



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

《8月制造业供需回暖但失衡仍存，关注价格修复的持续性》 - 2025.09.01

宏观研究

非美合作加强对冲对美出口回落，整体出口下行压力仍存

● 核心观点

8月出口增速小幅回落，存在一定高基数影响，剔除基数效应，8月出口增速微跌，展现了较强韧性。(1)从主要贸易伙伴来看，我国对美国出口增速回落是主要拖累，我国与东盟、欧盟和日本合作有所加强，部分对冲了我国对美国出口增速回落的影响，其中，我国对东盟出口增速加强是重要支撑。我们理解，我国对美出口增速回落，或是前期“抢出口”行为挤压全年我国对美出口空间，特别是6月美国圣诞采购季订单提前下达，叠加近期美国经济并未显著回升，美国对我国进口需求亦有所减弱；东盟产业链对我国存在较高依赖度，在美国关税政策扰动下，我国与东盟国家合作进一步加强，近期我国加强与东盟之间交流，且东盟制造业并未受美关税显著冲击，近期东盟主要国家制造业经济景气度连续回升，亚洲PMI连续四个月处于荣枯线之上。(2)从出口主要商品来看，集成电路产品出口保持较高韧性，手机、出口景气度边际回暖，地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速放缓。

向后看，在美国对我国关税税率未出现显著调整的背景下，我国出口增速或面临一定下行压力。(1)从全球贸易秩序来看，美国是典型的消费国的代表，而外围生产型国家和资源型国家无疑将受到美国总需求影响。近期美国正从以分工专业化为核心的全球产业链布局向关注国内产业链安全回归，美国经济短期保持一定韧性，但美国旨在制造业回流的意图，或将冲击生产型或资源型国家的需求，进而改变全球贸易结构，短期外围国家需求从内外需拉动向单一内需拉动，全球经济短期或面临增长放缓压力，整体上亦会制约我国出口增速。(2)从国别来看，美国、欧盟和东盟是我国主要合作伙伴，我国对三个贸易伙伴出口的变动，将直接影响我国出口增速。一是，近期美国就业数据放缓，美国经济存在放缓压力，9月美联储降息预期大幅升温，亦间接体现了美国经济存在放缓风险，短期，我国对美出口或难出现显著上升；二是，欧盟区受困于主权债务压力，且欧盟外贸依存度较高，受美关税政策冲击，短期欧盟经济显著改善概率相对较低。三是，短期我国与东盟合作有所加强。整体来看，我国对美国出口短期难以显著改善，尽管我国与东盟合作有所加强，或难以完全对冲我国对美国出口增速回落，整体来看，下半年我国出口或仍存在下行压力。

● 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 8月出口边际放缓，对美出口回落是主要拖累	4
1.1 8月出口动能放缓	4
1.2 我国对美国出口放缓是主要拖累，我国与东盟、欧盟合作加强	4
1.3 从重点商品看，机电产品和交通运输工具出口保持高景气度	5
2 8月进口增速超预期放缓	7
2.1 8月进口增速放缓	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	7
3 展望：我国出口增速面临边际放缓压力	8
风险提示	9

图表目录

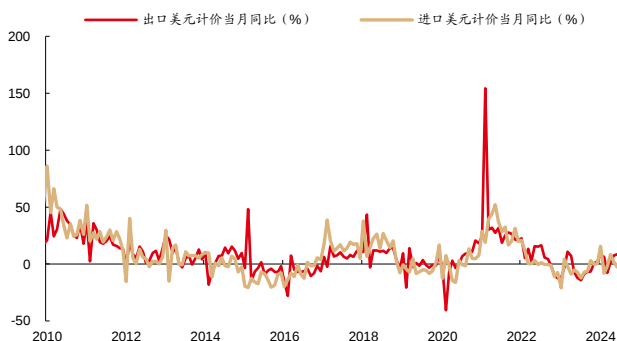
图表 1: 我国出口增速情况.....	4
图表 2: 2025 年 8 月出口增速好于季节性水平 (%)	4
图表 3: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区)	5
图表 4: 我国进口增速情况.....	7
图表 5: 2025 年 6 月进口增速弱于历史均值 (%)	7
图表 6: 进口同比拉动拆分 (按国别/地区)	8
图表 7: 后布雷顿森林体系格局下国家经济运行体系	9

1 8月出口边际放缓，对美出口回落是主要拖累

1.1 8月出口动能放缓

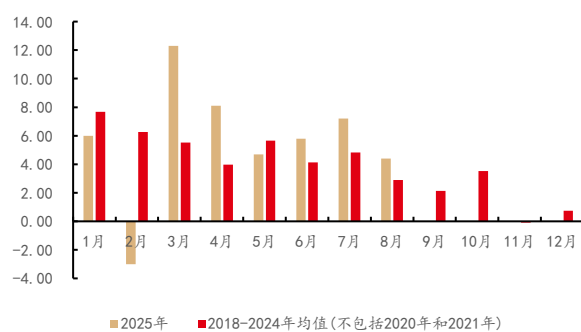
8月出口增速边际放缓，低于前值和预期，好于季节性水平，排除春节因素扰动，为年内阶段性低点。8月当月出口同比增长4.4%，较前值下降2.8pct，存在基数走高的影响，但剔除基数效应影响，出口增速亦呈现边际放缓，8月出口两年复合增速为6.48%，较前值回落0.59pct；低于Wind一致预期5.92%；好于季节性水平，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值水平2.9%高1.5pct。

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8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，我国与东盟、欧盟合作加强

从主要贸易伙伴的出口贡献来看，我国对美国出口增速回落是8月我国出口增速放缓的主要拖累，我国与东盟、欧盟、日本、南非合作有所加强，部分对冲了我国对美国出口增速放缓，其中，我国与东盟合作加强仍是主要支撑力量。

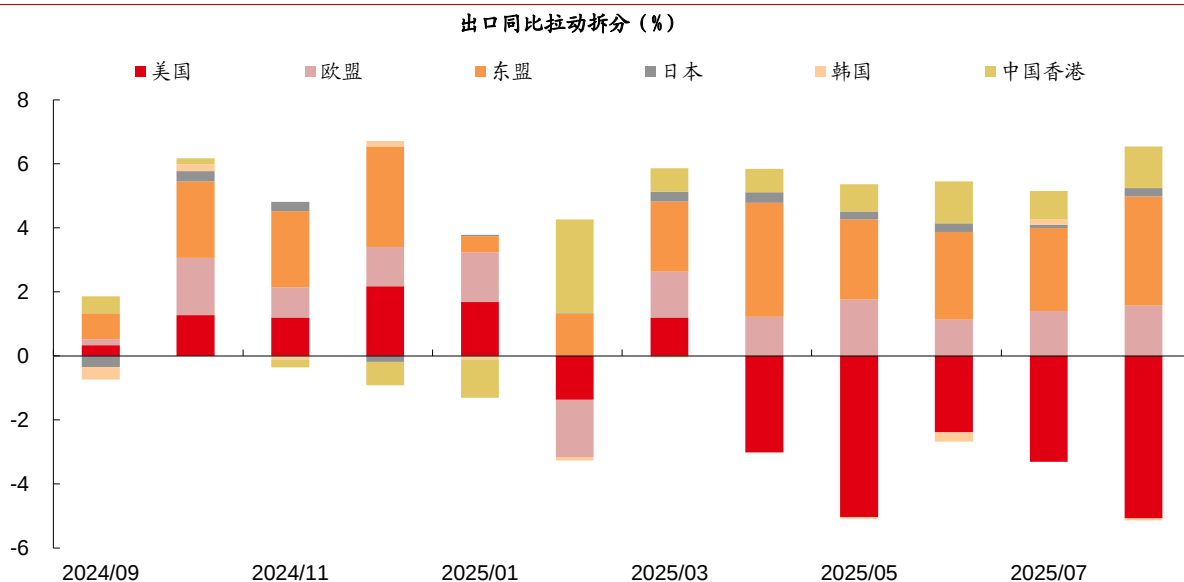
(1) 8月我国对美国出口增速有所回落，我们理解，或是前期“抢出口”挤压了全年对美出口空间，特别是6月美国圣诞采购季提前下达，短期美国经济并未显著升温，美国进口需求或有所放缓。8月，我国对美国出口增速为-33.12%，较前值回落11.45pct；与之对应，我国对美出口同比拉动作用为-5.08%，较前值下降1.78pct。一方面，前期“抢出口”挤压全年出口空间；另一方面，美国就业数据放缓，美国经济存在放缓压力，9月美联储降息预期大幅升温，这或意味着美国对我国需求有所放缓。短期，若美国对我国关税税率没有明显调整，我国

对美出口或难出现显著回升。鉴于我国对美出口在我国总出口中接近 15%左右，2024 年为 14.66%，我国对美出口增速放缓，较为明显拖累我国出口增速。

(2) 8 月我国与东盟合作加强，出口增速较为明显回升，在一定程度上对冲了我国对美出口增速回落。8 月我国对东盟出口增速为 22.51%，较前值回升 5.92pct，较为明显改善；从同比拉动作用来看，8 月我国对东盟的同比拉动作用为 3.4%，较前值上涨 0.82pct。我们理解，东盟产业链对我国存在较高依赖度，在美国关税政策扰动下，我国与东盟国家合作进一步加强，近期我国加强与东盟之间交流，且东盟制造业并未受美关税显著冲击，近期东盟主要国家制造业经济景气度连续回升，7 月和 8 月亚洲制造业景气度连续回升，均处于荣枯线之上，7 月和 8 月亚洲制造业 PMI 分别为 50.5%和 50.4%，连续四个月处于荣枯线之上。

(3) 8 月我国对日本、欧盟和南非出口亦小幅回暖。8 月，我国对日本、欧盟和南非出口有所回暖，出口增速分别为 6.74%、10.38%和 10.69%，较前值变动分别为 4.29pct、1.14pct 和 21.13pct；从同比拉动作用来看，我国对日本、欧盟和南非出口的同比拉动作用分别为 0.26%、1.58%和 0.07%，较前值变动分别为 0.16pct、0.17pct 和 0.14pct。

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，机电产品和交通运输工具出口保持高景气度

(1) 机电产品和高新技术产品出口保持韧性，服装及衣着附件出口回落。

8月，高新技术产品、机电产品出口增速保持韧性，服装及衣着附件当月出口同比增速边际回落。

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8.92%、7.58%和-10.08%，较前值变动分别为4.67pct、-0.44pct和-9.47pct。

从出口同比拉动来看，8月机电产品出口仍是主要拉动，高新技术产品出口拉动作用边际改善，服装及衣着附件出口拉动作用延续跌势。8月，高新技术产品、机电产品和服装及衣着附件出口同比拉动作用分别为2.11%、4.51%和-0.51%，较前值变动分别为1.05pct、-0.28pct、-0.48pct。

(2) 从重点产品来看，集成电路产品出口保持较高韧性，手机、出口景气度边际回暖，地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速放缓。

一是地产后周期产品出口增速放缓。

从同比增速来看，8月家具、家电、灯具同比增速分别为-3.2%、-6.64%和-17.01%，较上月同比增速变动分别为-6.2pct、-2.84pct和-11.51pct。

从复合增速来看，8月地产后周期产品出口增速放缓不存在基数影响。从两年复合增速来看，8月家具、家电、灯具两年复合增速分别为-3.87%、2.27%和-12.44%，较7月两年复合增速变动分别为-2.53pct、-3.91pct和-6.35pct。

二是集成电路出口保持高景气度下降，手机出口增速边际回升，音视频设备出口景气度边际放缓。

从同比增速来看，8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-18.91%、4.18%、32.78%、13.82%，较上月分别变动2.89pct、-3.42pct、3.38pct、12.02pct。

从复合增速来看，8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-2.61%、3.22%、25.3%、11.51%，较上月分别变动6.77pct、-3.29pct、-3.12pct、1.66pct。

三是交通运输工具出口保持高景气度，船舶出口增速相对稳定。

8月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为17.31%、34.95%和4.77%，较上月分别变动-4.5pct、3.9pct和-25.1pct。

从两年复合增速来看，8月汽车、汽车零配件、船舶出口两年复合增速为24.75%、47.24%、5.59%，较前值变动分别为8.59pct、23.77pct和0.78pct。

四是劳动密集型商品出口放缓。

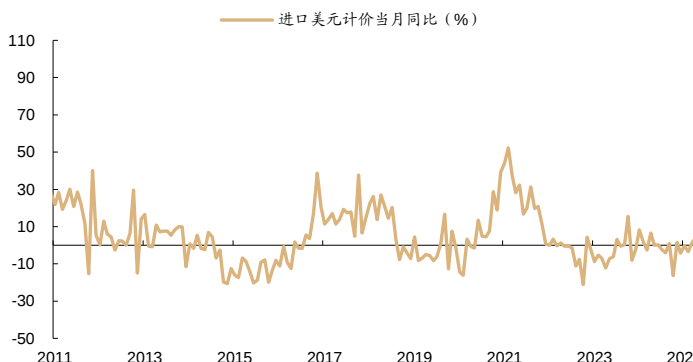
从同比增速来看，8月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速0.76%、-14.94%、1.43%、-10.08%，较上月变动分别为3.9pct、2.91pct、0.26pct、-2.21pct。

2 8月进口增速超预期放缓

2.1 8月进口增速放缓

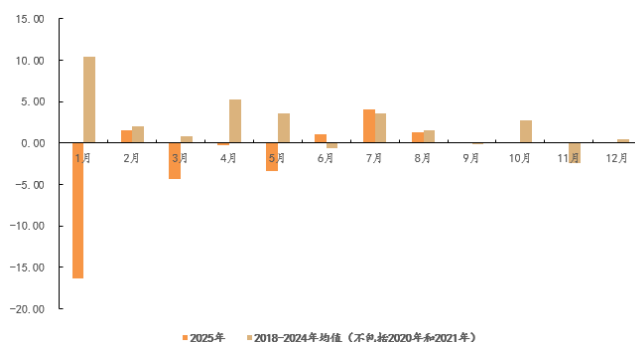
以美元计价，8月当月进口同比增速1.3%，较前值下降2.8pct，好于市场预期，较wind一致预期3.26%低1.96pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平-1.49%低0.19pct。

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6月进口增速弱于历史均值 (%)



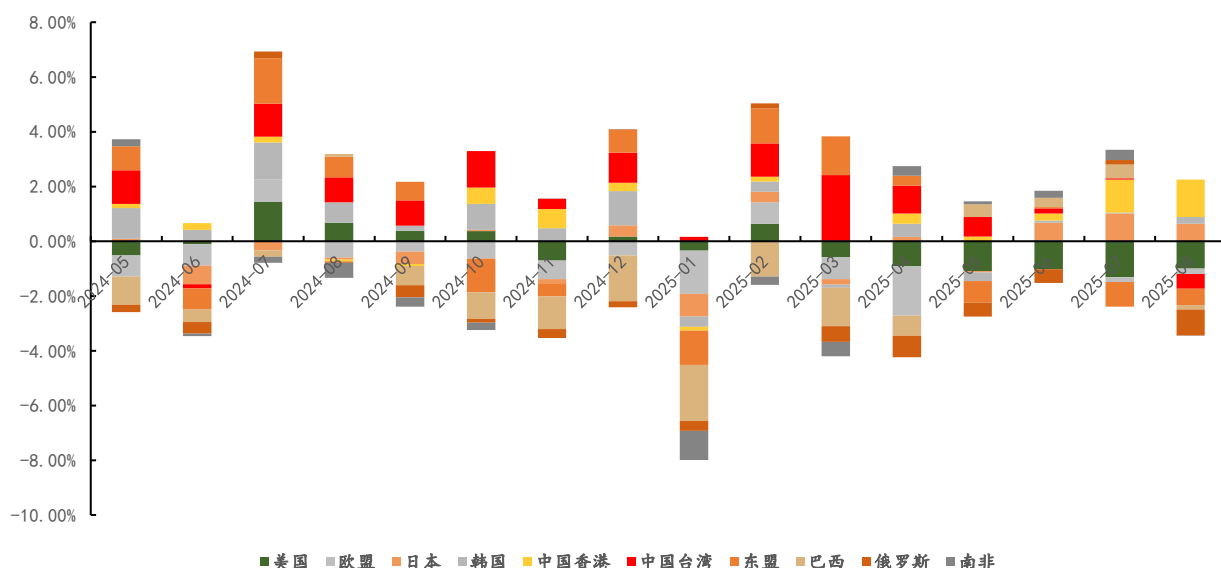
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 我国对日本、韩国、东盟进口增速改善是进口超预期的主要支撑

从我国进口同比拉动作用来看，8月我国对美国、欧盟、东盟、巴西、俄罗斯、南非的进口同比拉动作用为负，同比拉动作用分别为-1%、-0.2%、-0.6%、-0.16%、-0.95%和-0.01%；我国对日本、韩国的进口同比拉动作用分别为0.64%、0.24%。

从我国进口同比拉动作用边际变化来看，我国对日本、东盟进口同比拉动作用边际改善。8月我国对美国、韩国、东盟进口同比拉动作用边际变动分别为0.31pct、0.21pct、0.29pct。

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

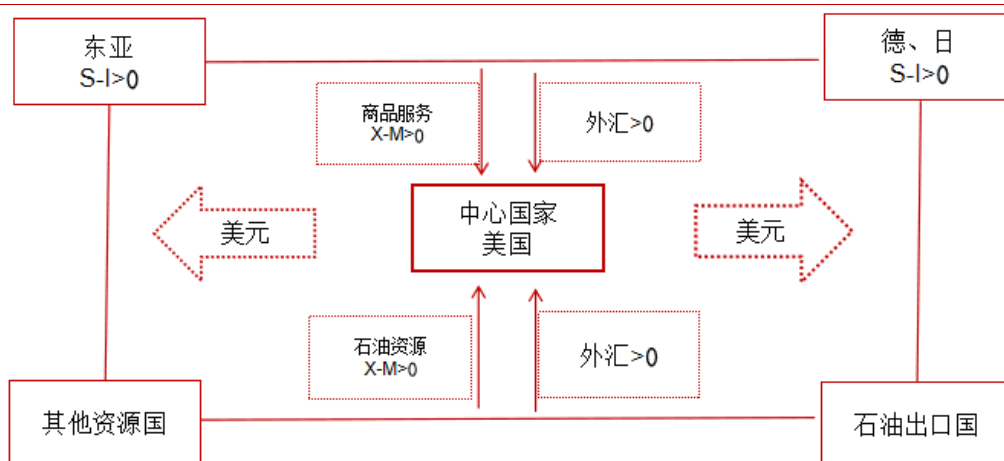
3 展望：我国出口增速面临边际放缓压力

8月出口增速小幅回落，存在一定高基数影响，剔除基数效应，8月出口增速微跌，展现了较强韧性。（1）从主要贸易伙伴来看，我国对美国出口增速回落是主要拖累，我国与东盟、欧盟和日本合作有所加强，部分对冲了我国对美国出口增速回落的影响，其中，我国对东盟出口增速加强是重要支撑。我们理解，我国对美出口增速回落，或是前期“抢出口”行为挤压全年我国对美出口空间，特别是6月美国圣诞采购季订单提前下达，叠加近期美国经济并未显著回升，美国对我国进口需求亦有所减弱；东盟产业链对我国存在较高依赖度，在美国关税政策扰动下，我国与东盟国家合作进一步加强，近期我国加强与东盟之间交流，且东盟制造业并未受美关税显著冲击，近期东盟主要国家制造业经济景气度连续回升，亚洲PMI连续四个月处于荣枯线之上。（2）从出口主要商品来看，集成电路产品出口保持较高韧性，手机、出口景气度边际回暖，地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速放缓。

向后看，在美国对我国关税税率未出现显著调整的背景下，我国出口增速或面临一定下行压力。（1）从全球贸易秩序来看，美国是典型的消费国的代表，而外围生产型国家和资源型国家无疑将受到美国总需求影响。近期美国正从以分工

专业化为核心的全球产业链布局向关注国内产业链安全回归，美国经济短期保持一定韧性，但美国旨在制造业回流的意图，或将冲击生产型或资源型国家的需求，进而改变全球贸易结构，短期外围国家需求从内外需拉动向单一内需拉动，全球经济短期或面临增长放缓压力，整体上亦会制约我国出口增速。(2)从国别来看，美国、欧盟和东盟是我国主要合作伙伴，我国对三个贸易伙伴出口的变动，将直接影响我国出口增速。一是，近期美国就业数据放缓，美国经济存在放缓压力，9月美联储降息预期大幅升温，亦间接体现了美国经济存在放缓风险，短期，我国对美出口或难出现显著上升；二是，欧盟区受困于主权债务压力，且欧盟外贸依存度较高，受美关税政策冲击，短期欧盟经济显著改善概率相对较低。三是，短期我国与东盟合作有所加强。整体来看，我国对美国和欧盟出口短期难以显著改善，尽管我国与东盟合作有所加强，或难以完全对冲我国对美国出口增速回落，整体来看，下半年我国出口或仍存在下行压力。

图表7：后布雷顿森林体系格局下国家经济运行体系



资料来源：中邮证券研究所

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	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