

【宏观专题】

高油价冲击下，出口风险怎么看？ ——基于历史复盘与领先指标的观察

❖ **核心观点：**从历史经验看，高油价冲击对中国出口的拖累通常滞后显现：冲击后约 6 个月，出口增速开始转弱。若以本轮中东冲突对油价的主要影响始于 3 月计算，9 月或是观察出口压力是否显现的重要节点。从外需领先指标看，17 个指标中已有 11 个出现边际回落，且下行拐点多集中在二季度末至三季度。不过，三类重点指标中，G7 国家 OECD 综合领先指标和半导体周期领先指标仍指向 7 至 8 月外需景气或延续上行。综合历史滞后规律与外需领先指标变化，三季度末或是判断出口下行压力是否显现的关键窗口。

❖ **前言：**中东冲突升温推升油价后，市场担忧高油价通过压制全球需求拖累中国出口。前期报告已指出，高油价未必压制中国出口份额，反而可能推动中游制造份额上行；但其对全球需求的冲击更难量化。本文因此绕开总量判断，转向出口结构，考察高油价下不同品类出口表现是否存在规律。

❖ 一、不同行业出口对油价冲击的敏感度如何？

本文基于 2006 年 3 月至 2026 年 1 月样本，剔除次贷危机和新冠疫情阶段，按 HS 两位编码划分 97 类商品，并以 WTI 油价同比增速（3MMA） $\geq 30\%$ 识别高油价时期。在此基础上，我们以商品出口增速与 WTI 油价增速的相关系数（衡量商品对油价的敏感程度）为横轴、与全球贸易量增速的相关系数（衡量商品对全球贸易周期的依赖度）为纵轴，识别不同商品的油价与周期特征，主要发现如下：

第一，中国大多数出口品类与油价和全球贸易需求呈正相关（图 1）。

第二，油价高增时，坐标重心向左偏移（商品与油价正向相关关系减弱），或显示高油价的需求破坏效应（图 2）。

第三，油价高增时，中国 75% 以上出口表现韧性偏强，即，油价高增时期油价敏感系数仍保持为正的商品占我国 2025 年出口比例 78.6%，其中体量较大者包括机械设备、电机电气设备等中游制造业产品。

第四，油价高增时，相对脆弱的应该是油价高增时期油价敏感系数转负的品类，其中，体量最大的是钢铁制品，2025 年中国出口金额 1064 亿美元，占比 2.8%。

第五，油价高增时，受负面冲击最大的应该是油价敏感系数相比正常时期左移幅度最大的品类，即，油价敏感系数下降最多的品类。其中，体量较大的主要是塑料制品，2025 年中国出口 1432 亿美元，占比 3.8%；其次是纺织服装，2025 年中国出口 840 亿美元，占比 2.2%。

第六，油价高增背景下，受益最大的应该是油价敏感系数相比正常时期右移幅度最大的品类，即，油价敏感系数提升最多的商品。其中，体量较大的主要是陶瓷产品，2025 年中国出口 221 亿美元，占比 0.6%。

❖ 二、高油价冲击下的不同出口表现？

（一）高油价冲击期的识别

在第一章识别“油价高增期”的基础上，本章进一步聚焦供给扰动驱动的“高油价冲击期”，并结合油价增速、油价绝对水平和上涨驱动因素，筛选出 2010 年 12 月至 2011 年 7 月、2018 年 4 月至 10 月、2022 年 1 月至 6 月三段典型区间，分别对应利比亚内战、伊朗制裁与 OPEC+ 减产预期、俄乌冲突与对俄能源制裁。

（二）高油价冲击下的出口表现复盘

第一，总量层面，历史经验显示，高油价冲击对中国出口增速的拖累通常滞后显现：冲击后约 6 个月出口增速开始转弱，9 至 10 个月下行压力进一步加大。

第二，结构层面，基于二维敏感系数框架，我们将商品划分为“高油价受损”“能源景气”和“周期韧性”三类，分别代表高油价冲击下出口受损更重、受能源景气支撑、以及出口表现相对稳定的商品。其中，“高油价受损”品类占中国出口

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com

执业编号：S0360524070004

相关研究报告

- 《【华创宏观】央企缴利润的三个误解和事实》
2026-04-28
- 《【华创宏观】为何短期抛盘难撼金价中枢？——维持对黄金中期战略看多》
2026-04-23
- 《【华创宏观】当中游足够强：从“受哺”退税到“反哺”财政——战略看多中游制造系列八》
2026-04-18
- 《【华创宏观】中国中游：选股思辨——战略看多中游制造系列七》
2026-04-17
- 《【华创宏观】大进大出——2025 年年度跨境资本跟踪》
2026-04-17

金额比重达 78%，与第一章“油价高增期”下多数商品仍具韧性的结论形成反差，或反映供给冲击型高油价对外需的拖累不容忽视。

第三，从关键时点表现看，冲击发生后各类商品出口增速普遍回落，其中“高油价受损”品类降幅最大；但在冲击后半年内，油价通常仍处上行阶段（或反映全球需求尚有一定支撑），因此各类商品出口虽有回落，但整体仍保持一定韧性。

第四，从传导层面来看，油价增速拐点领先于各类商品出口增速拐点，但其回落斜率相对更缓。三类型商品中，“高油价受损类商品”出口增速回落最快，并率先转负（图 9）。

综上，历史经验提示两点值得关注：一是冲击发生后约 6 个月，或是出口压力显现的关键窗口；二是油价同比增速拐点往往领先于出口增速拐点，若油价同比增速见顶回落，或需警惕出口增速随后转弱。

❖ 三、本轮冲击中各类型商品出口表现如何？

为观察本轮高油价冲击初期不同商品的表现，我们进一步筛选出特征更突出的“强周期韧性型”和“强能源景气型”品类：前者指高油价冲击期对油价敏感度明显下降的商品，后者指高油价时期与油价增速正相关性较强的商品。

截至 3 月最新数据，高油价敏感度分组下的商品景气初步显露分化迹象：“强能源景气型”增速最高，“强周期韧性型”回落幅度最小、抗跌性最强，“高油价受损型”降幅最大、当前增速最低。（图 10）

❖ 四、从领先指标看目前外需风险大吗？

从总量视角看，高油价冲击对出口的影响主要体现为对全球外需的负面外溢，但其幅度较难直接测算，因此或更适合通过高频领先指标跟踪外需拐点。

参考《先抑后扬——20 个领先指标看外需走势》构建的外需领先指标跟踪体系，当前 17 个外需领先指标中已有 11 个出现边际回落，且下行拐点多集中在二季度末至三季度，或提示外需下行风险正在逐渐累积。

不过，核心领先指标显示短期外需仍有支撑：G7 国家 OECD 综合领先指标和费城半导体指数分别指向截至 8 月和 7 月，中国出口及全球半导体需求或仍延续上行；同时，前期全球货币宽松的滞后效应仍对上半年工业生产和贸易需求形成支撑。但随着全球主要央行政策渐次转向，货币宽松支撑或于三季度见顶。

综合历史滞后规律与外需领先指标变化，三季度末或是判断出口下行压力是否显现的关键窗口，需重点监测外需转弱及出口增速回落风险。

❖ 风险提示：历史规律外推存在偏差；供给驱动的高油价冲击样本有限；商品分类和敏感度测算存在模型误差；地缘冲突演化超预期；全球需求韧性超预期；海外政策变化超预期

投资主题

报告亮点

- 1、研究视角聚焦结构。**高油价对全球总需求的冲击幅度较难直接测算，本文转而从出口结构入手，构建“油价敏感度×贸易周期依赖度”二维分析框架，识别不同出口品类在高油价环境下的分化表现。
- 2、区分“油价高增期”与“高油价冲击期”。**本文不仅观察油价同比高增阶段，还进一步筛选由供给扰动驱动的典型高油价冲击期，复盘 2010-2011 年、2018 年、2022 年三轮油价冲击对中国出口的滞后传导规律。
- 3、提出三季度末是关键观察窗口。**本文综合历史复盘经验规律和外需领先指标的前瞻提示，指出三季度末或是观察出口下行压力的关键窗口期。

投资逻辑

本文研究重点聚焦于供给冲击造成的高油价究竟会给中国出口带来多大风险。首先，从出口份额看，前期研究已指出高油价未必压制中国出口竞争力；但从全球需求看，高油价冲击可能通过压制外需对出口形成滞后拖累。基于此，本文采取“向后看历史经验、向前看领先指标”的分析思路：一方面，一方面，复盘历史上三轮具有供给冲击特征的高油价时期，观察其对出口总量与结构的传导是否存在一定规律；另一方面，结合本轮冲击初期不同商品出口表现及外需领先指标变化，跟踪未来出口压力是否显现。综合来看，短期外需仍有韧性，但三季度末或是观察外需回落以及出口转弱压力的重要窗口期。

目 录

一、不同行业出口对油价冲击的敏感度如何？	6
二、高油价冲击下的不同出口表现？	8
（一）高油价冲击期的识别	8
（二）高油价冲击下的出口表现复盘	8
三、本轮冲击中各类型商品出口表现如何？	10
四、从领先指标看目前外需风险大吗？	11

图表目录

图表 1	中国各类商品出口增速：油价敏感性 vs 贸易周期敏感性.....	7
图表 2	油价高增时（油价增速 $\geq 30\%$ ）中国出口品类的油价与贸易需求敏感性.....	7
图表 3	油价高增时，中国出口品类的油价与贸易需求敏感性变化.....	7
图表 4	中国重点品类的相关性位移轨迹：油价高增时期 vs 全样本.....	7
图表 5	2005 年以来的高油价冲击时期.....	8
图表 6	三轮高油价冲击：中国出口增速表现.....	9
图表 7	高油价冲击下不同表现商品分类及占比.....	10
图表 8	高油价冲击前后出口增速节点对比.....	10
图表 9	高油价冲击下出口增速动态演变.....	10
图表 10	按油价敏感度分组看，高油价冲击下出口初现分化.....	11
图表 11	外需领先指标一览.....	12
图表 12	G7 国家 OECD 综合领先指标指示截至 8 月中国出口外需景气或持续上行... ..	12
图表 13	海外主要经济体政策利率变化指向下半年全球工业生产周期或面临压力.....	12
图表 14	全球 ICT 产品贸易增速与全球半导体销售额增速同步.....	13
图表 15	费城半导体指数指向截至 7 月全球半导体销售额增速或持续上行.....	13

中东冲突升温以来，油价持续处于高位，市场担忧其会冲击全球总需求，进而拖累中国出口。若从总量框架看，中国出口可拆解为全球贸易额与中国出口份额两部分。关于后者，我们在前期报告《高油价带来“出清”，中国中游份额或“上行”——战略看多中游制造系列四》中已论证，高油价未必压制中国出口，反而可能推动中游制造份额上行。但对于前者，由于传导路径错综复杂，其实很难清楚回答，持续的高油价究竟会对全球总需求造成多大冲击。基于此，本文尝试绕开总量问题，聚焦出口结构，探究其是否存在一定规律。

一、不同行业出口对油价冲击的敏感度如何？

（一）样本数据介绍

关于样本数据的说明：（1）样本时间区间为 2006 年 3 月~2026 年 1 月（剔除 2008 年 9 月~2009 年 12 月次贷危机和 2020 年 1 月~2021 年 12 月新冠疫情时期）。（2）本章的高油价时期，实际上指的是油价高增速时期，即 WTI 油价同比增速（3MMA） $\geq 30\%$ 。（3）出口商品按 HS 两位编码分类，共计 97 类。（4）出口、油价和全球贸易量增速均取 3 个月移动平均。（5）敏感性指的是出口增速与全球贸易增速、WTI 油价增速的相关系数。

（二）六个主要发现

基于上述样本数据，我们以“对油价的敏感度（X 轴）”和“对全球贸易周期的依赖度（Y 轴）”为坐标，观察中国各品类出口对于全球贸易需求和油价增速的敏感性情况，主要发现如下：

第一，中国大多数出口品类与油价和全球贸易需求呈正相关（图 1）。

第二，油价高增时，坐标重心向左偏移（商品与油价正向相关关系减弱），或显示高油价的需求破坏效应（图 2）。

第三，油价高增时，中国 75% 以上出口表现韧性偏强。按照我们的筛选标准，油价高增时，韧性最强的应该是油价高增时期油价敏感系数仍保持为正的品类，中国出口 78.6% 的商品均属此类，2025 年出口额合计约为 2.9 万亿美元，其中体量较大者包括机械设备、电机电气设备等中游制造业产品。

具体到细分品类，按照出口增速与油价增速相关系数由高到低排序，主要是：照相及电影用品；蛋白质、改性淀粉；食品工业残渣；虫胶、树胶、树脂；有机化学品等，这些商品在油价高增时期与油价增速相关系数均在 0.55 以上。其中，体量较大的是有机化学品，2025 年中国出口 838 亿美元，占比 2.2%。

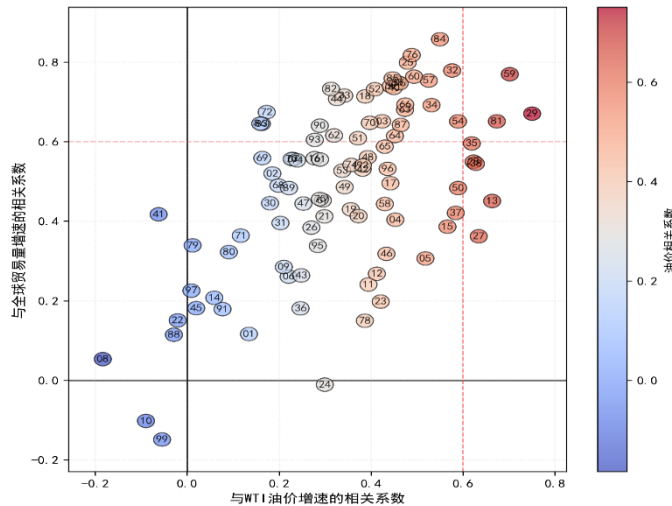
第四，油价高增时，相对脆弱的应该是油价高增时期油价敏感系数转负的品类，按照相关系数由低到高，主要包括：珍珠、宝石、贵金属；肉、鱼制品；木浆、废纸；钢铁制品等，这些商品在油价高增时期与油价增速的相关系数均在 -0.3 以下。其中，体量最大的是钢铁制品，2025 年中国出口金额 1064 亿美元，占比 2.8%。

第五，油价高增时，受负面冲击最大的应该是油价敏感系数相比正常时期左移幅度最大的品类，即，油价敏感系数下降最多的品类（图 4），按照变化幅度由低到高，主要包括塑料及制品；肉和鱼制品；淀粉制品；废纸；针织服装等。其中，体量较大的主要是塑料制品，2025 年中国出口 1432 亿美元，占比 3.8%；其次是针织服装，2025 年中国出口 840 亿美元，占比 2.2%。

第六，油价高增背景下，受益最大的应该是油价敏感系数相比正常时期右移幅度最大的

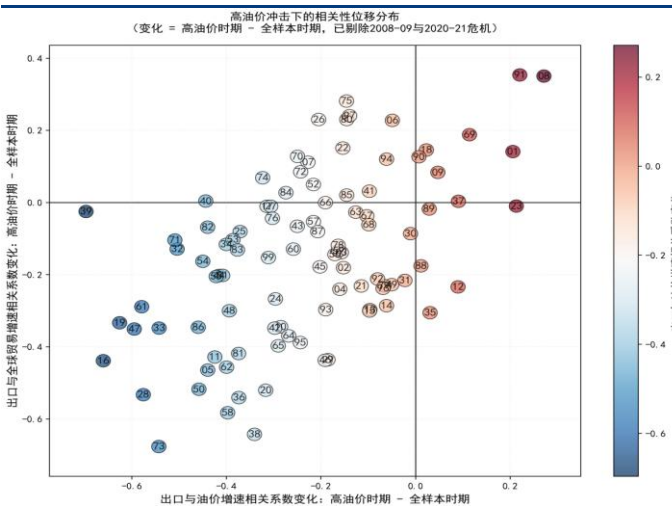
品类，即，油价敏感系数提升最多的商品（图4），按照变化幅度由高到低，主要包括水果、钟表、食品工业残渣、活动物、陶瓷产品等。其中，体量较大的主要是陶瓷产品，2025年中国出口221亿美元，占比0.6%。

图表1 中国各类商品出口增速：油价敏感性 vs 贸易周期敏感性



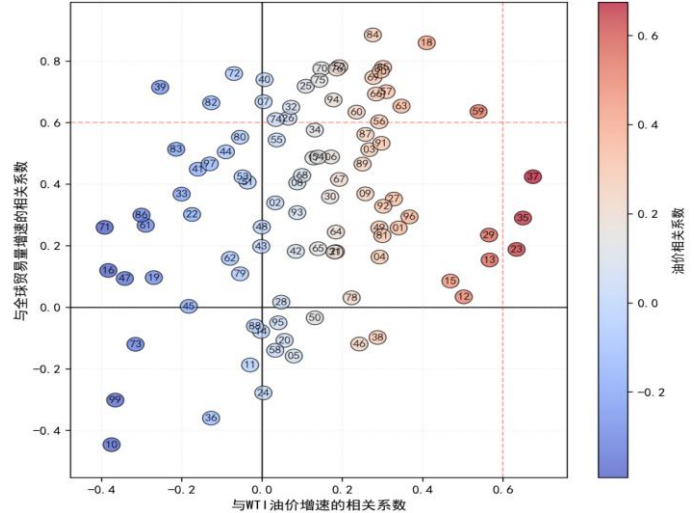
资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券 注：1、样本时间区间为2006年3月~2026年1月（剔除2008年9月~2009年12月次贷危机和2020年1月~2021年12月新冠疫情时期）。2、出口商品按HS两位编码分类，共计97类。3、出口、油价和全球贸易量增速均取3个月移动平均。

图表3 油价高增时，中国出口品类的油价与贸易需求敏感性变化



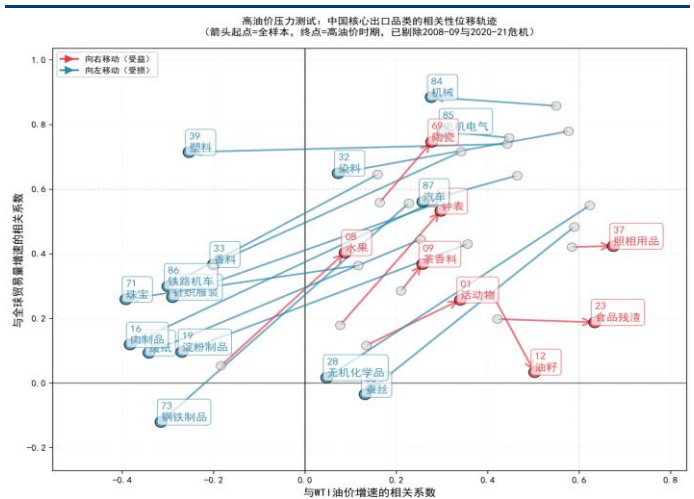
资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券 注：1、样本时间区间为2006年3月~2026年1月（剔除2008年9月~2009年12月次贷危机和2020年1月~2021年12月新冠疫情时期）。2、高油价时期指的是WTI油价同比增速（3MMA） $\geq 30\%$ 的时期。3、出口商品按HS两位编码分类，共计97类。4、出口、油价和全球贸易量增速均取3个月移动平均。

图表2 油价高增时（油价增速 $\geq 30\%$ ）中国出口品类的油价与贸易需求敏感性



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券 注：1、样本时间区间为2006年3月~2026年1月（剔除2008年9月~2009年12月次贷危机和2020年1月~2021年12月新冠疫情时期）。2、出口商品按HS两位编码分类，共计97类。3、出口、油价和全球贸易量增速均取3个月移动平均。

图表4 中国重点品类的相关性位移轨迹：油价高增时期 vs 全样本



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券 注：1、样本时间区间为2006年3月~2026年1月（剔除2008年9月~2009年12月次贷危机和2020年1月~2021年12月新冠疫情时期）。2、高油价时期指的是WTI油价同比增速（3MMA） $\geq 30\%$ 的时期。3、出口商品按HS两位编码分类，共计97类。4、出口、油价和全球贸易量增速均取3个月移动平均。

二、高油价冲击下的不同出口表现？

（一）高油价冲击期的识别

第一章只是简单的二维四象限分类观察，本章将聚焦高油价冲击下的不同品类出口表现。需要厘清的是，高油价冲击和油价高增时期并非同等概念，原因在于：

油价高增时期，本文（第一章）使用的分类标准是简单看油价同比增速是否超过 30%，因此不能排除前期低基数造成的当期油价高增。

高油价冲击，实际聚焦的是供给冲击带来的油价飙升，其识别既需要关注油价增速、也要关注油价绝对水平，还应关注油价上涨的驱动因素。因此，是油价高增时期的子集。我们基于上述三逻辑，手动筛选出高油价冲击的时间区间，具体为：

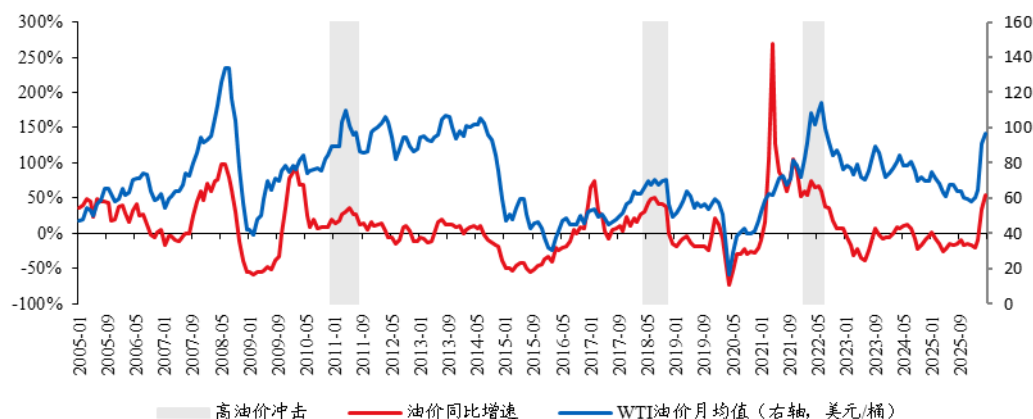
①**2010 年 12 月~2011 年 7 月**，背景是“阿拉伯之春”扩散及利比亚内战引发原油供给中断担忧，WTI 油价由约 90 美元/桶上行至 100 美元/桶以上，并在 2011 年二季度一度突破 110 美元/桶。

②**2018 年 4 月~10 月**，主要受美国退出伊朗核协议、重启对伊朗制裁以及 OPEC+减产预期影响，WTI 油价由约 65 美元/桶升至 75 美元/桶附近。

③**2022 年 1 月~6 月**，俄乌冲突爆发并引发欧美对俄能源制裁，全球原油供应风险溢价快速抬升，WTI 油价由 80 美元/桶附近上行至 110 美元/桶以上，并阶段性突破 120 美元/桶。

本文没有关注 2005 年以前的高油价冲击期，主要是由于，彼时与当下中国出口结构和价值链所处位置特征存在较大差异，因此我们认为对比复盘的参考意义有限。

图表 5 2005 年以来的高油价冲击时期

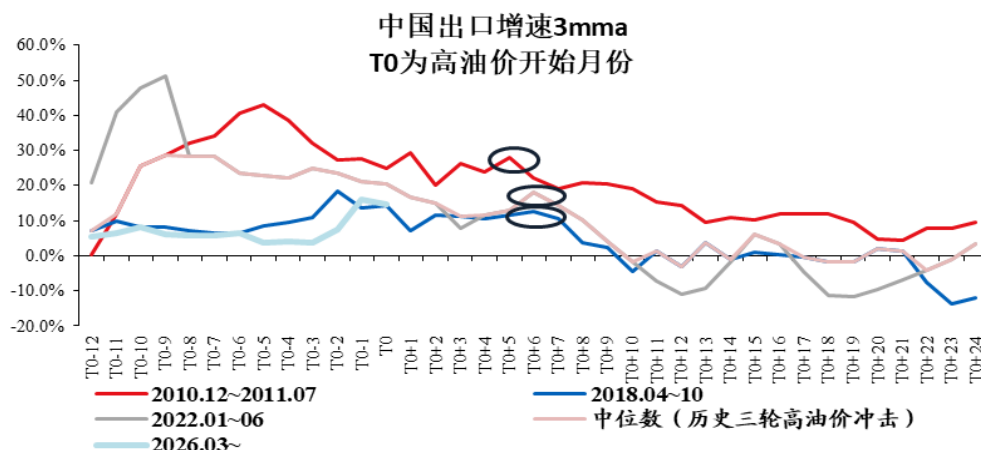


资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券

（二）高油价冲击下的出口表现复盘

第一，总量层面，从三轮高油价冲击的历史复盘看，高油价对中国出口增速的拖累存在一定滞后，即，冲击发生后约 6 个月，出口增速开始转弱；约 9-10 个月后，出口增速进一步掉档、压力明显加大（图 6）

图表 6 三轮高油价冲击：中国出口增速表现



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券

第二，结构层面，按二维敏感系数框架划分，高油价受损品类占中国出口金额比重较高（78%）。参照第一章的二维分类框架，我们以“需求敏感系数”和“高油价冲击期油价敏感系数”为标准，对中国出口的 97 类商品进行划分。其中，需求敏感系数衡量各品类出口增速与全球贸易量增速的相关性；油价敏感系数则衡量高油价冲击期内，各品类出口增速与油价增速的相关性。

具体来看，第一类为“高油价受损品类”，即需求敏感系数高于 0.45（全部 97 类商品与全球贸易量增速的相关系数平均约为 0.49，我们取略低于均值的 0.45 为界）、且高油价冲击期油价敏感系数为负的商品。这类商品与全球贸易需求景气度相关性较高，但在高油价冲击下出口表现容易受损。

第二类为“能源景气品类”，即需求敏感系数低于 0.45、且高油价冲击期油价敏感系数为正的品类。这类商品与全球贸易需求的相关性相对较弱，但在高油价环境下出口表现较好，说明其需求主要受益于能源链条景气上行。

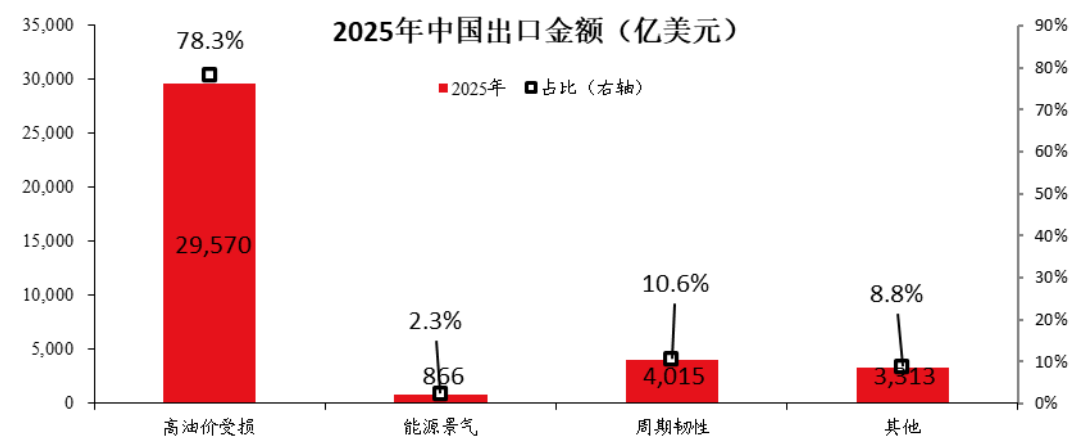
第三类为“周期韧性品类”，即需求敏感系数高于 0.45、且高油价冲击期油价敏感系数为正的品类。这类商品与全球贸易景气周期相关性较强，同时在高油价冲击阶段仍保持较强（强于“高油价受损类”）的出口韧性。

其余商品归为“其他品类”，即需求敏感系数低于 0.45、且高油价冲击期油价敏感系数为负的商品。这类商品既缺乏对全球贸易景气的弹性，也未体现出高油价冲击下的出口韧性。

按上述标准测算，2025 年中国出口金额中，“高油价受损品类”占比达到 78.3%，“周期韧性品类”占比为 10.6%，“能源景气品类”占比仅为 2.3%，“其他品类”占比为 8.8%。

（图 7）

图表 7 高油价冲击下不同表现商品分类及占比



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券

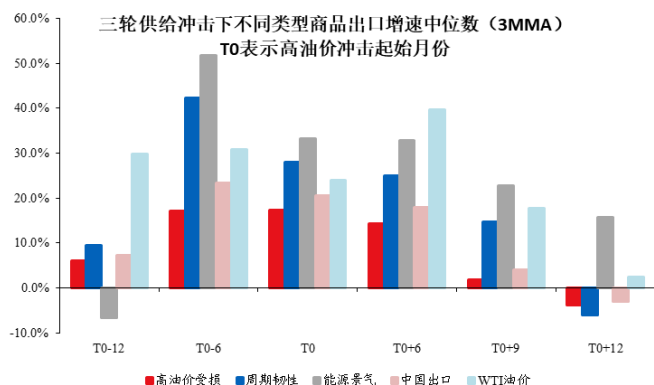
第三，对比三类型商品关键时点表现：

1) 冲击后各类商品出口增速均有回落，其中高油价受损类商品降幅最大。高油价冲击后，伴随油价增速上行，三类商品出口增速均出现不同程度回落。油价增速仍在上行期间，高油价受损类商品回落幅度最大，周期韧性型次之，能源景气型相对最小（图 8）。

2) 冲击后的半年内，油价增速仍处于上行阶段，或反映全球需求尚有支撑，高油价对需求的抑制效应尚未充分传导。因此，各类商品出口增速虽有回落，但整体仍保持一定韧性，降幅相对有限（图 8）。

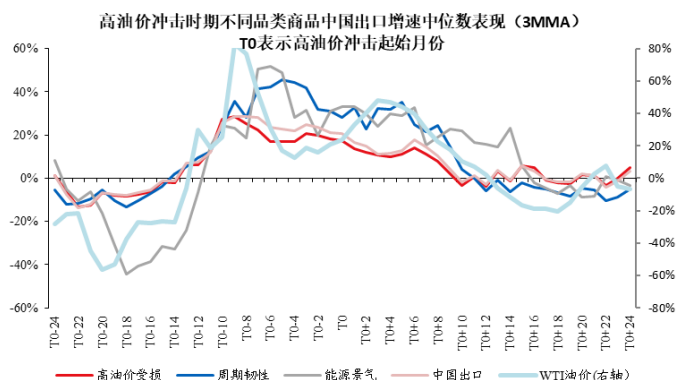
第四，传导层面来看，油价增速拐点领先于各类商品出口增速拐点，但其回落斜率相对更缓。相比之下，高油价受损类商品出口增速回落最快，并率先转负；周期韧性型商品随后转入负增长区间，较前者滞后约 2 个月（图 9）。

图表 8 高油价冲击前后出口增速节点对比



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券

图表 9 高油价冲击下出口增速动态演变



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券

三、本轮冲击中各类型商品出口表现如何？

为了方便对比观察当下高油价冲击伊始，不同油价敏感度商品的变化特征，我们在“周期韧性型”和“能源景气型”商品中，进一步挑选出周期韧性和能源景气特征更突出的品类，具体分别为：“强周期韧性型”商品，指的是“周期韧性型”商品中，油价增速相关系数在高油价冲击时期相比全样本时期变化超过-0.25 的商品（全部周期韧性型商品油价敏

感系数变化幅度中位数约为-0.23，我们选-0.25为界)；“强能源景气型”商品，指的是“能源景气型”商品中，在高油价冲击时期，与油价增速相关系数 ≥ 0.4 (全部能源景气型商品，在高油冲击时期与油价增速相关系数中位数约为0.46，我们简单取整以0.4为界)，或者在高油价冲击时期，相比全样本时期油价增速相关系数的变化幅度 ≥ 0.2 的商品(高油价冲击时期相比全样本时期油价敏感系数变化幅度的中位数约为0.21)。

目前截至3月的最新数据显示，高油价冲击之下，按油价敏感度分组的不同品类商品景气初步显露分化迹象：“强能源景气型”当下增速最高；“强周期韧性型”最抗跌，其增速回落幅度最小；“高油价受损型”增速降幅最大，当下增速也最慢(图10)。

3个月移动平滑来看，截至3月，总体出口增速(3MMA)为14.7%，较2月回落1.2个点。其中，“高油价受损型”商品出口增速(3MMA)为17.8%，较2月回落1.1个百分点；“强周期韧性型”商品出口增速(3MMA)降至6.1%，仅较2月回落约0.2个点；“强能源景气型”商品出口增速(3MMA)降至13.1%，较2月回落约0.1个点。

剔除平滑仅看3月单月，总体出口增速2.5%，较1-2月合并同比21.8%回落19.2个百分点。其中，“高油价受损型”商品出口增速回落21个百分点至4.5%，“强周期韧性型”商品出口增速仅回落0.7个百分点至5.7%；“强能源景气型”商品出口增速则回落约9.4个百分点至7.2%。

图表 10 按油价敏感度分组看，高油价冲击下出口初现分化



资料来源：UNCTAD，ITC Trademap，华创证券 注：“强周期韧性型”商品指的是“周期韧性型”商品中，油价增速相关系数在高油价冲击时期相比全样本时期变化超过-0.25的商品；“强能源景气型”商品指的是“能源景气型”商品中，在高油价冲击时期，与油价增速相关系数 ≥ 0.4 ，或者在高油价冲击时期，相比全样本时期油价增速相关系数的变化幅度 ≥ 0.2 的商品

四、从领先指标看目前外需风险大吗？

除了出口结构分析框架，从总量视角来看，当下主要担忧在于高油价冲击对全球外需的负面外溢效应，想要正向分析测算其冲击具体有多大比较困难，但我们可以尝试利用高频领先指标及时观测拐点变化。

在《先抑后扬——20个领先指标看外需走势》中，我们从五大维度构建了外需领先指标观察体系。目前来看，17个外需领先指标中，有11个显现边际回落迹象，且下行拐点多为二季度末~三季度。此外，重点关注的三类核心指标，其中两项(G7国家OECD综合领先指标、半导体周期领先指标)走势指向截至7~8月外需景气或延续上行态势。因此，或需重点监测三季度末的外需下行风险。具体而言：

一是 G7 国家 OECD 综合领先指标，其同比增速拐点领先中国出口累计同比增速 5 个月左右，目前指向截至 8 月中国出口增速或仍趋于持续上行（图 12）。

二是海外货币政策周期，目前来看，2024 年三季度开启的全球货币政策宽松周期的滞后效应，或继续驱动上半年全球工业生产周期温和复苏，有利于支撑全球贸易需求韧性。但伴随今年全球主要央行货币政策渐次转向，部分央行率先开启加息周期，货币政策宽松的支撑效应可能于三季度见顶，带动全球工业生产周期边际趋弱（图 13）。

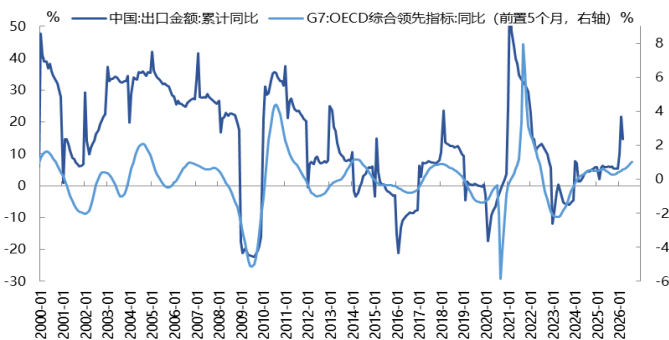
三是反映全球 ICT 产品贸易需求的半导体销售额增速的领先指标，重点是费城半导体指数，其月均同比拐点领先全球半导体销售额增速 3 个月左右，目前指向截至 7 月全球半导体销售额增速或持续上行（图 15）。

图表 11 外需领先指标一览

类别	跟踪指标	更新频率	领先关系	数据更新至	指示关系至	预示外需变化趋势
领先指标①：全球贸易与运输指标	波罗的海干散货指数	每天	领先全球贸易增速2个月	5月1日	6月~7月初	先升后降：4月为峰值，5-6月小幅回落
	航空货运需求	每月	领先全球贸易增速2-3个月	2026年3月	5~6月	大幅回落
	全球货物贸易即时预测指标	每周	高频同步	4月28日	2026Q2	二季度增速上行
领先指标②：工业与商业信心指标	G7国家OECD综合领先指标同比	每月	领先中国出口增速5个月左右	3月	8月	持续上行
	摩根大通全球PMI未来产出预期指数	每月	不适用	3月	不适用	3月未来产出预期指数大幅下滑，好于去年对等关税时期
领先指标③：金融周期指标	海外央行降息周期追踪器	每月	领先全球工业生产增速9个月左右	4月	明年1月	6月见顶，随后持续回落
	全球货币政策追踪指数	每月	领先全球工业生产增速9个月左右	3月	12月	8月之后持续回落
领先指标④：商品与行业指标	全球半导体销售额增速及预测值	销售额每月更新，预测值每年6月和年末更新	用于跟踪ICT产品贸易景气度	销售额更新至2月，预测值更新时间是去年12月	2026年	预测2026全年增速上行至39%
	费城半导体指数（SOX）	每天	SOX月均值同比的拐点大约领先全球半导体销售额同比增速3个月左右	4月	7月	截至7月持续上行
	GlobalData全球汽车销量预测	每季度	用于跟踪汽车产业链贸易景气度	2025Q4	2026年	由2025年3.8%降至2026年1.7%
领先指标⑤：地区层面领先指标	ISM制造业PMI新订单-库存指数差	每月	领先美国ISM制造业PMI拐点3个月左右	4月	7月	4月见顶，5-7月持续回落
	美国ISM制造业PMI	每月	领先美国制造库存同比拐点9个月左右	4月	明年1月	2026前三季度震荡，四季度开始上行
	美国OECD综合领先指标	每月	领先美国制造库存同比拐点6个月左右	3月	9月	持续上行
	美国工业生产与零售销售增速差（即，生产缺口）	每月	领先美国库存同比拐点6个月左右	3月	9月	5月见顶，随后截至9月持续回落
	欧盟工业生产与零售销售增速差（即，生产缺口）	每月	领先欧盟库存投资增速拐点3个月左右	2月	6月	3月开始回落，持续至5月
	欧元区制造业PMI	每月	领先欧元区库存投资增速拐点4个月左右	4月	8月	4月触底，随后反弹持续至8月
	欧洲四大国OECD综合领先指标同比	每月	领先欧元区库存投资增速拐点6个月左右	3月	9月	7月见顶，8-9月小幅回落

资料来源：Wind, Bloomberg, Marklines, 欧盟委员会, ITC Trademap, UNCTAD, CFR, IATA, OECD, WTO, S&P Global, 华创证券整理

图表 12 G7 国家 OECD 综合领先指标指示截至 8 月中国出口外需景气或持续上行



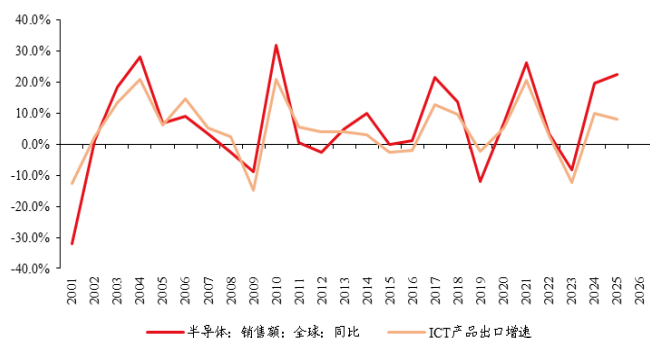
资料来源：Wind, 华创证券

图表 13 海外主要经济体政策利率变化指向下半年全球工业生产周期或面临压力



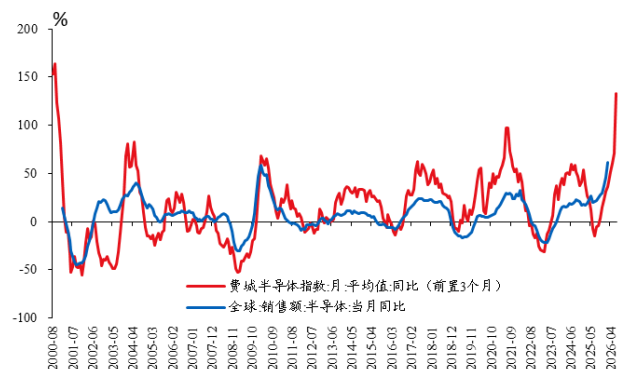
资料来源：Wind, 华创证券。注：政策利率统计样本包括美国、欧元区、英国、挪威、瑞典、瑞士、中国内地、中国香港地区、中国台湾地区、日本、韩国、印度、越南、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、墨西哥、土耳其、加拿大、澳大利亚、新西兰、俄罗斯、沙特、以色列、埃及、南非、阿根廷、巴西、智利。

图表 14 全球 ICT 产品贸易增速与全球半导体销售额增速同步



资料来源: UNCTAD, CEIC, 华创证券

图表 15 费城半导体指数指向截至 7 月全球半导体销售额增速或持续上行



资料来源: Wind, 华创证券

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522