

宏观点评 20250818

中国出口增速或持续超市场预期

2025 年 08 月 18 日

■ **核心观点：**市场此前担忧随着“抢出口”动能的减弱，我国下半年出口或面临较大下行压力，四季度出口有较大回落风险，预期全年出口增速或仅有 3% 左右；而我们认为，受益于东盟和非洲等新兴市场经济体的经济增长韧性，以及欧美关税不确定性下中欧贸易的改善，我国下半年出口有望继续超预期，预计三、四季度出口增速分别录得 5.9% 和 1.0%，全年出口增速有望录得 4.6%，高出市场预期约 1.6 个百分点，对应 GDP 增速可能高于预期约 0.3 个百分点。而展望明年，我国外需仍然有较强的韧性，这主要受益于美国仍然趋于宽松的货币与财政政策。尽管宽松的货币与财政政策预期已被市场较充分地定价，但其给美国经济的支撑将在明年逐步显现。

■ 对新兴市场经济体出口的高增并非仅由“抢出口”主导

➢ 一方面，新对等关税框架下，包括东盟在内的主要转口地区关税调整幅度不大，大多仍低于我国目前被加征的税率，且针对转运的 40% 存在界定和实施层面的困难，因此对转口贸易造成的影响或相对有限；另一方面，对东盟、非洲等地区的出口高增长并非单纯由“抢转口”驱动，同时也由新兴市场经济体实际需求所驱动。今年以来，新兴市场经济体景气度整体优于发达国家，前 7 个月新兴市场经济体（除中国外）制造业 PMI 整体明显高于发达国家，且始终位于荣枯线以上，侧面反映出东盟、非洲等地区实际需求相对向好，我国对其出口的高增长或更多是由于实际需求的驱动。

■ 美欧关税不确定性或继续支撑中欧贸易改善

➢ 从欧盟的角度来看，我国今年以来对欧盟出口的高增长或一定程度上源于美欧贸易摩擦下中欧贸易关系的缓和。尽管 7 月 24 日的中欧领导人会晤的结果表明中欧在多个经贸相关问题上仍存分歧，但考虑到美欧在 7 月 27 日达成的贸易协议具有较大的不公平性并引起了欧盟内部的担忧，且后续特朗普的关税政策仍有较大不确定性，欧盟或不会主动恶化与我国的经贸联系，下半年我国对欧盟出口仍有望保持一定韧性。

■ 美国财政货币政策双宽松，明年外需仍有韧性

➢ **货币政策：**方向仍然宽松，市场预期至明年底美联储或降息 150bps 至 3%。尽管不同的机构对未来美联储的政策利率路径存在分歧，但都预期明年美联储将延续降息周期。当前联邦基金期货定价至 2026 年底，美联储将降息至 3-3.25% 附近。同时，考虑到由特朗普提名的新一任美联储主席将在 2026 年 5 月接任，2026H2 美联储的货币政策或较当前预期更加宽松，对应的给美国经济总需求的刺激力度或也将更加显著。

➢ **财政政策：**《大美丽法案》对未来 1-3 年美国经济增长最为显著。7 月 4 日，特朗普的《大美丽法案》正式立法落地。根据 Tax Foundation 测算，法案将让未来 30 年美国经济增长较此前基准预期高出 +1.21%。但由于法案在执行节奏上是“先甜后苦（即宽松的财政政策先落地、紧缩的货币政策后落地）”，因此其给未来 1-3 年美国产出缺口带来的影响最为正面——2026-2028 年美国 GDP 将分别较此前基准水平高出 +1.2%、1.36%、1.51%。考虑到 2026 年 11 月中期选举前共和党仍然横扫参众两院，不排除特朗普为了赢得中期选举，在 2026 年再度出台新的宽松政策的可能。当然，临近中期选举特朗普关税政策也有再度反复的风险。

■ **风险提示：**（1）美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步警惕美国加征额外关税的可能性；（2）高频数据对于出口形势的判断仍需结合 PMI 新订单指数等在内先行指标的变化，单独基于高频数据的预测可能存在误差；（3）近期地缘政治冲突事件有所增多，需警惕全球贸易不确定性对我国出口的负面影响

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书：S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

相关研究

《美联储全年降息预期仍存在回调风险》

2025-08-17

《结构性政策工具或是三季度施力重点》

2025-08-17

内容目录

1. 下半年出口能否继续超预期?4

2. 美国财政货币政策双宽松，明年外需仍有韧性8

3. 风险提示9

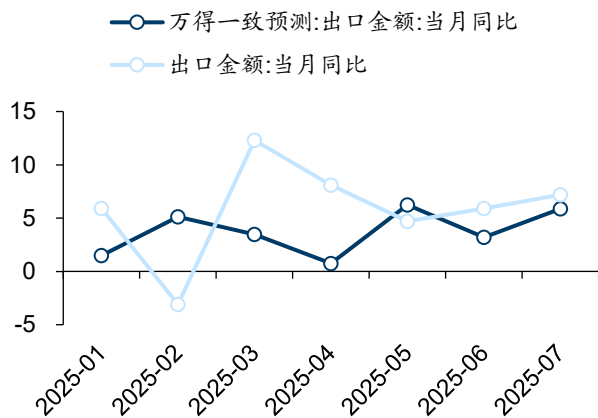
图表目录

图 1:	今年以来出口持续超预期 (%)	4
图 2:	出口对经济增长的贡献有所提升 (%)	4
图 3:	我国出口份额的边际变化 (%)	4
图 4:	新兴市场经济体对出口贡献较大 (%)	4
图 5:	美国进口份额的变化印证转口贸易的存在 (%)	5
图 6:	今年以来新兴市场经济体景气度高于发达国家 (%)	6
图 7:	三季度和四季度出口增速有望持续超预期 (%)	7
图 8:	美联储政策利率上限预期	8
图 9:	《大美丽法案》对未来 10 年美国经济的影	8

1. 下半年出口能否继续超预期？

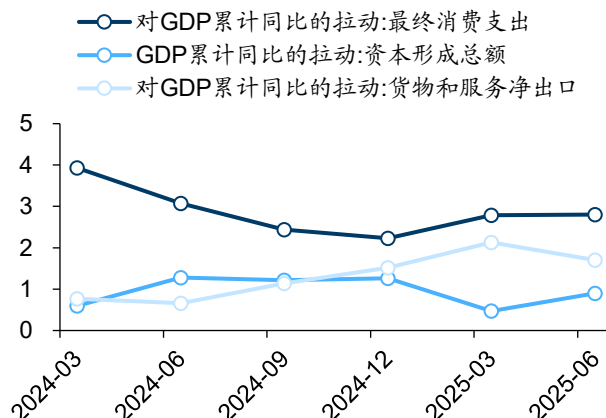
今年以来，在特朗普政府关税政策频繁出台的背景下，我国出口持续超预期，保持了较强韧性，成为了上半年经济平稳增长的重要推动力。截至今年上半年，我国净出口对 GDP 的拉动达到了 1.7 个百分点，在关税冲击下仍比去年全年对经济增长的拉动高出 0.2 个百分点。

图1：今年以来出口持续超预期（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

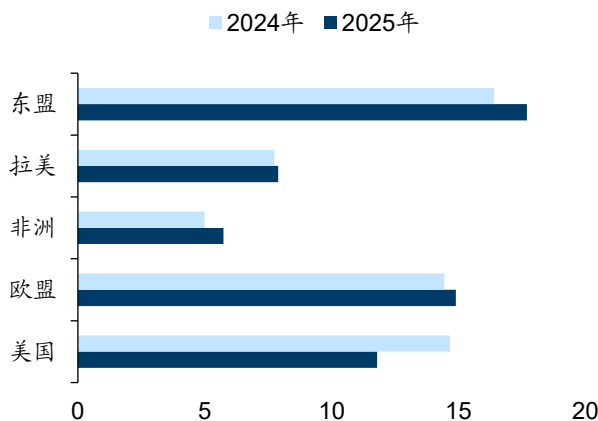
图2：出口对经济增长的贡献有所提升（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从前7个月出口数据来看，我国出口的韧性一方面来自贸易多元化程度的提升，另一方面也受到“抢出口”因素的影响。而往后看，随着“抢出口”等因素的逐步褪去，我国出口能否保持较快增长，是下半年经济能否平稳运行、经济增速能否达到全年增长目标的关键因素。

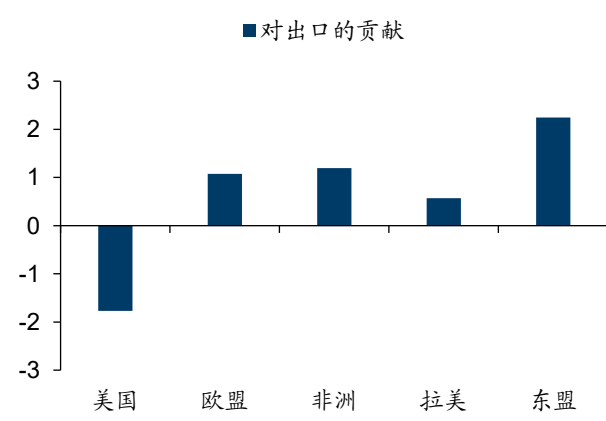
图3：我国出口份额的边际变化（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年数据截至前 7 个月

图4：新兴市场经济体对出口贡献较大（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据为今年前 7 个月累计值

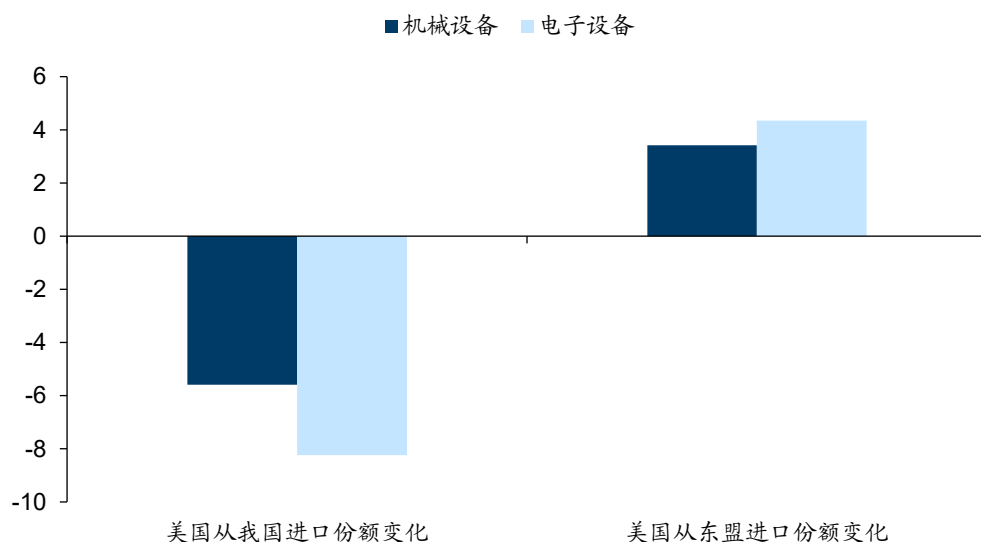
从出口结构来看，截至今年前 7 个月，我国出口多元化趋势明显，对美出口份额下滑了 2.9 个百分点，而对东盟、非洲和欧盟出口份额分别提升 1.3 个百分点、0.7 个百分点和 0.5 个百分点。期间对东盟、非洲和欧盟出口增速分别录得 13.6%、24.4%和 7.3%，

对我国出口增速分别贡献了，2.2 个百分点、1.2 个百分点和 1.1 个百分点。

因此整体来看，对东盟、非洲和欧盟出口增速能否保持高位，是我国下半年出口能否稳住的关键。

从东盟和非洲的角度来看，前 7 个月我国对其出口的高增长或与“抢转口”有关。以东盟为例，今年以来我国对东盟电子设备和机械设备出口高速增长的同时，美国对东盟电子设备和机械设备的进口也录得较高增长，两者呈现同趋势的走高，一定程度上反映出我国部分产品通过东盟转口贸易的方式，最终出口到美国。美国进口数据的变化也可以对此进行佐证，2024 年我国是美国第二大机械设备进口国和最大的电子设备进口国，分别占美国对应品类进口比重的 16.0% 和 26.1%，而截至今年前 6 个月，美国从我国进口两类产品的比重分别下滑了 5.6 个百分点和 8.2 个百分点，均出现了明显下滑，但同期对东盟进口两类产品的比重分别上升了 3.4 个百分点和 4.3 个百分点，即美国本应直接从我国进口的商品份额，为规避关税的影响，从东盟和拉美等第三地转口进入了美国市场。

图5：美国进口份额的变化印证转口贸易的存在（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：份额变化为 2025 年前 6 月份额与 2024 年全年份额的差值

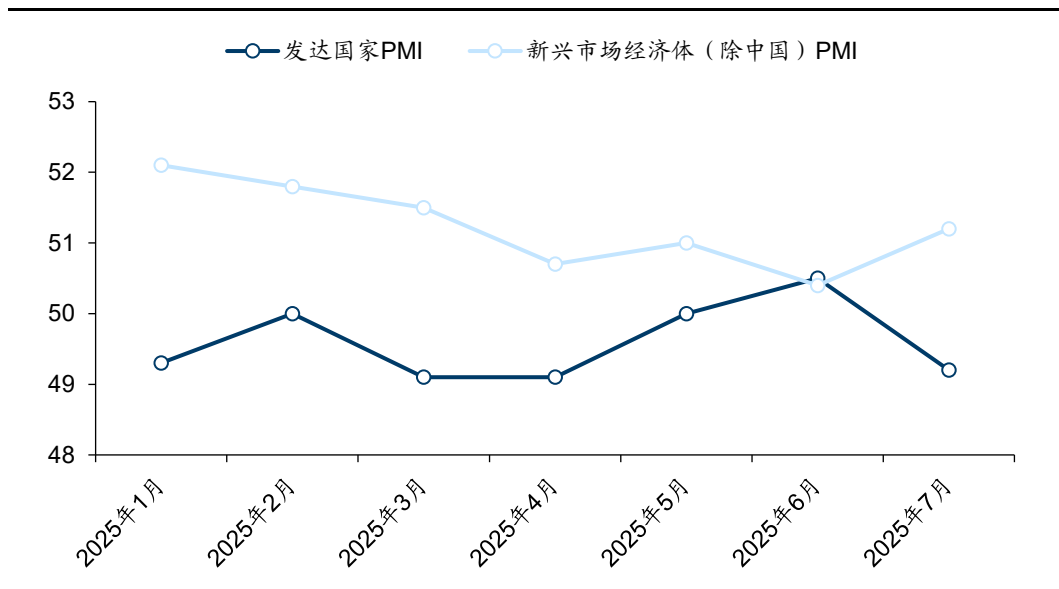
市场此前担忧随着“抢出口”动能的减弱，我国下半年出口或面临较大下行压力，四季度出口有较大回落风险，预期全年出口增速或仅有 3% 左右，但我们认为这部分影响或相对有限。

一方面，新对等关税框架下，包括东盟在内的主要转口地区关税调整幅度不大，大多仍低于我国目前被加征的税率，且针对转运的 40% 存在界定和实施层面的困难，因此对转口贸易造成的影响或相对有限；

另一方面，对东盟、非洲等地区的出口高速增长并非单纯由“抢转口”驱动，同时也由新兴市场经济体实际需求所驱动。今年以来，新兴市场经济体景气度整体优于发达国

家，前 7 个月新兴市场经济体（除中国外）制造业 PMI 整体明显高于发达国家，且始终位于荣枯线以上，侧面反映出东盟、非洲等地区实际需求相对向好，我国对其出口的高增长或更多是由于实际需求的驱动。

图6：今年以来新兴市场经济体景气度高于发达国家（%）

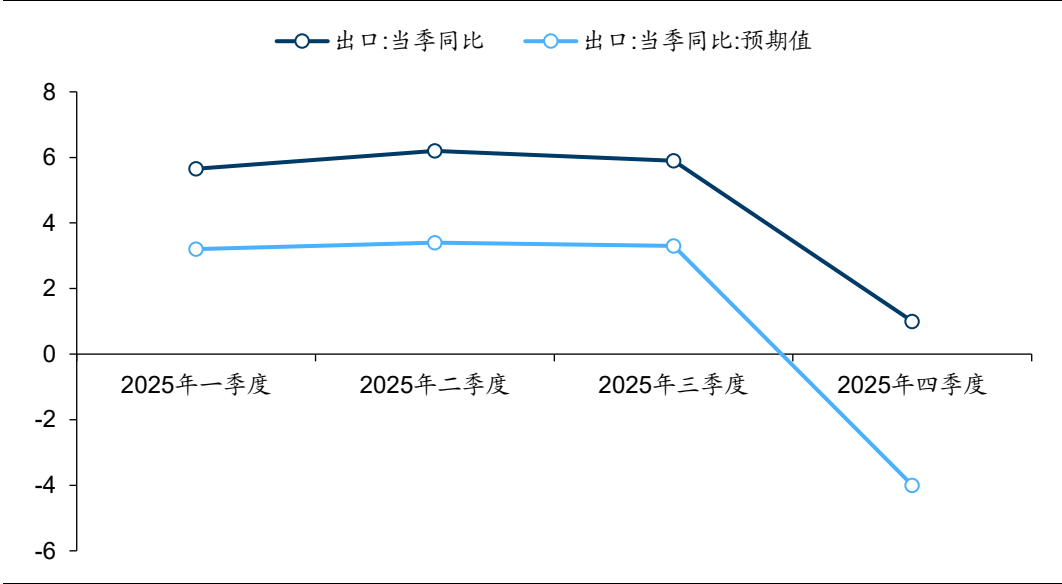


数据来源：IHS Market PMI，东吴证券研究所

从欧盟的角度来看，我国今年以来对欧盟出口的高增长或一定程度上源于美欧贸易摩擦下中欧贸易关系的缓和。尽管 7 月 24 日的中欧领导人会晤的结果表明中欧在多个经贸相关问题上仍存分歧，但考虑到美欧在 7 月 27 日达成的贸易协议具有较大的不公平性并引起了欧盟内部的担忧，且后续特朗普的关税政策仍有较大不确定性，欧盟或不会主动恶化与我国的经贸联系，下半年我国对欧盟出口仍有望保持一定韧性。

综合以上两方面因素，我们认为，受益于东盟和非洲等新兴市场经济体的经济增长韧性，以及欧美关税不确定性下中欧贸易的改善，我国下半年出口有望继续超预期，预计三、四季度出口增速分别录得 5.9%（市场预期+3.3%左右）和 1.0%，全年出口增速有望录得 4.6%（市场预期+3%左右），高出市场预期约 1.6 个百分点，对应 GDP 增速可能高于预期约 0.3 个百分点。

图7：三季度和四季度出口增速有望持续超预期（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：三季度、四季度出口当季同比值为本文预测值，出口当季同比预期值为此前市场的一致预期

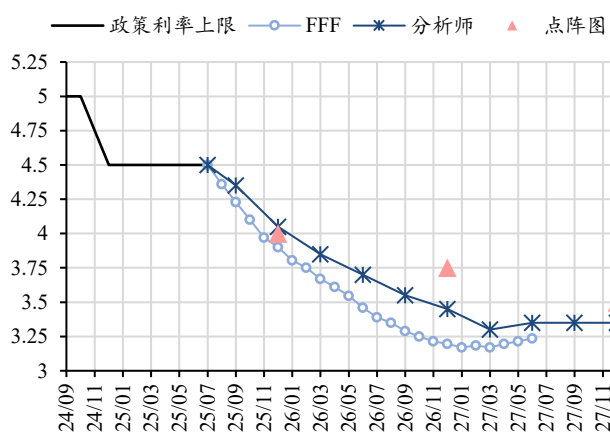
2. 美国财政货币政策双宽松，明年外需仍有韧性

我们认为，2026 年外需仍然有较强的韧性，这主要受益于美国仍然趋于宽松的货币与财政政策。尽管宽松的货币与财政政策预期已被市场较充分地定价，但其给美国经济的支撑将在明年逐步显现。

货币政策：方向仍然宽松，市场预期至明年底美联储或降息 150bps 至 3%。尽管不同的机构对未来美联储的政策利率路径存在分歧，但都一致预期明年美联储将延续降息周期。当前联邦基金期货（Fed Fund Future, FFF）定价至 2026 年底，美联储将降息至 3-3.25% 附近。同时，考虑到由特朗普提名的新一任美联储主席将在 2026 年 5 月接任，2026H2 美联储的货币政策或较当前预期更加宽松，对应的给美国经济总需求的刺激力度或也将更加显著。

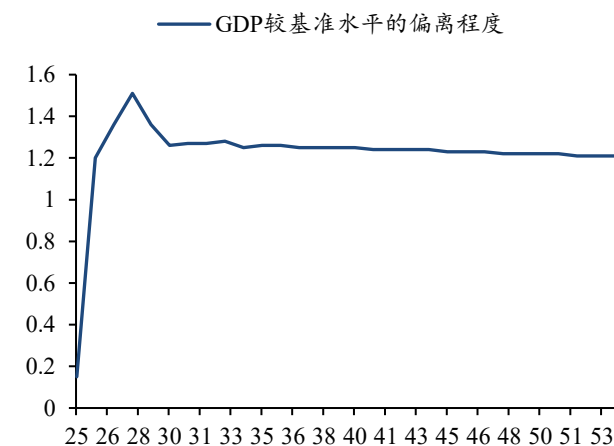
财政政策：《大美丽法案》对未来 1-3 年美国 GDP 拉动最为显著。7 月 4 日，特朗普的《大美丽法案》正式立法落地。根据 Tax Foundation 测算，法案将让未来 30 年美国 GDP 产出增长较此前基准预期高出 +1.21%。但由于法案在执行节奏上是“先甜后苦（即宽松的财政政策先落地、紧缩的货币政策后落地）”，因此其给未来 1-3 年美国产出缺口带来的影响最为正面——2026-2028 年美国 GDP 将分别较此前基准水平高出 +1.2%、+1.36%、+1.51%。考虑到 2026 年 11 月中期选举前共和党仍然横扫参众两院，不排除特朗普为了赢得中期选举，在 2026 年再度出台新的宽松政策的可能。当然，临近中期选举，我们也同样提示特朗普关税政策再度反复的风险。

图8：美联储政策利率上限预期



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图9：《大美丽法案》对未来 10 年美国经济的影



数据来源：Tax Foundation，东吴证券研究所；单位%

3. 风险提示

- (1) 美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步跟踪中美贸易谈判的进程；
- (2) 高频数据对于出口形势的判断仍需结合 PMI 新订单指数等在内先行指标的变化，单独基于高频数据的预测可能存在误差；
- (3) 近期地缘政治冲突事件有所增多，需警惕全球贸易不确定性对我国出口的负面影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>