

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《假期国内消费平稳增长，海外风险事件频出》 - 2025.10.10

宏观研究

出口延续边际放缓，关注中欧合作深化

● 核心观点

9月出口增速超预期回升，但受低基数效应作用明显；剔除基数效应影响后，出口增速延续边际走弱趋势。（1）从主要贸易伙伴看，我国对美国出口增速放缓仍是主要直接拖累，中欧贸易合作呈现深化迹象。9月我国对美国出口跌幅虽边际收窄，但跌幅仍较为显著，成为我国出口走弱的主要拖累；对欧盟和东盟出口构成我国出口增速的主要支撑，对欧盟出口增速边际改善，对东盟出口增速边际放缓，对欧盟和东盟出口整体呈现放缓态势；我国对韩国出口增速有所回升。

（2）从主要出口商品看，重点商品出口增速普遍边际放缓。半导体、集成电路及交通运输工具出口展现韧性，增速维持正增长；而地产后周期产品与劳动密集型产品出口放缓较为明显。

向后看，美国特朗普政府主导的全球贸易秩序重构，可能给我国短期出口增速带来冲击，下半年出口增速或面临下行压力。然而，我国出口结构显现持续优化迹象，东盟和“一带一路”沿线国家作为重要贸易伙伴的地位凸显，中欧合作也展现出持续深化的趋势。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；全球贸易摩擦超预期加大。

目录

1 出口延续边际放缓，我国与欧盟合作呈现转暖迹象.....	4
1.1 剔除基数效应，9月出口增速延续边际放缓.....	4
1.2 我国对美国出口放缓是主要拖累，我国与欧盟合作转暖.....	4
1.3 从重点商品看，集成电路、机电产品和交通运输工具出口保持韧性.....	6
2 8月进口增速超预期放缓	7
2.1 9月进口增速超预期回升	7
2.2 我国对日本、韩国、东盟进口增速改善是进口超预期的主要支撑.....	8
3 展望：短期出口增速面临下行压力，关注中欧合作深化.....	8
风险提示	10

图表目录

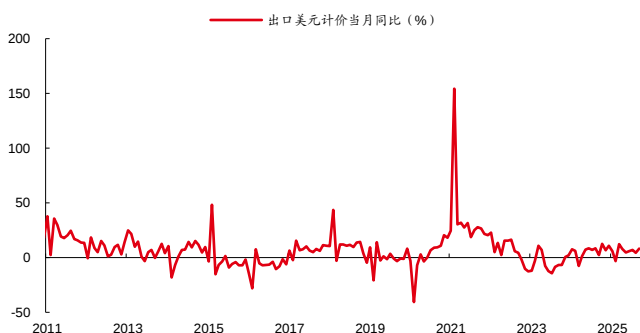
图表 1: 我国出口增速情况.....	4
图表 2: 2025 年 9 月出口增速好于季节性水平 (%)	4
图表 3: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区)	6
图表 4: 我国进口增速情况.....	8
图表 5: 2025 年 9 月进口增速弱于历史均值 (%)	8
图表 6: 进口同比拉动拆分 (按国别/地区)	8

1 出口延续边际放缓，我国与欧盟合作呈现转暖迹象

1.1 剔除基数效应，9月出口增速延续边际放缓

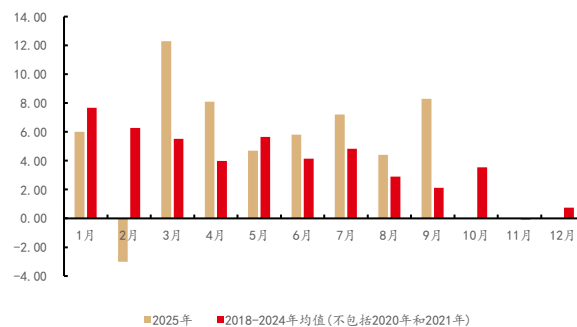
剔除基数效应影响，9月出口增速延续呈现放缓态势，但好于预期和季节性水平。9月当月出口同比增长8.3%，较前值上涨3.9pct，存在低基数效应的影响，若剔除基数效应，从两年复合增速来看，9月出口增速低于前值，9月出口两年复合增速为5.27%，较前值回落1.21pct；好于Wind一致预期5.65%，亦好于季节性水平，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值水平2.13%高6.17pct。

图表1：我国出口增速情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：2025年9月出口增速好于季节性水平 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 我国对美国出口放缓是主要拖累，与欧盟合作转暖

从主要贸易伙伴的出口贡献看，我国对美国出口增速负增长，是拖累我国出口增速的主要原因，但跌幅较前值有所收窄；欧盟和东盟作为我国重要合作伙伴，我国对欧盟出口增速小幅回升，对东盟出口增速边际放缓；中韩贸易合作有所深化。

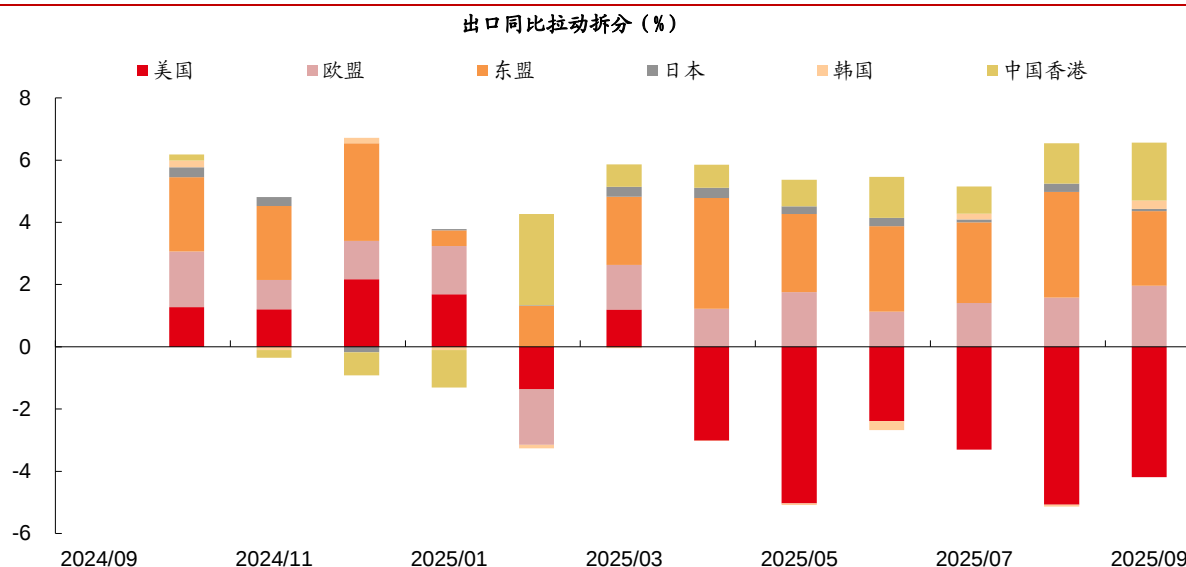
(1) 9月我国对美国出口增速仍维持负增长，持续成为我国出口增长的最大拖累，但较8月已显现边际改善。9月，我国对美国出口增速为-27.03%，跌幅仍较大，不过较前值回升6.09pct；与之对应，我国对美出口同比拉动作用为-4.19%，较前值上涨0.89pct。值得注意的是，9月以来，中美贸易摩擦有所加剧，如9月12日美将我多家实体列入出口管制“实体清单”、9月25日特朗普政府对外宣布，自10月1日起对多类进口产品实施新一轮高额关税，包括对厨房橱

柜、浴室洗手台及相关建材征收关税，对进口家具征收 30%关税，对专利及品牌药品加征 100%关税，还将对所有进口重型卡车加征 25%关税。9 月我国对美国出口有所边际回暖，但随着中美贸易摩擦有所升温，10 月我国对美国出口增速跌幅或进一步加大。

(2) 9 月我国对欧盟和东盟出口构成我国出口增速的主要支撑，对欧盟出口增速边际改善，对东盟出口增速边际放缓，对欧盟和东盟整体出口呈现放缓态势。究其原因，或因美欧贸易协定生效，间接推动中国与欧盟合作强化；因全球经济增长动能减弱影响，东盟进口需求边际放缓，亦或存在部分转口贸易放缓的可能。9 月我国对欧盟、东盟出口增速分别为 14.18%、15.62%，较前值变动分别为 3.79pct 和-6.88pct；从同比拉动作用来看，9 月我国对欧盟、东盟的同比拉动作用分别为 1.97%和 2.39%，较前值变动分别为 0.39pct 和-1.01pct。尽管我国对欧盟出口边际改善、对东盟出口边际放缓，但从两者整体来看，9 月我国对两者出口整体是放缓趋势，9 月我国对两者出口增速为 14.94%，较前值回落 1.5pct。我们理解，前者主要是 9 月美欧贸易协议生效后，欧盟有意愿加强与我国贸易合作。9 月欧盟委员会主席冯德莱恩在联合国大会期间主动会见中国高层，调整了此前强硬态度，公开称赞中国在气候治理、投资和环境保护领域的努力，希望为欧盟企业争取更多中国市场机遇；9 月 25 日，冯德莱恩与国务院总理李强在纽约会见，欧方愿同中方积极落实今年中欧领导人会晤共识，通过对话协商妥善解决分歧，在贸易投资、环境保护、发展援助等领域取得新的合作成果。而我国对东盟出口增速边际放缓，或因美关税政策扰动，全球经济增长动能放缓，对于外向型经济体影响较为明显，东盟进口需求或边际放缓。

(3) 9 月我国对日本、韩国和俄罗斯出口有所分化，我国对日本和俄罗斯出口放缓，我国对韩国出口边际改善。9 月，我国对日本、韩国和俄罗斯出口增速分别为 1.81%、7.01%和-21.14%，较前值变动分别为-4.93pct、8.44pct 和-4.41pct；从同比拉动作用来看，我国对日本、韩国和俄罗斯出口的同比拉动作用分别为 0.08%、0.26%和-0.78%，较前值变动分别为-0.18pct、0.32pct 和-0.23pct。

图表3：出口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 从重点商品看，集成电路、机电产品和交通运输工具出口保持韧性

（1）机电产品和高新技术产品出口保持一定韧性，服装及衣着附件出口负增长。

9月，高新技术产品、机电产品、服装及衣着附件出口增速均较前值回升，但剔除基数效应，均呈现边际走弱，但高新技术产品和机电产品出口增速保持一定韧性，维持正增长。

从出口增速来看，高新技术产品、机电产品、服装及衣着附件当月出口同比增速分别为8.38%、12.63%和-7.97%，较前值变动分别为2.56pct、5.05pct和2.11pct；若剔除基数效应，高新技术产品、机电产品、服装及衣着附件两年复合增速分别为4.98%、7.69%和-7.51%，较前值变动分别为-4.04pct、-2.04pct和-1.05pct。

（2）从重点产品来看，我国重点商品出口增速基本呈现边际放缓，但半导体、集成电路、交通运输工具出口增速保持一定韧性，出口增速延续正增长，地产后周期产品和劳动密集型产品出口放缓相对较为明显。

一是剔除基数效应，地产后周期产品出口增速放缓。

从同比增速来看，9月家具、家电、灯具同比增速分别为0.35%、-9.68%和-16.68%，较上月同比增速变动分别为3.55pct、-3.08pct和0.32pct。

从复合增速来看，9月地产后周期产品出口增速放缓存在低基数影响。从两年复合增速来看，9月家具、家电、灯具两年复合增速分别为-6.2%、-2.86%和-14.91%，较8月两年复合增速变动分别为-2.33pct、-5.13pct和-2.46pct。

二是集成电路和半导体出口增速边际放缓，但出口增速保持正增长，保持一定韧性。

从同比增速来看，9月，手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口同比增速-1.86%、7.84%、32.72%、17.01%，较上月分别变动17.04pct、3.64pct、-0.28pct、3.21pct。

从复合增速来看，9月，手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口两年复合增速为-3.56%、2.47%、18.79%、3.53%，较上月分别变动-0.95pct、-0.74pct、-6.51pct、-7.97pct。

三是交通运输工具出口动能减弱，出口增速仍维持正增长。

9月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为10.85%、42.71%和5.25%，较上月分别变动-6.55pct、37.91pct和-30.05pct。

从两年复合增速来看，9月汽车、汽车零配件、船舶出口两年复合增速为18.04%、74.69%、1.45%，较前值变动分别为-6.71pct、27.45pct和-4.13pct。

四是劳动密集型商品出口放缓。

从同比增速来看，9月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速3.79%、-12.33%、6.41%、-7.97%，较上月变动分别为2.99pct、2.57pct、4.91pct、2.03pct。

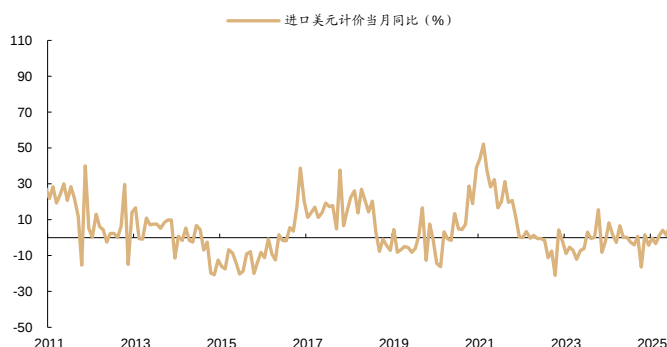
从两年复合增速来看，9月塑料制品、箱包、纺织、服装出口两年复合增速分别为-2.54%、-14.08%、1.4%和-7.51%，较前值变动分别为2.99pct、2.57pct、4.91pct、2.03pct。

2 9月进口增速超预期回升，我国与欧盟合作有所加强

2.1 9月进口增速超预期回升

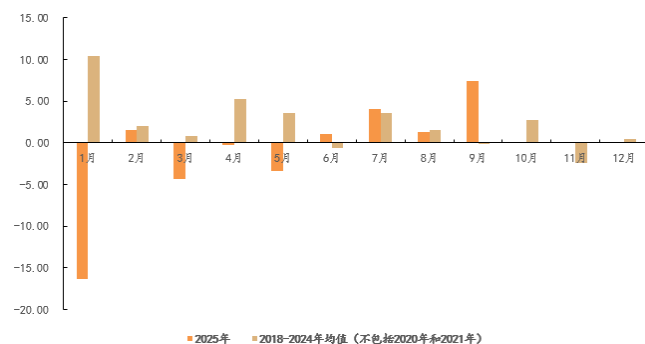
以美元计价，9月当月进口同比增速7.4%，较前值上涨5.9pct，好于市场预期，较wind一致预期1.37%高5.83pct，好于季节性，较近五年同期均值水平—0.07%高7.47pct。

图表4：我国进口增速情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：2025年9月进口增速弱于历史均值（%）

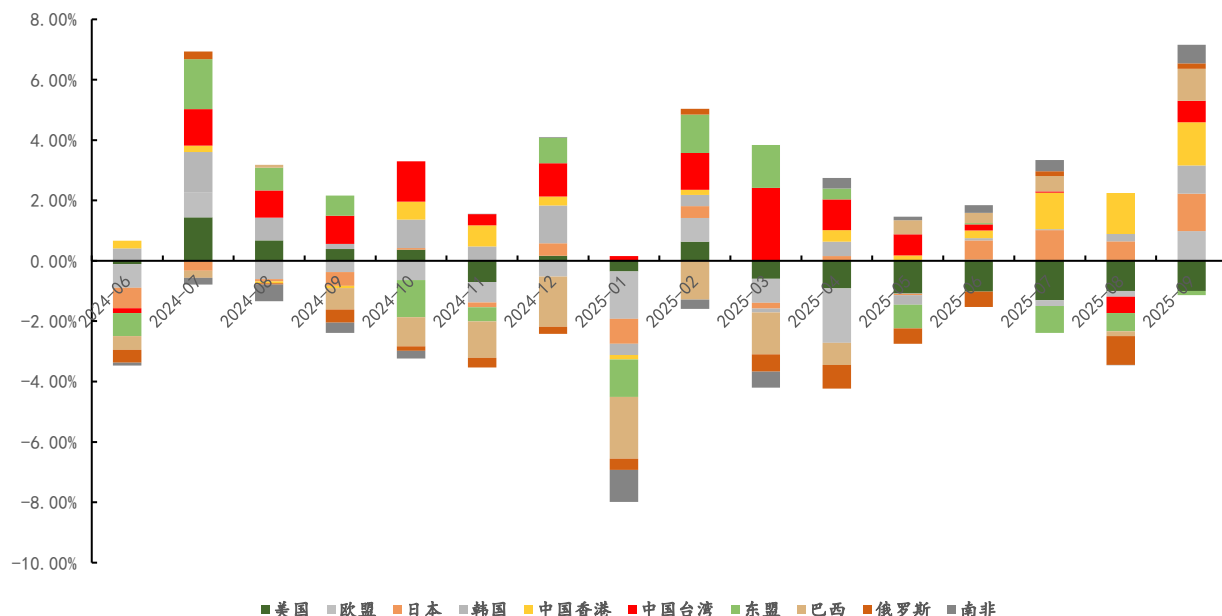


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 我国对欧盟、日本、韩国进口增速改善是主要支撑

从我国进口同比拉动作用来看，9月我国对欧盟、日本、韩国、巴西和俄罗斯进口同比拉动作用为正，是我国进口增速超预期回升的主要支撑，分别为0.98%、1.25%、0.93%、1.06%和0.62%，较前值变动分别为1.18pct、0.61pct、0.69pct、1.13pct和0.63pct；我国对美国、东盟进口同比拉动作用为负，同比拉动作用分别为-1%、-0.14%；

图表6：进口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：短期出口增速面临下行压力，关注中欧合作深化

9月出口增速超预期回升,但受低基数效应作用明显;剔除基数效应影响后,出口增速延续边际走弱趋势。(1)从主要贸易伙伴看,我国对美国出口增速放缓仍是主要直接拖累,中欧贸易合作呈现深化迹象。9月我国对美国出口跌幅虽边际收窄,但跌幅仍较为显著,成为我国出口走弱的主要拖累;对欧盟和东盟出口构成我国出口增速的主要支撑,对欧盟出口增速边际改善,对东盟出口增速边际放缓,对欧盟和东盟出口整体呈现放缓态势;我国对韩国出口增速有所回升。(2)从主要出口商品看,重点商品出口增速普遍边际放缓。半导体、集成电路及交通运输工具出口展现韧性,增速维持正增长;而地产后周期产品与劳动密集型产品出口放缓较为明显。

向后看,美国特朗普政府主导的全球贸易秩序重构,可能给我国短期出口增速带来冲击,下半年出口或面临下行压力。然而,我国出口结构显现持续优化迹象,东盟和“一带一路”沿线国家作为重要贸易伙伴的地位凸显,中欧合作也展现出持续深化的趋势。

第一,我们维持之前报告观点,全球贸易秩序面临重塑,对全球贸易产生扰动,对我国出口产生掣肘(详见报告《非美合作加强对冲对美出口回落,整体出口下行压力仍存》)。美国主导的贸易壁垒,短期或导致全球经济增长动能放缓,或率先对外向型经济体产生冲击,对非美国国家外需产生一定扰动,短期导致非美国国家需求或面临从外需收缩压力,对我国出口增速产生一定制约;第二,9月以来,中美两国贸易摩擦有所升温,制约我国短期出口增速。9月12日美将我多家实体列入出口管制“实体清单”、9月25日特朗普政府对外宣布,自10月1日起对多类进口产品实施新一轮高额关税,包括对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收关税,对进口家具征收30%关税,对专利及品牌药品加征100%关税,还将对所有进口重型卡车加征25%关税;10月12日,特朗普在推特中宣称对我国加征100%关税,之后态度有所缓和,但截至10月13日中午,该条动态并未删除。第三,美国对欧盟贸易政策或倒逼中欧合作加强,或将对我国出口形成积极支撑,部分对冲我国对美出口增速下滑。欧盟外贸依存度相对较高,2024年欧盟外贸依存度为47.6%。目前欧盟经济增长乏力,核心经济体的法国面临较高的政治不确定性,部分成员国面临财政纪律压力,然而,此时美国对欧盟加征关税,进一步增大欧盟经济修复难度,或破坏美欧联盟的紧密度,间接促进中欧合作加强,近

期欧盟委员会主席冯德莱恩与我国高层接触，释放了积极信号，未来中欧外贸合作有望持续升温。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；全球贸易摩擦超预期加大。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048