下载日志已记录，仅供内部参考

高增之后，出口还有什么支撑？

—AI、制造业接力与份额韧性

定期报告

频率：每月

核心判断：从年内节奏看，我们倾向于认为三季度仍处于本轮出口高增阶段的相对高位，随后随 AI/半导体高增边际正常化和基数抬升逐步回落，但基准情形仍是“高位降速”而非失速。核心原因在于，AI 相关商品即使从当前极高增速回落，仍有望保持正贡献；与此同时，汽车、机械、电池、电力设备等相对韧性商品的出口增速和 Trade Map 净重量等实物量较为稳定，叠加核心进口国样本内中国份额企稳，共同抬高出口增长的底部。对 AI 相关出口的跟踪，云厂商资本开支仍是判断中期需求的重要前瞻指标，贸易端则需结合半导体价格、库存/备货和亚洲电子产业链等高频变量判断增速斜率。

- **出口增速的阶段性高位更可能出现在三季度，随后逐步回落，但不失速仍是基准判断。**按 Trade Map 美元 HS4 口径，2026H1 出口同比 17.3%，3 月以后高增持续。向后看，AI/半导体同比从极高水平正常化和基数抬升将压低整体增速；但 AI 宽口径 H1 仍贡献 6.75 个百分点，工业机械、汽车、化工、电力设备四类非 AI 制造业合计贡献 8.44 个百分点。只要其他韧性品类保持稳定，出口更可能渐进降速而非断崖失速。
- **AI 和半导体仍是出口上行弹性的核心来源，资本开支是判断中期需求的重要锚。**2026H1 五家云厂商实际资本开支同比约增长 88%，AI 宽口径贡献升至 6.75 个百分点，其中集成电路约占 AI 核心增长贡献的 79%。在资本开支框架基础上，贸易端的阶段性斜率还取决于半导体价格、库存/备货以及韩国 ICT、亚洲电子中间品贸易。**因此，对 AI 相关出口更适合采用“资本开支看需求底座、半导体与区域链看边际斜率”的组合框架。**
- **亚洲产业链成为新增出口的重要承接地，但“地理分散”并不等于“周期分散”。**2026 年 3—6 月，中国香港、越南、韩国、泰国、印度、中国台湾和马来西亚七个亚洲市场合计贡献同期接近 65%的出口增量。亚洲市场降低了对单一美国市场的直接暴露，但新增量仍高度集中于集成电路和电子中间品，目的地多元化并未同步降低对全球 AI 和半导体周期的依赖。
- **AI 之外，部分“数量型”制造业是 AI 增速回落后维持出口不失速的重要支撑。**按 Trade Map HS4 净重量口径，2026H1 HS8703 乘用车出口金额增长 60.3%、净重量增长 59.6%，HS8507 蓄电池及其零件金额增长 40.0%、净重量增长 38.8%，HS8429 土方/工程机械净重量增长 31.3%，HS8708 机动车辆零部件净重量增长 10.5%。上述净重量指标不等同于车辆、件数等官方数量口径。
- **核心进口国样本内的份额韧性，进一步抬高出口的底部。**2025H2 核心进口国样本内中国份额同比平均下降约 0.97 个百分点，2026 年 1—5 月降幅已收窄至约 0.08 个百分点，说明此前份额压力明显缓解。当前出口改善既有全球需求回升的贡献，也包含样本内中国份额企稳的因素；若后续全球进口仍保持正增长，份额稳定将有助于外需更充分地转化为中国出口。
- **往后看，我们预计三季度仍处较高增速区间，随后逐步回落。只要 AI 相关出口仍保持正贡献，汽车、机械、电力设备等相对韧性品类的增速和净重量等实物量不出现广谱转弱，同时核心进口国样本内中国份额保持稳定，出口增长仍有较强底部支撑。**
- **风险提示：地缘因素扰动出口，半导体周期超预期回落。**

相关报告

1、《外汇占款视角下的国内流动性环境—显微镜下的中国经济（2026 年第 32 期）》2026-08-24

2、《海峡僵局下美国威胁加大对伊经济施压———国际时政周评》2026-08-23

3、《谁需要追赶？——各地方增长缺口、财政余量与下半年政策节奏》2026-08-22

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 出口中枢大幅抬升，行业扩散，但边际增量集中 3
二、 AI 出口拆解：需求底座、半导体周期、区域产业链三重逻辑 6
三、 寻找 AI 之外的其他增长点 10
四、 目的地格局变迁：亚洲市场成为增量核心 12
五、 外需、份额与三条贡献链共同决定出口韧性 14

图表目录

图 1 中国出口增长由单一改善转向多点扩散 3
图 2 2026 年上半年主要 HS4 出口商品 4
图 3 2026H1 电子、汽车与电池贡献同步抬升 5
图 4 AI 贡献上行，同时伴随机械、汽车、化工扩散 6
图 5 出口结构持续迁移——AI 相关权重上升，传统密集型权重下降 6
图 6 云厂商资本开支持续高景气，中国 AI 核心出口在 2026 年明显加速 7
图 7 集成电路出口价格高增可以弥补出口量下跌进而带动出口价值高增 8
图 8 全球半导体周期带动国内 AI 出口高增 8
图 9 中国对越南、韩国出口中，AI 核心商品已接近三成 9
图 10 中越韩科技出口同步走强 9
图 11 韩国 ICT 出口同样高度连接中国与越南，区域电子链具有双向贸易特征 10
图 12 AI 增速回落会压低出口中枢 11
图 13 AI 宽口径之外仍有较大接力 12
图 14 名义高增的质量分化明显 12
图 15 劳动密集型拖累较 2025 年全年缓和，但份额仍处下降通道 12
图 16 劳动密集型内部延续分化 12
图 17 出口目的地明显扩散 13
图 18 新增出口的地理贡献向亚洲和新兴市场扩散 13
图 19 主要出口目的地份额重排--美国占比回落，香港与部分亚洲市场抬升 13
图 20 亚洲市场新增出口仍高度依赖电子中间品 13
图 21 2025H2 中国份额承压，2026 年春季外需与自中国进口重新改善 14

下载日志已记录，仅供内部参考

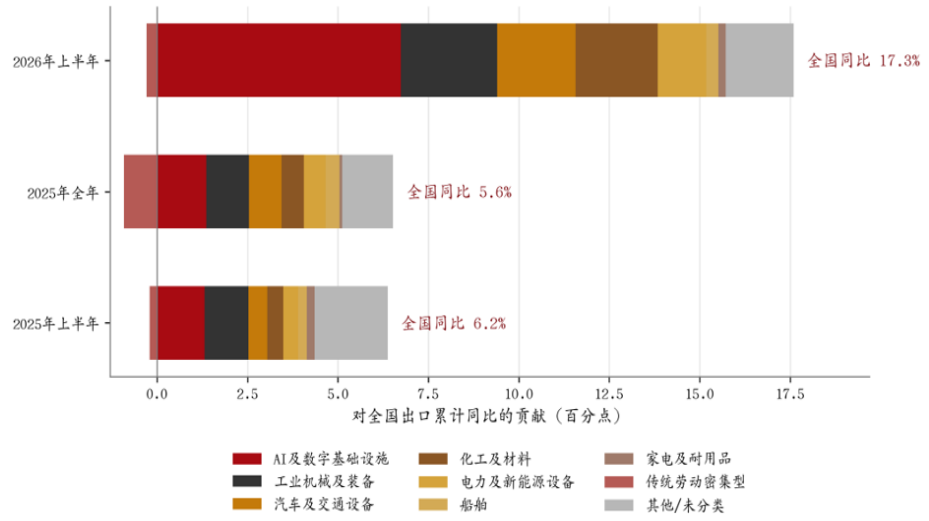
一、出口中枢大幅抬升，行业扩散，但边际增量集中

2026 年以来，中国出口第一个特征就是“增速中枢大幅抬升”：按照 Trade Map 美元 HS4 口径，2026H1 出口同比 17.3%，显著高于 2025H1（6.2%）和 2025 全年（5.6%）。同期国家统计局/海关总署人民币口径货物出口同比为 13.4%，两者受币种、数据库覆盖与统计口径差异影响。本文商品贡献拆解统一采用 Trade Map 美元 HS4 口径，年内累计增速自 2 月持续维持 14%以上，并非 6 月单月脉冲冲高。从年内节奏和当前贡献结构看，我们倾向于认为三季度仍处在本轮出口高增阶段的相对高位；后续随着 AI/半导体同比从极高水平正常化和基数抬升，整体增速将逐步回落。

结构上呈现第二个特征“行业扩散，但边际增量高度集中”：AI 核心口径主要包括 HS8471 自动数据处理设备、HS8517 通信设备、HS8542 集成电路，AI 宽口径是在 AI 核心基础上再加入了 HS8504 变压器/静态变流器、HS8537 配电控制设备、HS8544 绝缘电线电缆。研究大类采用互斥分类，已纳入 AI 宽口径的相关电气设备不再重复计入电力设备。

数据测算显示，**AI 宽口径和四类非 AI 制造合计贡献约 15.2 个百分点，约占全国 17.3%增量的 88%；但再往 HS4 拆分，集成电路、计算机零部件、乘用车和蓄电池四个品类合计贡献约 8.84 个百分点，已经解释全国增量的一半以上。出口不是只有一个行业在增长，但边际增量仍集中于少数大型商品。**

图 1 中国出口增长由单一改善转向多点扩散



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

第一，出口商品规模变化来看，电子链权重提高，汽车与装备形成支撑。

今年上半年，集成电路出口约 1776 亿美元，已经成为规模最大的 HS4 商品；通信设备约 1068 亿美元，自动数据处理设备约 839 亿美元。**三项 AI 核心商品合计约 3683 亿美元，占全国出口 17.3%。若加入变压器、配电控制设备和绝缘电线电缆，AI 宽口径规模约 4309 亿美元，占比 20.3%。**

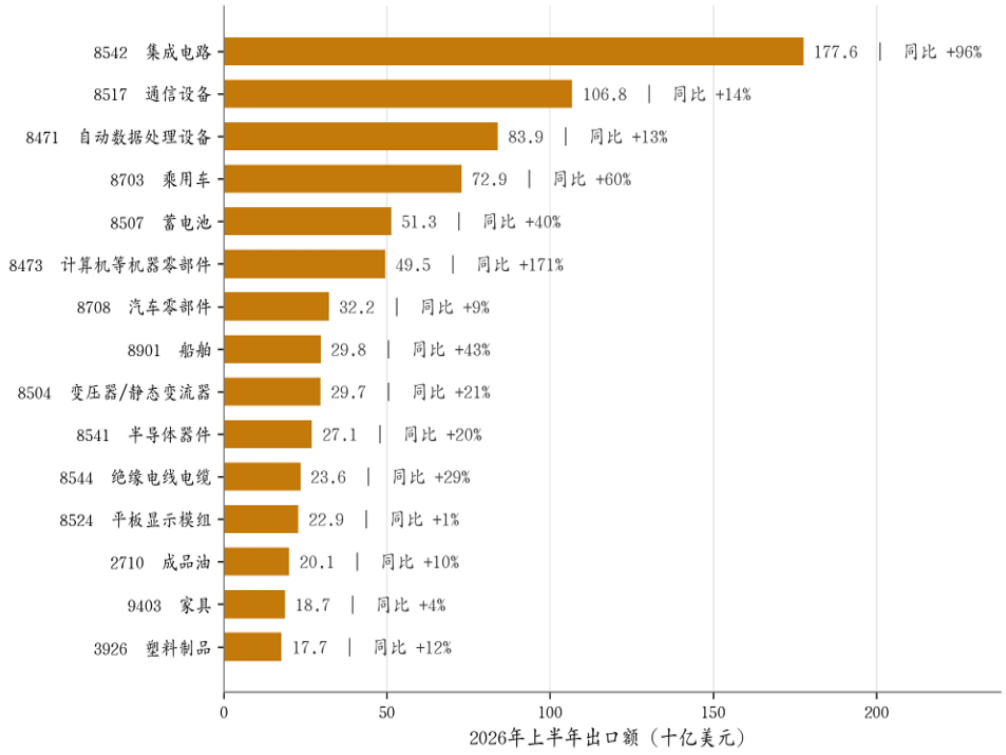
电子链之外，按 Trade Map HS4 口径，HS8703 乘用车上半年出口约 729 亿美

下载日志已记录，仅供内部参考

元，同比增长 60.3%；HS8507 蓄电池及其零件约 513 亿美元，同比增长 40.0%；HS8901 客货船舶等约 298 亿美元，同比增长 42.8%；HS8708 机动车辆零部件约 322 亿美元，同比增长 9.1%。上述均为 HS4 商品口径，与行业协会按整车辆数、海关细分“锂离子蓄电池”等官方统计口径并不完全相同，不作直接横向比较。**工业机械、化工材料以及电力设备并没有被 AI“挤出”出口增量，而是与电子链共同构成 2026 年的出口高景气。**

从结构变化看，新旧动能的权重迁移已经较为明显。AI 宽口径占全国出口份额由 2025H1 的 17.0%升至 2026H1 的 20.3%，提高约 3.23 个百分点；同期传统劳动密集型份额由 17.0%降至 14.2%，下降约 2.75 个百分点。两者并非一一替代，但这一接近对称的份额变化，直观体现了中国出口从传统轻工向电子、资本品和交通设备迁移的速度。

图 2 2026 年上半年主要 HS4 出口商品



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

第二，出口商品的贡献变化来看，今年“增量”比“规模”更偏向半导体。

集成电路是增速抬档的核心边际变量。其对全国出口累计同比贡献由 2025H1 的 0.83 个百分点升至 2026H1 的 4.79 个百分点，约占全国 17.3%出口增量的 27.7%；在 AI 核心 6.07 个百分点贡献中，集成电路贡献占比约 79%。相比之下，通信设备贡献约 0.74 个百分点、自动数据处理设备约 0.53 个百分点。

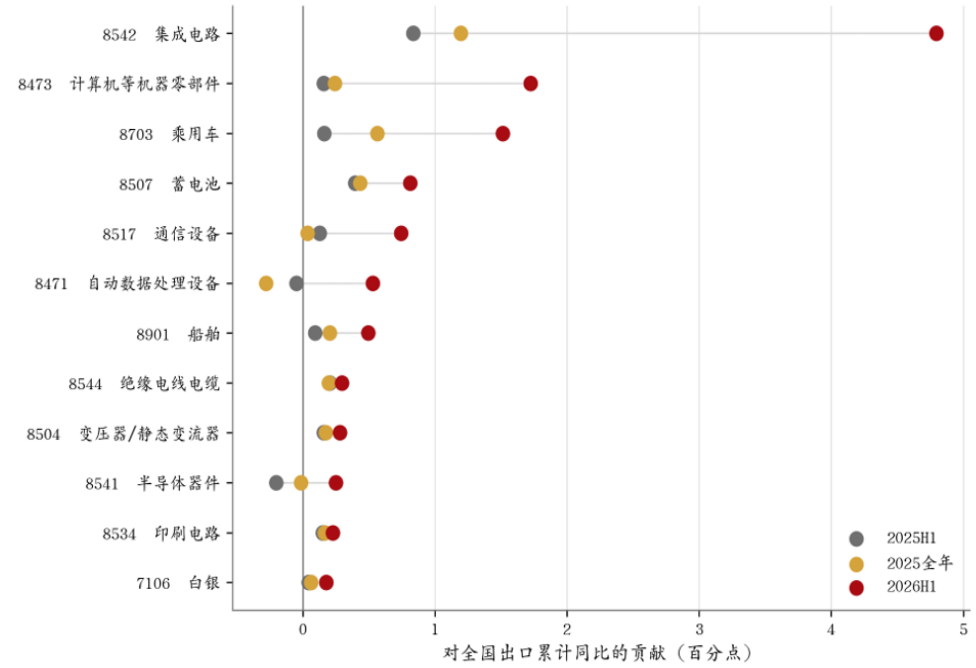
此外，计算机等机器零部件贡献由 0.16 升至 1.72 个百分点，乘用车由 0.16 升至 1.51 个百分点，蓄电池由 0.40 升至 0.81 个百分点，HS8901 船舶和 HS8708 机动车辆零部件贡献也较去年改善。**也就是说，当前增量具有“一个大主线+多个次主线”的结构：半导体决定上行弹性，汽车、机械、电池和船舶决定 AI 以外的增长下限。**

这一结构意味着，对 AI 出口的中期判断仍需以全球 AI 资本开支作为需求底座，

下载日志已记录，仅供内部参考

同时结合全球半导体尤其是存储器景气、价格以及亚洲产业链备货状态判断贸易端斜率。AI 核心篮子的绝对规模由计算机、通信和芯片共同构成，但 2026 年上半年的新增贡献明显更偏向集成电路，因此一旦半导体价格或备货、库存回补节奏变化，AI 出口增速的回落斜率可能快于其绝对出口规模的下降。

图 3 2026H1 电子、汽车与电池贡献同步抬升



资料来源：ITC Trade Map，招商证券测算

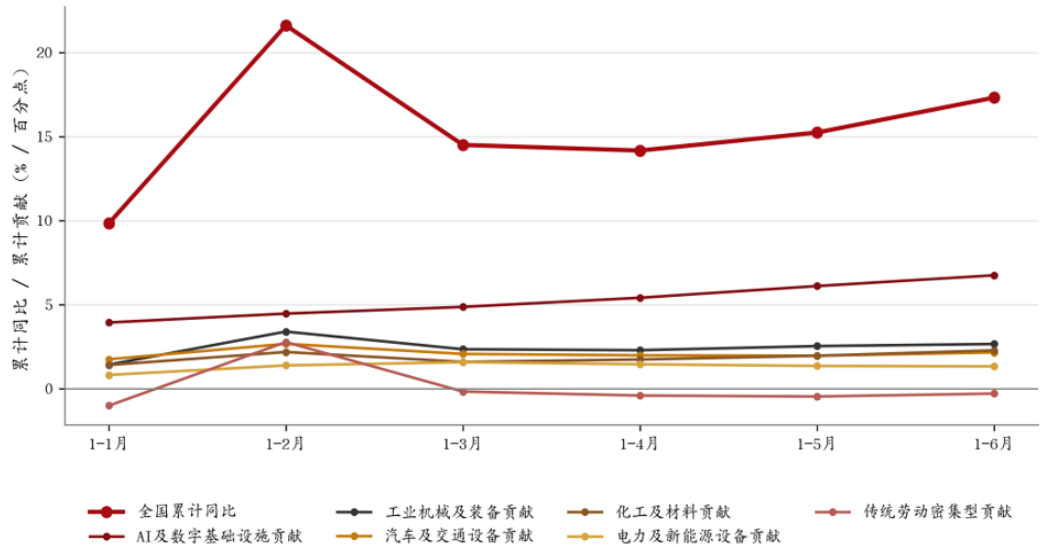
第三，年内节奏来看，3 月之后，AI 与非 AI 增量同步持续释放。

从年初至当月累计口径看，AI 及数字基础设施对全国出口增速的贡献由 1 月 3.94 个百分点逐步升至 1-6 月 6.75 个百分点；工业机械由 1.43 升至 2.66 个百分点，化工材料由 1.41 升至 2.28 个百分点，汽车及交通设备贡献大体稳定在 2 个百分点附近。**可以看出，出口增量的扩散在 3 月以后持续存在。**

份额趋势进一步印证结构迁移。2024 年以来 AI 及数字基础设施月度份额总体上升，2026 年 3-6 月多数月份超过 20%，劳动密集型方向相反。汽车、工业机械和电力设备的份额变化没有 AI 链剧烈，但保持稳定或温和抬升。**因此，出口中期韧性更多来自“AI 保持正贡献+非 AI 出海链制造业稳定”，而不是所有商品同步高增；这也是我们判断三季度高位之后更可能渐进回落而非失速的核心依据。**

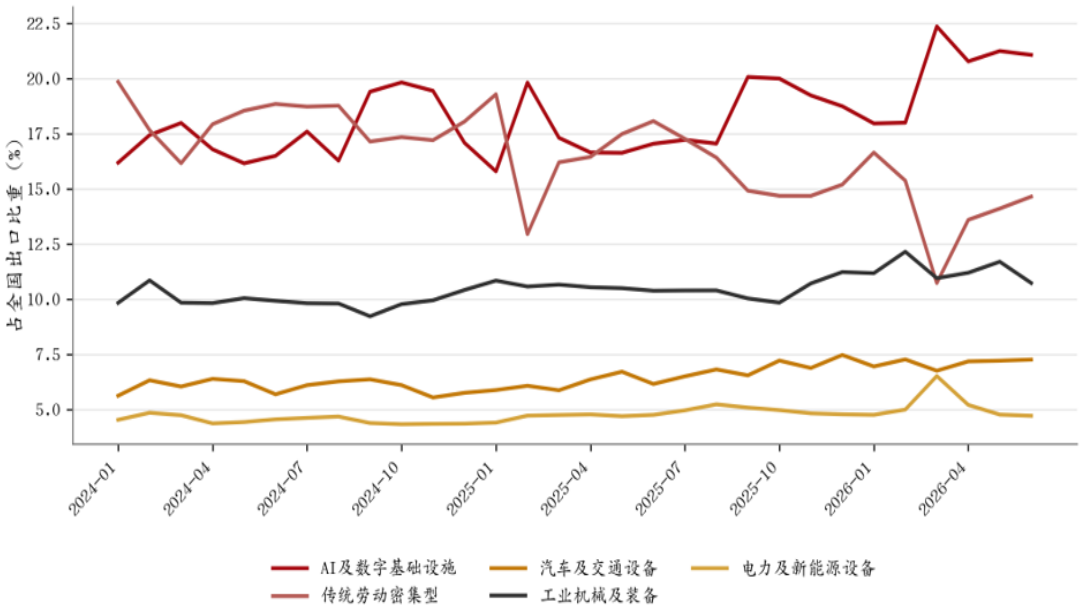
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4 AI 贡献上行，同时伴随机械、汽车、化工扩散



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

图 5 出口结构持续迁移——AI 相关权重上升，传统密集型权重下降



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

二、AI 出口拆解：需求底座、半导体周期、区域产业链三重逻辑

海外云厂商资本开支仍是判断 AI 中期需求的重要前瞻指标，当前高位投入继续为产业链订单提供需求底座；从贸易端判断 AI 相关出口的阶段性增速，还需要结合半导体价格—库存周期和亚洲区域电子产业链流转。

三条线索构成从需求到贸易的一条递进链条。资本开支回答“最终需求是否持续扩张”，半导体周期回答“需求以多大的价格与备货弹性反映到贸易额”，区域产业链回答“需求通过哪些生产节点和报关目的地体现出来”。

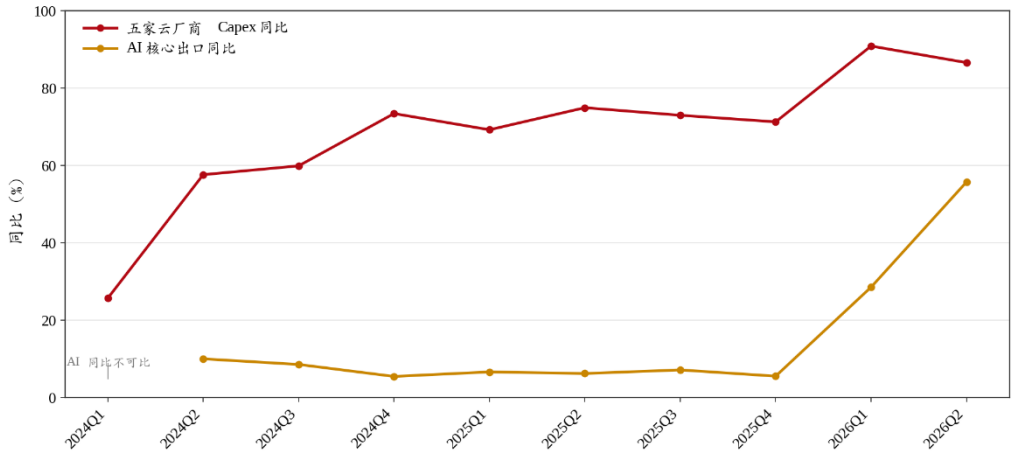
下载日志已记录，仅供内部参考

第一，全球 AI 资本开支持续高位，为中期需求提供底座。

AI 核心出口同比从 2024Q2 至 2025Q4 大体处于 5%-10%的低位，2026Q1 升至 28.5%，Q2 进一步升至 55.7%。同期五家云厂商资本开支同比始终维持高位，2026H1 实际资本开支合计约 3,299 亿美元，同比增长约 88%，二季度单季资本开支高于一季度。资本开支与 AI 相关出口的方向一致，高位 Capex 意味着中期需求基础仍较坚实；2026 年 AI 核心出口进一步加速，则反映需求在供应链中的持续兑现。

资本开支向出口传导需要订单、备货、生产、跨境组装和交付，天然存在一定时滞。因此，资本开支更适合判断中期需求方向，贸易端增速何时加速或回落，还会受订单释放、库存位置和价格变化影响。**2024—2025 年 Capex 已经较强、2026 年 AI 核心出口才明显抬升，说明需求底座与供应链兑现节奏之间存在传导时滞。**

图 6 云厂商资本开支持续高景气，中国 AI 核心出口在 2026 年明显加速



资料来源：Microsoft、Alphabet、Meta、Amazon、Oracle 公司 SEC/XBRL 与 IR 披露；ITC Trade Map，招商证券

第二，半导体周期是 AI 出口增速的放大器。

半导体周期主要通过“价格”和产业链备货两条渠道放大出口金额。

其一，当存储器和芯片供需趋紧、单位价值上升时，即使实际出货量没有同比例增长，美元计价出口额也会明显抬升；

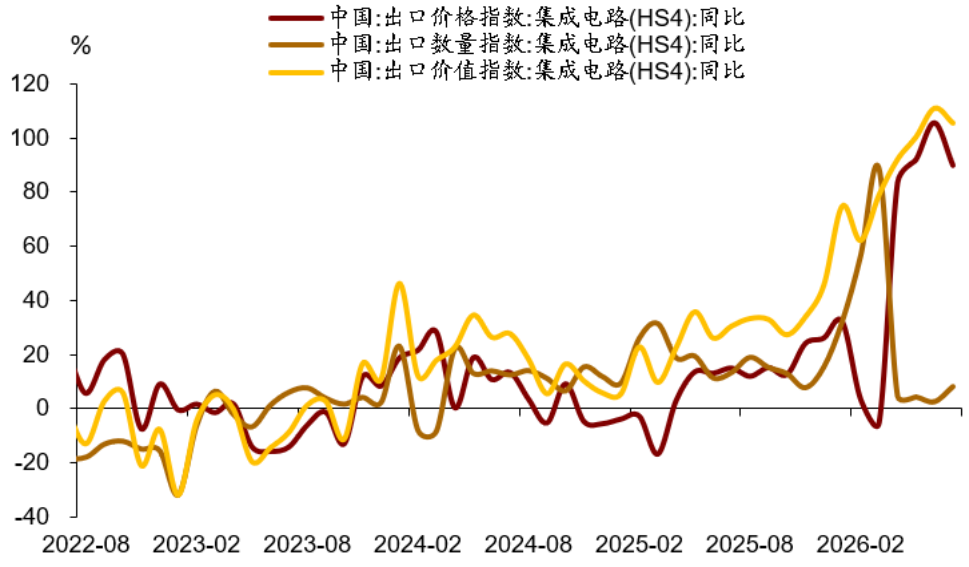
其二，AI 服务器需求上行可能推动产业链提高备货水平并出现库存回补，组装厂和零部件厂为保证交付提前增加芯片与部件采购，使中间品贸易在短期内表现出高于最终需求的弹性。

由此，AI 资本开支持续提供原始需求，半导体价格上涨是当前出口金额高增的明确放大因素，备货与库存回补则可能进一步增强贸易弹性。判断 AI 出口拐点时，应在持续跟踪云厂商资本开支的基础上，同步观察半导体价格、库存/备货与区域电子贸易；一旦这些贸易端变量从极高景气转向正常化，集成电路的出口贡献可能先收缩。

结合 2026H1 AI 核心增量约 79%来自集成电路，未来 AI 出口最先出现的变化更可能是增长“斜率下降”，随后才逐步体现为 AI 宽口径总量降温。

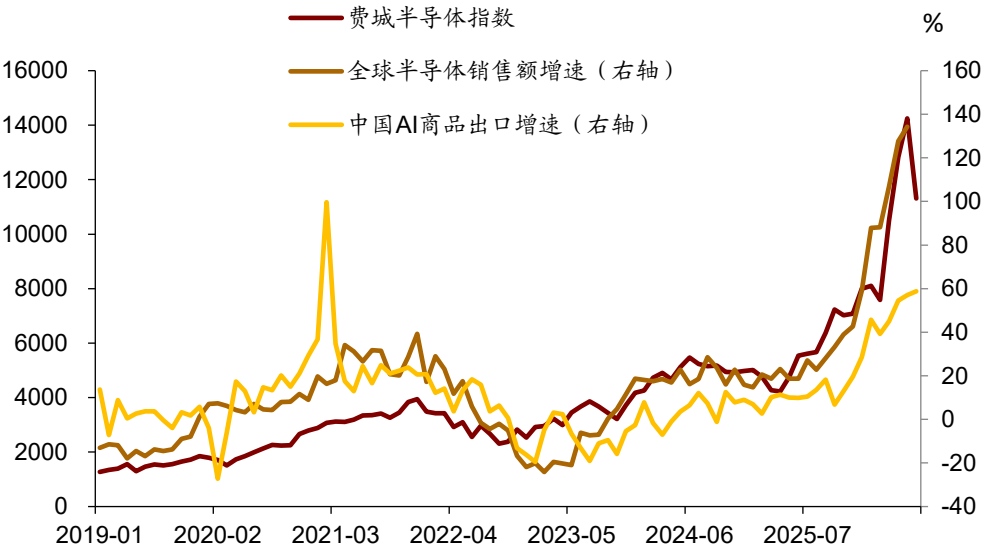
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7 集成电路出口价格高增可以弥补出口量下跌进而带动出口价值高增



资料来源：iFind，招商证券

图 8 全球半导体周期带动国内 AI 出口高增



资料来源：iFind，招商证券

第三，亚洲产业链共振——韩国提供周期信号，越南承接制造。

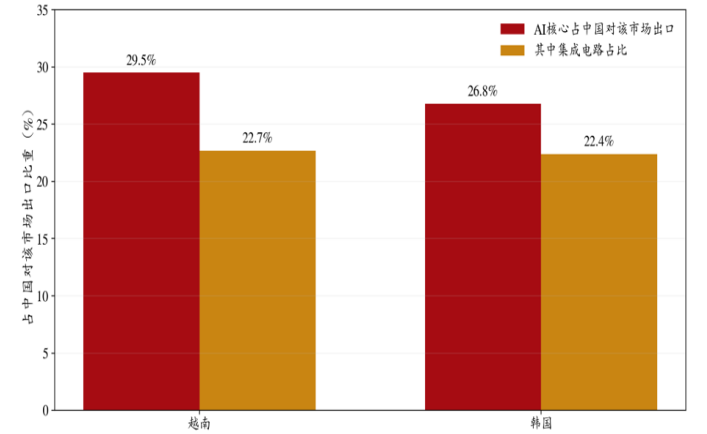
韩国 2026H1 ICT 出口达到 2538.6 亿美元，同比增长 120.5%，占韩国全部出口的 51.1%；其中半导体出口 1924.3 亿美元，同比增长 162.5%，存储器出口同比更达到 245.1%，电脑及周边设备同比 233.8%，韩国的科技出口弹性明显更高。

因此，更接近全球 AI 和存储器周期的“高纯度 Beta”。中国 AI 核心占全国出口 17.3%，宽口径 20.3%，其余出口还包括汽车、机械、化工、电力设备、船舶和大量消费品。**换言之，韩国可以用来观察 AI 周期强弱，中国则需要同时看科技周期和制造业广度。**

越南 2026 年前 5 月电脑电子、手机及零部件、机械设备三类出口占总出口过半，上半年整体出口同比增 21%，出口 79.9%由外资企业贡献，属于跨国资本主导的加工出口平台。

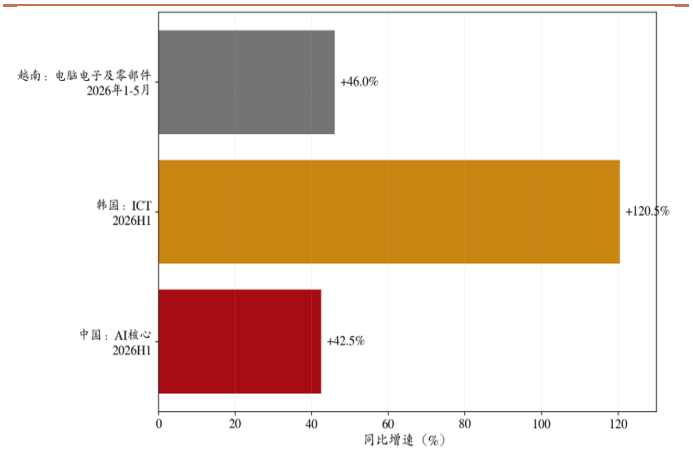
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9 中国对越南、韩国出口中，AI 核心商品已接近三成



资料来源：ITC Trade Map，AI 核心=HS8471+HS8517+HS8542，招商证券

图 10 中越韩科技出口同步走强



资料来源：ITC Trade Map，韩国：韩国工业通商部/科学技术信息通信部；越南：越南工贸部。三者分类并不完全一致，仅比较科技景气方向；招商证券

区域产业链的放大作用并不依赖于简单转口，更重要的是生产环节本身在亚洲跨国分布。芯片、存储、板卡、电源、线缆和整机组装可以位于不同经济体；最终需求上升时，上游中间品先跨境流向组装地，组装地再形成最终品出口，同一份终端需求会在总额贸易统计中对应多段跨境流量。因此，中韩越科技贸易同步高增与区域电子产业链多节点共同扩张的特征一致，而不是三个彼此独立的需求周期。

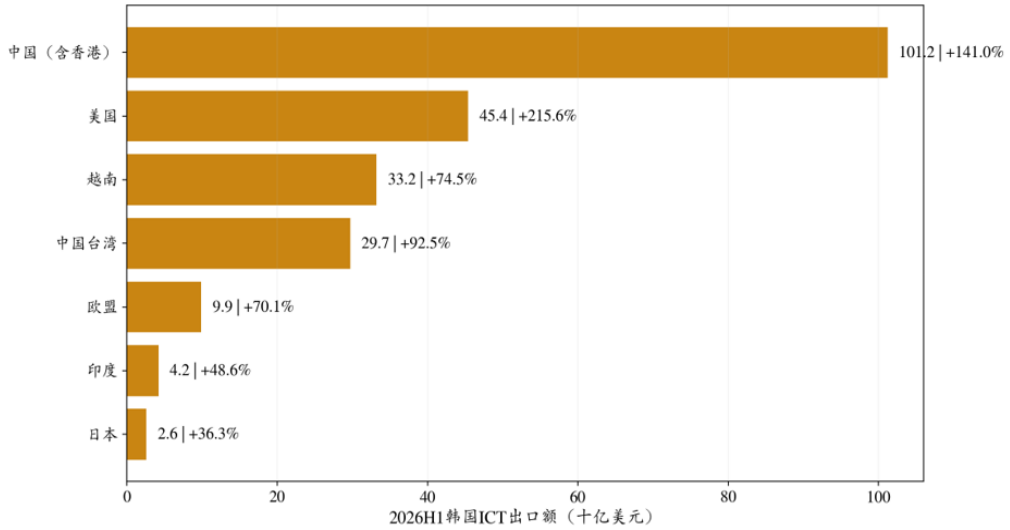
2026 年 6 月，中国对越南出口 227 亿美元，AI 核心、集成电路分别占 29.5%、22.7%；对韩国出口 174.9 亿美元，AI 核心、集成电路占比为 26.8%、22.4%。AI 核心已接近我国对两地双边出口三成，主体为集成电路。

2026 年上半年韩国 ICT 出口中，对华（含香港）1011.6 亿美元（同比+141%），对越南 332.4 亿美元（同比+74.5%），其中对越半导体出口 243.7 亿美元（同比+114.6%）。这些数据表明中韩越之间存在较强的电子中间品双向流动，与区域化分工和跨境组装的产业特征一致。

2026 年上半年越南进口 2831.7 亿美元，同比增 33.4%，其中电脑电子类进口 1100 亿美元，同比+62%，占进口总额 38%；中国为其第一大进口来源，上半年越南自华进口 1152 亿美元。越南高技术出口扩张带动电子中间品、资本品进口，我国对越出口高增，部分源于其制造扩张产生的上游投入需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11 韩国 ICT 出口同样高度连接中国与越南，区域电子链具有双向贸易特征



资料来源：韩国工业通商部《2026 年上半年及 6 月 ICT 进出口动向》，招商证券

三、寻找 AI 之外的其他增长点

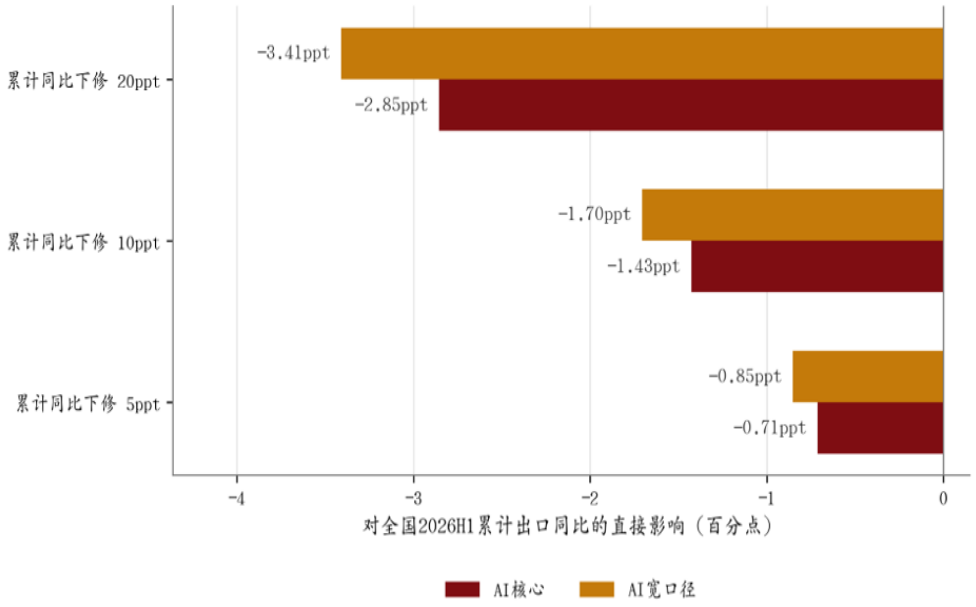
AI 降速对总出口的影响：弹性很大，但单一变量不足以造成“失速”。

基于 2026 年 H1 结构测算：AI 宽口径增速每下行 10/20 个百分点，直接拖累全国出口同比约-1.70/-3.41 个百分点；AI 核心口径拖累约-1.42/-2.85 个百分点。若其他出口分项仍保持当前韧性，这一冲击更接近高位降速，而非单独造成失速。只有 AI 走弱进一步叠加汽车、机械等制造业扩张停滞，出口中枢才会显著下移。

AI 出口拉动主要来自集成电路，跟踪重点应放在芯片增长贡献、半导体价格、韩国 ICT 和亚洲电子中间品贸易等高频变量，同时继续以资本开支判断中期需求底座。若集成电路贡献维持高位，出口仍有支撑；若贸易端指标同步转冷，AI 出口同比可能先从高位回落，但更多体现为增长斜率正常化。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12 AI 增速回落会压低出口中枢



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

一旦 AI 相关出口增速下行，出口总量能否稳住，取决于是否存在具备实质拉动能力的其他增长点。判断真正的其他增长点，不能简单以“不属于 AI 范畴”作为划分依据，应当同时关注“出口规模可观、增长贡献持续为正、净重量等实物量扩张”三项特征：规模足够大才能影响出口总量；贡献持续为正可以降低单月低基数扰动；在 Quantity 单位跨期一致时，净重量增长较单位价值上涨更能说明实物贸易量扩张，但不等同于件数增长或市场份额提升。

HS8703 乘用车、HS8507 蓄电池及其零件、HS8429 土方/工程机械、HS8708 机动车辆零部件，以及部分船舶、电气设备，是更符合上述筛选标准的重点商品。2026 年上半年，HS8703 乘用车出口金额同比+60.3%、净重量+59.6%；HS8507 蓄电池及其零件金额+40.0%、净重量+38.8%；HS8429 土方/工程机械净重量+31.3%；HS8708 机动车辆零部件净重量+10.5%。**金额与净重量等实物量同步上行，说明增长具有较明确的实物贸易量扩张基础；相较主要依赖价格上涨的品类，这类增长在价格回落阶段通常更具韧性。**[1]

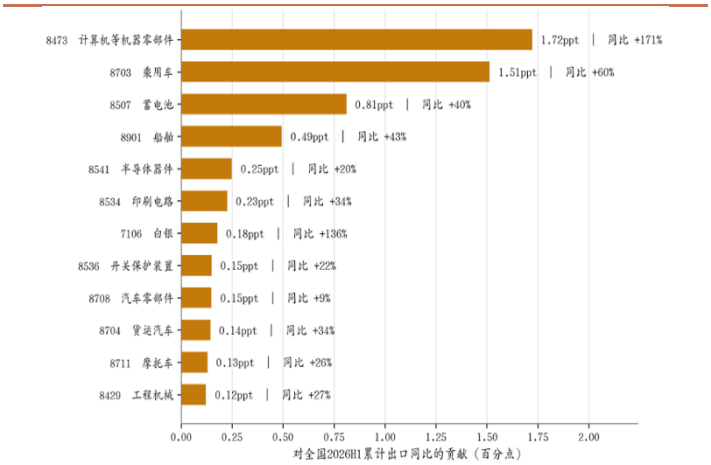
部分品类的名义增长更多由单位价值驱动：如计算机零部件上半年出口金额增长 170.6%，但 Trade Map 净重量下降 2.2%，单位价值（出口金额/净重量）上升 176.8%；半导体器件、光纤、部分能源品同样存在较高的单位价值贡献。单位价值上升可以推升名义出口，但其周期性通常更强；净重量扩张则更直接反映实物贸易量增长。

此外，传统劳动密集型出口拖累已经明显收窄，不再是总量主要压力，但出口份额持续收缩。板块内部虽有部分细分品类边际改善，但整体难以抬升全国出口中枢。

[1] 口径说明：上述 Trade Map Quantity 字段在所列 HS4 商品中均为 Kilograms（净重量），并非车辆、件数等物理数量。作为官方口径校验，中国汽车工业协会统计 2026H1 乘用车出口 443.2 万辆、同比增长 71.7%；该“辆数”口径与 HS8703 净重量同比 59.6%并不矛盾，也不宜直接比较。此外，HS8507 为“蓄电池及其零件”宽口径，不等同于海关或行业统计中的“锂离子蓄电池”等单一商品口径。

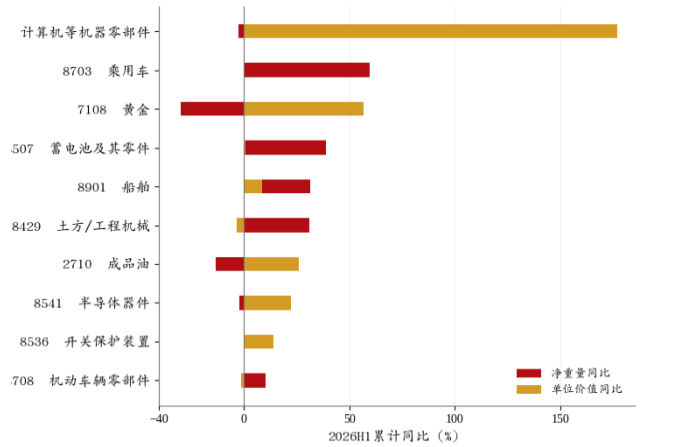
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13 AI 宽口径之外仍有较大接力



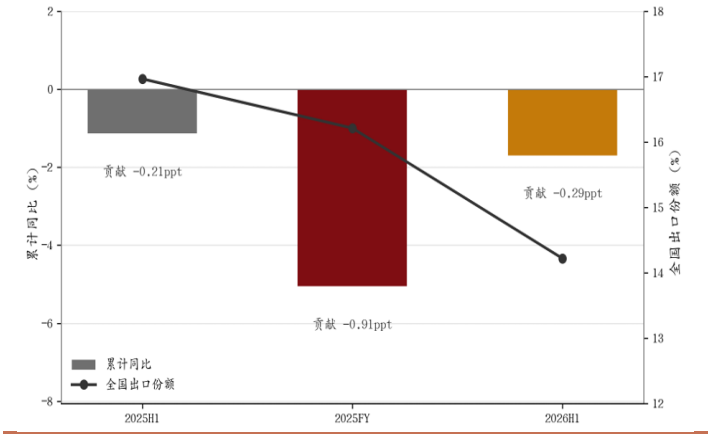
资料来源：ITC Trade Map，剔除 AI 宽口径六个 HS4 和 HS9999；招商证券

图 14 名义高增的质量分化明显



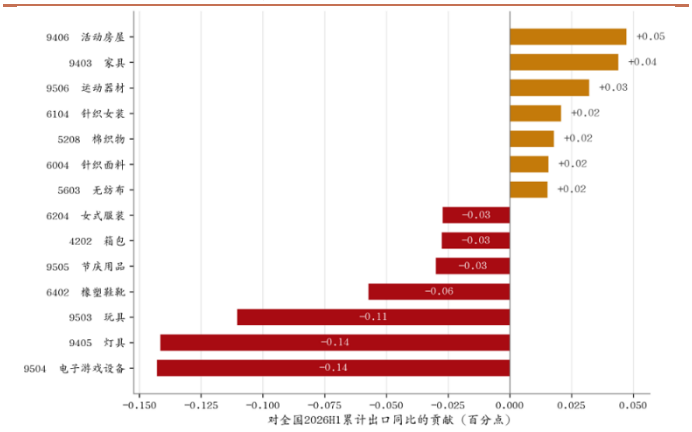
资料来源：ITC Trade Map；单位价值=累计金额/累计 Trade Map Quantity。本图所列商品 Quantity 均为 Kilograms（净重量）口径，不等同于件数或企业出厂价；招商证券

图 15 劳动密集型拖累较 2025 年全年缓和，但份额仍处下降通道



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

图 16 劳动密集型内部延续分化



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

四、目的地格局变迁：亚洲市场成为增量核心

商品结构之外，出口目的地的格局重构，是支撑我国出口延续韧性的另一重要维度。

2026 年 3-6 月近三分之二出口增量来自七大亚洲市场，对美拉动边际弱化，出口实现地理层面多元化，为后续出口增长提供空间。

值得一提的是，亚洲目的地增量高度绑定电子供应链，并非广泛的终端消费分散，地理分散不代表周期分散。在跟踪出口持续性时，除海外需求本身，还需联动韩国、越南等区域产业链指标，识别全球 AI 供应链的共振风险。

2026 年 3-6 月对比 2025 年同期，全国 HS4 口径出口累计同比 15.5%。美国仍是核心单一出口市场，该阶段我国对美出口 1487 亿美元，同比增长 6%，仅贡献 0.66 个百分点的出口增速拉动。而中国香港、越南、韩国、泰国、印度、中国台湾、马来西亚七大亚洲市场合计拉动出口增速 10.03 个百分点，贡献了同期接近 65%的出口增量；其中中国香港是第一大增量来源，单市场贡献 4.33 个百分点，越南、韩国紧随其后，泰国、印度、中国台湾、马来西亚均形成正

下载日志已记录，仅供内部参考

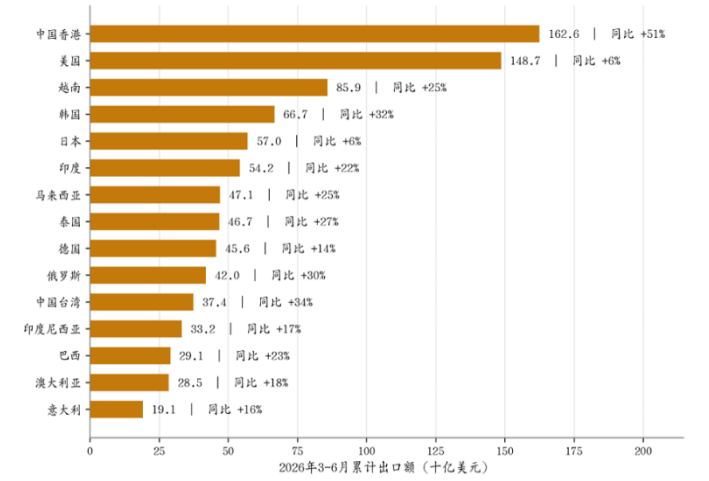
向贡献。

增量向亚洲集聚，降低对美国单一市场的直接依赖，为出口提供新的增长来源，但也抬升对亚洲产业链景气的依赖。

中国香港、越南、韩国带来的新增出口以电子产品为主，不能简单理解为终端消费需求扩张。从份额变化看，美国占比较 2025 年春季回落，中国香港占比明显抬升，越南、韩国、印度、马来西亚份额小幅上行或维持高位，出口地理多元化特征明显。

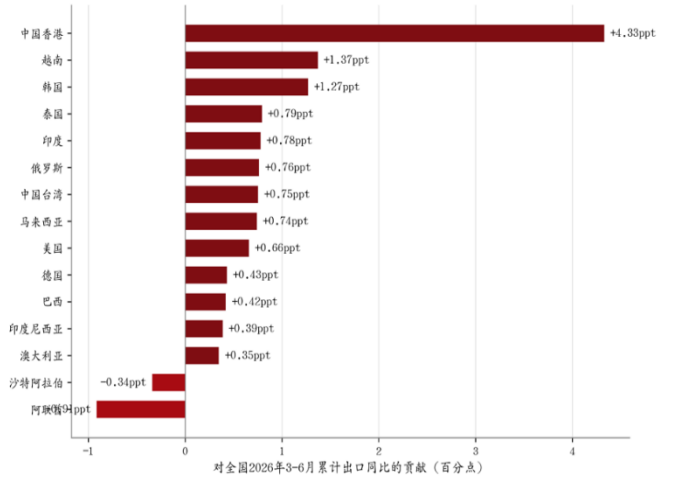
从商品拆解来看，6 月集成电路对中国香港、越南、韩国、马来西亚出口拉动显著，计算机零部件对香港、韩国贡献同样突出；美国市场出口增量的商品结构则更为均衡。**亚洲市场呈现地理分散、行业集中特征：国别风险有所缓释，但电子周期的系统性风险并未消解。**

图 17 出口目的地明显扩散



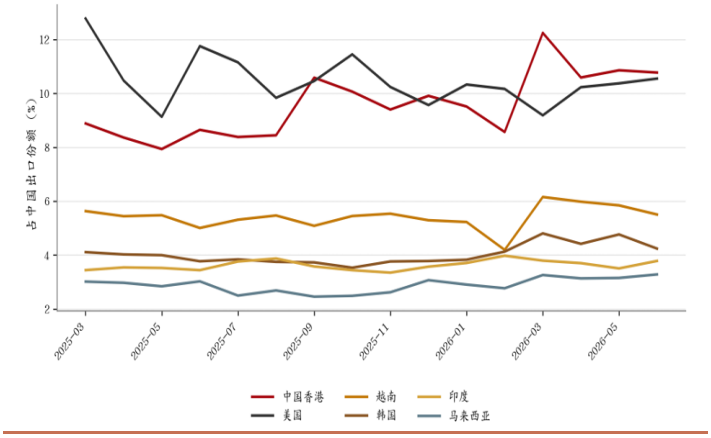
资料来源：ITC Trade Map，招商证券

图 18 新增出口的地理贡献向亚洲和新兴市场扩散



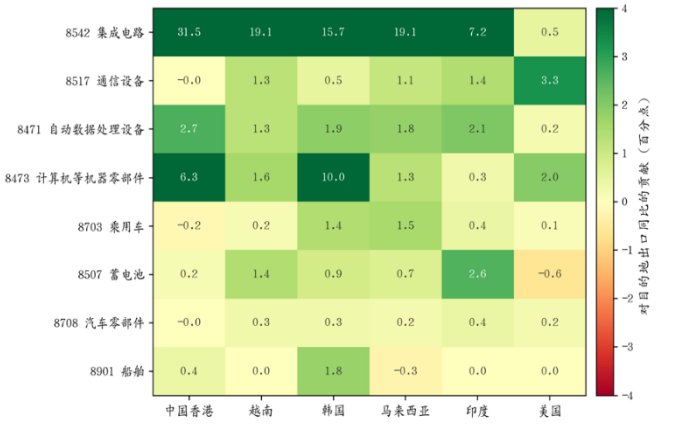
资料来源：ITC Trade Map 中国申报 HS4×目的地，分母统一使用 2025 年 3-6 月中国 HS4 出口总额；招商证券

图 19 主要出口目的地份额重排--美国占比回落，香港与部分亚洲市场抬升



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

图 20 亚洲市场新增出口仍高度依赖电子中间品



资料来源：ITC Trade Map，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

五、外需、份额与三条贡献链共同决定出口韧性

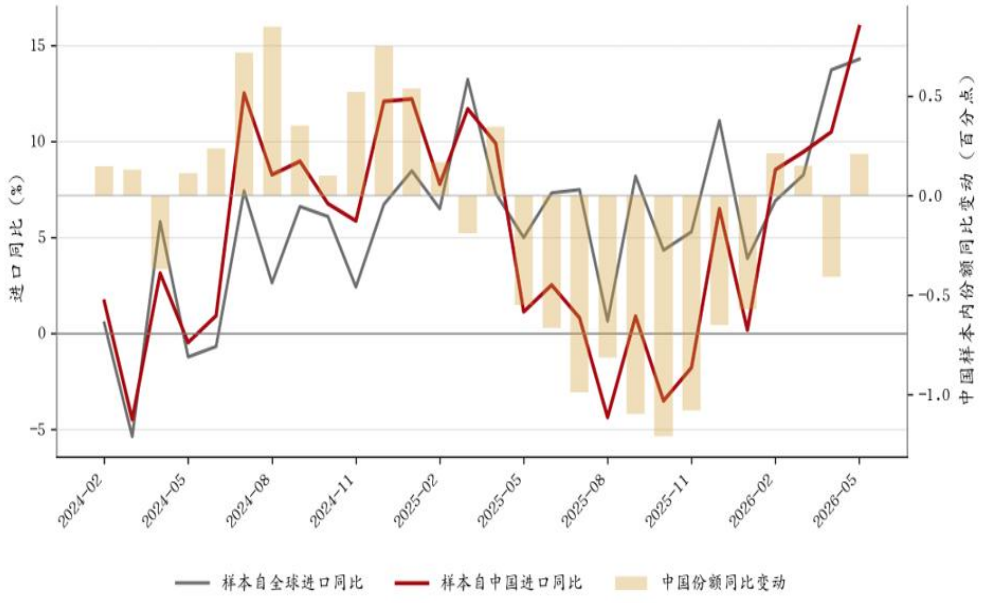
外需改善叠加份额压力修复，为当前出口高增提供基础。

出口增长可以拆解为进口国总需求变化和中国在进口市场中的份额变化。2025 年下半年提供了一个较典型的参考：核心进口国样本[2]自全球进口平均同比仍增长约 6.2%，但自中国进口平均基本没有增长，核心进口国样本内中国份额同比平均下降约 0.97 个百分点。这意味着，即使全球贸易需求保持增长，中国样本内份额下降仍可能显著削弱外需向出口的传导。

2026 年以来这一压力明显缓解。1—5 月，核心进口国样本自全球进口平均同比约增长 9.4%，自中国进口平均同比约增长 8.9%，两者增速差明显收窄，核心进口国样本内中国份额同比平均降幅缩小至约 0.08 个百分点；其中 2 月、3 月和 5 月份额同比均有所提升，5 月同比提高约 0.21 个百分点。当前出口高增因此同时受益于全球需求改善和样本内中国份额企稳，2025 年下半年曾经存在的“需求增长但中国出口无法充分受益”的约束明显减弱。

从中期角度看，真正重要的是中国出口的份额韧性。2026 年 5 月，中国在 17 个共同报告国样本中的进口份额约 14.5%。这一指标无法代表完整的全球市场份额，但能够说明中国仍然是主要经济体商品进口的重要供应来源。在全球进口需求仍保持正增长的前提下，只要核心进口国样本内中国份额基本稳定，外需仍能够较充分地转化为中国出口增长；如果全球进口需求与样本内中国份额同时下降，外需对出口的拖累才会明显放大。

图 21 2025H2 中国份额承压，2026 年春季外需与自中国进口重新改善



资料来源：ITC Trade Map / UN Comtrade 进口方申报，招商证券

下半年判断的核心，是 AI 贡献斜率与其他韧性品类能否接力。

第一条是 AI/半导体贡献链，这决定出口的上行弹性。AI 宽口径贡献已由 2025H1 的 1.31 个百分点升至 2026H1 的 6.75 个百分点，集成电路又占 AI 核

[2] 澳大利亚、巴西、加拿大、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、马来西亚、沙特阿拉伯、新加坡、韩国、西班牙、中国台湾、泰国、土耳其、英国、美国。需要特别说明的是，19 个是样本池，不代表每个月都用满 19 个国家。 因为各国月度贸易数据发布时间不同，每个月只使用“当月和去年同期都有数据”的共同报告国进行同比计算。

下载日志已记录，仅供内部参考

心增长贡献约 79%。云厂商 Capex 仍是中期需求的重要锚，当前高位资本开支意味着需求底座仍在；但随着半导体价格上涨放缓、亚洲产业链备货与库存回补由强化转向正常化，AI 出口增速可能从极高水平逐步回落。其影响主要是降低出口上行弹性，而不是自动把出口推向失速。

第二条是非 AI 制造实物量链，这决定 AI 增速回落后出口能否不失速。工业机械、汽车、化工和电力设备四类 H1 合计贡献约 8.44 个百分点，其中 HS8703 乘用车、HS8507 蓄电池及其零件、HS8429 土方/工程机械和 HS8708 机动车辆零部件在 Trade Map 净重量等实物量具有较明确的增量。这些品类若能保持稳定增长，出口的“底”就明显高于只有 AI 单线支撑的情形。相反，如果净重量等实物量与金额同时转弱，才说明全球制造业需求开始广谱降温。

第三条是外需—份额—区域链条，这决定外部增长能够多大程度转化为中国出口。2025H2 外需正增长但中国份额下降，2026 年春季份额压力收敛。下半年若外需放缓但核心进口国样本内中国份额稳定，出口仍有缓冲；若样本内份额重新下行，同时韩国 ICT 与越南电子链降速，则说明中国面临的不只是国内商品结构变化，而是全球科技周期和区域订单共同转弱。

综合来看，我们倾向于认为三季度仍处于本轮出口高增阶段的相对高位，随后随着 AI/半导体贡献斜率正常化和基数抬升逐步回落，基准情形是“高位降速”而非失速。其核心支撑在于，AI 相关商品即使增速回落仍有望保持正贡献，汽车、机械、电力设备等相对韧性商品的出口增速与净重量等实物量保持稳定，同时核心进口国样本内中国份额维持韧性。只有 AI/半导体、非 AI 制造实物量和外需—份额三条链同步转弱，才更接近明显失速。



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。