

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编: 100031

出口超预期的两个逻辑

2025年8月8日

- **市场对“抢出口”余温或存在低估。**我们认为, 7月出口再超预期的逻辑之一, 在于市场对“抢出口”余温存在低估。7月全球制造业 PMI 由扩张转向收缩, 其各分项也在回落, 说明全球的制造业需求并不符合 7 月出口超预期的逻辑。而过去一段时间, 受特朗普政府关税影响, “抢出口”一直贯穿其中。而 7 月出口再超预期本质上是错估当月环比增长, 而市场低估抢出口的余温可能是错估出口的原因之一。
- **对非美地区的出口或也存在低估。**虽然我国对美出口表现较差, 但对非美地区的出口表现稳中有升, 对非美非东盟地区的出口环比也为正。如果因外部关税政策的不确定性而忽视了这部分的增长韧性, 可能也会低估出口增速。尤其是 7 月出口中, 非美地区的增长更加不容忽视。第一, 小市场也有大贡献, 非主要国别(地区)贡献增长大于主要国别(地区)贡献。第二, 对一带一路国家的出口增速好于总出口。若不考虑这些增长, 对出口的预期也可能存在严重低估。
- **“抢出口”余温偏短期, 非美市场或为长期支撑。**我们认为, 后续“抢出口”余温可能对 8-11 月出口有贡献, 但力度逐渐减弱, 支撑相对偏短期。对于中国来说, 后续中美间抢出口的节奏可能相对平缓、呈逐步退出趋势。若美国对中国 24% 的关税暂停期限在 Q4 失效, 则 Q4 可能成为出口较为薄弱的窗口期。根据我们前面对美、非美地区分析来看, 一带一路国家、非洲等新兴市场对我国出口的贡献程度不容忽视。若非美市场需求相对稳定, 非美对出口的长期支撑可能成为出口增长的一大助力。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期, 全球经济景气度不及预期等。

目录

一、市场对“抢出口”余温或存在低估	3
二、对非美地区的出口或也存在低估	5
三、“抢出口”余温偏短期，非美市场或为长期支撑	7
风险因素	8

图目录

图 1：7 月全球制造业 PMI 转向收缩	3
图 2：7 月集装箱数据从新高开始减弱	4
图 3：机电和劳动密集型出口都有回落	4
图 4：对美市场和对非美市场的增速差距在收窄	5
图 5：截至 7 月，今年出口对美国和非美地区表现分化	5
图 6：7 月，非主要国别（地区）对出口的贡献不容忽视	6
图 7：共建一带一路国家出口边际改善更多	7

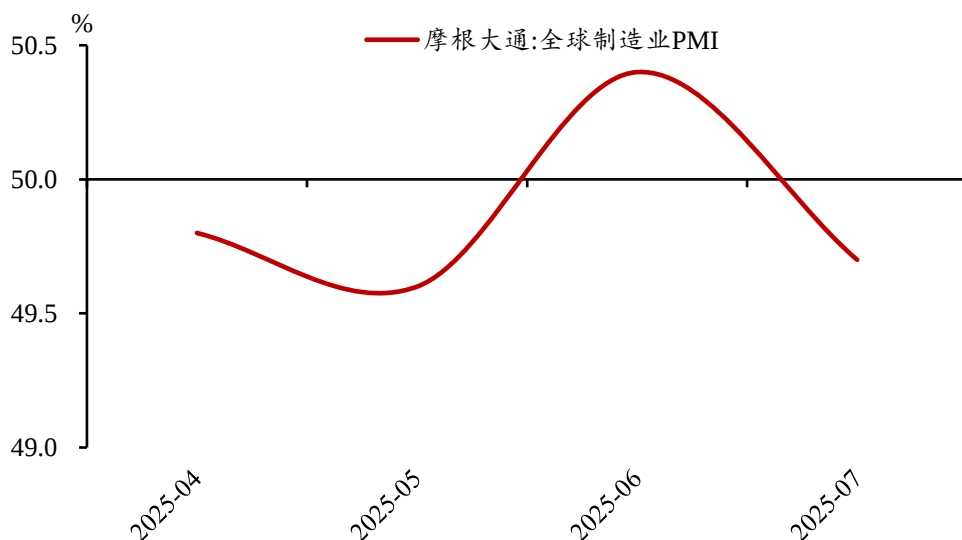
一、市场对“抢出口”余温或存在低估

我们认为，7月出口再超预期的逻辑之一，在于市场对“抢出口”余温存在低估。

首先，7月全球制造业PMI由扩张转向收缩，其各分项也在回落。全球制造业景气度走弱，说明全球的制造业需求并不符合7月出口超预期的逻辑。而过去一段时间，受特朗普政府关税影响，抢出口一直贯穿其中。再加上，去年7月我国受台风影响，出口环比为-2.3%，是自2000年以来同期新低，对今年的出口增速形成基数支撑。基于此，我们认为抢出口和低基数或是其主要影响因素。

其次，对于抢出口和低基数这两大因素，拆分出其对7月出口具体提振程度的必要性或不高，更重要的是预期之外的是什么。我们认为，对抢出口余温存在低估是出口出现超预期的逻辑之一。因为7月出口再超预期本质上是错估当月环比增长，而市场低估抢出口的余温可能是错估出口的原因之一。

图 1：7月全球制造业 PMI 转向收缩



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

我们认为，7月“抢出口”热度确实在下降。

结合我们的观察来看，5月关税缓和的背景下订单回流给6月带来脉冲式的出口特征，我们认为6月或是这轮脉冲式影响的峰值，此后抢出口热度可能下降。我们从观察到的多个信号中，也能一窥“抢出口”热度下降的迹象。

第一个是价格信号，7月运价开始走弱。在预期政策变化（如关税上调）时，企业提前集中出口，导致短期内出口量激增。这种情况下，运输需求增加会推高集装箱运价，反之，需求降温时运价也会跟着回落。7月CCFI综合指数同比-38.1%，同比降幅有所扩大，美西航线则下降更多。当前观察到运价下降，可能暗示抢出口热度减弱。

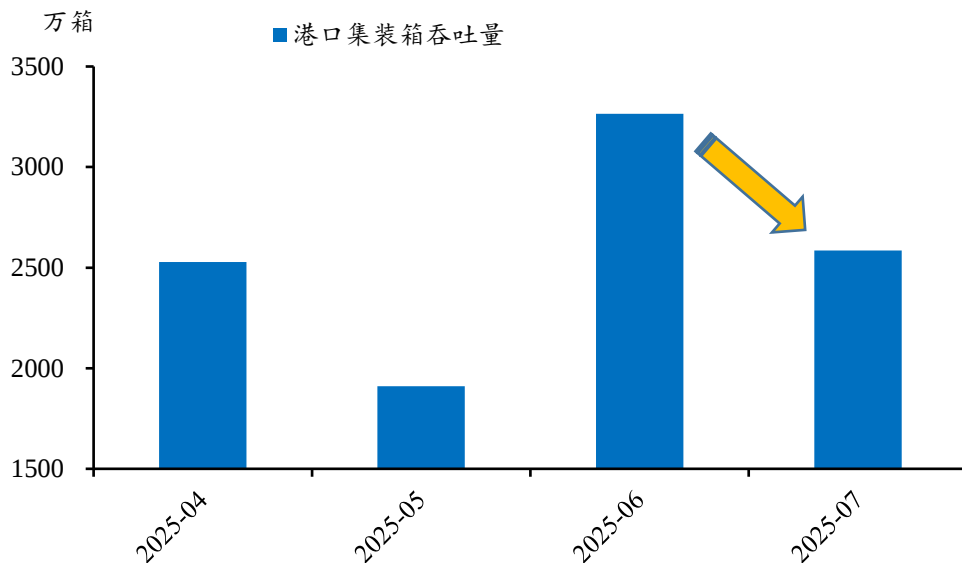
第二个是数量信号。6月港口完成集装箱吞吐量超3200万箱，是36个月以来的最高值，7月港口集装箱吞吐量2585万箱，显示集装箱吞吐量已经从6月的高点回落。不仅如此，港口的货物吞吐量也有类似的表现。

第三个是订单信号。7月中国新出口订单PMI环比下降0.6个百分点至47.1%，我们认为这显示出关税缓和给新出口订单带来的脉冲式影响已出现减弱迹象。

不过，抢出口热度减弱，并不等同于抢出口已经不存在。我们认为，当前“抢出口”仍有余温。在7月底中美谈判前，原先暂停的关税将在8月到期，而其他国家8月也面临关税重新生效的困境。基于此，7月“抢出口”还有动力，我们从韩国出口表现也能感受到“抢出口”的余温。从高频数据来看，7月韩国出口同比升至于5.9%（前

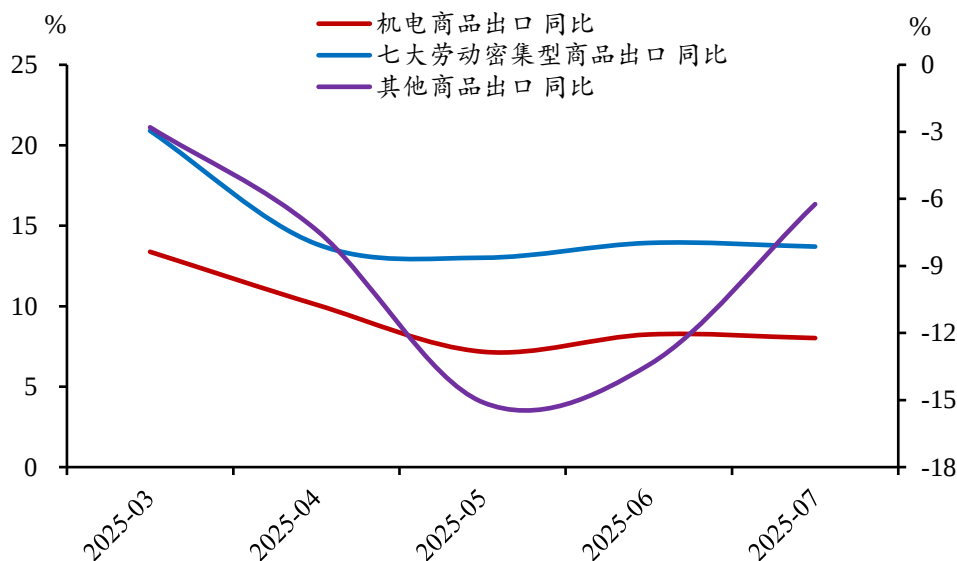
值 4.3%)，其中，对美出口增速更是实现了由负转正。

图 2：7 月集装箱数据从新高开始减弱



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 3：机电和劳动密集型出口都有回落



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 其他商品出口同比为右轴

进口层面，进口在多重不利因素下仍取得较快增长。进口的不利因素包括 7 月进口基数有所回升、7 月韩国对中国出口同比降幅扩大、7 月中国制造业 PMI 进口指数未取得回升、7 月中国制造业采购量指数跌至荣枯线下等。7 月大宗商品价格上涨，CPI 指数同比降幅继续收窄至-15.2%，暗示 7 月进口价格或有改善，我们认为价格回升对进口增速回升可能有带动作用。

尽管 7 月进口表现较好，但累计来看，今年 1-7 月进口增速仍在负增。美国发起对等关税后，不仅中美间出口有影响，进口同样也受到波及。目前我国从美国、非美两个市场的进口增速都较 2024 年有回落，只不过美国市场的回落幅度更大（图 5）。我们认为，对两个市场的进口累计增速回落或显示目前国内本身进口需求还较弱。

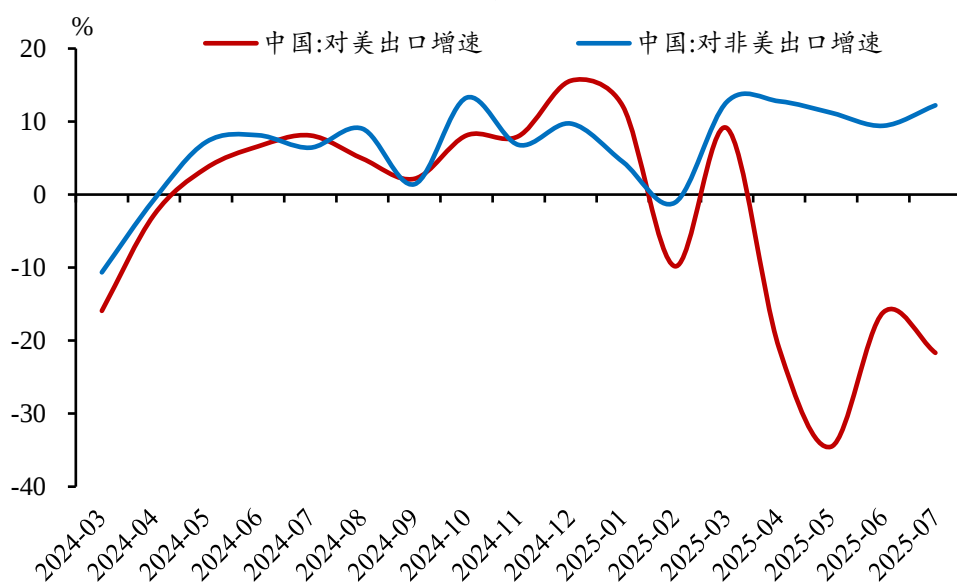
二、对非美地区的出口或也存在低估

虽然我国对美出口表现较差，但对非美地区的出口表现稳中有升。将非美地区和美国分开来看，相比于美国的大幅回落，我国对非美地区出口稳步增长。截至7月，我国对非美地区的出口累计增速为9.2%，比2024全年高出3.2个百分点；反过来，我国对美国市场出口受关税影响而有所下挫，截至7月的出口累计增速为-12.4%，比2024全年低17.3个百分点(图5)。

部分人士可能会认为，7月环比负增说明出口已经走弱，对此我们并不认同。实际上，对中国来说，6月是高关税缓和后的第一个完整月份，集中抢出口使其单月出口绝对量创年内新高并不奇怪，7月环比下降是脉冲峰值过后的正常表现。在这种背景下，用7月环比负增说明出口在走弱并不全面。

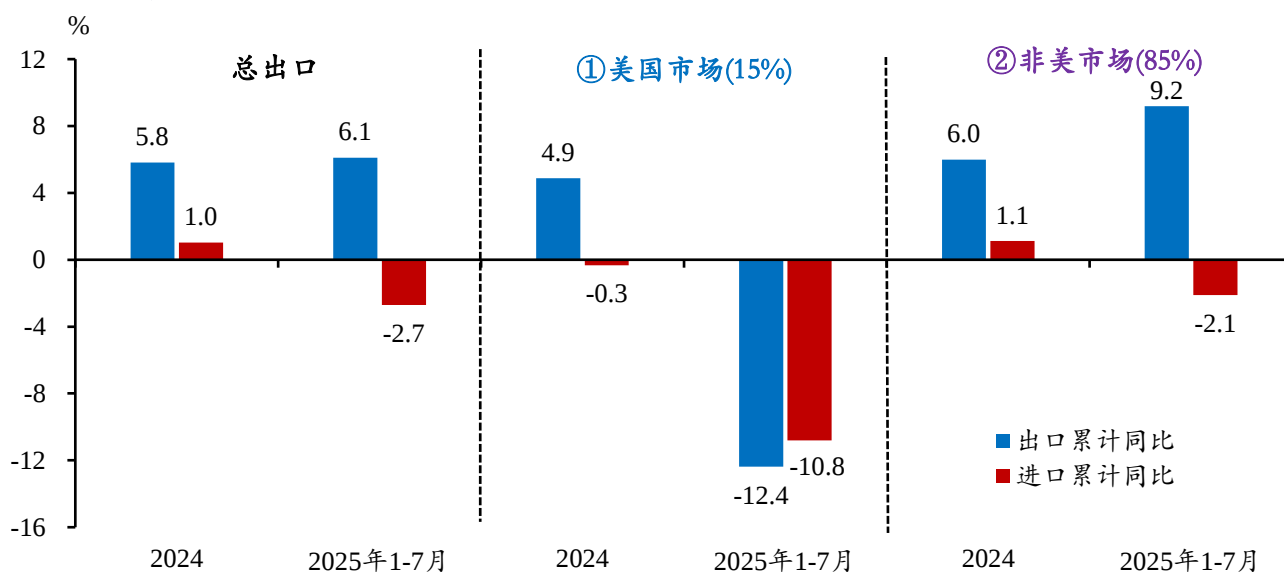
7月，我国对非美非东盟地区的出口环比为正增长，与总出口的环比负增形成鲜明对比。如果因外部关税政策的不确定性而忽视了这部分的增长韧性，可能也会低估出口增速。

图4：对美市场和对非美市场的增速差距在收窄



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图5：截至7月，今年出口对美国和非美地区表现分化



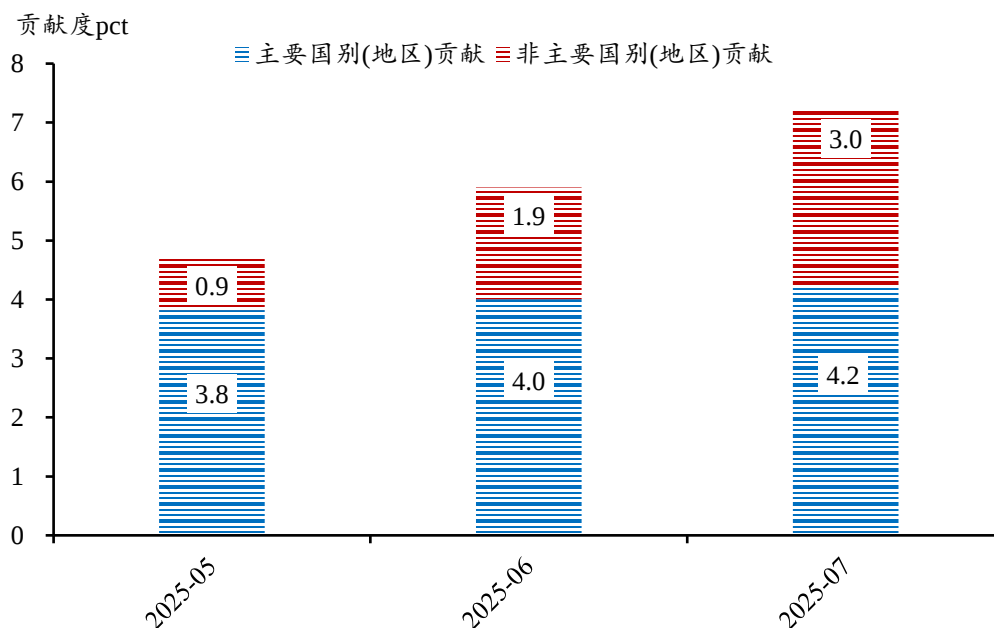
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

尤其是7月出口中，非美地区的增长更加不容忽视，如果忽略这一增长，对出口的预期可能存在严重低估。

第一，小市场也有大贡献，非主要国别（地区）贡献增长大于主要国别（地区）贡献。我们将中国的总出口划分为主要国别（地区）和非主要国别（地区），将海关总署统计快讯里列出的13个国家和地区划分为主要国别（地区）（占比约75%），其他为非主要国别（地区）（占比约25%）。主要国别（地区）中，欧盟贡献度提升，美国 and 东盟贡献度下降，整体来看，主要国别（地区）贡献度仅仅增加0.2个百分点，而非主要国别（地区）贡献度整整增加了1.1个百分点（图6）。

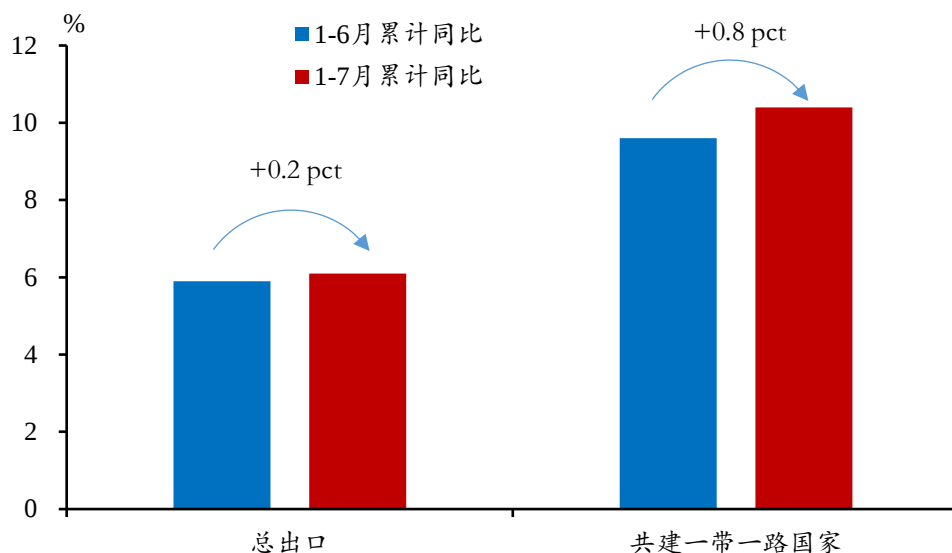
第二，对一带一路国家的出口增速好于总出口。从今年3月起，海关总署统计快讯多公布了对一带一路国家的出口数据，从累计增速来看，总出口累计增速仅提升0.2个百分点，而对共建一带一路国家的出口累计增速提升了0.8个百分点，对一带一路国家的出口增速好于总出口。若不考虑这一点，出口也可能被低估。

图6：7月，非主要国别（地区）对出口的贡献不容忽视



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 非主要国别（地区）包括所有未在重点国别（地区）列出的国家或地区

图 7：共建一带一路国家出口边际改善更多



资料来源:海关总署, 信达证券研发中心

三、“抢出口”余温偏短期，非美市场或为长期支撑

我们认为，后续“抢出口”余温可能对 8-11 月出口有贡献，但力度逐渐减弱，支撑相对偏短期。

7 月 31 日白宫发布行政令，对部分国家重新设定“对等关税”的税率标准，新对等关税在 8 月 7 日生效，涉及全球多个国家和地区的进口商品，税率范围从 10%至 41%。因此，8 月起其他国家对美“抢出口”可能有较大程度的减弱。

对于中国来说，按照当前中美关税的走向来看，鉴于之前暂停的 24%关税继续展期 90 天，今年累计新增 30%关税的现状可能持续至 11 月中旬。这意味着在这一节点前，美国对中国对等关税走高的可能性比关税持平甚至下降的概率可能更低。

在这种情形下，我们认为下半年中美之间再次出现脉冲式“抢出口”的概率不高，后续中美间抢出口的节奏可能相对平缓、呈逐步退出趋势。

若美国对中国 24%的关税暂停期限在 Q4 失效，则 Q4 可能成为出口较为薄弱的窗口期。根据我们前面对美、非美地区的分析来看，一带一路国家、非洲等新兴市场对我国出口的贡献程度不容忽视。若非美市场需求相对稳定，非美对出口的长期支撑可能成为出口增长的一大助力。

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。