

中东变局下中国出口的“失”与“得”

华泰研究

2026年4月14日 | 中国内地

专题研究

易岨

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

研究员

evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

吴宛忆

SAC No. S0570524090005
SFC No. BVN199

研究员

wuwany@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

陈玮

SAC No. S0570524030003
SFC No. BVH374

研究员

chenwei023580@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

北京时间4月8日上午，在美国对伊朗“最后通牒”即将到期前，美国总统特朗普表示将与伊朗暂时停火并举行会谈，然而，4天后，美伊谈判预冷，北京时间4月12日特朗普表示美军将阻止任何船只进出霍尔木兹海峡。虽然4月8日后美伊暂时停火、大幅降低了局势无序升级及误入长期高烈度冲突的尾部风险，但海峡局势和全球能源供给短期仍面临较大不确定性。油价中枢抬升六周有余，能源缺口对全球、尤其亚洲国家增长的影响开始显现；然而，中国一季度出口有望维持两位数增长，快于去年同期、且GDP占比进一步抬升，4月至今，高频指标显示中国出口动能仍然强劲。如我们在《能源缺口对全球增长意味着什么？》（2026/4/3）中所分析的，中国在本轮能源紧缺中的“损失”可能低于全球平均，但如果海峡封锁时间拉长，与亚洲供应链高融合的中国也难独善其身。在霍尔木兹海峡6月前重新开放的中性情形下，中国出口增长有望保持韧性，而即使在全球增长受到较大冲击的悲观情形下，中国出口的全球份额和相对竞争力均有望进一步提升。

一、能源缺口造成需求与收入“损失”——中国“损失率”低于全球
中东变局形成较大能源供给缺口，推高价格并抑制全球增长，造成一定经济“损失”。我们估算，乐观（海峡2周左右重开）、中性（海峡封锁至6月）和悲观（海峡封锁>6个月）三种情景下，本次冲突将分别拖累全球贸易量约0.2-0.3、0.7-1.2、及>3个百分点。当前双方博弈演进更趋向于中性情景。

中国总损失将明显低于全球平均水平，但亚洲其他国家的收入和需求损失可能高于全球。中东供给缺口对中国直接冲击较小，而全球能源转型和能源安全相关需求加速，反而可能推动我国优势行业出口、如新三样等，形成缓冲。

然而，如果短缺“中长期化”，作为与亚洲供应链深度融合的能源净进口国，中国的出口和制造业也难独善其身。我们认为，能源/关键原材料短缺时间及其对中国出口的冲击呈“微笑曲线”形态，而短期到中期，短缺时间及其对中国出口冲击的“弹性系数”呈正相关。战前全球制造业处于上升周期，乐观情景下，战争对中国年度外需影响不到一个百分点，而中国出口增长仍有望较去年加速；如果海峡封锁持续至6月，中国年度出口可能比此前趋势减速3-5个百分点。悲观情形下，全球和中国的损失都将非线性上升。

二、中东变局下中国出口分行业的相对损益分配

一方面，上游能源及油气替代行业将直接受益，但中下游行业、尤其是能源占成本比例较高、且顺价能力不足的行业将受挤压。结合投入产出表中各行业对石油的依赖程度，以及海外和国内毛利率剪刀差两大指标，我们筛选炼化及贸易、基础化学原料、塑料、化学纤维、涂料油墨等化工细分、道路/水上/航空运输相关行业受到原油成本推升的压力较大、顺价能力相对不足。另一方面，中东冲突大概率加速全球能源体系的转型，对中国新能源、电力设备等出口形成结构性增长趋势——如中国新能源汽车一季度出口量同比增长124%、中国“新三样”出口自2022年俄乌冲突来累计增长58%。

三、短期看好中国出口相对韧性，中长期中国出口份额有望持续上升

我们认为，中国出口行业仍是相对竞争力和盈利能力较高的经济部门——能源冲击虽然边际压制出口增长的斜率，但在乐观和中性情形下不改变其增速高于去年、且高于中国总需求的趋势。中长期，传统能源风险溢价抬升，新能源平价将更早到来。中国在新能源转型领域全球领先、进入成本收益良性循环阶段，制造业的相对成本和效率优势有望持续强化。值得注意的是，人民币升值是相对效率优势的结果，其本身不形成中国出口竞争力的制约。

风险提示：霍尔木兹海峡封锁时间超预期，高油价拖累全球经济减速超预期。

正文目录

一、能源缺口造成需求与收入“损失”——中国“损失率”低于全球.....	3
二、中东变局下中国出口分行业的相对损益分配	10
三、短期看好中国出口相对韧性，中长期中国出口份额有望持续上升.....	14
风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 能源供给冲击导致供给曲线左移，导致价格上升、产出下降	5
图表 16： 代表性化工品的直接出口占比（2020-2024 年均值）以及伴随下游出口占比	7
图表 17： 2026 年 2 月中国“新三样”出口金额占比攀升至 5.3%	8
图表 18： 对比历史上高油价时期出口增速走势	8
图表 19： 2022 年俄乌冲突中，中国贸易条件阶段性受损、但快速修复	8
图表 22： 能源短缺时长对中国影响的“微笑曲线”	9
图表 23： 工业企业利润占比变化	11
图表 24： 部分油气产业链条行业的利润占比变化	11
图表 25： 2013 年以来 PPI 与 CPI 的传导效果相对减弱	11
图表 26： 2025 年以来，CPI-PPI 的剪刀差收窄	11
图表 27： 布伦特油价对中国核心 CPI 的传导并不明显	11
图表 28： 布伦特油价上行对中国 PPI 形成传导	11
图表 29： 对石油行业直接消耗系数排名靠前的行业分布（2023 年）	12
图表 30： 对精炼石油和核燃料加工的完全消耗系数排名靠前的行业分布（2023 年）	12
图表 31： 海外毛利率相对占优的行业包括光伏设备、工程机械、计算机设备等（2024 年年报数据）	13
图表 32： 2025 年中国主要新能源出口产品一览	13
图表 33： 有色金属、电力设备、电子等行业上市公司的海外收入及利润占比较高	15
图表 34： 计算机电子、文娱用品等行业的出口交货值占该行业工业企业收入的占比较高	15
图表 35： 华泰出口需求月度指数显示 3-4 月中国出口或仍维持韧性	15
图表 38： 全球主要国家光伏加权平均平准化度电成本呈下降趋势	16
图表 41： 中国制造业增加值约占全球的三分之一	17

一、能源缺口造成需求与收入“损失”——中国“损失率”低于全球

中东地缘冲突引发了较大石油供给冲击，抬高能源价格并对全球经济和贸易增长形成拖累。中性情景下，预计本轮冲突将拖累 2026 年全球增长 0.6-0.8 个百分点，并导致全球贸易量增速下降 0.7-1.2 个百分点。在供需分析框架下，供给端的负面冲击将推动短期总供给曲线向左上方平移，从而引发典型的“滞胀式冲击”——即产出下降的同时物价上涨（图表 2，参见《如果油价居高不下…》，2026/3/10）。历史经验表明，高烈度地缘冲突引发的高油价往往伴随着全球经济和贸易量增速的下行（图表 2）。以 2022 年俄乌冲突为例，冲突爆发后国际油价迅速突破 100 美元/桶，全年均价同比上涨 40%。尽管彼时全球仍处于疫后修复阶段，且前期扩张性财政和货币政策的支撑尚未完全消退，但当年全球出口量增速降至 1.6%，低于 2017-21 年均值（2.1%）。本轮美以伊冲突对原油供给的潜在影响不亚于俄乌冲突与海湾战争时期（图表 3，冲突造成的原油供给冲击约为 1,000 万桶/天、约占全球原油日均消耗量的 10%，影响远高于俄乌冲突时期（3%）、基本持平于两次石油危机，由此，本轮冲突对全球经济和贸易的影响程度将取决于地缘冲突的持续时间。

- 乐观情景下，海峡在未来 2 周左右恢复通行，2026 年每桶石油均价回落至 80 美元附近，对全年全球增长和贸易量的拖累分别约为 0.2 和 0.2-0.3 个百分点，对中国出口的年度冲击或为 0.5-1 个百分点（弹性系数 4-5）。鉴于物流和储备等环节留有冗余，海峡短时间梗阻的经济代价较小，而且值得注意的是，本轮中东冲击发生时，全球制造业周期位于低位修复过程中（图表 4-5），若冲突烈度相对可控，全球制造业周期回升仍有望支撑整体出口韧性。2026 年 3 月欧元区制造业 PMI 进一步上行至 51.6，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 52.7，均显示制造业仍处修复区间，尤其是 1 月全球半导体销售额同比增长 46.1%，显示全球 AI 产业趋势仍然对贸易增速形成拉动（图表 6-7）。
- 中性情景下，霍尔木兹海峡封锁或持续 3-4 个月，拖累全球贸易量 0.7-1.2 个百分点，考虑到中国中间品贸易占比提升、尤其是与东南亚产业链深度融合，对中国出口增速的年度冲击可能放大至 3-5 个百分点（弹性系数上升）在中性情景下，全年布伦特油价均值若攀升至 100 美元/桶以上（参见《能源缺口对全球增长意味着什么？》，2026/4/3），或拖累全球增长 0.6-0.8 个百分点、拖累全球贸易量 0.7-1.2 个百分点（图表 8-9），然而，油价大幅上涨将推升出口价格（图表 10），预计全球出口金额增速受影响有限。
- 悲观情景下，海峡封锁或持续至下半年，全球经济和贸易的“损失”或将非线性上升。但值得注意的是，美伊谈判窗口可能未完全关闭，油价大幅上涨的尾部风险收敛，当前美以伊冲突的演进逻辑正更趋向于中性情景。在悲观情景下，海峡梗阻或推高全年油价中枢至 150 美元/桶上方，对今年全球增长的拖累或达到 1.6 个百分点，对全球贸易量增速的拖累或超过 3 个百分点。

我们认为，中国在中东能源供给冲击下的总损失将明显小于全球平均水平，但亚洲其他国家的收入和需求损失可能高于全球。总体而言，中东能源短缺对中国的直接冲击较小，而全球能源转型和能源安全相关需求加速，反而可能推动我国优势行业出口进一步加速，如新三样等，形成一定缓冲。

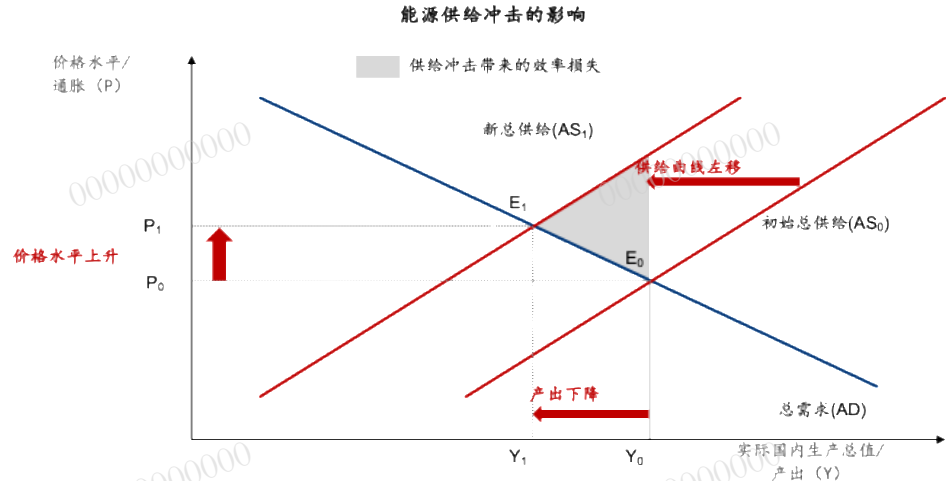
- 我国一次能源对油气依赖度明显小于全球主要国家，尤其是部分亚洲邻国和欧洲。欧洲一次能源结构中石油和天然气占比超过 60%，日本和韩国均为 60% 左右，而我国一次能源中油气占比仅为约 30%（图表 11）。较低的油气依赖度，有效弱化了国际能源价格剧烈波动对我国实体经济的直接冲击。
- 我国油气进口较为多元化，对中东的直接敞口较低。2024 年霍尔木兹海峡超过 80% 的原油输出口至亚洲地区，亚洲经济体或将受到更严峻的供给冲击。例如，泰国、菲律宾的石油进口依赖度均超过 50%，其中菲律宾自中东能源占比高达 95%；日本和

韩国自中东进口原油的比重分别高达 94%、69%。相对而言，我国自中东进口能源占比为 44%（图表 12-13），对中东的能源进口敞口低于大部分其它亚洲经济体，从而受本轮中东地缘的直接冲击或相对平缓。

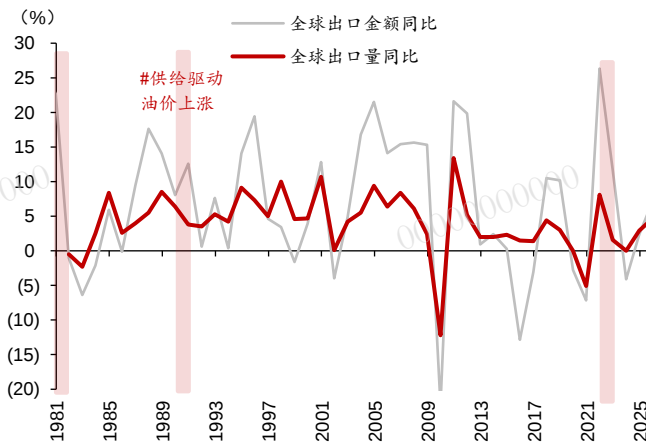
- **电气化程度较高：**根据 IEA 国际能源署统计，2023 年中国的电气化程度 23.5%，高于欧洲、越南、印度等地区，且十四五期间提升速度较快，从十三五末的 34.2%到 35.3%。中国的单位 GDP 能耗亦反映中国能源利用效率显著优于欧日经济体。
- **部分原油进口用于成品油和化工品再出口：**我们估算中国原油消费中交通成品油占 45%，下游化工品制造占 25%，25 年中国成品油出口占产量的约 14%（图表 14-15），主要出口向东南亚国家；据华泰化工测算，化工下代表性品种 20-24 年总外需敞口高于 40%（图表 16，参见华泰化工的报告《制造业重估：化工品需求引擎的切换》，2025/3/3）。该部分进口原油的短缺可能影响利润和部分企业开工率，但不形成对内需过大的收紧效应。
- **能源短缺推升新三样出口需求，**而中国在这些领域有压倒性优势和全球定价权（在全球都有独特性，利润可能明显上升。2025 年前 11 个月，中国出口占全球出口份额较 2024 年的 14.6%进一步上行，而新三样出口亦在近年来持续高增，截至 2026 年 2 月，占中国总出口的比例约为 5.3%（图表 17）。

过往的高油价和供应链冲击中，中国出口凭借全产业链优势维持、甚至逆势提高了全球贸易份额（图表 18），预计乐观和中性情景下，中国出口增长有望在本次冲击中维持韧性。2022 年俄乌冲突中，随着地缘冲突导致油价大幅上涨，中国贸易条件阶段性恶化，2022 年 4 月中国贸易条件相比上年底下降了 5.7 个百分点，但随着供给冲击边际缓解，中国能源多元化和产业链优势逐步显现，2022 年底中国贸易条件同比提高了 5.4 个百分点（图表 19），同时，尽管当年中国出口占全球比重小幅下降，但非能源商品出口占全球比重进一步上升 0.6 个百分点至 17.6%（图表 20-21）。乐观情景下，海峡在未来 2 周左右恢复通行，全年石油均价有望回落至 80 美元/桶附近，对中国出口冲击仅为 0.5-1 个百分点（弹性系数 4-5）；中性情景下，考虑到中国石油储备能够覆盖 140-180 天的净进口量、一次能源中石油占比较低、以及中国的产业链优势，预计对中国出口的短期冲击可能放大至 3-5 个百分点（弹性系数 5 左右），但出口份额有望维持相对高位。

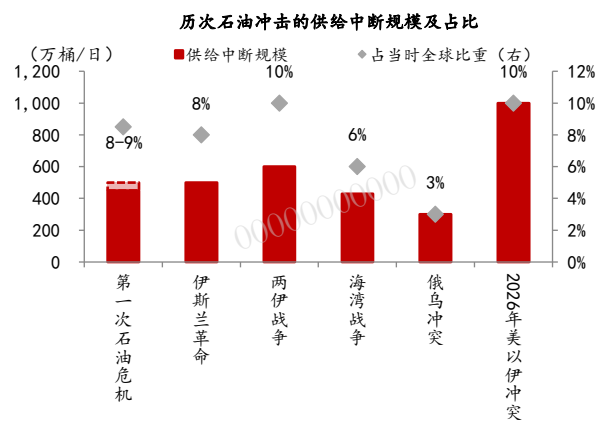
然而，如果短缺“中长期化”，作为与亚洲供应链深度融合的能源净进口国，中国的出口和制造业也难以独善其身——我们认为，能源/关键原材料短缺时间及其对中国出口的冲击呈“微笑曲线”形态——短期到中期，短缺时间越长，对中国出口冲击的“弹性系数”越高（图表 22）。北京时间 4 月 8 日，特朗普在“最后通牒”最后一刻表示愿意接受暂时停火，显示双方对战争成本的评估都更为“清醒”，美以伊冲突结果的概率分布有所收敛（即进一步无序升级的风险明显下降）。然而，如果能源短缺中长期化，对全球带来的需求和效率损失都可能继续累积，悲观情形下，全球和中国的“损失”都将非线性上升，其中中国以外的亚洲经济体尤为“脆弱”，中国出口表现虽然仍有望比全球其他主要经济体更有韧性，但于亚洲产业链高度融合的中国出口行业仍会受到一定得冲击。

图表1：能源供给冲击导致供给曲线左移，导致价格上升、产出下降


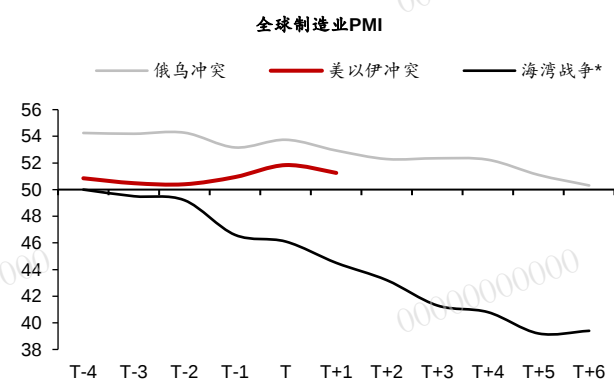
资料来源：华泰研究

图表2：地缘冲突引发的油价上涨，通常导致全球贸易量增速放缓


资料来源：WTO，华泰研究

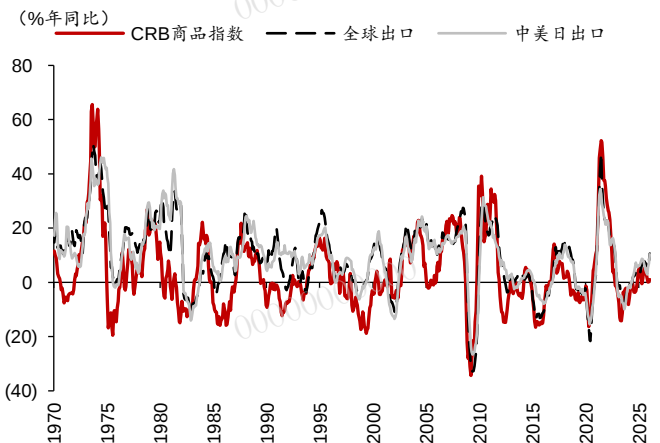
图表3：本轮冲突对原油供给的影响较大


资料来源：IEA，华泰研究

图表4：本轮美以伊冲突前，全球制造业正处于复苏周期


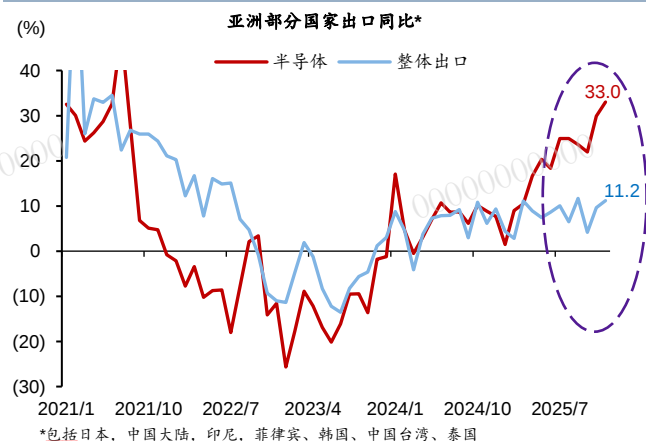
*数据缺失，以美国制造业PMI替代

资料来源：haver，华泰研究

图表5：2025年下半年以来，全球制造业周期逐步回升


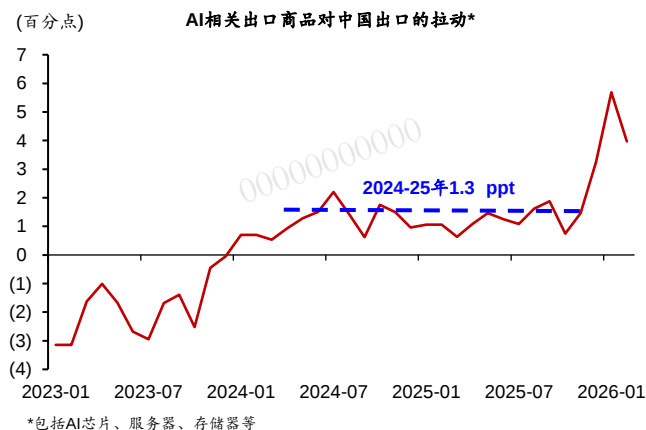
资料来源：Wind，华泰研究

图表6: AI投资拉动全球半导体相关产业贸易, 亚洲产业链尤为收益



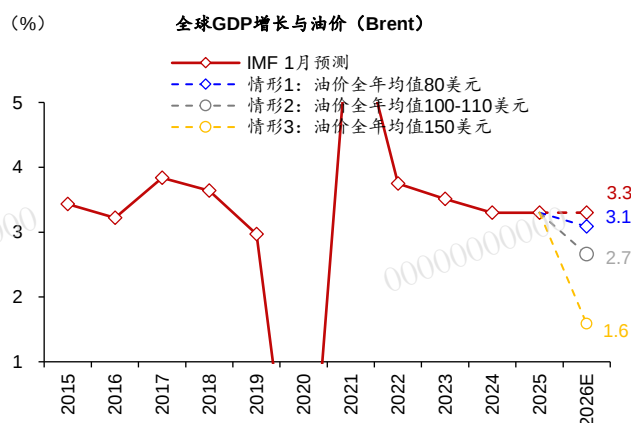
资料来源: Wind, haver, 华泰研究

图表7: 2024-25年, AI相关出口商品对中国出口的拉动达1.3个百分点



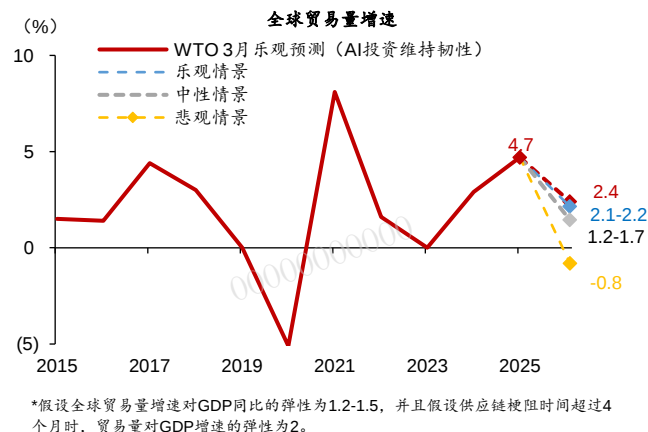
资料来源: Wind, 海关总署, 华泰研究

图表8: 三种情景下, 本轮中东冲突对全球经济增长的影响



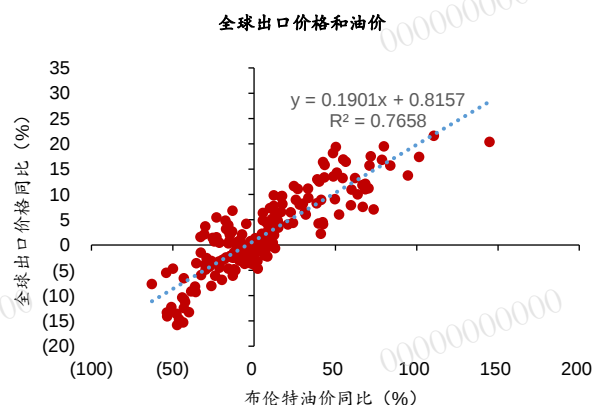
资料来源: IMF, haver, 华泰研究测算

图表9: 三种情景下, 本轮中东冲突对全球贸易量增长的影响



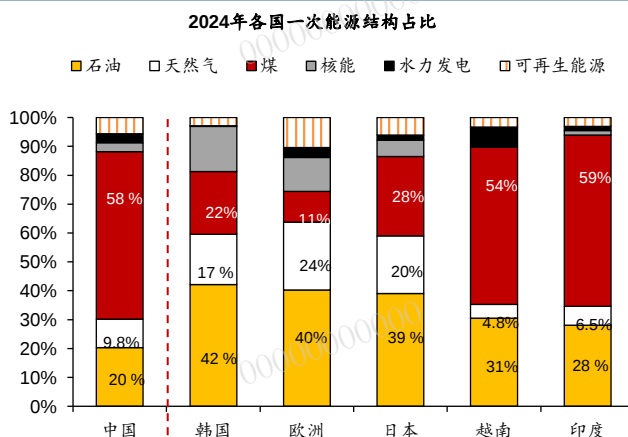
资料来源: Wind, WTO, 华泰研究测算

图表10: 预计能源价格上行将推升全球出口价格

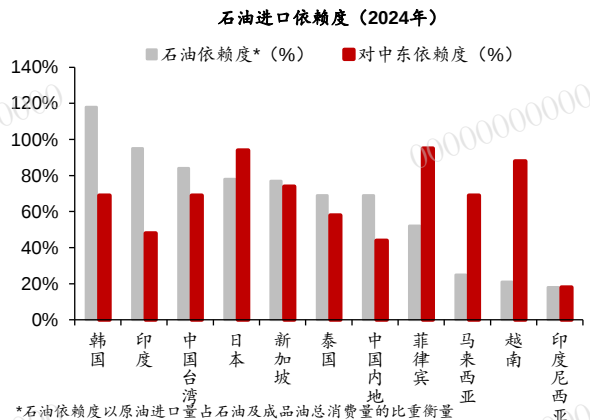


资料来源: Wind, 华泰研究

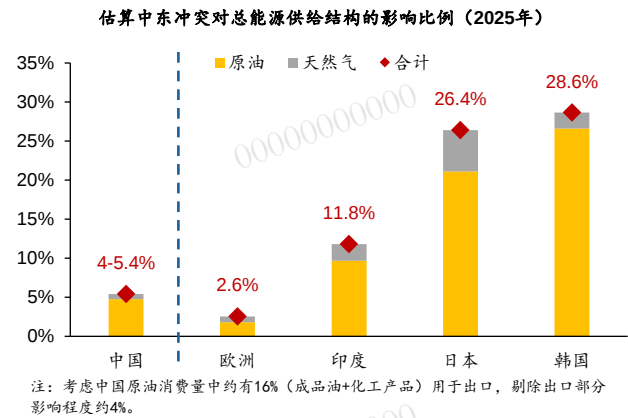
图表11: 欧洲、日本和韩国一次能源中石油和天然气的占比较高



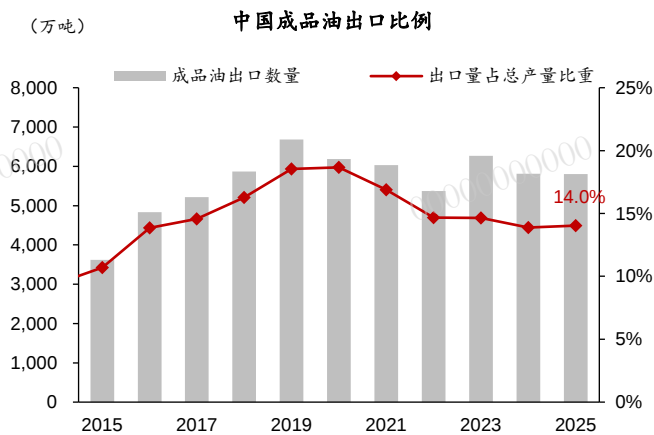
资料来源: IEA, 华泰研究

图表12：我国对中东的石油依赖度低于日韩、越南等其它亚洲经济体


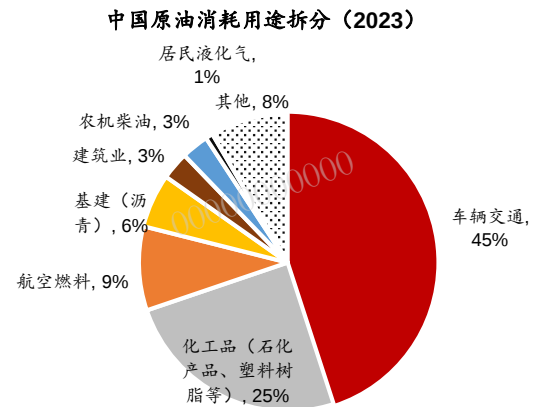
资料来源：IEA，UN comtrade，华泰研究

图表13：估算中东冲突（霍尔木兹海峡）对总能源供给结构的直接影响比例


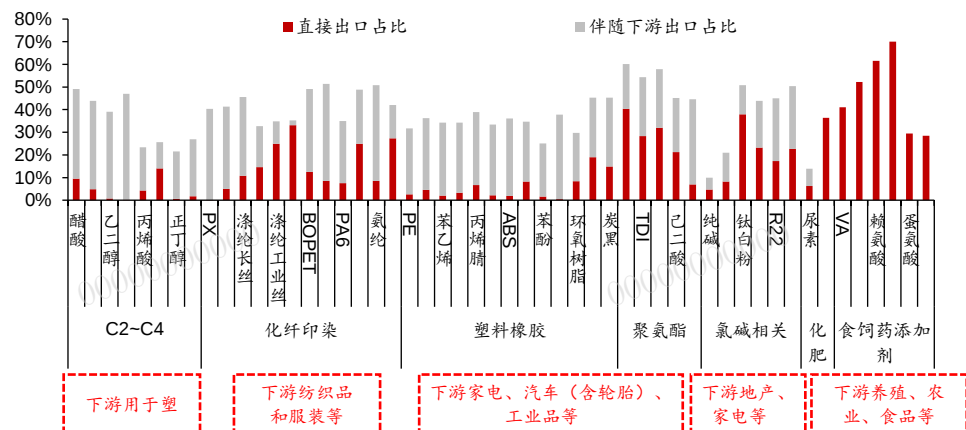
资料来源：Wind，华泰研究测算

图表14：2025年，中国成品油出口占总产量的比例为14%


资料来源：Wind，华泰研究

图表15：2023年中国原油消耗用途主要是车辆交通和化工产品，分别占比45%和25%


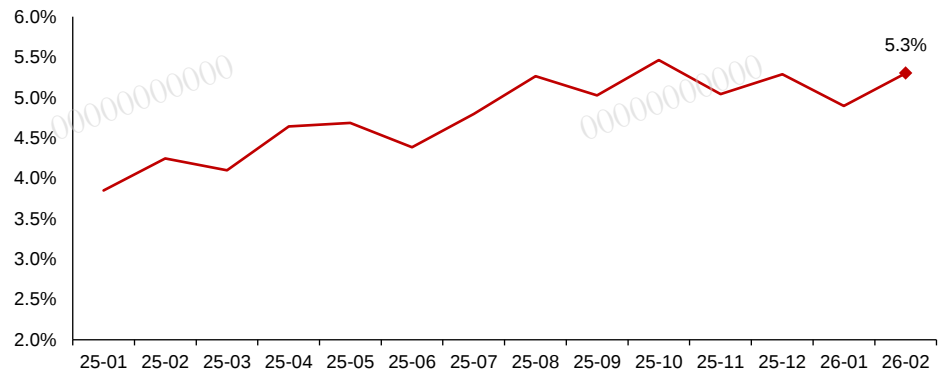
资料来源：Wind，华泰研究

图表16：代表性化工品的直接出口占比（2020-2024 年均值）以及伴随下游出口占比


资料来源：Wind，华泰研究

图表17：2026年2月中国“新三样”出口金额占比攀升至5.3%

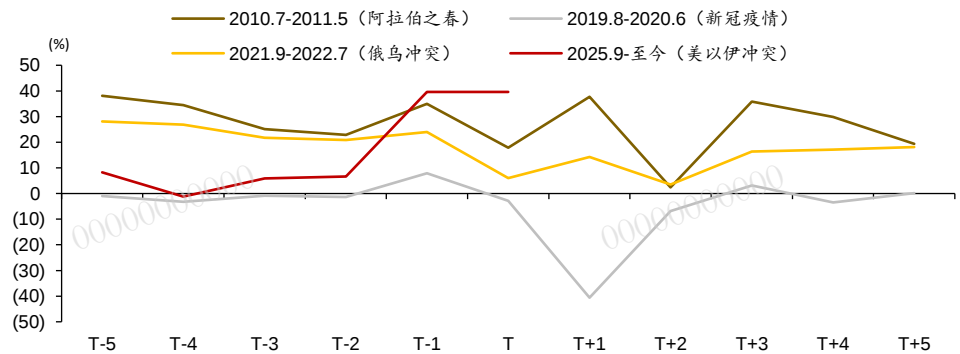
中国新三样占总出口金额



资料来源：Wind，华泰研究

图表18：对比历史上高油价时期出口增速走势

中国出口增速（美元计价）

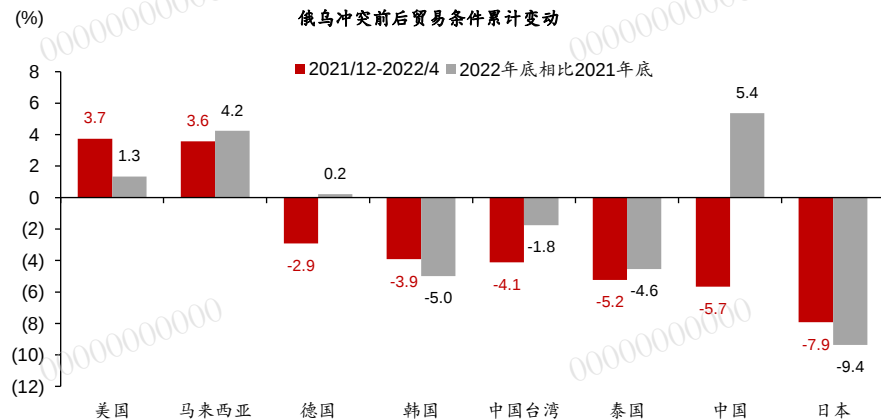


注：T期为事件发生期。阿拉伯之春（T=2010.12），新冠疫情（T=2020.1.30），俄乌冲突（T=2022.2.28），美伊冲突（T=2026.2.28）

资料来源：Wind，华泰研究

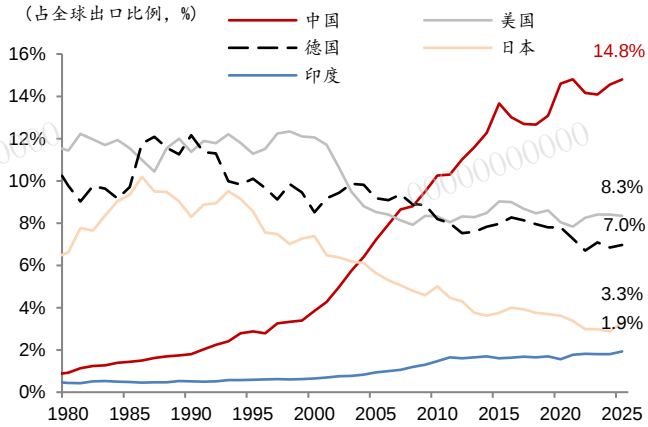
图表19：2022年俄乌冲突中，中国贸易条件阶段性受损、但快速修复

俄乌冲突前后贸易条件累计变动



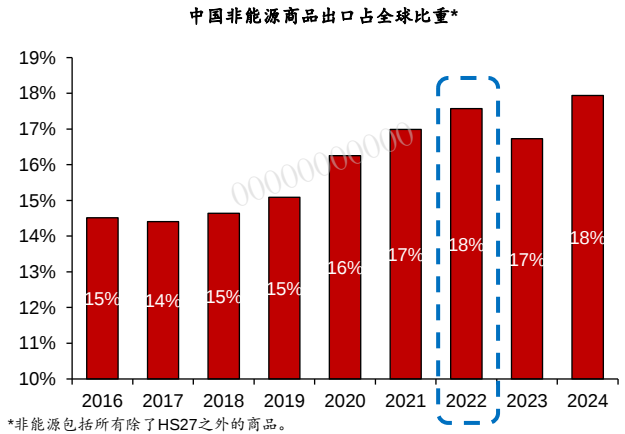
资料来源：Wind, haver，华泰研究

图表20: 疫情和俄乌冲突均一定程度上增强了中国出口竞争力



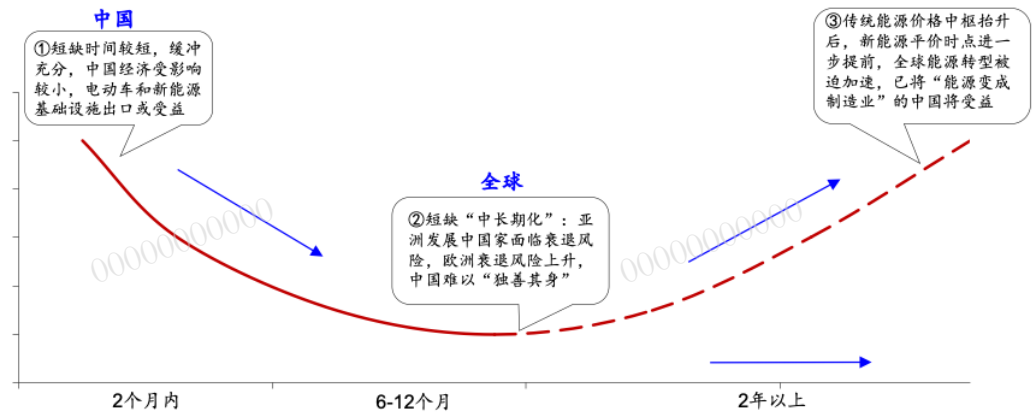
资料来源: Wind, 华泰研究

图表21: 俄乌冲突期间, 中国非能源商品出口占全球比重进一步上行



资料来源: UN comtrade, 华泰研究

图表22: 能源短缺时长对中国影响的“微笑曲线”



资料来源: Wind、华泰研究

二、中东变局下中国出口分行业的相对损益分配

历史数据显示，布伦特油价与中国 PPI 有较强的相关性，但对核心 CPI 的拉动不明显，而对工业企业利润分配的效果来看，高油价更多反应对中下游利润的挤压。通过 2016 年至今的历史数据简单估算，油价同比涨幅对 PPI 的拉动系数约为 0.1（图表 28）。而 2012 年以来，随着工业产业链的复杂化（链条更长）、以及投资对总增长的边际拉动趋缓，PPI 向 CPI（尤其是核心 CPI）的传导受阻，油价上行对整体核心 CPI 的推升效果或不明显（图表 25-28）。

上游能源及油气能源替代行业将直接受益于能源价格上涨，但中下游行业、尤其是能源占成本比例较高、且顺价能力不足的行业将受到挤压。结合投入产出表中各行业对石油的依赖程度，以及海外和国内毛利率剪刀差两大指标，我们筛选炼化及贸易、基础化学原料、塑料、化学纤维、涂料油墨等化工细分、道路/水上/航空运输相关行业受到原油成本推升的压力较大、顺价能力相对不足，其盈利韧性及抗冲击能力可能偏弱（图表 29-31）。

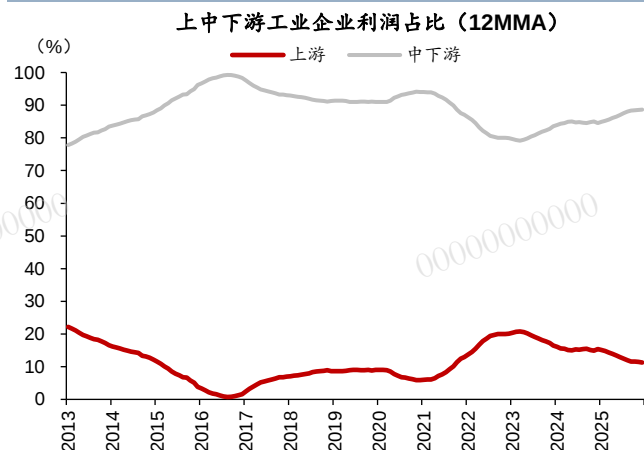
- 我们从完全消耗系数观察不同行业受到成本冲击的影响程度：根据 2023 年投入产出表结合申万二级行业分类，精炼石油和核燃料加工品(0.7182)、水上旅客运输(0.5543)、航空旅客运输(0.4374)、合成材料(0.4152)等行业与石油相关的完全消耗系数位居前列（图表 29），意味着每生产 1 单位最终产品，全产业链对石油的直接 + 间接消耗规模极高，油价上涨将直接推升生产成本。
- 我们采取海外及国内毛利率剪刀差指标筛选顺价能力，“海外毛利率 - 国内毛利率”剪刀差越大，往往意味着海外市场顺价能力更强、盈利安全垫更厚、抗成本冲击韧性更足，比如光伏设备、工程机械、计算机设备、能源金属、光学光电子等，剪刀差为负（国内毛利率高于海外），说明行业在国内市场面临激烈竞争、定价权薄弱，成本上涨难以向下游传导；剪刀差为正但幅度较小，则顺价缓冲空间有限，比如消费电子、黑色家电、纺织制造、家居用品等（图表 31）。
- 综合两大维度，炼化及贸易、基础化学原料、塑料、化学纤维、涂料油墨等化工细分、道路 / 水上 / 航空运输相关行业成为受冲击较明显的行业——根据 2023 年投入产出表的计算，这类行业对石油的完全消耗系数普遍超 0.15，部分化工细分、运输行业系数超 0.2，成本端对油价波动高度敏感；另一方面，根据 2024 年财报数据，其海外与国内毛利率剪刀差多为负或仅小幅为正，显示国内市场竞争激烈，终端需求价格弹性大，成本上涨或较难有效向下游传导，盈利将被直接挤压。与之形成对比的是，部分高消耗系数但剪刀差显著为正的行业（如海外化工龙头），凭借全球定价权可顺利转嫁成本，而低消耗系数行业则天然具备抗油价冲击属性。

同时，中东冲突大概率加速全球能源体系的转型，对中国新能源、电力设备等出口形成结构性增长趋势——例如，今年一季度中国新能源汽车出口量同比增速攀升至 124%。中国“新三样”出口自 2022 年至 2025 年累计增长 58%，年均贡献出口增长约 0.92 个百分点，增长贡献率达到 15.1%。中国我国锂电池出口占全球份额由 2017 年的 35.9% 上升至 2024 年的 54.9%；纯电动汽车出口份额则从 1.3% 跃升至 24.7%。同时，我国光伏组件产量在全球的占比也由 2020 年的 76.1% 提升至 2024 年的 86.4%，稳居全球产业链的主导地位。

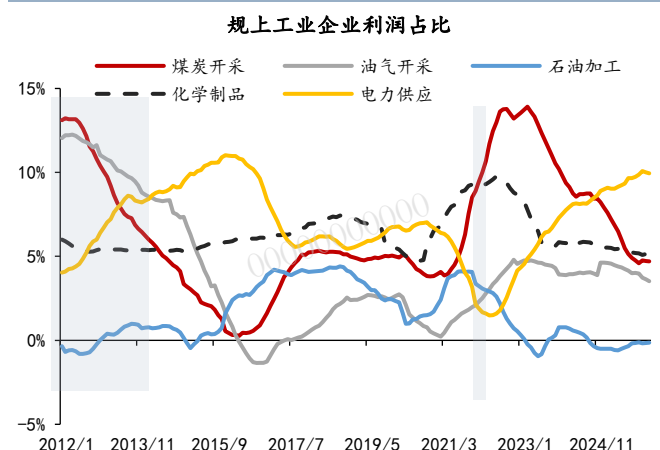
- 中国新能源产业链优势亦呈现全链条覆盖且中游环节主导的特征（图表 32）。电力设备是第一大出口品类，2025 年出口额 926.8 亿美元，占中国总出口的 2.4%；锂电产业占 2.0%，二者合计占新能源相关产品出口的 71.9%。新能源汽车和光伏产品出口分别占总出口的 0.9%/0.7%，反映出中国在新能源中游制造环节的全球领先地位，同时整车出口的快速增长标志着产业链向高附加值终端延伸。

- 从市场分布看，2025 年中国新能源产品出口呈现 "欧美为主、新兴市场快速跟进" 的多元化格局。欧盟是最大单一市场，占新能源相关产品出口的 27%；东盟以 15.0% 位居第二，成为增长最快的新兴市场、可能也部分受益于中国产业链与东南亚地区的深度融合。中东、印度、韩国、日本等市场占比均在 3%-5% 区间，体现了发达经济体能源转型带来的刚性需求，亦反映出中国企业出口目的地分散化、“一带一路”市场不断发展的成效。

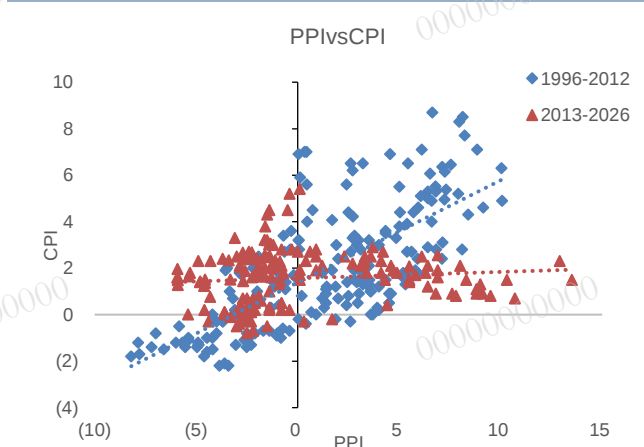
图表23：工业企业利润占比变化



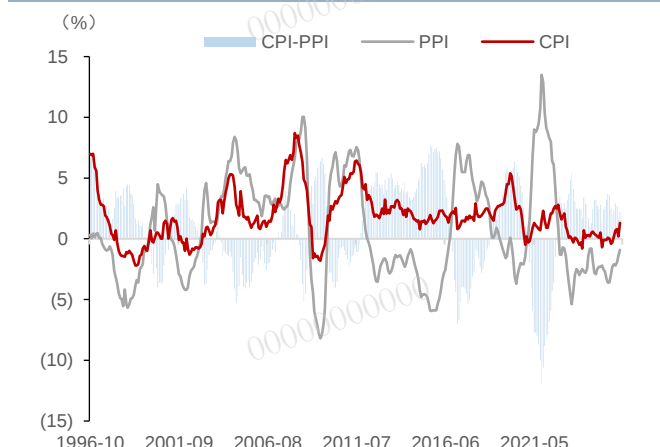
图表24：部分油气产业链条行业的利润占比变化



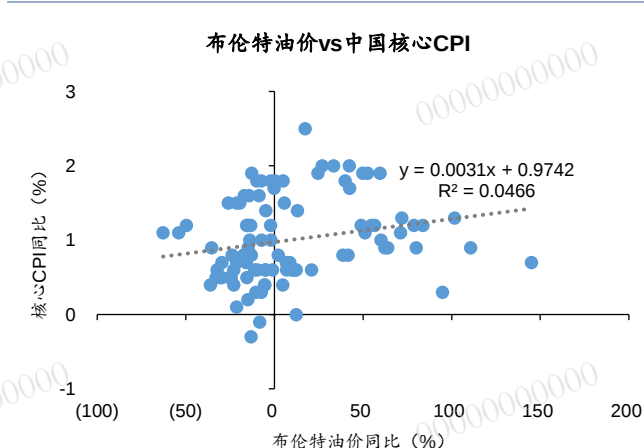
图表25：2013 年以来 PPI 与 CPI 的传导效果相对减弱



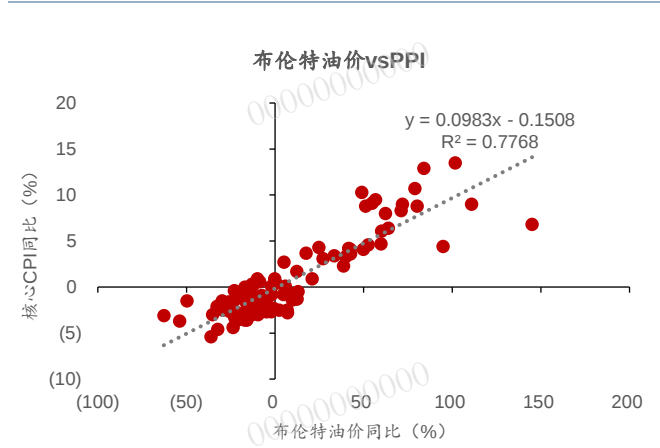
图表26：2025 年以来，CPI-PPI 的剪刀差收窄

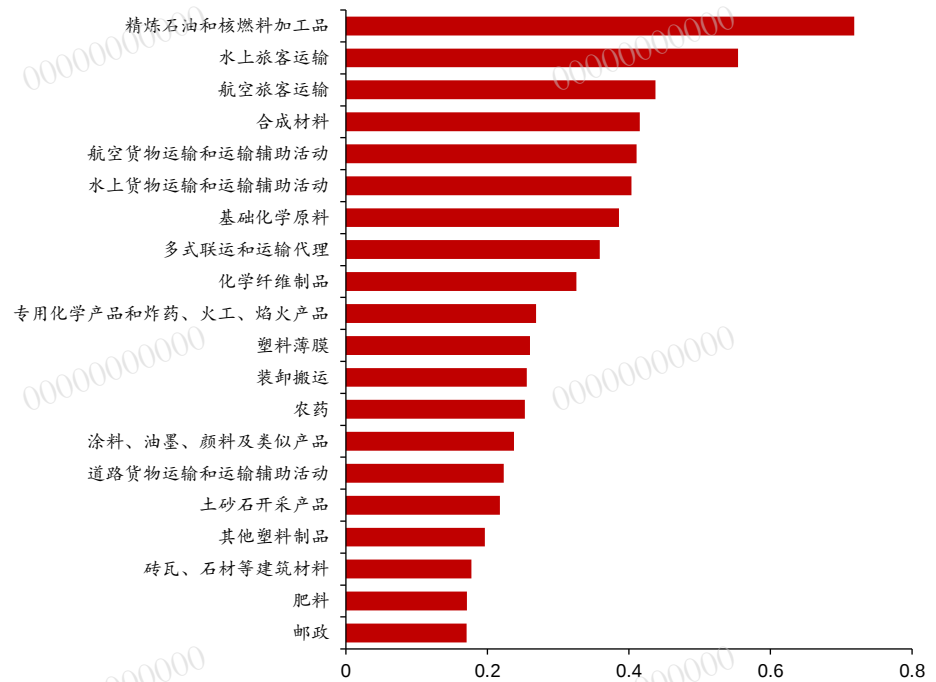


图表27：布伦特油价对中国核心 CPI 的传导并不明显

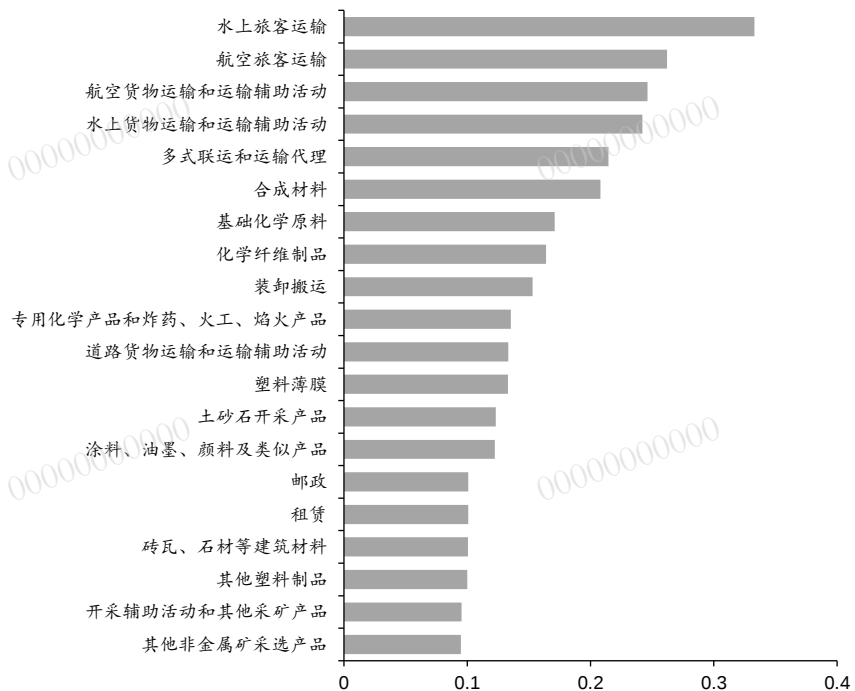


图表28：布伦特油价上行对中国 PPI 形成传导



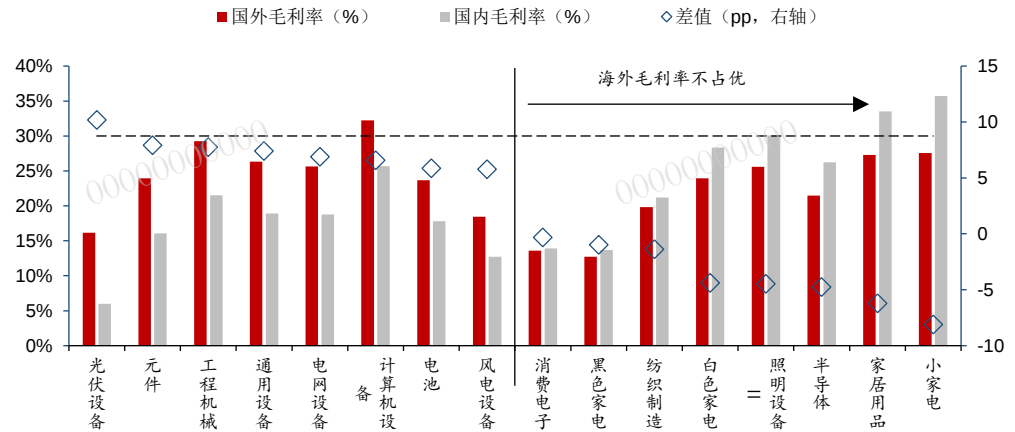
图表29：对石油行业直接消耗系数排名靠前的行业分布（2023 年）**对石油的直接依赖度top15行业**

资料来源：Wind，华泰研究

图表30：对精炼石油和核燃料加工的完全消耗系数排名靠前的行业分布（2023 年）**对精炼石油和核燃料加工的完全依赖系数top15行业**

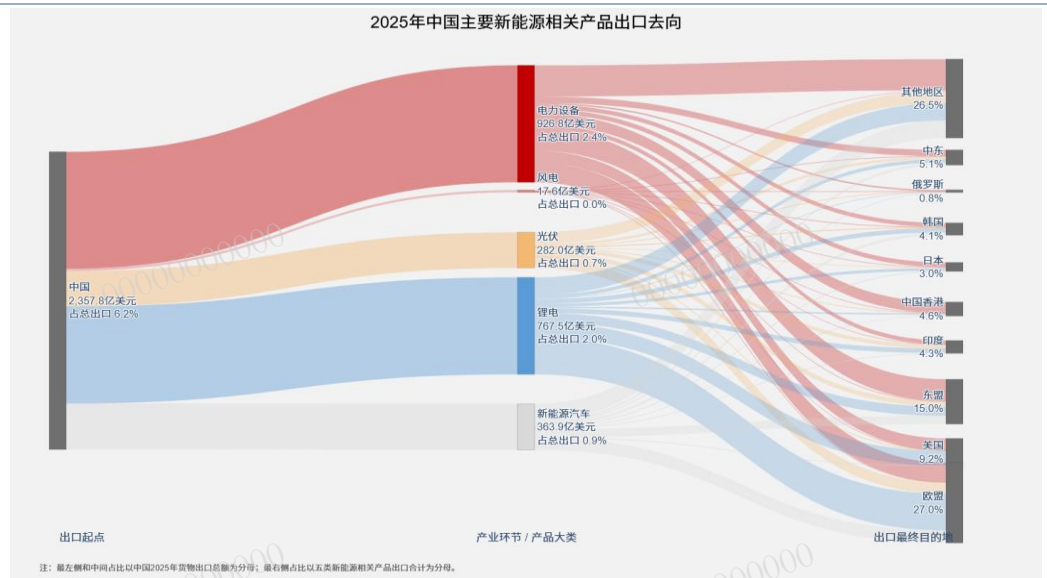
资料来源：Wind，华泰研究

图表31：海外毛利率相对占优的行业包括光伏设备、工程机械、计算机设备等（2024 年年报数据）



资料来源：iFind，华泰研究

图表32：2025 年中国主要新能源出口产品一览



资料来源：海关总署，华泰研究

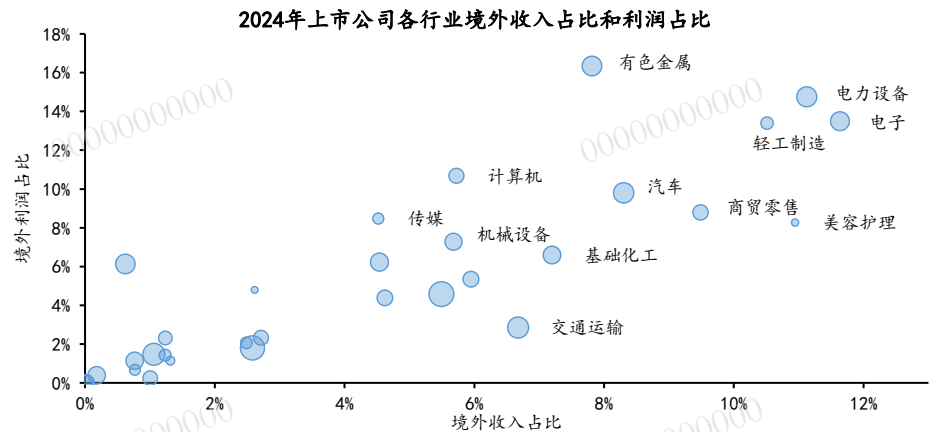
三、短期看好中国出口相对韧性，中长期中国出口份额有望持续上升

能源冲击虽然边际削弱中国出口增长向上动能，但在乐观和中性情形下不改变其增速高于去年以及高于中国总需求增长的趋势——即中国出口行业仍是相对竞争力和盈利能力较高的经济部门。从行业分布来看，有色金属、电力设备、电子等行业上市公司的海外收入及利润占比较高（图表 33-34）。

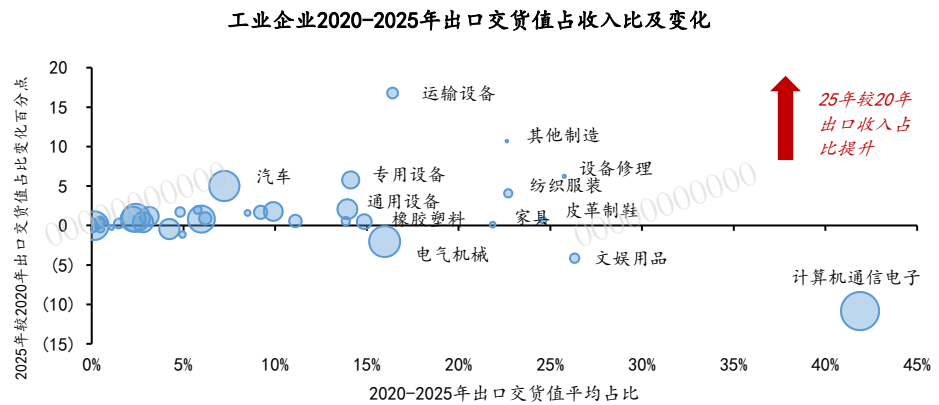
- 中国一季度出口有望维持两位数增长，高于去年同期、且 GDP 占比进一步抬升，4 月至今，高频指标显示中国出口动能仍然强劲。在美以伊冲突前，全球制造业周期及外需呈现景气度回升态势，1-2 月中国出口同比录得 21.8% 的高增速，即便考虑春节错位的影响、整体一季度有望维持两位数增长，增速高于去年全年(5.5%)、亦大概率高于一季度 GDP 增长。
- 作为外需景气度回升的印证，一季度越南/韩国出口分别录得 20.5%/37.5%，较去年的 3.9%/17.5% 进一步上行。华泰出口需求月度指数（HDET）指标显示 4 月中国出口增速或录得两位数增长（图表 35-37），其中半导体周期或仍保持强劲韧性，韩国 4 月前 10 天录得 36.7% 的高增长。

中长期，全球传统能源风险溢价抬升，新能源平价将更早到来（图表 38）。而中国在新能源转型领域全球领先，进入成本收益良性循环阶段——所以，我国制造业的相对成本和效率优势有望持续强化。2020 年以来，我国制造业的成本优势进一步增强。以 2020 年 1 月为基期，我国美元计的 PPI 指数分别较美国和欧元区低约 35%、50%（图表 39），与之对应的是，中国出口份额持续抬升、而美欧（尤其是欧洲）的份额呈趋势性下降。即使本轮地缘冲突结束，部分被打击的能源基础设施难以快速复产、叠加中东地缘复杂化，中期内全球传统能源的溢价或有所抬升，促使能源平价更早到来。鉴于我国在新能源领域的领先优势，例如中国光伏组件的产能占全球比重超过 80%、新能源发电量占比达 38%，能源价格相对优势的提升有望推动中国制造业的优势进一步强化。

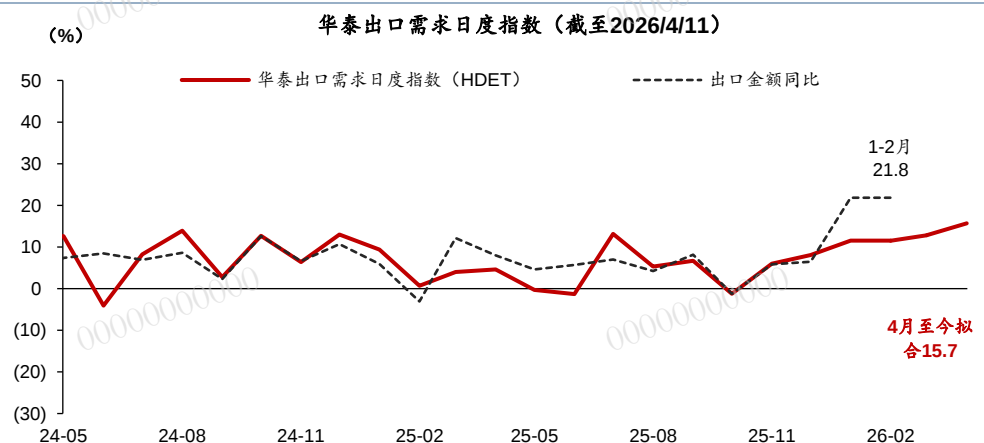
我国制造业的相对优势不仅将支撑我国出口份额持续扩张，也是本轮人民币升值的驱动力。值得注意的是，人民币升值是相对效率优势的结果，其本身不形成中国出口相对表现的制约。中国占全球制造业增加值的三分之一，且实际为大量商品的“边际定价国”，对中国制造业竞争力的价值重估可能成为驱动本轮人民币升值的重要因素（图表 40-41）。考虑到中国制造业成本优势的“剪刀差”进一步走扩，预计本轮人民币升值不会成为出口的制约。

图表33：有色金属、电力设备、电子等行业上市公司的海外收入及利润占比较高


资料来源：Wind、华泰研究

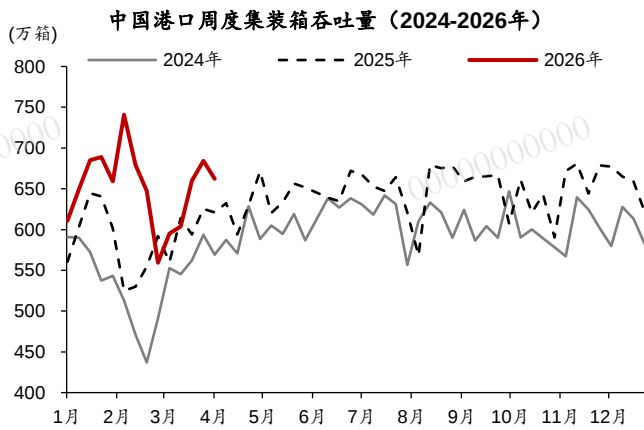
图表34：计算机电子、文娱用品等行业的出口交货值占该行业工业企业收入的占比较高


资料来源：Wind、华泰研究

图表35：华泰出口需求月度指数显示3-4月中国出口或仍维持韧性


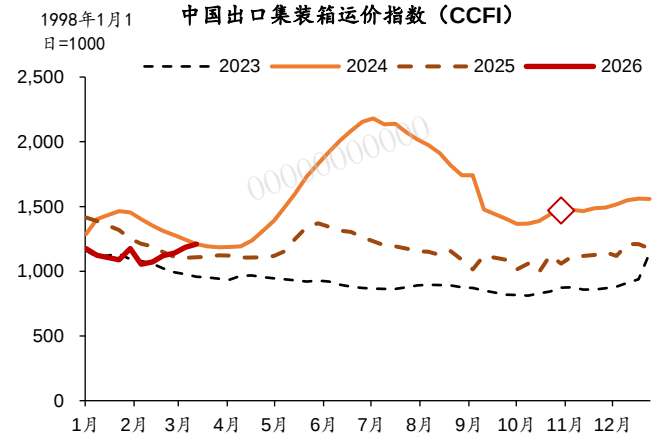
资料来源：Wind、华泰研究

图表36：中国港口集装箱吞吐量今年以来维持同比高增



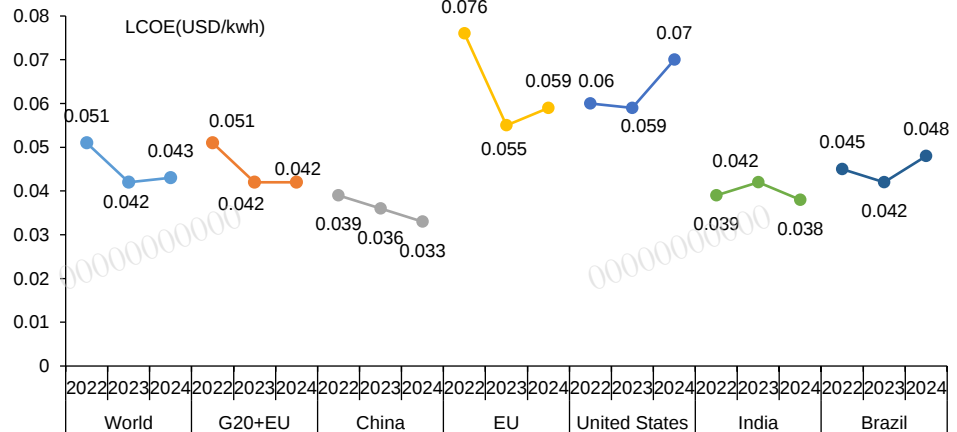
资料来源：Wind、华泰研究

图表37：今年3月以来中国集装箱运价指数环比回升



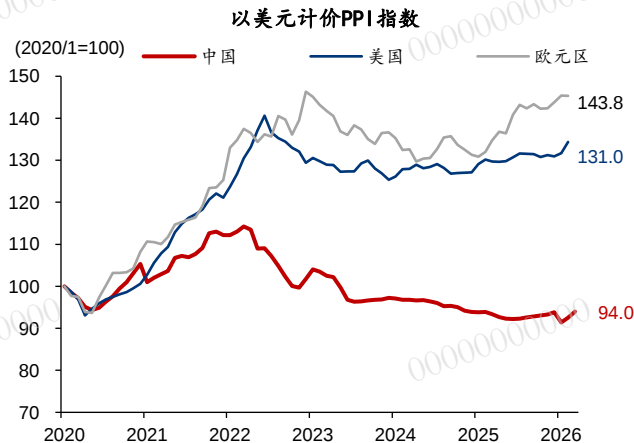
资料来源：Wind、华泰研究

图表38：全球主要国家光伏加权平均平准化度电成本呈下降趋势



资料来源：Wind、华泰研究

图表39：2020年以来，中国制造业的成本优势进一步凸显

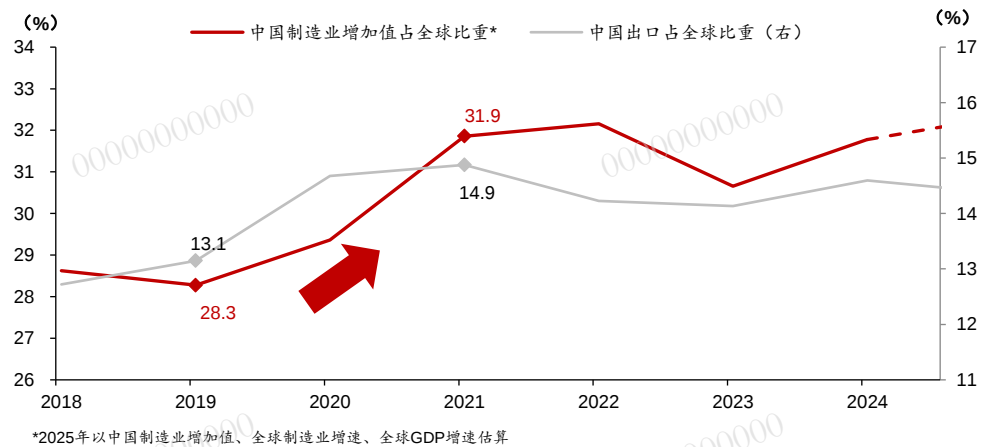


资料来源：Wind、华泰研究

图表40：预计今年人民币汇率将进一步升值



资料来源：Wind、华泰研究

图表41： 中国制造业增加值约占全球的三分之一

资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

- 1) 霍尔木兹海峡封锁时间超预期，地缘政治冲突加剧拖累全球贸易活动；
- 2) 高油价拖累全球经济减速超预期。

免责声明

分析师声明

本人，易垭、吴宛忆、陈玮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峇、吴宛忆、陈玮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司