



出口韧性如何？

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

出口韧性如何？

7月出口（美元计价）同比7.2%、前值5.8%，环比-1.1%，去年同期环比-2.4%，过去三年同期环比均值-1%，从环比角度来看，这个月出口成色一般。

在7月超预期的背后，有这么几点值得关注。

第一，为什么美国进口增速已经转负，但是中国出口依旧能够维持韧性。

美国进口国别分化严重，东盟等国家在关税豁免窗口期“抢出口”，中国搭便车。

第二，对欧盟的出口能否持续？

对欧盟的出口好转可能更多的来自欧盟经济景气度的好转。欧盟作为中国第二大出口目的地，有望支撑中国后续出口增速。

第三，后续出口怎么看？

美国需求的透支效应已经开始出现，转口关税也开始上行，后续出口或将回落。

风险提示

中美关税贸易摩擦尚未结束，中美谈判前景尚不明朗，关注后续地缘政治对出口的扰动

美国经济面临一定的下滑压力，需求侧下滑或超预期，并且拖累中国出口表现

出口不确定性增强或对中国基本面造成明显拖累，关注后续基本面变化



7月出口（美元计价）同比7.2%、前值5.9%，环比-1.1%，去年同期环比-2.4%，过去三年同期环比均值-1%，从环比角度来看，这个月出口成色一般。

在7月起预期的背后，有这么几点值得关注。

第一，为什么美国进口增速已经转负，但是中国出口依旧能够维持韧性。

美国进口国别分化严重，东盟等国家在关税豁免窗口期“抢出口”，中国搭便车。

4月伴随着美国开启对等关税，美国进口增速大幅从3月的31%下滑至6月的-2.9%，前期“抢进口”带来的透支效应在美国已经出现。体现在库存数据上则表现为美国进入了去库存周期，6月美国批发商耐用品库存同比从3月1.6%的年内高点下滑至0.2%，非耐用品库存增速从4月的4.1%下滑至6月的3.4%。

受高额关税影响，中美直接贸易往来大幅下滑。6月美国自中国进口商品增速同比-44%。受益于前期关税缓和，6月中国对美出口小幅回升，但考虑到目前中美关税税率依旧在40%左右，7月中国对美出口再度转弱，拖累中国出口同比增速下滑3.3个百分点。预计后续中美直接贸易往来继续面临下滑压力。

相比于中国，在后续可能面临更高关税的预期下，东盟、非洲等国家在8月前持续“抢出口”进而拉动中国出口。4-6月美国自东盟进口增速稳定在30%左右。7月越南出口同比17.7%，其中机械设备、交通工具零配件、电子零件等出口同比增长18%、40.2%、45.2%。这也是中国对越南出口增速最高的商品。1-6月中国对越南机械器具（HS84）、电气设备（HS85）、汽车等运输设备（HS87）同比增长35.3%、44.9%、41.7%，累计拉动对越南出口同比20.3个百分点。

非洲也是如此，6月美国进口自非洲商品同比增长23%。7月中国对非洲出口同比增长42.8%，拉动中国出口同比增长1.9个百分点，对非出口持续高增。从出口商品结构上看，1-5月中国对非洲船舶（HS89）、车辆（HS87）、机械设备（HS84）、电气机械（HS85）等出口同比增长42%、39%、35%、15%，累计拉动中国对非洲出口同比增长13.8个百分点。同时美国自非洲进口相关商品增速分别为23%、-55%、9%、11%。除汽车外，机械设备、电气机械等有可能是借道非洲转口。

随着8月1日美国对越南等东盟国家征收更高的对等关税以及对“转口贸易”征收40%的关税，东盟等国家的“抢出口”或逐渐告一段落，中国中转贸易或再度承压。

图表1：美国进口分国别增速（单位：%）

指标名称	美国商品进口	东盟	加墨	欧盟+英国	非洲	南美	澳大利亚	中国	中国香港	日本+韩国
占比		11.4%	26.4%	20.7%	1.3%	4.8%	0.8%	11.6%	0.2%	7.9%
2025-01	25.5	30	12	17	37	6	271	16	663	-1
2025-02	22.6	18	4	20	83	6	234	-1	-10	-6
2025-03	31.1	34	10	61	17	19	252	-2	-57	7
2025-04	2.2	28	-9	-2	-1	19	32	-20	-56	-4
2025-05	2.5	28	-4	10	-4	8	19	-42	-70	-4
2025-06	-2.9	37	-3	-6	23	6	19	-44	-5	1

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所



图表2: 美国库存周期 (单位: %)

	批发商库存同比			批发商库销比同比			批发商销售同比		
	6月	历史分位数	相比上月变动	6月	历史分位数	相比上月变动	6月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	0.2	20%	0.1	1.7	70%	-0.01	7.6	66%	0.03
耐用品:汽车及汽车零件和用品	-4.7	14%	-2.4	1.7	77%	-0.01	4.3	45%	-0.85
耐用品:家具及家居摆设	4.9	46%	0.3	2.1	96%	0.04	-3.0	16%	-5.95
耐用品:木材及其他建材	1.1	29%	-0.4	1.8	98%	-0.03	-1.0	27%	-2.13
耐用品:专业及商业设备和用品	6.4	57%	1.8	1.2	73%	-0.01	7.6	78%	-0.37
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	16.0	86%	2.1	0.9	79%	-0.01	12.9	89%	-1.63
耐用品:金属及矿产,石油除外	0.6	41%	2.7	2.2	74%	0.01	4.3	55%	3.45
耐用品:电气和电子产品	0.7	28%	3.2	1.0	1%	0.02	15.3	88%	-0.31
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	8.4	62%	0.4	2.2	87%	-0.03	5.1	41%	0.09
耐用品:机械设备和用品	-2.4	19%	-0.4	2.8	86%	-0.02	6.5	59%	1.34
耐用品:杂项	-0.6	31%	-0.6	1.5	49%	-0.05	8.5	65%	1.99
非耐用品	3.3	37%	-0.4	1.0	53%	0.00	3.5	38%	1.35
非耐用品:纸及纸制品	5.0	67%	-1.8	1.1	54%	0.01	0.3	45%	-0.06
非耐用品:药品及杂品	5.8	51%	0.6	1.0	1%	0.00	11.2	79%	0.23
非耐用品:服装及服装面料	-3.9	26%	-2.3	2.0	60%	-0.07	9.3	85%	1.21
非耐用品:食品及相关产品	10.4	78%	-0.3	0.7	87%	0.01	5.1	66%	-1.37
非耐用品:农产品原材料	1.3	46%	-3.3	1.1	33%	-0.01	8.2	62%	0.02
非耐用品:化学品及有关产品	-1.0	26%	0.9	1.1	49%	0.04	2.0	40%	-1.10
非耐用品:石油及石油产品	-3.2	36%	4.6	0.4	40%	0.02	-7.4	26%	6.02
非耐用品:啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	3.9	40%	-1.7	1.7	99%	-0.03	-1.7	8%	-0.30
非耐用品:杂项	1.2	25%	-3.9	1.8	92%	-0.01	2.9	49%	-0.03

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表3: 2025年1-5月中国—非洲—美国的出口商品增速与结构 (单位: %)

	中国出口非洲同比	美国进口非洲同比	中国出口非洲结构	美国进口非洲结构
机械设备 (HS84)	35%	9%	16%	36%
电气机械 (HS85)	15%	11%	14%	14%
车辆及零部件 (HS87)	39%	-55%	9%	10%
船舶 (HS 89)	42%	23%	6%	6%
塑料及其制品 (HS39)	13%	7%	5%	6%
钢铁制品 (HS73)	19%	34%	5%	5%
钢铁 (HS72)	22%	-13%	4%	5%
家具 (HS94)	-4%	4%	3%	3%
化学纤维 (HS54)	12%	227%	3%	2%
鞋靴 (HS64)	-6%	-2%	2%	2%

来源: ITC, 国金证券研究所



图表4：分国别对中国出口的拉动（单位：%）

	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025年占比	拉动
韩国	-2.8%	-0.9%	-0.3%	-1.2%	-6.7%	4.6%	3.8%	0.2%
日本	0.5%	6.7%	7.8%	6.2%	6.6%	2.4%	3.9%	0.1%
中国香港	42.8%	7.8%	8.8%	11.4%	16.7%	10.7%	8.4%	0.9%
中国台湾	33.2%	7.9%	15.5%	7.5%	3.4%	19.2%	2.6%	0.4%
印度	7.8%	27.3%	21.7%	12.5%	9.4%	9.8%	3.8%	0.4%
印尼	-0.4%	24.6%	36.8%	11.0%	8.8%	12.0%	2.2%	0.3%
新加坡	-17.6%	-6.4%	14.9%	11.9%	10.3%	9.3%	1.9%	0.2%
马来西亚	9.8%	-2.7%	14.9%	5.2%	9.9%	-0.5%	2.5%	0.0%
菲律宾	8.5%	9.3%	7.0%	7.5%	10.2%	10.7%	1.5%	0.2%
泰国	8.7%	27.8%	27.9%	21.6%	27.9%	26.0%	2.7%	0.6%
越南	36.2%	18.9%	22.5%	22.0%	23.8%	27.9%	5.3%	1.2%
东盟	8.8%	11.6%	20.8%	14.8%	16.9%	16.6%	17.0%	2.6%
欧盟	-11.5%	10.3%	8.3%	12.0%	7.6%	9.2%	15.5%	1.4%
德国	-12.2%	11.9%	20.4%	21.5%	3.5%	13.1%	3.2%	0.4%
荷兰	-12.4%	-2.9%	5.3%	7.1%	2.1%	-0.7%	2.6%	0.0%
法国	-12.9%	4.6%	2.8%	24.1%	13.6%	7.4%	1.4%	0.1%
意大利	-11.3%	8.4%	5.0%	1.9%	12.2%	14.6%	1.5%	0.2%
美国	-9.8%	9.1%	-21.0%	-34.5%	-16.1%	-21.7%	11.1%	-3.3%
俄罗斯	-23.5%	1.9%	-2.7%	-10.8%	-16.2%	-9.1%	2.8%	-0.3%
印度	7.8%	27.3%	21.7%	12.5%	9.4%	9.8%	3.8%	0.4%
英国	-13.9%	16.3%	2.5%	15.6%	10.8%	7.5%	2.3%	0.2%
拉丁美洲	-14.7%	23.5%	17.3%	2.3%	-2.1%	7.7%	8.3%	0.6%
非洲	-11.8%	37.0%	25.3%	33.3%	34.8%	42.4%	6.0%	1.9%
巴西	-28.8%	12.2%	4.2%	-7.1%	-8.0%	-1.8%	2.0%	-0.6%
南非	-23.0%	6.3%	9.6%	14.4%	-0.6%	-10.4%	0.6%	-1.0%

来源：wind，国金证券研究所

第二，对欧盟的出口能否持续？

对欧盟的出口好转可能更多的来自欧盟经济景气度的好转。欧盟作为中国第二大出口目的地，有望支撑中国后续出口增速。

7月中国对欧盟出口同比9.2%，前值7.6%，拉动中国出口增长1.4个百分点。对欧盟出口强可能并不是来自于转口贸易的支撑，受贸易摩擦影响，美国进口自欧盟商品增速明显走弱，6月进口欧盟增速-6%。

对欧盟出口维持韧性，一方面是产业升级带来的竞争力优势。2024年中国占欧盟进口份额从2019年的8.4%上行至9.5%，细分商品来看，电气机械（HS85）、机械设备（HS84）、有机化学品（HS29）、车辆（HS87）占欧盟进口份额分别提高3、2、7、3个百分点。同时，劳动密集型商品如玩具（HS95）、非针织纺织服（HS62）、针织纺织服（HS61）的份额则分别回落了1、6、4个百分点。

这推动1-6月中国对欧盟铁道车辆（HS86）、车辆与零部件（HS87）、机械器具（HS84）出口同比增长71%、12.8%、8.4%，累计拉动对欧盟出口同比2.8个百分点。

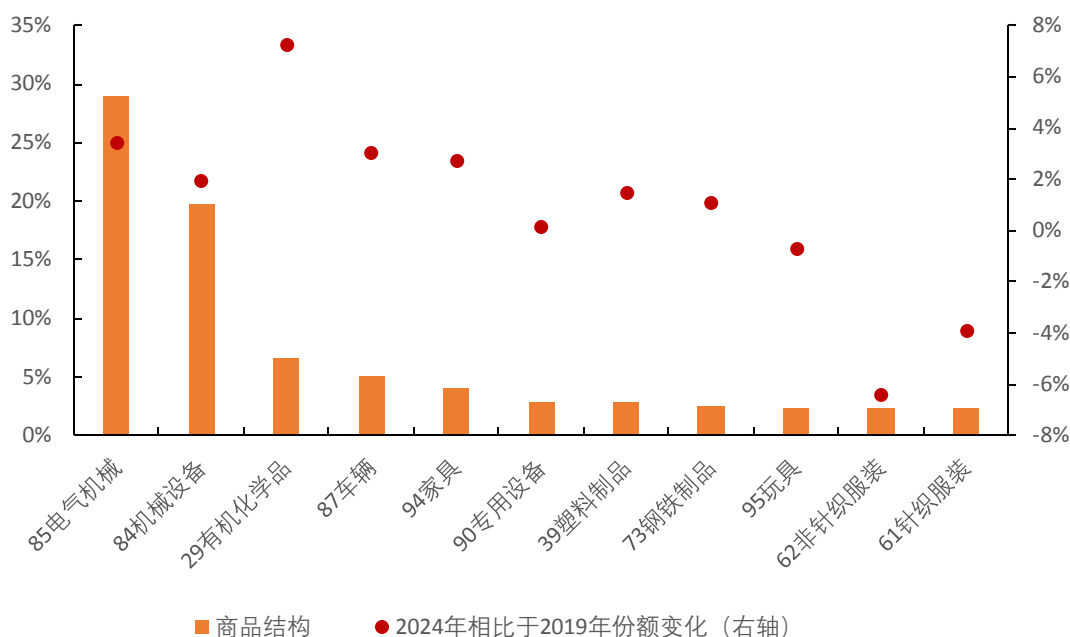
这种产业竞争优势也体现在中国整体出口数据中，7月中国机电产品出口同比增长8%，拉动出口同比4.8个百分点，其中集成电路、汽车、医疗仪器出口同比增长29.2%、18.6%、12.2%，累计拉动中国出口同比2个百分点。

另一方面可能是欧洲本身的需求并不弱。2025年二季度欧盟GDP同比增长1.5%，与一季度1.6%的增速水平接近，7月欧盟经济景气指数95.3%，高于6月的94.3%，表明当前欧洲经济整体较为平稳。

这也意味着后续对欧洲等地区的出口或成为中国出口的压舱石。



图表5：中国占欧洲进口份额的变化（单位：%）



来源：ITC，国金证券研究所

第三，后续出口怎么看？

美国需求的透支效应已经开始出现，转口关税也已经开始上行，后续出口或将回落。

受益于产业升级等带来竞争优势，以资本品为代表，中国商品在非洲、欧盟等地的份额上行，叠加当地的需求韧性，**中国出口份额有望维持韧性**。截至2025年4月，中国占主要样本国家出口份额的16.4%，高于去年同期0.3个百分点。除欧盟外，非洲也是近年来份额扩张的主要地区之一，2024年中国占非洲进口份额的23%，相比于2019年提高3个百分点，其中车辆（HS87）、机械设备（HS84）、电气机械（HS85）或是份额的提高的主力。

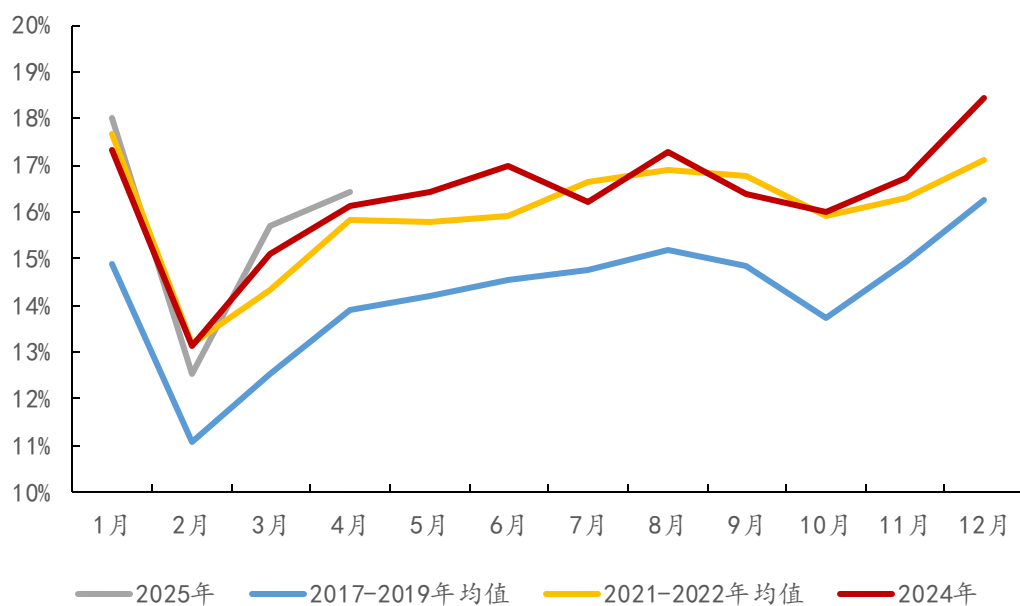
压力主要来自美国需求的回落，这或拖累中美直接贸易往来以及通过影响东盟等需求间接拖累中国外需。目前，关税对美国的影响正在逐渐显现，美国居民消费开始回落，企业开始去库，外需下滑压力加大。

需要关注的是，关税带来出口下滑往往是断崖式的下滑。对等关税下，中国对美出口直接从3月的9%下滑至4月的-21%并延续至今（美国进口自中国增速从3月的-2%快速下滑至4月的-20%并持续下行至-40%左右）。从税率加征幅度上看，中国今年新加征关税为30%（20%的芬太尼和10%的对等关税），越南等地区则被加征20%左右的关税，两者之间差距并不大，后续越南等地本身的需求和转口需求或都面临大幅回落压力。8月出口数据或将成为重要观察点。

这也意味着需求侧的下滑压力更大，份额或仅能够是对缓和出口下滑幅度。

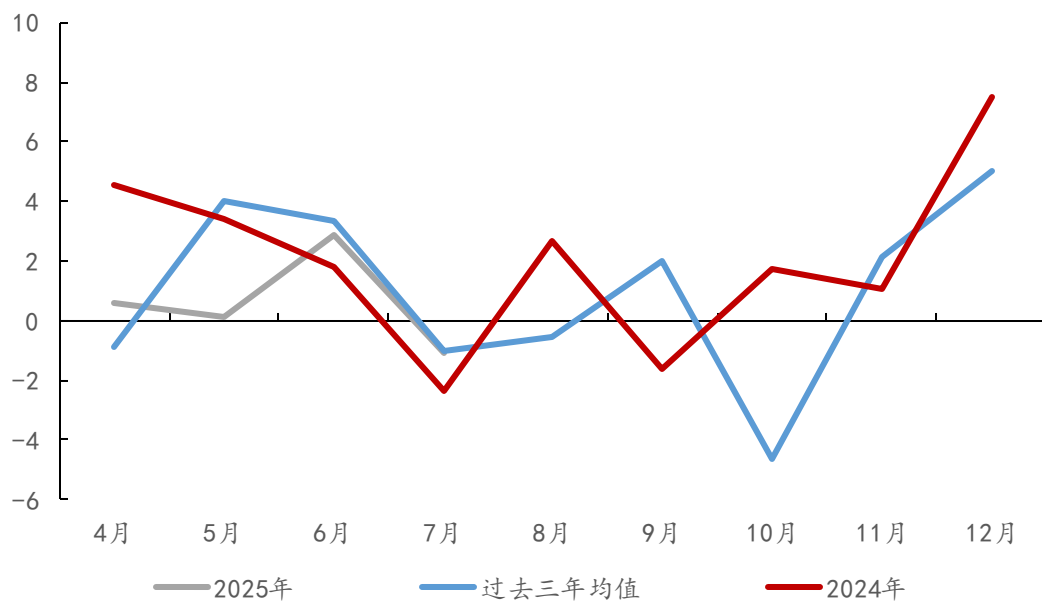


图表6：中国出口份额的变化（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

图表7：今年下半年会面临较高的环比基数（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

风险提示

中美关税贸易摩擦尚未结束，中美谈判前景尚不明朗，关注后续地缘政治对出口的扰动
美国经济面临一定的下滑压力，需求侧下滑或超预期，并且拖累中国出口表现
出口不确定性增强或对中国基本面造成明显拖累，关注后续基本面变化



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究