.....	21
3.1 中国品牌出海成为出口的新驱动力	21
3.2 中国跨境电商成为品牌出海新引擎，全球市场空间辽阔.....	22
3.3 他山之石：中国能否借鉴日本经验？	25
3.4 80-85年日本企业出海的特征.....	26
• 日本产业结构优化，技术密集型产业出口占比提升.....	26
• 日本对外贸易从产品输出走向资本输出.....	27
4. 从出口到出海，中国企业全球化进程的主要驱动力.....	29
4.1 中国企业海外业务持续拓展.....	29
4.2 全球化进程是企业成长的主要驱动力	29
5. 中国经济结构转型的驱动力，有望成为经济增长的新动能.....	30

图表目录

图表 1: 美国库存周期 (%)	7
图表 2: 中美库存周期 (%)	8
图表 3: 美国进口同比、库存同比 (%)	9
图表 4: 美国进口同比与中国出口同比趋同 (%)	9
图表 5: 中国出口同比增速领先中美库存同比增速 (%)	10
图表 6: 全球制造业 PMI 与中韩出口同比 (%)	11
图表 7: 越南 PMI 与出口同比 (%)	11
图表 8: OECD 领先指标与中国出口同比增速 (%)	11
图表 9: 各主要行业营业收入累计值占比	12
图表 10: 费城半导体指数与全球半导体销售 (%)	13
图表 11: 全球消费电子产品出货量当季同比 (%)	13
图表 12: 全球半导体销售均价当季同比 (%)	13
图表 13: 中国出口份额占全球比例 (%)	14
图表 14: 中国出口市场结构变化 (12MMA)	15
图表 15: 中国出口东盟主要经济体 (万美元)	15
图表 16: 美国从中国、加拿大等国进口占比 (%)	15
图表 17: 美国从印度、东南亚等国进口占比 (%)	15
图表 18: 中国出口商品结构变化 (12MMA, 亿美元)	16
图表 19: 机电、高新技术产品出口占比持续提升	16
图表 20: 高附加值商品出口占比抬升较多	17
图表 21: 中国船舶出口集中在亚洲	17
图表 22: 我国集成电路出口目的地分布	18
图表 23: 美国集成电路对中国进口依赖度降低	18
图表 24: 我国电动载人汽车出口目的地分布	19
图表 25: 美国电动载人汽车对中国依赖度极低	19
图表 26: 我国锂电池出口目的地分布	19
图表 27: 美国锂电池进口对我国依赖度高	19

图表 28: 我国太阳能电池出口目的地分布	20
图表 29: 我国自动数据处理设备出口目的地	21
图表 30: 美国自动数据处理设备对中国依赖降低	21
图表 31: 中国贸易顺差结构 (滚动累计 12 个月, 亿美元)	21
图表 32: 企业出海利好政策 (2021 年以来)	22
图表 33: 我国在线成交出口跨境电商规模	22
图表 34: 我国出口跨境电商交易规模及增速	22
图表 35: 2022 年预测前十大市场电商渗透率	23
图表 36: Temu 月度 GMV (百万美元)	23
图表 37: Shein GMV (十亿美元)	23
图表 38: 美国亚马逊、Temu、Shein 和速卖通的独立访客数量 (百万)	24
图表 39: 亚马逊中国顶级卖家数量百分比	24
图表 40: 中国卖家在亚马逊的 GMV (十亿美元)	25
图表 41: 中国卖家在 eBay 的 GMV (十亿美元)	25
图表 42: 日本人均 GDP、出生率及出口占比	26
图表 43: 中国人均 GDP、出生率及出口占比	26
图表 44: 日本制造业结构对比	26
图表 45: 日本出口、资本形成总额占 GDP 比重 (%)	26
图表 46: 日本贸易顺差 (万亿日元)	27
图表 47: 各国进出口中尖端技术产品占比 (%)	27
图表 48: 日本出口、贸易顺差占 GDP 比重 (%)	27
图表 49: 全球各国 OFDI 存量占 GDP 比例 (%)	28
图表 50: 日本电子机械工业创新 (百万日元)	28
图表 51: 全部 A 股 (扣除金融地产) 海外业务收入占比 (%)	29
图表 52: 上市公司非人民币存款	30
图表 53: 上市公司非人民币存款占比	30
图表 54: 中国出口与地产销售额 (亿元)	30
图表 55: 中国经济数据 (累计同比, %)	31
图表 56: 中国出口对 GDP 上行拉动明显 (%)	31

图表 57: 交运、有色金属、通用设备等行业出口增加带动制造业投资回升 (%) .	32
图表 58: 船舶、集成电路、自动数据处理设备、家具、家电出口增速较快 (%) .	32
图表 59: 出口交货值/营业总收入 (6 个月移动平均)	33

1. 全球景气周期改善，提振中国外需

当前全球景气周期改善迹象显现，全球以及美国、欧盟等发达国家景气度正持续回升，包括制造业 PMI、OECD 综合领先指标在内的经济前瞻指标企稳向好，而中美库存周期共振向上有望强化复苏预期，外需回暖有望持续拉动我国出口的增长。中国出口的驱动力主要来自于全球景气周期改善下外需的不断提振。

1.1 中美库存周期有望共振向上

美国或将进入补库存阶段

美国作为全球经济的重要驱动力，其需求强弱对全球制造业景气周期具有显著影响。通过分析美国库存总额同比增速与销售总额同比增速的转折点，可以刻画出美国库存周期的变动情况，进而判断全球制造业景气周期所处的位置。

库存周期的波动主要是由企业存货的调整所引起。在经济的不同阶段，企业会根据市场的需求变化来调整其库存水平，而生产与需求错位则导致了周期性的库存波动。具体来说，库存周期可划分为四个阶段，被动去库、主动补库、被动补库、主动去库，与经济的不同阶段紧密相关：

被动去库阶段：通常对应经济触底或开始企稳阶段，市场需求开始回升，销售状况改善，但由于生产计划调整具有滞后性，库存继续下降。数据表现为，销售总额同比增速达到阶段最低点后开始回升，但库存总额同比增速仍在下降。

主动补库阶段：通常对应经济复苏阶段，企业预期市场需求将增长，因此开始增加库存以备不时之需，企业对未来市场持乐观态度。数据表现为，库存总额同比增速达到阶段最低点后开始回升，且销售总额同比增速也处于上升趋势。

被动补库阶段：通常对应经济平稳或下行阶段，企业的生产速度未能及时调整以适应市场需求的放缓，导致库存水平继续增加。数据表现为，销售总额同比增速达到阶段最高点后开始下降，而库存总额同比增速仍在上升。

主动去库阶段：通常对应经济下行阶段，企业意识到市场需求下降，为了减少库存过剩的风险，开始主动降低库存水平。数据表现为，库存总额同比增速达到阶段最高点后开始回落，且销售总额同比增速也处于下降趋势。

通过对美国库存周期的划分，我们可以发现，自 2023 年 7 月以来，美国销售总额同比增速企稳向上、PPI 同比及制造业 PMI 见底回升，市场需求开始回暖，进入被动去库存阶段。到了 2024 年初，美国库存总额同比增速出现向上的拐点，美国库存周期逐渐从被动去库向主动补库阶段过渡。根据历史经验，主动补库阶段平均持续时长大约在 11 个月左右，目前大概率仍处于补库存的早期阶段，这就意味着 2024 年下半年有望处于主动补库的阶段。此外，1993 年以来 NBER 认证的 3 次美国经济衰退时期均出现在主动、被动去库阶段，而非补库阶段，这就意味着在主动补库阶段中，美国经济出现衰退的可能性相对较低。

图表 1：美国库存周期（%）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

中美库存周期有望再度共振

在中美库存周期比较的部分，我们遵从行业惯例统一采用存货同比增速来进行分析。库存周期本身是由供需错配和调整形成的，这就意味着，总供给和总需求是影响库存变化核心因素，而中美两国作为贸易伙伴会影响彼此的供需，因此中美库存周期会呈现一定的关联性。整体而言，自 1996 年以来，中美库存周期经历了从美国领先到协同，贸易摩擦后同步性降低，再到疫情后共振的四大阶段变化：

1) 1996 至 2008 年间，美国库存周期由领先走向协同。在 2002 年之前，美国库存周期的波峰波谷整体领先于中国 10 个月左右；伴随着 2001 年中国加入 WTO 后对外贸易快速发展，内外需求的大幅抬升拉动中国库存快速上行，与此同时，美国 2002 年进入新一轮补库存，自 2002 年开始，中美库存周期同步性逐渐抬升。

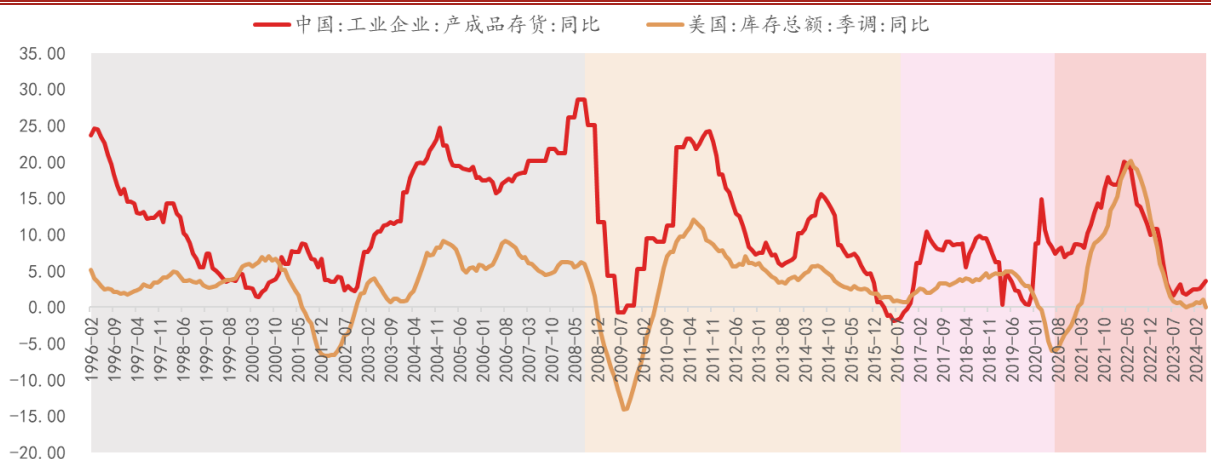
2) 2008-2016 年间，中美库存周期的波动一致性较高。2008 年下半年我国经济政策全面宽松以抵御金融危机的冲击，2010 年底出台“四万亿计划”，在强有力的政策支持下我国经济强势复苏；与此同时，在全球经济复苏以及美国量化宽松政策等刺激下，美国经济于 2009 年下半年开始好转，需求逐渐抬升。随着全球化和中美贸易关联度加深，中美库存周期协同共振，中美均于 2009Q4 开始补库存，之后在 2013Q4 再度开启新一轮库存波动。

3) 2016-2019 年间，中美库存周期的同步性显著降低。在 2016 年开启的新一轮库存周期中，中国略微领先于美国，这主要源于政策层面的差异。2015 年中国开始供给侧改革，加速去杠杆、过剩产能出清，引发库存快速冲高，而后叠加贸易摩擦反复等因素影响，库存回落进入去库阶段；美国方面，2015 年美联储开启新一轮加息，在减税、政府支出等一系列积极政策拉动下，美国经济超预期增长，企业生产和居民消费持续向好，整体处于补库阶段。

4) 2020 年新冠疫情后，中美库存周期再度共振。2020 年新冠疫情爆发，在美日欧等发达国家宽松政策加码的刺激下，全球经济持续复苏，美国投资和需求快速回升，进入补库阶段；而我国产业链供应链较为完善，海外需求的恢复带来我国出口持续高增，中美两国库存均在 2020Q3 至 2022Q2 期间出现了显著上行；从 2022Q3 开始，美联储加息以应对通胀快速上行（流动性宽松+地缘政治摩擦影响），全球经济再度放缓，中美两国均步入去库阶段；2023Q3 美联储暂停加息，全球经济下行趋势放缓，制造业景气度持续抬升，美国消费韧性较强，推动美国需求恢复，库存增速在 2024 年初触底回升。

从过往经验来看，贸易和政策因素通过对供给和需求产生影响，进而对库存周期变动影响较大。贸易方面，中国加入 WTO 后外需拉动出口中美库存共振上行，中美贸易摩擦制约出口后中美库存周期错位，以及疫情后需求复苏中美库存再度共振；政策方面，主要是货币、财政政策对需求影响较大，例如金融危机后超常规货币政策、疫情后美联储“无限量”QE 等有效促进需求回升，推动库存去化。总体而言，内外部需求共振向上是拉动库存周期上行的关键，而中美库存周期共振向上，则有利于中国出口。

图表 2：中美库存周期（%）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

1.2 美国补库有望拉动中国出口

美国补库存与美国进口正相关。从美国进口与库存的关系来看，美国进口商品金额同比增速拐点虽领先于库存总额同比增速拐点，但补库存对应的需求增多能够有效拉动美国进口增长。本轮美国进口商品金额同比增速自 2023Q1 开始震荡向上，库存总额同比增速自 2024Q1 出现向上拐点，后续有望进一步抬升，美国需求或将展现韧性。

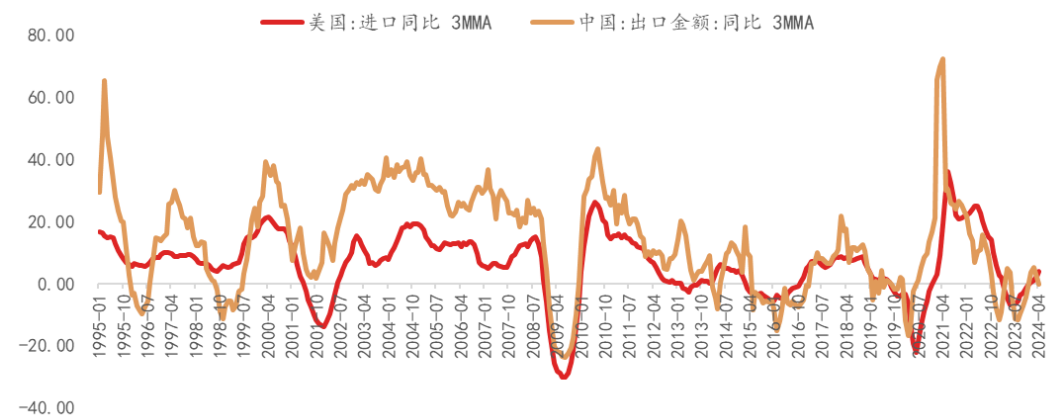
图表 3：美国进口同比、库存同比 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

美国进口与中国出口正相关，美国需求抬升有望拉动中国出口增长。从中美进出口同比增速的关系来看，中国出口同比增速与美国进口同比增速变动的一致性较高，伴随着美国补库阶段的推进，美国需求的抬升有望带动美国进口增长，进而间接拉动中国出口的增长。

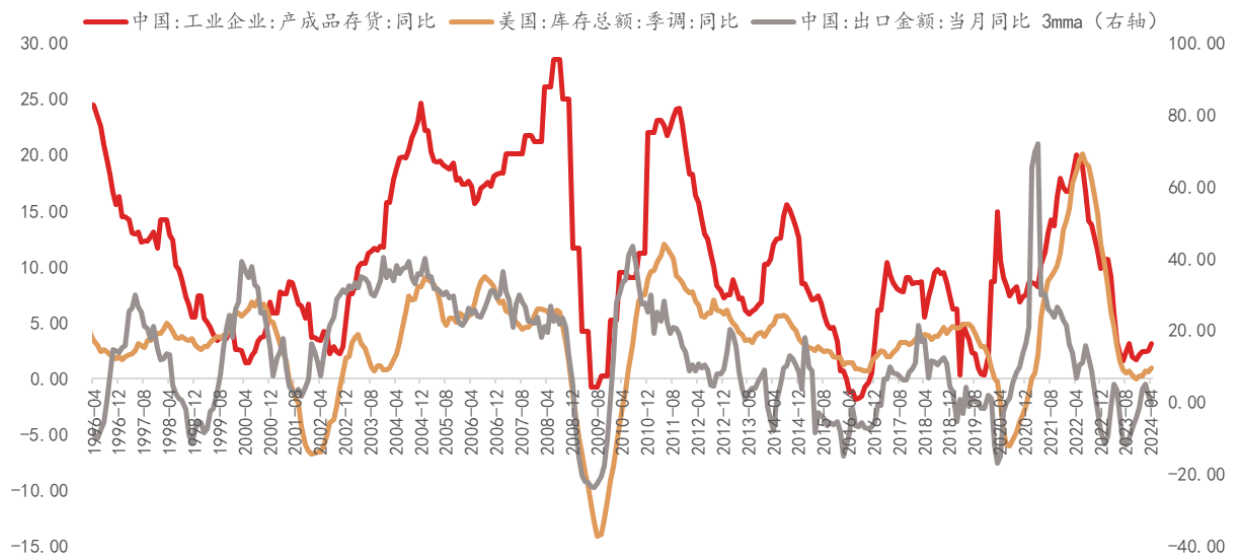
图表 4：美国进口同比与中国出口同比趋同 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

从图表 5 可以看出，中国出口同比增速拐点领先于中美库存同比增速。由于需求仍然相对疲弱，库存周期上行趋缓，暂处于库存同比增速磨底阶段。目前中国出口增速企稳向好，伴随着中美库存周期共振、库存持续上行，未来出口增速有望延续。

图表 5：中国出口同比增速领先中美库存同比增速（%）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

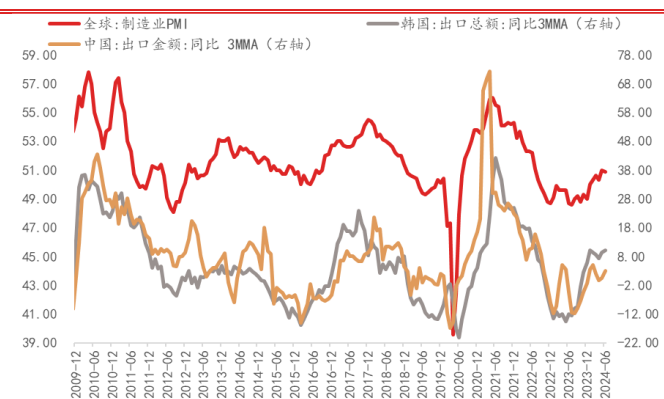
1.3 景气周期驱动，出口和制造业景气度改善

从韩国、越南出口以及全球 PMI、OECD 领先指标的表现来看，目前全球大概率处于制造业上行的前半段。未来伴随着需求回升，我国出口增速向上的趋势有望延续。

越南、韩国出口的改善体现全球制造业景气度逐步上行的趋势。中韩两国出口一致性较高，且与全球 PMI 同步性较高。中国出口增速在 2023 年末由负转正，韩国出口增速于 2023 年 10 月由负转正；此外，越南出口增速也自 2023 年 9 月由负转正。整体来看，韩国出口产品是以半导体工业为代表的高端制造业，越南出口产品是以轻工为代表的低附加值制造业，虽然地缘政治冲突影响了国际贸易，但是出口仍处于上行区间，也体现了制造业景气度的逐渐改善。

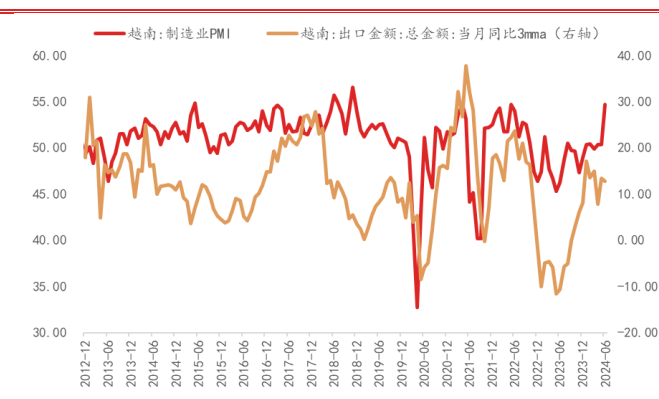
此外，全球制造业 PMI 自 2023Q1 以来企稳回升，目前还处于制造业回升偏早期的阶段，仍距 2021 年的高点有一定距离，未来制造业景气度有望持续抬升。

图表 6: 全球制造业 PMI 与中韩出口同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

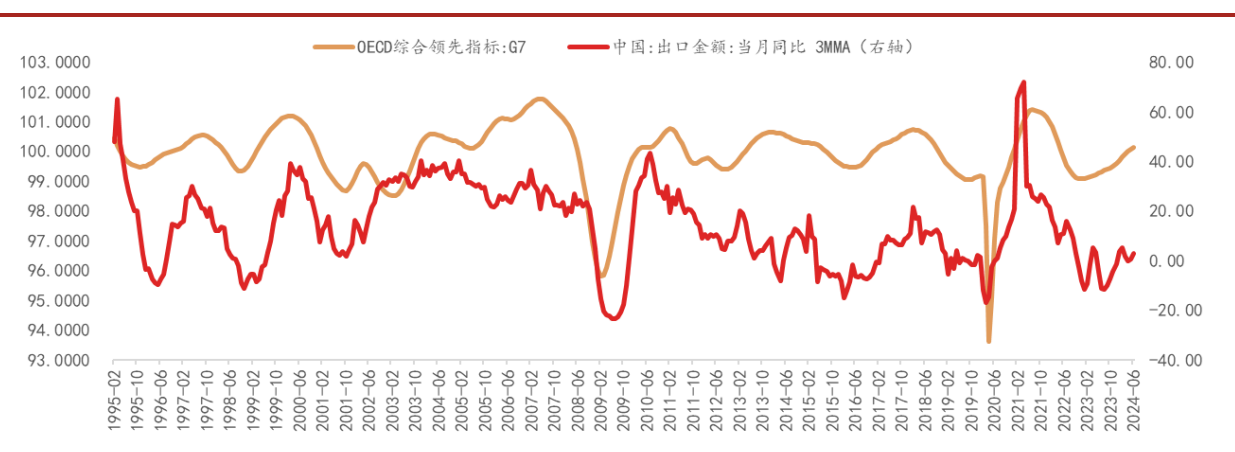
图表 7: 越南 PMI 与出口同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

OECD 综合领先指标 (G7) 同比增速整体领先中国出口增速近半年, OECD 综合领先指标 (G7) 于 2023Q1 以来持续攀升, 外需改善趋势或仍将持续。

图表 8: OECD 领先指标与中国出口同比增速 (%)

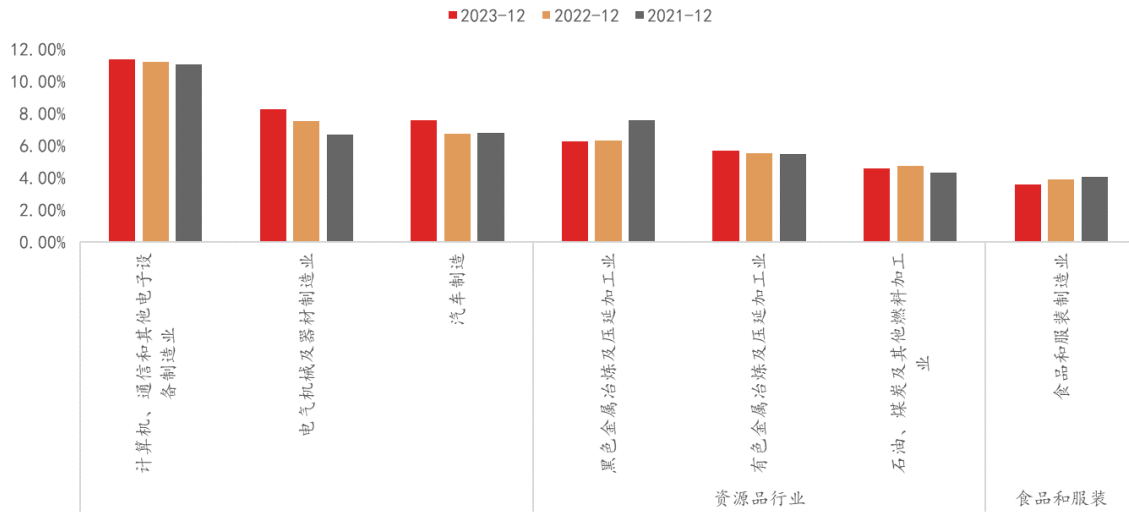


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

1.4 全球半导体周期景气度抬升

我们统计了各主要行业收入占工业企业总收入之比, 可以发现电子行业占比较高。具体数据方面, 截至 2023 年末, 电子行业收入约为 15.11 万亿, 占比为 11.32%, 是目前占比最大的行业; 电气机械和汽车行业是第二、第三大行业, 收入均在 10 万亿左右, 占比均在 8% 左右; 资源品类行业合计规模在 30 万亿左右, 其中黑色、煤炭、有色占比均在 5% 左右; 而纺织服装和食品加工等行业的规模相对较小, 合计占比在 4% 左右。

图表 9：各主要行业营业收入累计值占比



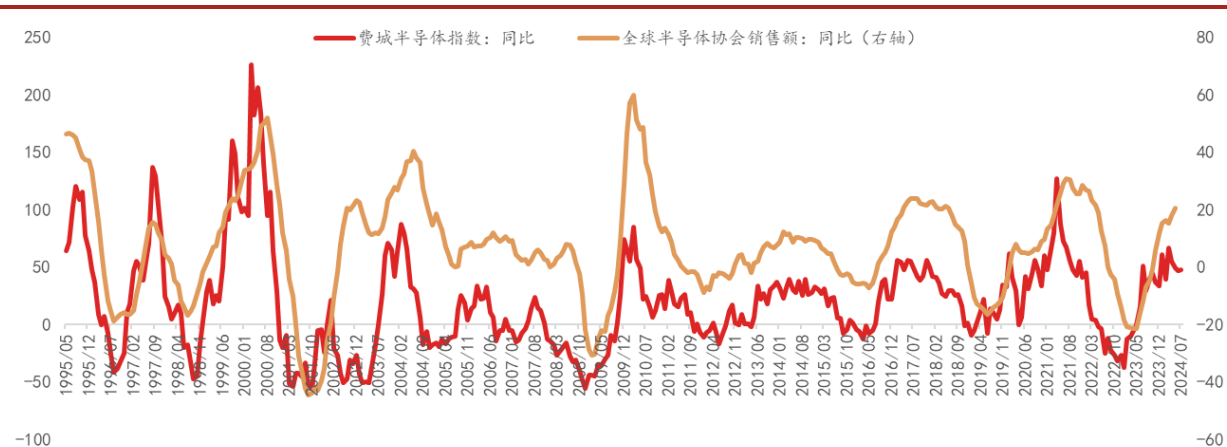
资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

由于电子行业收入占比较高，因此其周期性变化以及在全球经济周期中的位置值得关注。我们选用半导体作为电子行业的代表，观测其所处的周期位置。半导体行业周期性主要是由于供需错配引起的：半导体行业的产能扩张需要较长时间，而需求变化可能较快，因此对需求变化的反应存在时滞，这种时间上的错配会导致供需之间的周期性波动。

费城半导体指数涵盖美股 30 家半导体芯片类上市公司，是全球半导体业景气主要指标之一，其表现与半导体市场增速呈现较高相关性。根据费城半导体指数历史周期性可以发现，半导体周期的长度一般在 4 年左右，其中上行周期通常在 2 年左右，下行周期通常在 1-1.5 年。

从本轮半导体周期来看，费城半导体指数和全球半导体销售额同比先后转正，全球半导体销售额自 2023 年 11 月开始正增长，至今已有 8 个月，全球半导体行业处于上升周期的确定性不断加强。随着消费电子需求的回暖，以及去年较低的库存基数，目前已出现筑底后向上拐点的迹象，或仍处于半导体周期景气改善的前半段。

图表 10: 费城半导体指数与全球半导体销售 (%)

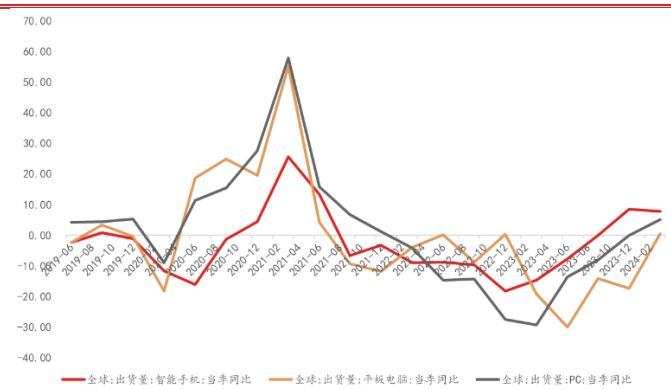


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

自 2023Q3 以来,全球智能手机、平板电脑和 PC 市场的出货量逐步开始进入改善的区间。具体来看,2024Q1 PC 出货量实现了周期性复苏,八个季度以来首次回归正增长,同比增长达到 5.1%;平板电脑出货量在 2024Q1 也迎来了周期性复苏,同比增长达 0.5%;手机市场则在 2023Q4 出货量就实现正增长,并在 2024Q1 同比增长达 7.8%。

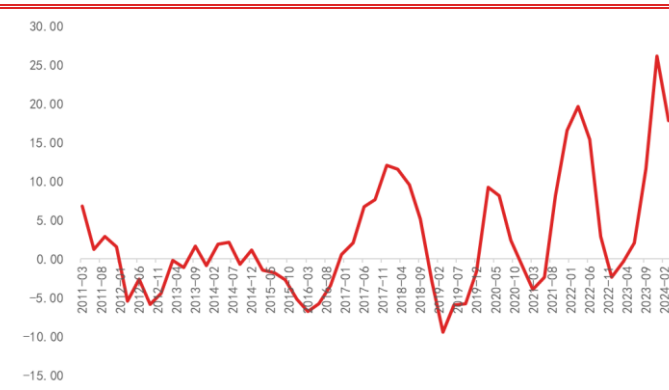
全球市场销售额方面,由于消费电子出货量改善以及低基数效应和人工智能对相关芯片需求的快速增长,半导体销售额同比增速在 2023Q1 触底后降幅逐渐收窄,于 2023Q4 转正,并于 2024Q1 稳步上升;与此同时,人工智能存储芯片主要的两大产品(DRAM、NAND Flash)价格攀升,半导体销售均价自 2023Q1 触底之后回暖趋势较为明显,消费者对市场的信心逐渐增强。

图表 11: 全球消费电子产品出货量当季同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 12: 全球半导体销售均价当季同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

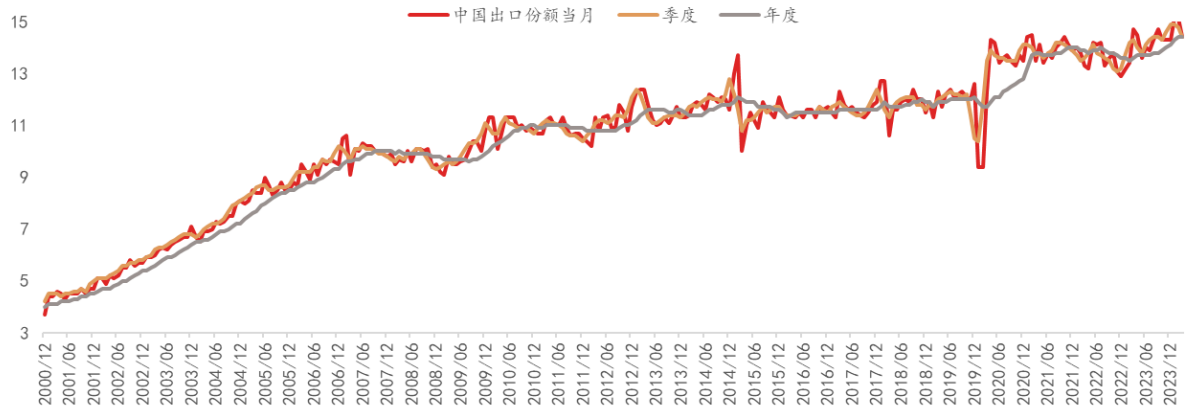
总体来看,在美国进入补库存阶段带动需求回暖,中美库存有望周期共振向上、全球制造业景气度提升以及半导体周期上行的背景下,中国外需有望改善,仍将对出口形成有力支撑。

2. 中国出口商品结构优化，对外贸易稳中有进

2.1 中国出口目的地多元化，东盟重要性显著抬升

2023 年，中国进出口 5.94 万亿美元，其中，出口 3.38 万亿美元，占国际市场份额 14.2%，与 2022 年持平，连续 15 年保持全球第一。尽管中美面临贸易摩擦，但是中国通过海外建厂转口贸易等方式，贸易份额仍处于全球较高的水平。

图表 13：中国出口份额占全球比例（%）

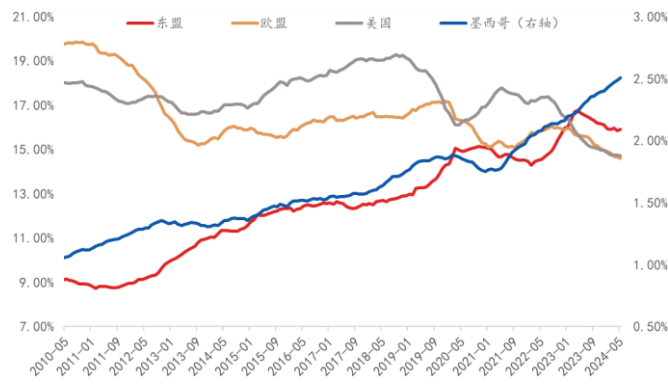


资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

从出口目的地来看，我国出口格局发生着变化，对发达经济体出口占比下滑，而对新兴经济体出口占比上升。一方面，中国出口美国所占的份额自 2018 年下半年以来明显回落，另一方面，我国对东盟、墨西哥以及“一带一路”地区的出口的重要性抬升。

自 2013 年习近平主席提出构建中国-东盟命运共同体，以及“一带一路”倡议的推进，区域经济一体化增强，我国与东盟经贸合作不断深化，为我国出口增长提供了坚实基础和新动力。同时，东盟经济的发展和商品需求的稳步上升也是我国对东盟出口的持续增长的重要原因。根据 IMF 的预测，2024 年东盟主要经济体有望继续维持 GDP 高增长，货物进出口实际增长率也预期向好，表明东盟在国际贸易中的活跃度将保持在较高水平。

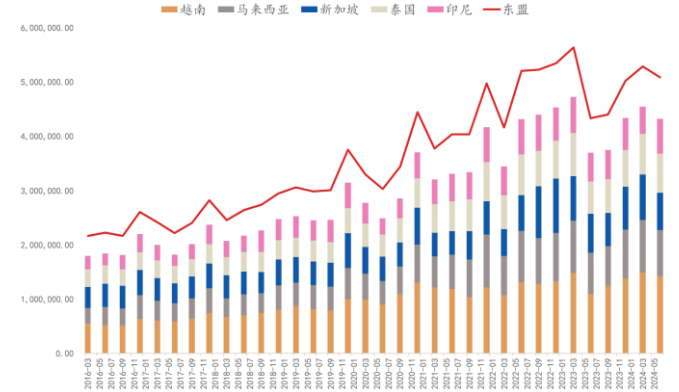
图表 14: 中国出口市场结构变化 (12MMA)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

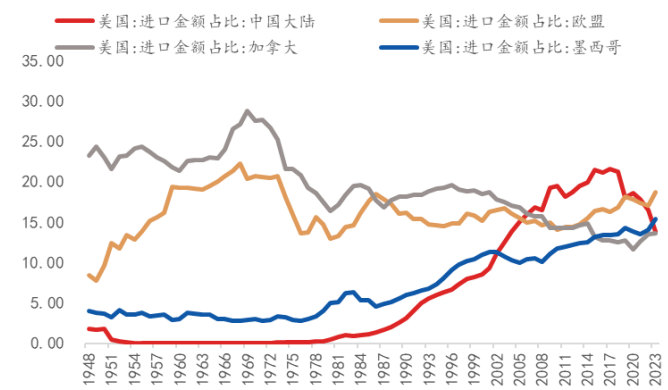
美国进口中国份额自 2018 年以来持续降低, 对我国商品的依赖持续回落, 与此同时, 美国从墨西哥、加拿大的进口份额持续抬升, 对印度、以及泰国、越南等东南亚地区的进口份额也逐渐提升。

图表 15: 中国出口东盟主要经济体 (万美元)



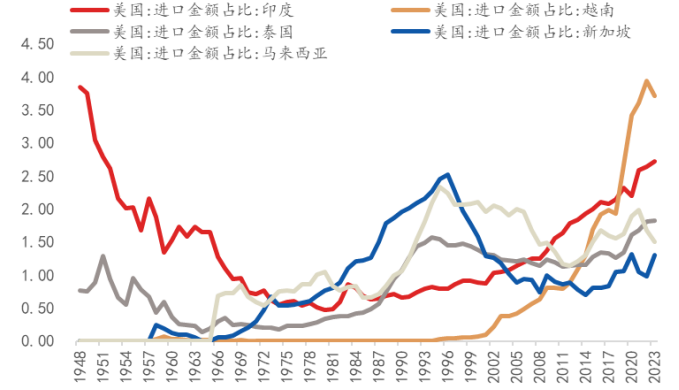
资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 16: 美国从中国、加拿大等国进口占比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 17: 美国从印度、东南亚等国进口占比 (%)

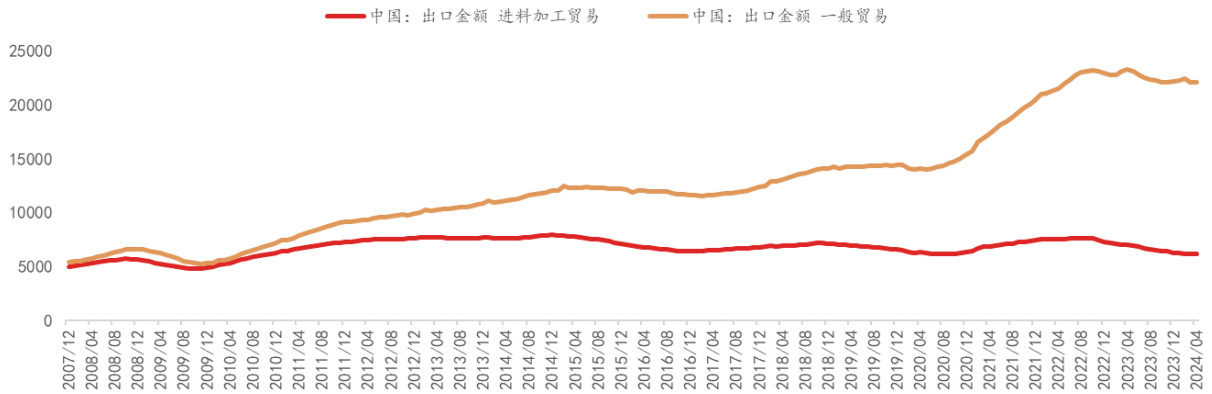


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

2.2 高技术、高附加值产品成为出口新增长点

一般贸易出口金额自 2021 年以来增长较快, 相比之下, 进料加工贸易出口金额则处于较低的水平区间震荡。截至 2024 年 4 月底, 进料加工贸易出口金额仅为一般贸易的 28%, 反映近三年来, 我国出口的产品、出海的企业出现了明显的变化, 进料加工对应的低端制造业出口放缓。

图表 18：中国出口商品结构变化（12MMA，亿美元）

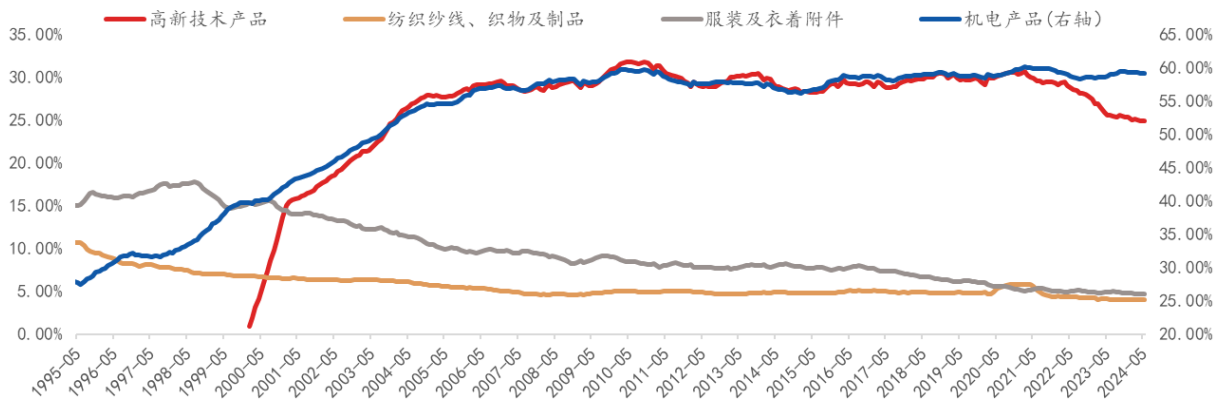


资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

我国对外贸易一直在深耕高质量发展，具备比较优势的行业出口占比持续提升。贸易结构从服装、家具、家电“老三样”到“新三样”转型，并且电子产品的出口份额提升较快、占比较高。

各类商品出口额占国内总出口额的比重变化，可以反映出中国产业结构变化和重心转移。可以发现，机电、高新技术等制造业产品出口占比持续提升，而纺织服装类轻工产品占比持续回落。目前我国出口商品中，机电产品的出口金额占比在 60%左右，高新技术产品占比在 25%左右，占比显著提升；而纺织服装类产品出口占比持续回落，目前合计占比在 10%左右，较 90 年代 25%左右的占比降低明显。

图表 19：机电、高新技术产品出口占比持续提升

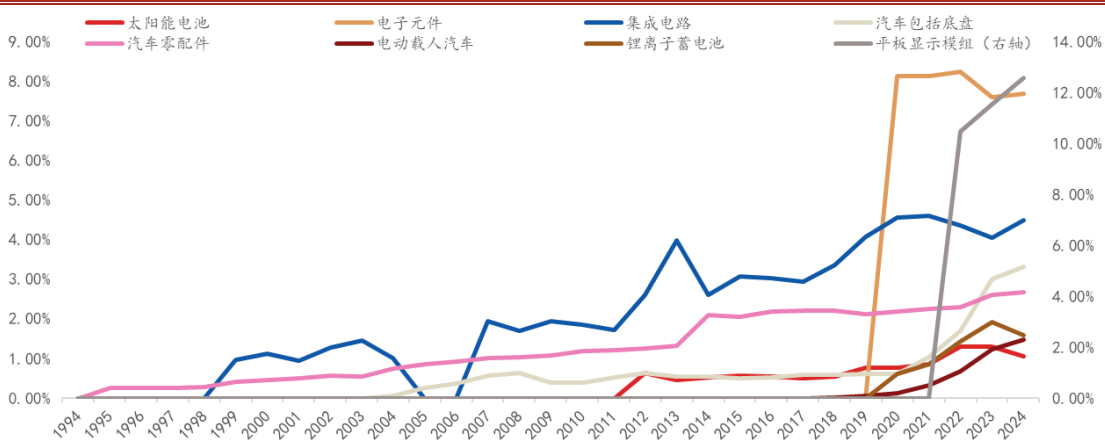


资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

以电动汽车、光伏产品、锂电池的出口为代表，中国高技术、高附加值、引领绿色转型的产品成为出口新增长点。海关总署指出，2023 年，中国出口“新三样”——新能源汽车、锂电池、光伏产品在全球市场的领先地位得到进一步巩固。其中，电动载人汽车、锂电池和太阳能电池等“新三样”产品合计出口规模首次突破万亿元大关。

具体来看，截至 2023 年末，电子板块中的平板显示模组、电子元件、集成电路出口占比分别为 11.53%、7.59%、4.06%；汽车包括底盘、汽车零配件、电动载人汽车合计出口占比 6.86%；锂离子蓄电池、太阳能电池合计出口占比 3.22%。

图表 20：高附加值商品出口占比抬升较多

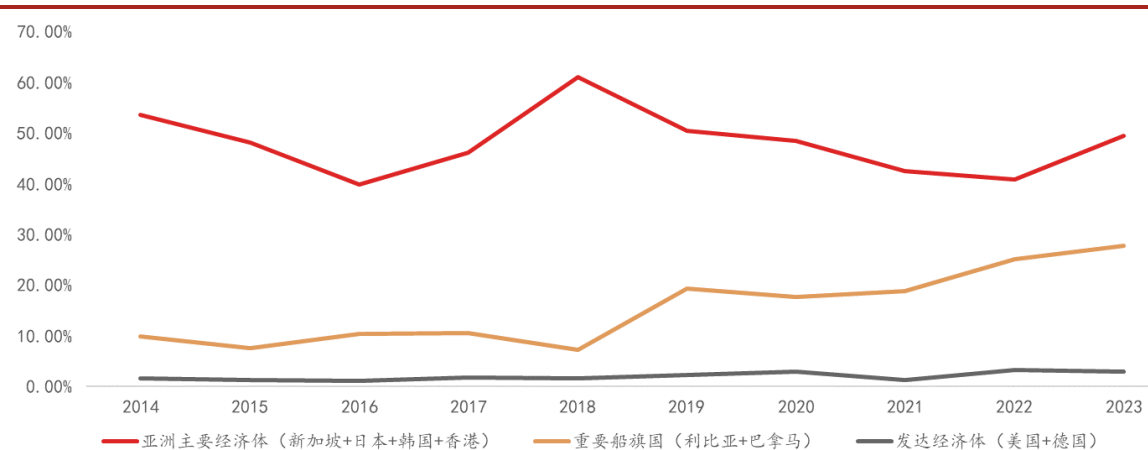


资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

中国船舶主要出口到亚洲经济体，且向船旗国的市场份额增长迅速，相较之下，中国船舶出口到美国和德国等发达国家的占比较小。

具体来看，中国船舶出口到亚洲主要经济体（新加坡、日本、韩国和香港）的占比整体上保持在50%左右，是最主要的出口目的地。随着全球航运业的发展，船旗国作为船舶注册地的吸引力不断增强，中国船舶出口到重要船旗国（利比里亚和巴拿马）的占比从2014年的9.82%增长至2023年的27.68%。此外，中国出口到德国、美国的占比相对较低，合计的占比从2014年的1.62%增长到2023年的2.88%。

图表 21：中国船舶出口集中在亚洲



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

2.3 中国高科技产品出口市场布局向亚、欧国家变迁

近年来中美贸易的紧张局势促使中国集成电路、电动载人汽车、锂离子蓄电池及太阳能电池等高科技出口商品在国际市场上的布局有所变迁。上述产品对美国的出口份额虽然有所下降，但中国企业成功开拓了亚洲、欧洲等地区的市场，尤其是东南亚国家实现了出口份额的显著增长。

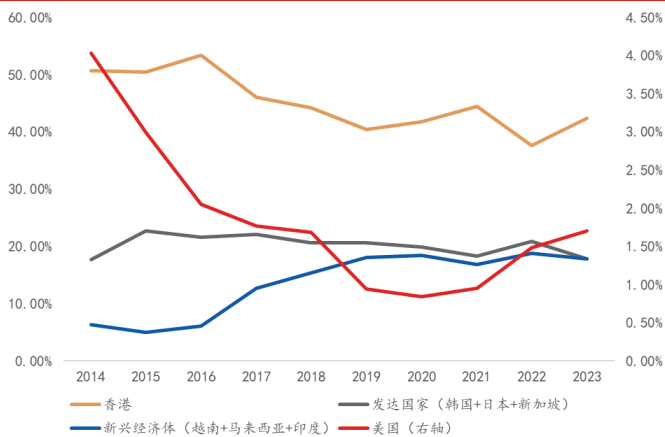
集成电路

我国集成电路 1-5 月，集成电路出口金额同比增长 21.2%，尽管受到贸易摩擦加征关税的影响，但出口仍维持高速增长，主要通过多元化市场开拓来应对挑战，对韩国以及越南、印度等新兴市场国家的出口份额抬升明显。此外，我国半导体销售额在全球占比持续抬升，目前已达到 30% 左右的水平。

从出口目的地来看，截至 2023 年末，我国集成电路的主要出口到中国香港（占比 42.35%）和韩国（13.03%）；对东南亚国家的出口也实现了显著增长，相比于 2014 年，2023 年我国集成电路对印度的出口份额从 0.42% 增长到 4.22%，对越南的出口份额也从 0.87% 增长到 7.76%。

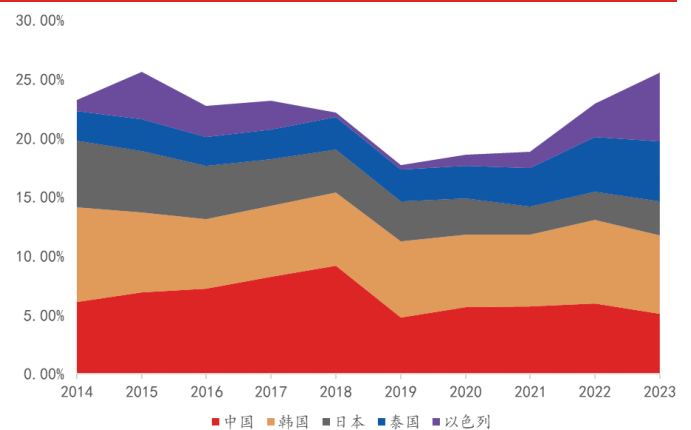
美国方面，中国对美国集成电路的出口份额从 2014 年的 4.03% 下降 2.32pct 至 2023 年的 1.71%。此外，从 2014 年以来美国半导体从主要国家进口的金额变动的趋势可以看出，美国对中国半导体的依赖自贸易摩擦以来降低，转而增多向韩国、以色列进口。

图表 22：我国集成电路出口目的地分布



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

图表 23：美国集成电路对中国进口依赖度降低



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

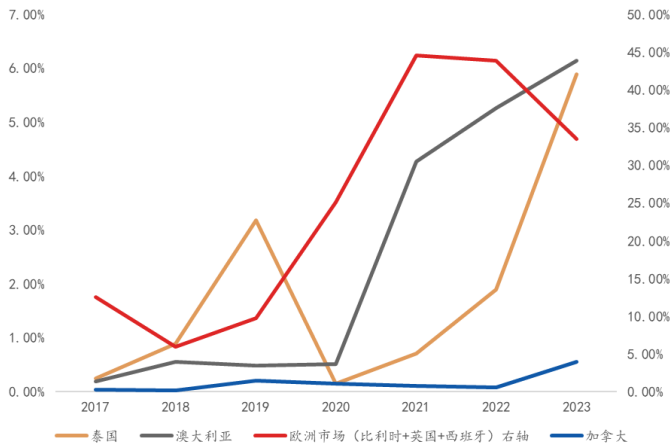
电动载人汽车

2023 年我国出口电动载人汽车 177.3 万辆，同比增长 67.1%，占全年我国出口汽车总量的 34%，这一显著的增长得益于我国新能源汽车领域的技术创新，且国际地位逐渐提升，目前我国已成为全球第二大汽车出口国。但受贸易摩擦影响，

美国对我国电动载人汽车的依赖很低，我国电动载人汽车出口目的地主要集中在欧洲地区。

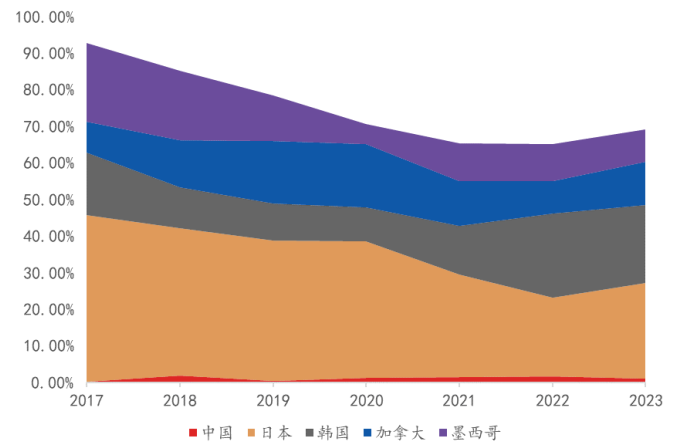
截至 2023 年末，我国电动载人汽车对比利时（13.99%）、英国（12.19%）和西班牙（7.30%）的出口占比相对较高。对西班牙、泰国、澳大利亚、加拿大的出口均实现了显著的增长，相比于 2014 年，2023 年我国电动载人汽车对西班牙、泰国、澳大利亚、加拿大的出口份额分别从 0.02%、0.24%、0.19%、0.25%增长到 7.3%、5.9%、6.15%、3.99%。

图表 24：我国电动载人汽车出口目的地分布



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

图表 25：美国电动载人汽车对中国依赖度极低



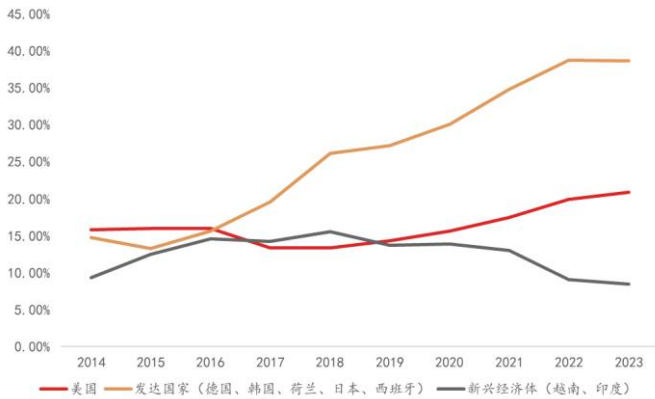
资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

锂电池

2023 年我国锂电池累计出口超过 150GWh，同比增长超 60%。在全球能源转型的大背景下，电动汽车和储能技术行业的快速增长，以美国为首的发达国家对锂电池的需求量显著增加，中国锂电池出口发达国家的比例也在逐年上升。

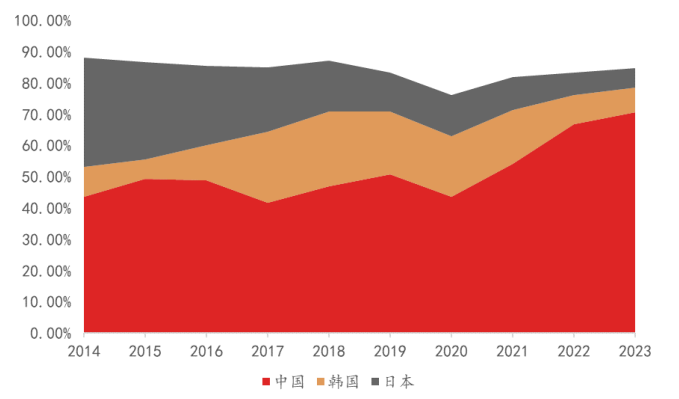
截至 2023 年末，我国锂电池主要出口到美国（20.87%）以及德国（14.36%）、韩国（12.08%）等发达国家。对荷兰、西班牙的出口均实现上涨，相比于 2014 年，2023 年我国锂电池对荷兰的出口份额从 1.71%增长到 5.6%；对西班牙的出口份额从 0.36%增长到 2.87%。

图表 26：我国锂电池出口目的地分布



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

图表 27：美国锂电池进口对我国依赖度高



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

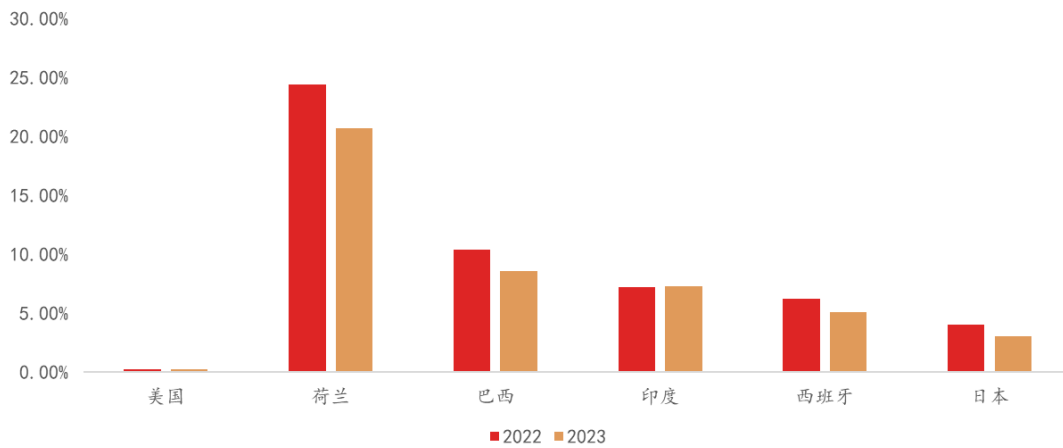
资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

☎ 太阳能电池

2023 年中国太阳能电池出口数量同比增长 38.5%，我国太阳能电池出口占全球市场份额的 80% 左右。截至 2023 年末，我国太阳能电池主要出口到荷兰（20.67%）、巴西（8.53%）、印度（7.26%）和西班牙（5.10%）。尽管美国市场对全球太阳能产品的需求巨大，但仅占我国出口太阳能电池份额的 0.24%。美国最新的关税升级对我国太阳能电池出口影响相对有限。

图表 28：我国太阳能电池出口目的地分布



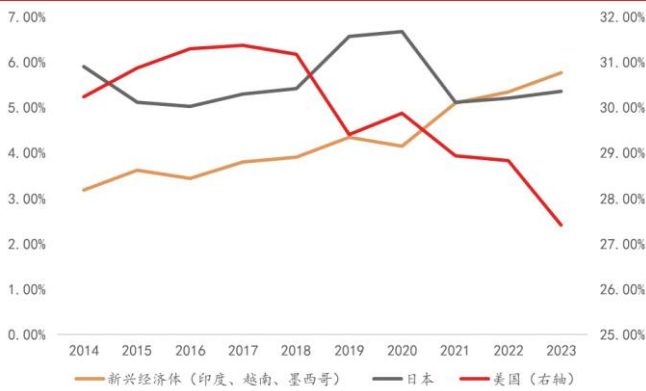
资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

☎ 自动数据处理设备

受全球贸易环境变化和国内产业结构调整等多重因素影响，我国自动数据处理设备出口整体呈现波动下降态势，2023 年中国自动数据处理设备出口量同比减少 14.0%。尽管出口呈现下降趋势，但中国自动数据处理设备行业在全球市场仍具有竞争力，并受到国内政策的有力支持。中国政府出台的税收优惠、资金扶持和创新激励等政策为该行业提供了良好的发展环境。

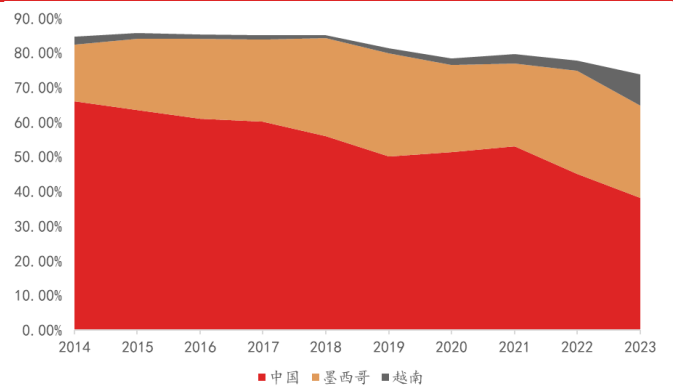
在出口目的地结构方面，美国占据主导地位，但其份额整体呈现缓慢下降的趋势，从 2014 年的 30.23% 下降到 2023 年的 27.42%。新兴市场方面，印度市场的增长较多，份额从 1.47% 稳步上升至 3.90%，墨西哥和越南的市场份额整体保持稳定。

图表 29：我国自动数据处理设备出口目的地



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

图表 30：美国自动数据处理设备对中国依赖降低



资料来源：UN Comtrade、麦高证券研究发展部

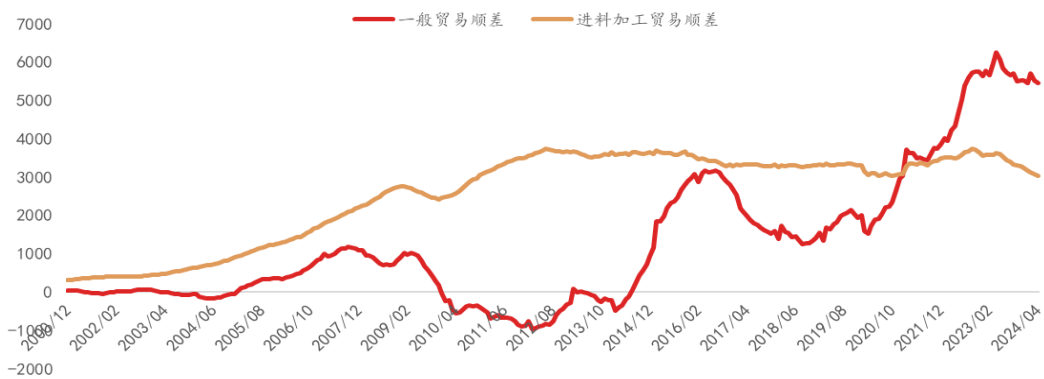
总体来看，中国出口结构正在向高质量转型，出口目的地和商品结构的多元化和优化，提升了“中国制造”在全球市场中的竞争力。特别是高附加值产品的快速增长，显示出中国在技术创新和产业升级方面的显著进步。

3. 中国品牌全球竞争力提升，跨境电商市场持续扩张

3.1 中国品牌出海成为出口的新驱动力

2021 年初中国一般贸易顺差首次超过加工贸易顺差，并且自 2022 年以来，一般贸易顺差超过加工贸易顺差的幅度持续拉大，自 2024 年以来，一般贸易顺差与加工贸易顺差的比值维持在 1.8 倍附近，意味着中国品牌出海成为创造贸易顺差的主要驱动力。

图表 31：中国贸易顺差结构（滚动累计 12 个月，亿美元）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

品牌出海的发展也离不开政策层面的支持。自 2021 年以来，我国政府出台了一系列政策促进外贸发展和优化贸易结构。旨在通过财政金融支持、技术创新和优化政策环境，促进产业链供应链的高效协作，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图表 32：企业出海利好政策（2021 年以来）

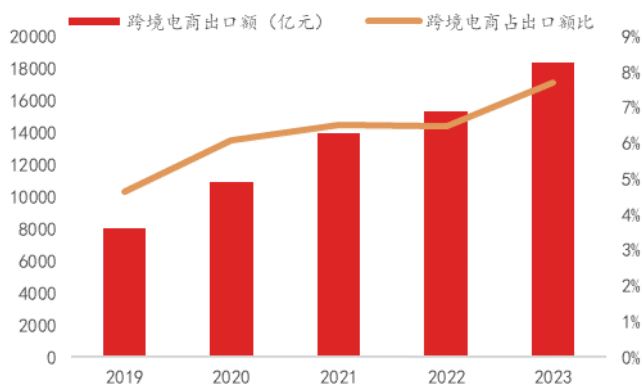
日期	发布单位	政策名称	政策内容
2023.12	商务部等9单位	《关于支持新能源汽车贸易合作健康发展的意见》	支持新能源汽车企业自建海外营销售后服务网点和维修备件中心，优化新能源汽车及动力电池等出口相关环节程序，鼓励银行机构开展面向新能源汽车产业上下游的境内外供应链金融服务。
2023.04	国务院	《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》	强化贸易促进拓展市场；稳定和扩大重点产品进出口规模；培育汽车出口优势。扩大先进技术设备进口。推动跨境电商健康持续创新发展。加大财政金融支持力度；优化外贸发展环境；
2022.09	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	增强外贸履约能力，进一步开拓国际市场；激发创新活力，助力稳外贸；强化保障能力，促进贸易畅通。
2022.01	中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰和东盟十国共15方成员	《区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）》	区域内90%以上的货物贸易将最终实现零关税。原产地规则、海关程序、检验检疫等统一规则逐步落地，区域内贸易成本明显降低，贸易便利化水平会进一步提升，促进产业链供应链协作更加有效率。
2022.01	国家发展改革委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	加快形成深化现代流通市场化改革，发展现代商贸流通体系和现代物流体系。引导企业优化海外仓布局，完善海外仓功能，提高商品跨境流通效率。
2021.07	国务院	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	完善跨境电商发展支持政策，扩大跨境电子商务综合试验区试点范围；提升传统外贸数字化水平，支持中小微企业创新创业；进一步支持外贸综合服务企业健康发展；落实财税政策，优化相关税收环境。

资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

3.2 中国跨境电商成为品牌出海新引擎，全球市场空间辽阔

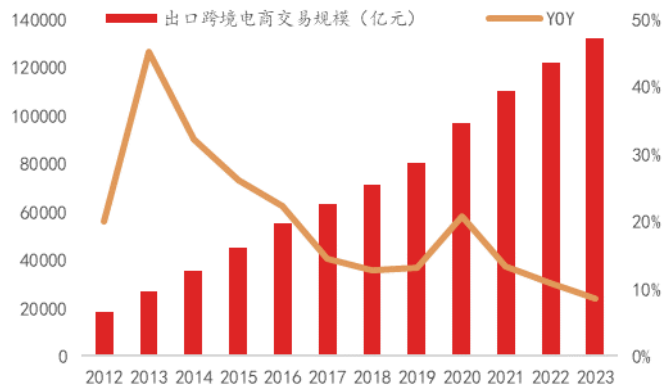
中国出口跨境电商规模高增，出海渠道持续拓展。根据海关总署数据，我国狭义出口跨境电商规模（通过海关总署监管的在线成交规模）从 2019 年的 0.8 万亿元提升至 2023 年的 1.8 万亿元，CAGR 达 23.1%，跨境电商出口占出口总额比持续提升，从 2019 年的 4.6% 提升至 2023 年的 7.7%。而根据网经社数据统计，2023 年中国广义出口跨境电商交易规模（包含各类成交模式）达 13.2 万亿元，近五年年化复合增速达 13.3%。跨境电商这种出海形式的崛起和过往的快速成长给予中国品牌出海新渠道机遇。

图表 33：我国在线成交出口跨境电商规模



资料来源：海关总署、麦高证券研究发展部

图表 34：我国出口跨境电商交易规模及增速

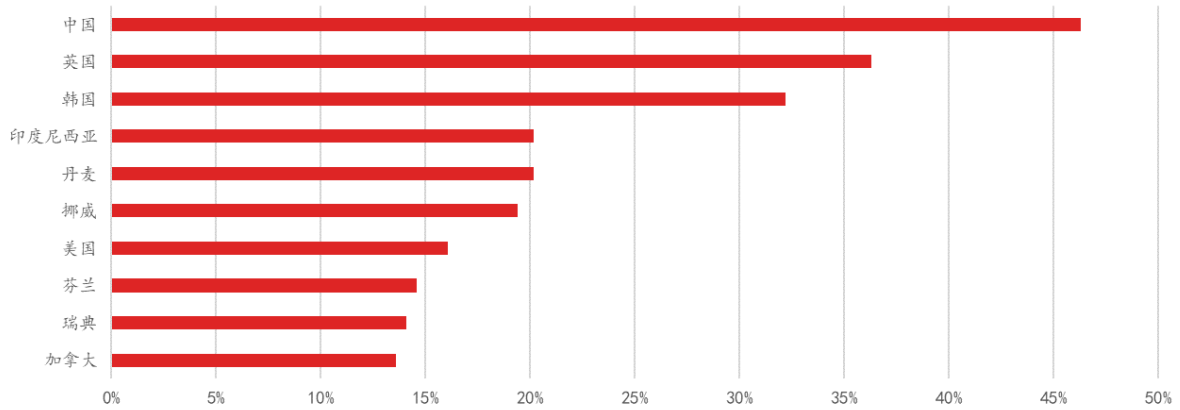


资料来源：网经社、麦高证券研究发展部

全球市场渗透空间仍然巨大，出海前景辽阔。与此同时，海外电商市场渗透率仍然处于较低水平，根据 Emarketer 数据显示，2022 年全球前十大市场电商

平均渗透率仅为 23.3%，其中美国电商渗透率为 16.1%，距离中国 46.3% 的渗透率仍然有较大差距，全球市场的渗透率仍有较大的提升空间，未来有望进一步扩大中国跨境电商的全球影响力。

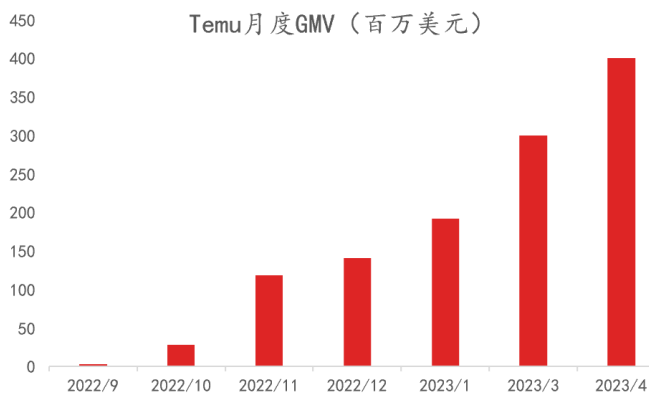
图表 35：2022 年预测前十大市场电商渗透率



资料来源：Emarketer、麦高证券研究发展部

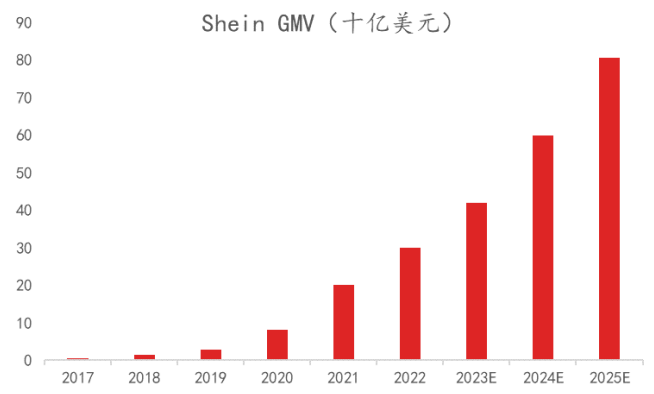
以 Temu、Shein 为代表的“性价比”跨境电商崛起，GMV 及访客数量爆发式提升。在全球消费者对高性价比商品的强烈需求下，Temu 和 Shein 等中国跨境电商平台补充“低价”电商平台缺口，凭借多年来在产业链构建的极强话语权，以极具竞争力的价格提供商品，在美国市场及其他全球市场上的崛起。Temu 自 2022 年 9 月推出以来，2023 年 4 月月度 GMV 达 4 亿美元，5 月月度独立访客数量达 7000 万。Shein 2022 年 GMV 达 300 亿美元，预计 2025 年 GMV 可达 800 亿美元，2023 年 5 月独立访客数量达 4110 万。进一步推动中国品牌的国际化进程。

图表 36：Temu 月度 GMV (百万美元)



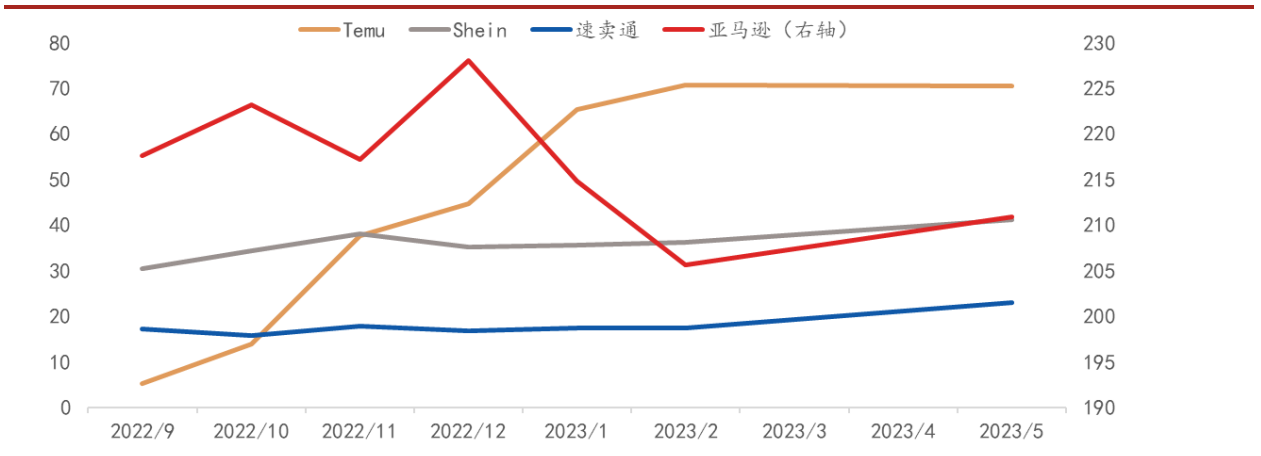
资料来源：YipitData、麦高证券研究发展部

图表 37：Shein GMV (十亿美元)



资料来源：Wall Street Journal、Financial Times、麦高证券研究发展部

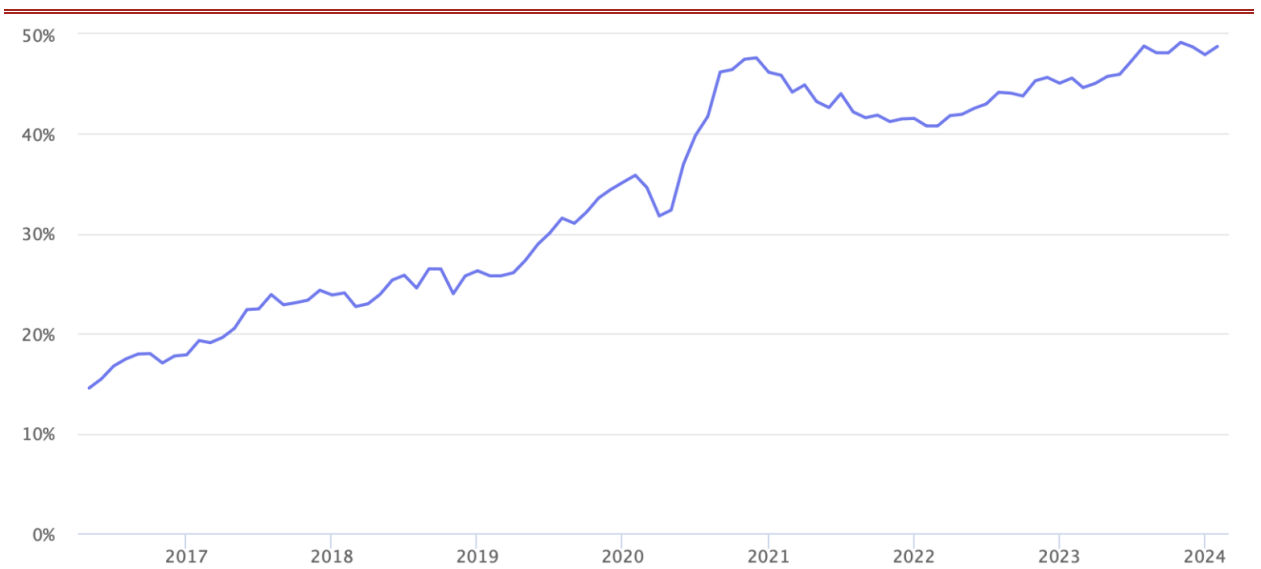
图表 38：美国亚马逊、Temu、Shein 和速卖通的独立访客数量（百万）



资料来源：Statista、麦高证券研究发展部

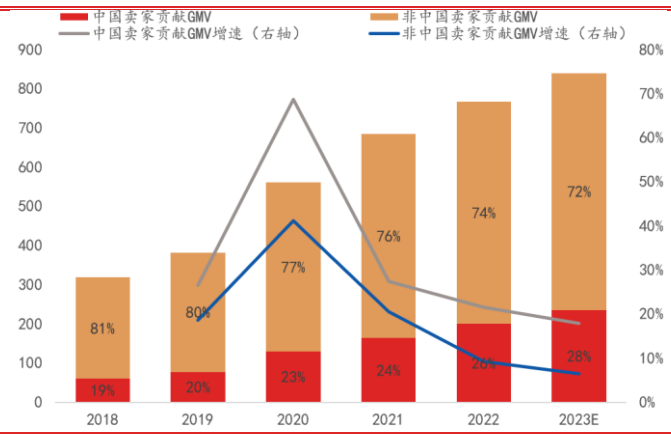
在以亚马逊为首的海外传统电商平台中，中国卖家影响力也持续扩大。中国卖家在美国电商平台的卖家数量和贡献 GMV 占比均持续增长，背后反应中国卖家影响力持续提升。自 2016 年起，亚马逊中国顶级卖家数量稳步增长呈现提升态势，2024 年顶级卖家数量占比接近 50%。同时从 GMV 贡献率来看，中国卖家所贡献的 GMV 增速远高于其他地区卖家，占比逐年提升。2023 年，中国卖家在亚马逊和 eBay 平台 GMV 达 2349 亿美元和 208 亿美元，五年复合增长率分别为 31.2% 和 5.2%，比非中国卖家增速高出 13 和 6 个百分点；贡献 GMV 占比上来看 2023 年分别为 28% 和 26%，较 2018 年分别提升 9 和 5 个百分点。中国卖家在美国电商平台根基深厚，预计影响力将持续稳步提升。

图表 39：亚马逊中国顶级卖家数量百分比



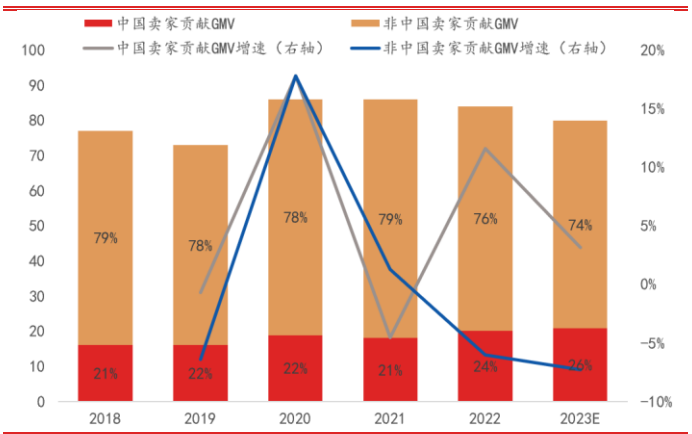
资料来源：Marketplace Plus、麦高证券研究发展部

图表 40：中国卖家在亚马逊的 GMV (十亿美元)



资料来源：ECDB、麦高证券研究发展部

图表 41：中国卖家在 eBay 的 GMV (十亿美元)



资料来源：ECDB、麦高证券研究发展部

3.3 他山之石：中国能否借鉴日本经验？

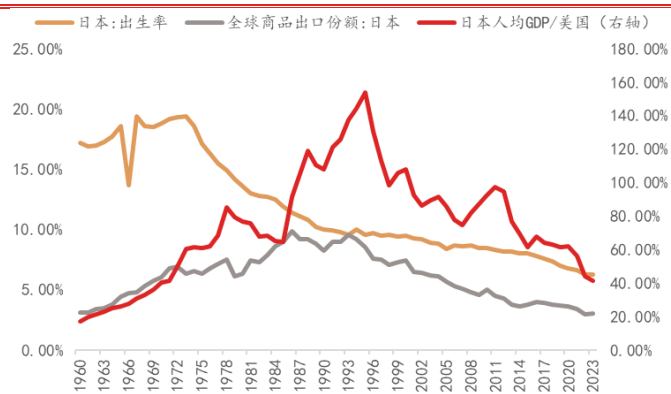
我们试图通过人均 GDP、出生率以及出口占全世界比例等数据的对比，来寻找中国和日本相似的阶段。

从 GDP 角度来看，日本在 1970~1990 年间经历了经济增速的换挡，GDP 增速从 10%左右的水平逐步降至 4%-5%左右，中国目前的 5%左右的经济增速类似于日本 90 年代的阶段。但人均 GDP 方面，日本 90 年代人均 GDP 已经赶超美国，日本当时面临的困境是生产效率与美国持平，无法通过学习美国来提升劳动生产效率；而中国目前人均 GDP 仅为美国的 16%，表明中国生产效率还有很大的提升空间。

在出口方面，日本贸易顺差自 1980 年以来大幅上升，1986 年后贸易顺差见顶，与此同时，日本出口占全球的份额也自 1980 年以来逐渐提升，在 1986 年见顶后震荡回落；而目前中国贸易占全球份额已连续四年来在 14%左右的水平，贸易顺差则自 2018 年以来持续回升，目前已连续两年在 8200 亿元以上的水平。从贸易角度来看，中国当前的情况可能更类似于日本的 80 年代的阶段。

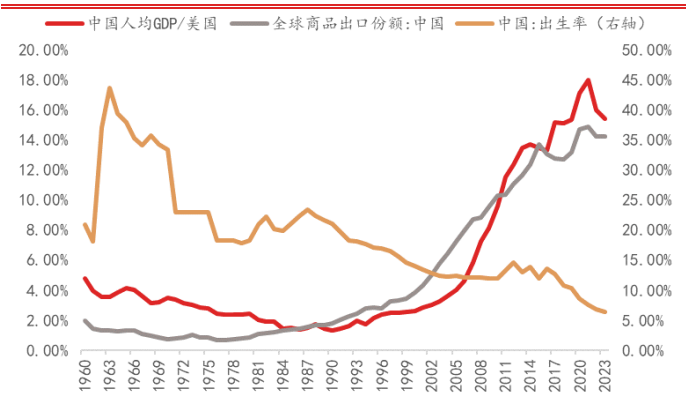
总体来看，中国与日本都面临着人口老龄化和出生率下降的问题，中国目前 GDP 水平与日本 90 年代相近，但中国产业所处的周期位置更类似于日本在 1975~1985 年的发展阶段，贸易顺差和贸易份额均在高位震荡，人均 GDP 水平上升，中国目前正处于追赶空间巨大的阶段，有望通过技术进步和产业升级来维持增长。

图表 42: 日本人均 GDP、出生率及出口占比



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 43: 中国人均 GDP、出生率及出口占比



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

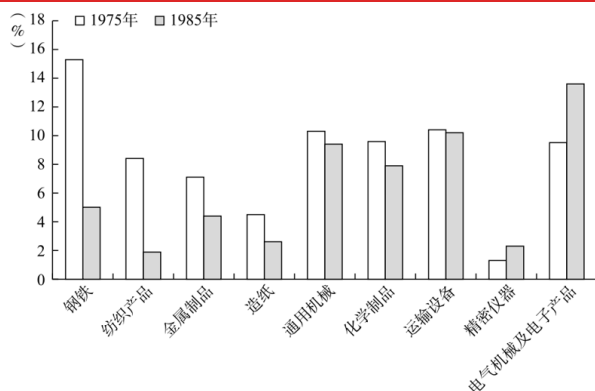
3.4 80-85 年日本企业出海的特征

日本产业结构优化，技术密集型产业出口占比提升

20 世纪 70 年代，日本产业开始结构化转型，从此前的“贸易立国”转为“技术立国”的发展新主张，从“数量”转向“质量”导向型。相比 1975 年，1985 年电气机械及电子产品、精密仪器等技术密集型产业占比不断提升，并逐渐替代钢铁等劳动密集型产业和资源密集型产业，成为制造业中的支柱产业。

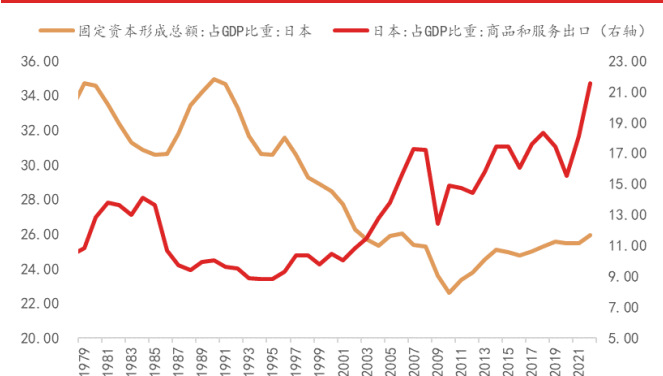
自 70 年代开始，随着家电的兴起，节能化的产品结构变化，日本商品和服务出口占 GDP 的比重开始抬升。但在发展初期，日本企业主要以给海外代工作为主。自 80 年代开始，日本品牌在海外的认可度逐渐提升，以家电、汽车为代表的各类产品蓬勃发展，日本贸易差额在 80 年代初期由负转正，且日本顺差幅度进一步扩大，在 1986 年贸易顺差达到 13.74 万亿日元的高位。

图表 44: 日本制造业结构对比



资料来源: 卢静《日本产业发展特点探讨及对中国的启示》

图表 45: 日本出口、资本形成总额占 GDP 比重 (%)

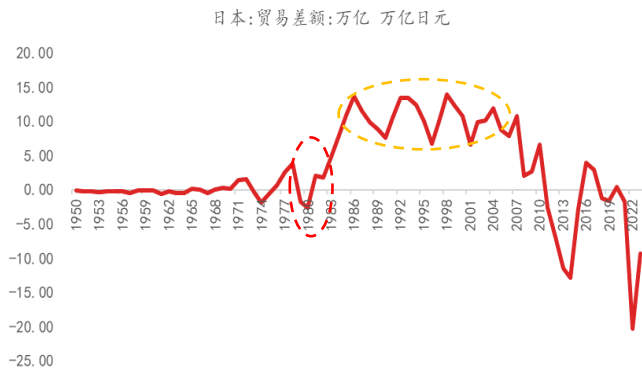


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

70 年代前日本的经济结构以重工业等资本密集型产业为主，并处于贸易逆差的阶段。伴随着日本产业结构的转型，出口也随之出现了结构性的变化。在具体产品出海方面，随着日本产业结构不断优化升级，技术密集型产业发展，日本

尖端技术产品在出口中所占的比重从 1975 年的 19.8% 提高到 1984 年的 32.1%，超过欧美其他发达资本主义国家。

图表 46：日本贸易顺差（万亿日元）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

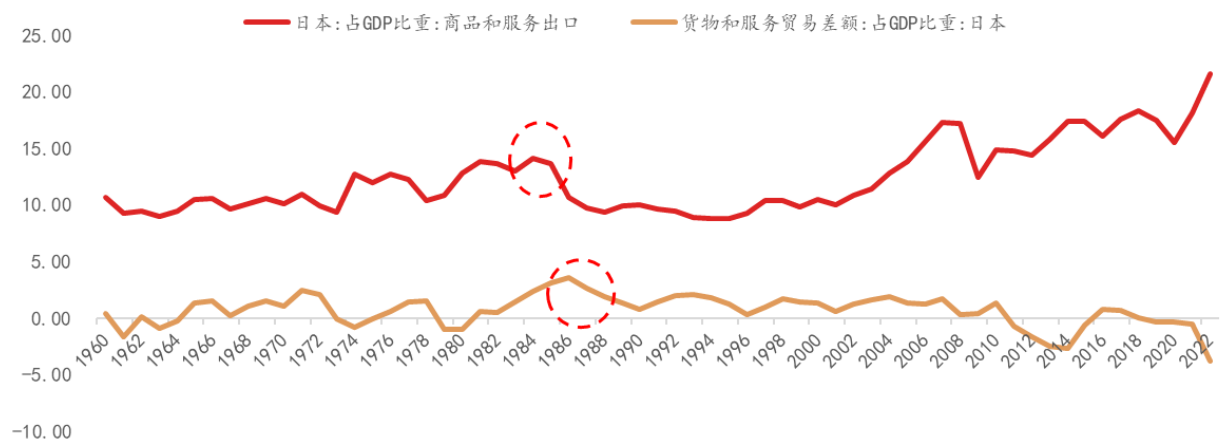
图表 47：各国进出口中尖端技术产品占比（%）

年度	OECD	日本	美国	欧共体	英国	联邦德国	法国
出口	1975	20.0	19.8	26.0	21.9	25.2	22.2
	1980	20.8	24.7	23.0	24.3	25.6	24.6
	1984	24.3	32.1	30.4	25.9	27.6	27.0
进口	1975	14.5	7.1	11.7	11.8	14.4	14.4
	1980	15.5	7.8	12.9	13.9	18.7	16.3
	1984	19.6	10.9	20.0	18.5	24.5	20.5

资料来源：邵冰《战后日本战略性贸易政策研究》

虽然 1985 年后日本贸易优势仍然维持，但是在 1987 年之后，贸易顺差没有再增长。这也就意味着，日本经济失去的 10 年-20 年-30 年不仅仅来自人口红利的下滑，更主要的来自产业优势的见顶。此外，日本出口占 GDP 比重在 1985 年见顶，而贸易顺差占 GDP 比重在 1987 年见顶，表现出数量见顶和优势见顶的先后特征。

图表 48：日本出口、贸易顺差占 GDP 比重（%）



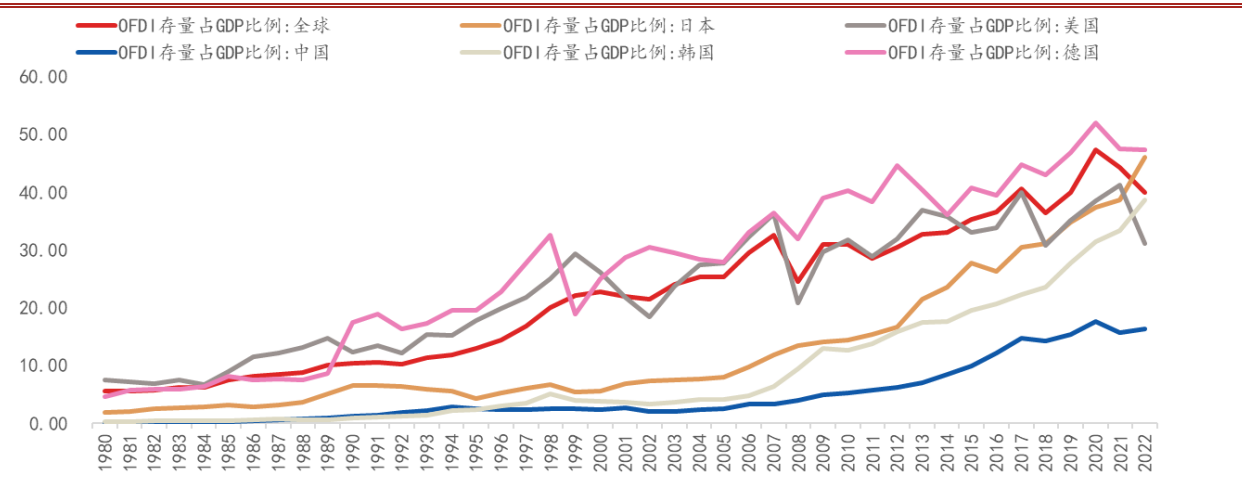
资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

日本对外贸易从产品输出走向资本输出

20 世纪 80 年代，随着日本国内经济环境和国际形势的变化，战后日本长期实行的出口拉动型增长模式难以为继，日本经济面临增速放缓和结构转型的挑战。为此，日本政府将经济发展战略逐步由“贸易立国”向“投资立国”转变，日本对外贸易逐步从产品输出走向资本输出。

从对外直接投资（OFDI 存量）占 GDP 的比重来看，日本对外直接投资在 80 年代初逐渐发展，1980 年 OFDI/GDP 为 1.77%，到 90 年代初已提升到 6.43%，2022 年已达到了 46.04% 的高位，高于美国、韩国，接近德国。

图表 49：全球各国 OFDI 存量占 GDP 比例 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

日本对外投资不仅是资本的转移，也包括生产技术、管理资源等的转移。1980-1989 年间，日本电子机械工业的研究与开发费用支出、专利应用、技术输出分别增长了 3.44 倍、2.02、3.77 倍。

图表 50：日本电子机械工业创新（百万日元）

	1980	1989	增长倍数
研究与开发支出	8172	28081	3.44
研究与开发支出 / 总销售额	3.71%	5.89%	1.59
专利应用（1000 单位）	42	85	2.02
技术输出	230	867	3.77

资料来源：张晓兰、赵硕刚《日本由“贸易立国”向“投资立国”转变的经验与启示》

日本在 20 世纪 80 年代的出海经验，对我国在产业结构优化、品牌建设、市场多元化布局、政策支持等方面有一定的借鉴意义，将有助于中国企业在全球市场中占据更有利的位置，实现更高质量的发展。

在产业结构优化与技术升级方面，可以通过加大对高科技产业和创新的投入，提升产品的技术含量和附加值，从而在全球市场中占据更有利的位置；在对外投资方面，可以鼓励企业进行海外投资，不仅输出产品，还要输出资本和技术，增强在全球产业链中的话语权；在品牌建设与国际化方面，企业在出海过程中也应注重品牌建设，通过提升产品质量和服务水平，增强品牌在国际市场的竞争力；在应对贸易摩擦与多元化市场布局方面，可以更加积极地开拓多元化市场，减少对单一市场的依赖，提升出口的稳定性和抗风险能力；在政策支持与企业创新方

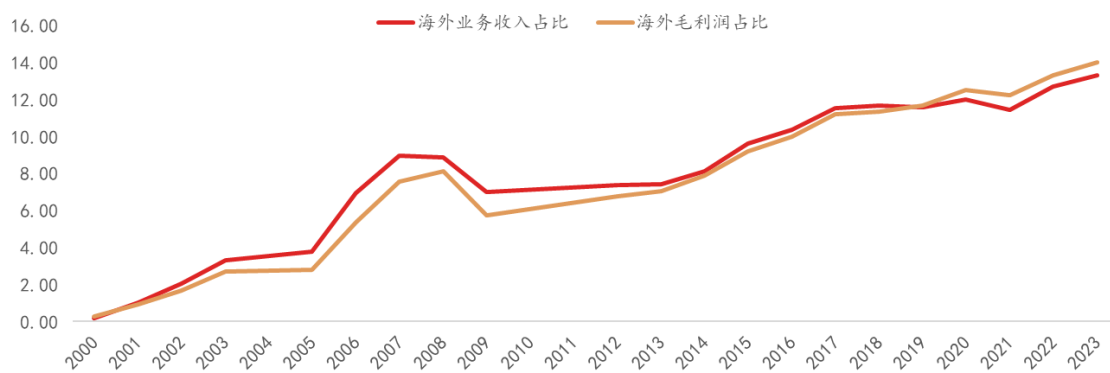
面，可以出台有利于企业出海的政策，鼓励企业进行技术创新和市场开拓，提升国际竞争力。

4. 从出口到出海，中国企业全球化进程的主要驱动力

4.1 中国企业海外业务持续拓展

从 A 股企业的海外收入占比来看，自 2001 年开始，除金融地产外的全部 A 股，海外业务收入占比、海外业务毛利润占比均呈现震荡向上的态势，截至 2023 年末，海外业务收入占比达到 13% 左右，海外业务毛利润占比则在 14% 左右。

图表 51：全部 A 股（扣除金融地产）海外业务收入占比（%）



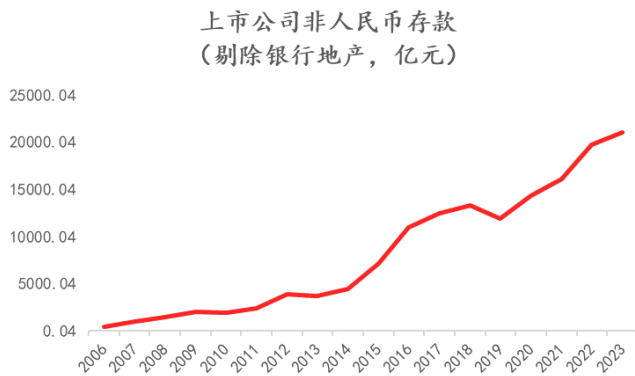
资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

4.2 全球化进程是企业成长的主要驱动力

中国企业的出海进程不仅仅包括产品的出口，还包括整体业务的海外建厂。目前没有特别有效的数据估算海外资产的具体规模，我们可以从上市公司非人民币存款作为非中国资产的规模计算。从 2006 年以来，上市公司非人民币存款从 417 亿元上升至 2.1 万亿元，特别是在 2019 年-2023 年的 4 年间，非人民币存款增加了 1 万亿元。（2024 年 4 月，全社会非金融企业存款余额 77 万亿，上市公司作为其中的有效代表，约占总余额 19.5%。如果以此比例作为参考，中国企业的非人民币存款大约为 10 万亿人民币。）

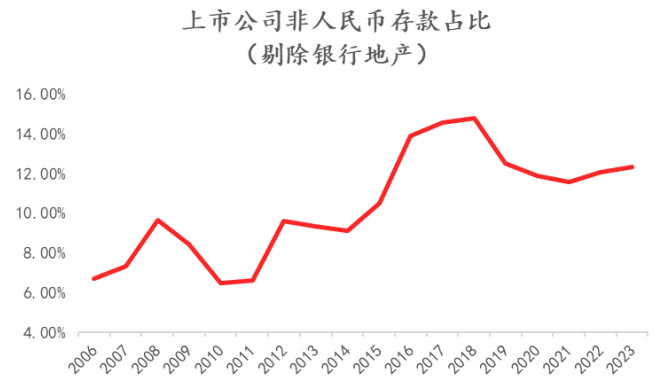
从上市公司非人民币的存款占总存款比例来看，非人民币资产比例波动上升。截止 2023 年 12 月，非人民币存款占总存款比例 12.3%。这一比例基本与海外业务的收入和利润比例相当。因此，海外业务的扩展远远不止于企业自身出口的规模扩大，也带动海外资产规模的上升。长期来看，企业自身全球化的进程带来企业自身发展前景的提升。

图表 52: 上市公司非人民币存款



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 53: 上市公司非人民币存款占比



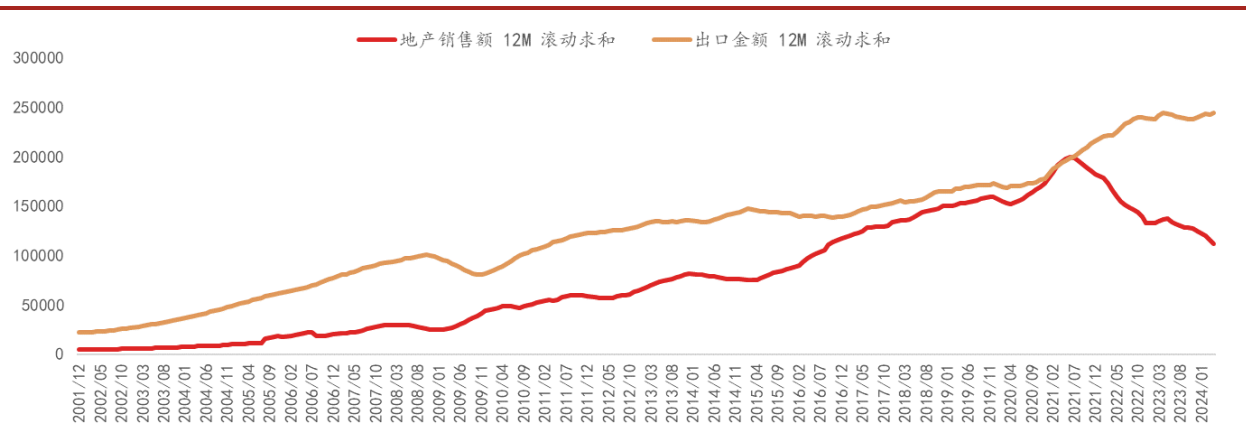
资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

5. 中国经济结构转型的驱动力，有望成为经济增长的新动能

美国经济能否实现软着陆的决定性因素、以及当前高利率环境下美股还能持续上涨，很大程度上得益于其在科技创新领域带来的新的驱动力。对于中国而言，在房地产市场面临极大挑战的情况下，中国经济之所以能够企稳，同样归功于其在某些新兴领域所具备的驱动力。

我们看到，2021 年以来，中国房地产市场出现拐点，房地产销售额下滑明显，地产链的需求收缩；与此同时，出口金额和贸易顺差均呈现攀升的态势，这或许意味着，随着房地产需求的见顶，外需有望成为新的突破点，剩余的制造劳动力逐步向海外市场的需求输出，从而推动了中国出口的显著增加。

图表 54: 中国出口与地产销售额（亿元）

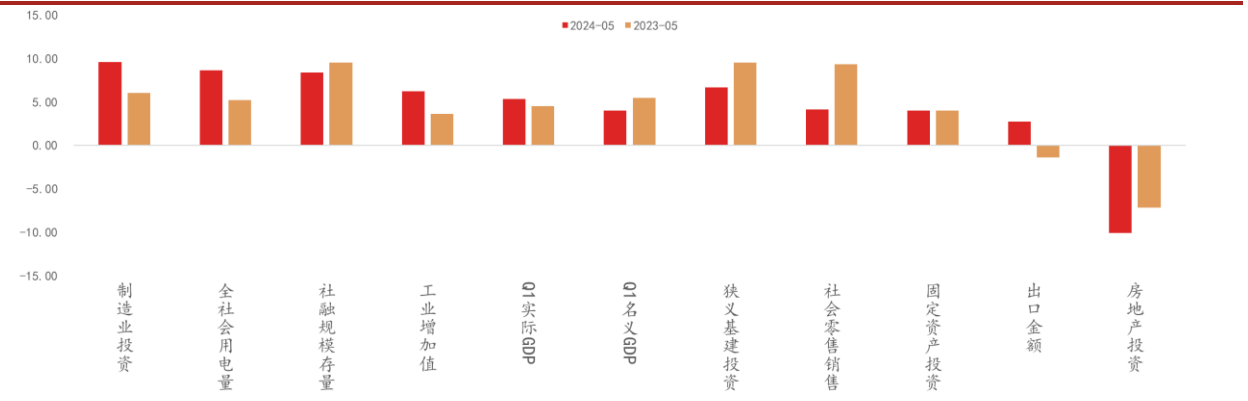


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

国内经济维持出口、制造业强，地产拖累，消费弱复苏的整体格局。2024 年

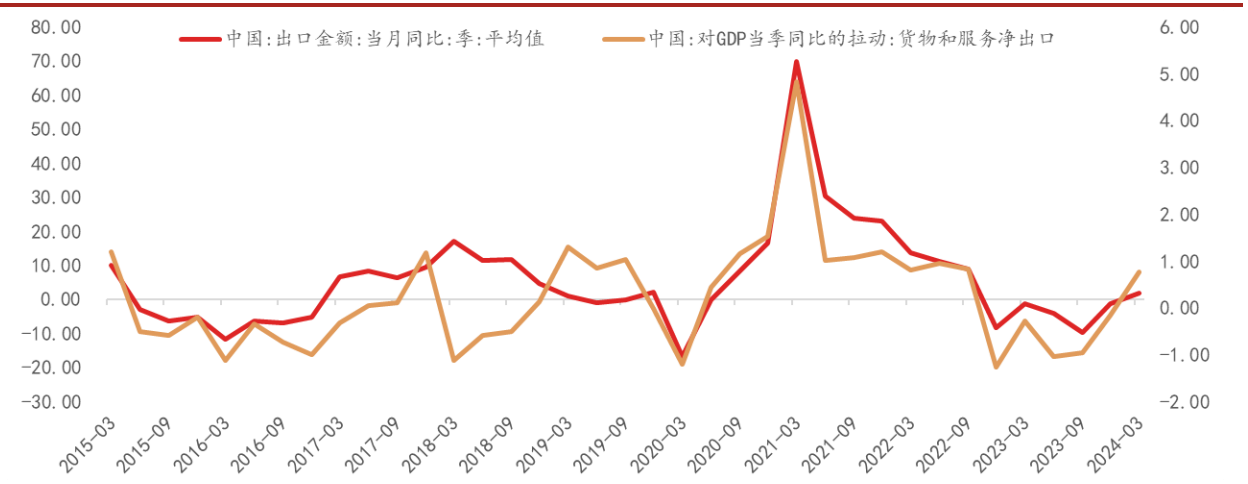
一季度实际、名义 GDP 增速同比分别录得 5.3%、3.97%，表现出总量较强、价格偏弱的特征，而其中出口向好是经济超预期的主要支撑。目前需求端依然是**外需较强，内需较弱**的格局：**外需韧性较强**，净出口对于经济的拉动作用也有所增强，出口拉动一季度 GDP 上行 0.77pct，发改委指出外需贡献率从上一季度的-3.1%转为 14.5%；**内需仍相对偏弱**，5 月社零增速 4.10%，较去年同期的 9.30%降幅明显，结合信贷数据中居民部门少贷多存的局面依然存在，这也说明居民消费信心恢复依然需要一个过程。

图表 55：中国经济数据（累计同比，%）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

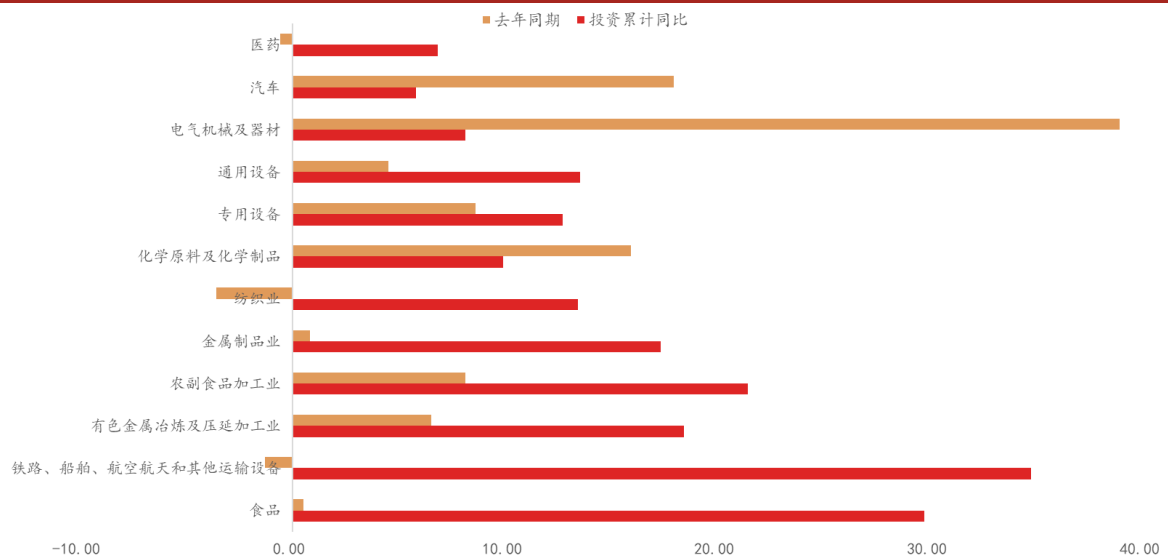
图表 56：中国出口对 GDP 上行拉动明显 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

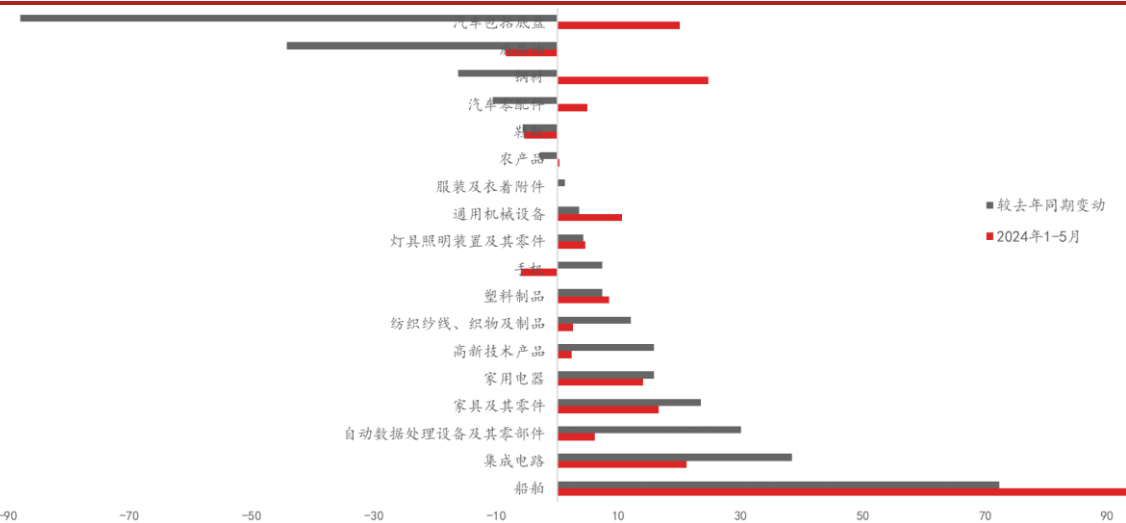
供给方面，**工业生产提速**，工业增加值、制造业投资增速均较去年同期显著改善。2024 年 5 月，交通运输设备、有色金属冶炼加工、通用和专用设备等制造业的累计投资同比显著增长。上述行业投资的增长，一定程度上得益于出口的拉动。从出口结构上看，船舶行业表现较为强劲，2024 年 1-5 月出口同比增长 93.40%，增速较去年同期上升 72.30pct；集成电路出口增速为 21.2%，较去年同期上升 38.4pct；汽车出口增速为 20.10%。

图表 57: 交运、有色金属、通用设备等行业出口增加带动制造业投资回升 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

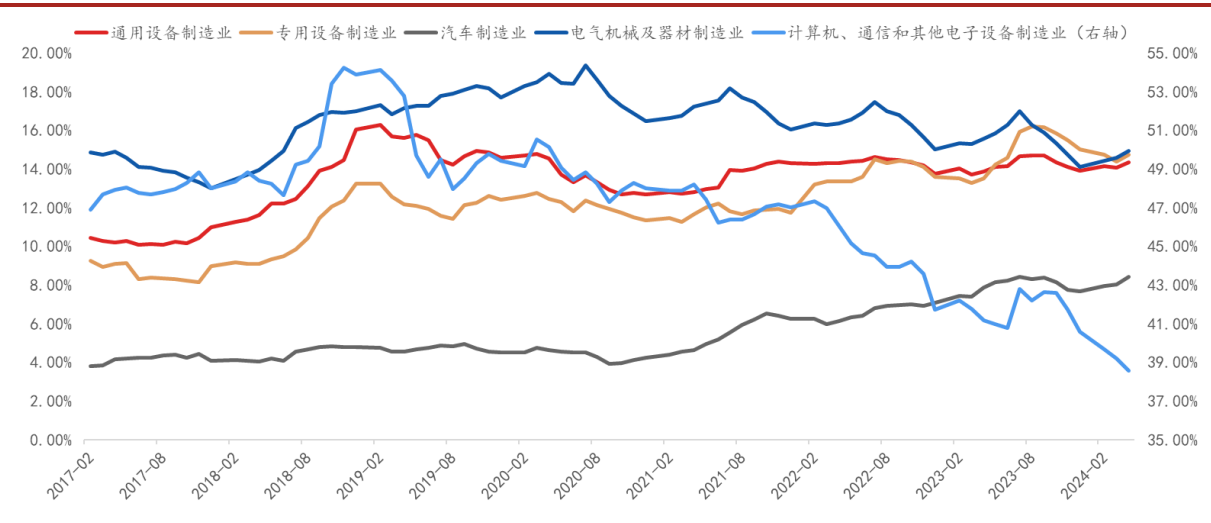
图表 58: 船舶、集成电路、自动数据处理设备、家具、家电出口增速较快 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

部分制造业对外需的依赖度较高。图表 59 展示了部分制造业出口交货值占营业收入比重在 2017-2024 年间的变化情况。其中，自 2018 年贸易摩擦以来，计算机、通信和其他电子设备制造业出口交货值占营业收入比重虽震荡下行，但目前仍在 40%左右的水平，该行业对外需的依赖相对较高；而电器机械及器材、专用设备、通用设备制造业出口交货值占营业收入比重均在 15%左右的水平震荡；而汽车制造业的出口交货值占营业收入比重自 2021 年以来震荡抬升，目前在 8%左右的水平，表明外需逐渐增多。

图表 59：出口交货值/营业总收入（6 个月移动平均）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

综上所述，中国经济结构正在经历深刻的变化，随着房地产市场的深度调整，内需承压，出口和制造业有望成为新的经济增长点，而出口和制造业结构的优化将提升经济的稳定性和抗风险能力。在全球景气度持续复苏、外需韧性较强的背景下，中国出口有望继续增长。

中国目前正处在全球商品类需求和贸易需求逐渐上行的阶段，在这个过程中，中国企业的海外业务正逐步改善，并且成为在周期性过程中相对受益的部分。现阶段出海不仅仅顺应制造业景气度提升，还反映出中国经济结构改善、宏观大趋势改善带来的新的投资机会。

从产业周期的角度来说，电子、半导体作为引领下新的技术创新的领域，现在也处于产业景气周期逐渐改善的过程中，有望进一步成为经济的驱动力，实现更高质量的发展。

在中美为主的大国博弈已经并将长期主导国际贸易格局的背景下，从短期至中期的角度来看，中国经济结构正面临着转型和升级，中国企业海外业务增长和国际市场布局或将成为破局的关键方向，为投资者带来新的机遇。

风险提示：全球复苏不及预期，贸易政策超预期收紧。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
深圳	罗礼智	机构销售	18502313729	luolizhi@mgzq.com
北京	刘惠莹	机构销售	17860610172	liuhuiying@mgzq.com