

出口加速: 7 月外贸的三个“意外”

2025 年 08 月 07 日



分析师: 陶川

执业证号: S0100524060005

邮箱: taochuan@mszq.com

研究助理: 武朔

执业证号: S0100125070003

邮箱: wushuo@mszq.com

➤ **事件:** 8 月 7 日, 中国 7 月出口同比增速 (以美元计价) 为 7.2%, 较上月上升 1.3 个百分点; 进口同比增速 (以美元计价) 为 4.1%, 较上月回升 3 个百分点。

➤ **7 月外贸数据打破了市场的共识: 出口未转弱, 进口更偏强。这种意外的背后究竟有哪些因素在驱动? 是趋势还是扰动? 我们认为, 背后有三个值得关注的现象:**

- **其一, 对美出口在 6 月的短暂回升后再度转弱,** 随着中美关税的再度延期, 前期抢出口带来的对美需求回升暂时告一段落;
- **其二, 对美以及东盟 (转口) 出口回落下, 整体出口增速却明显反弹。**在关税影响下, 中国出口商正加快开拓欧洲以及新兴经济体市场;
- **其三, 进口在去年高基数的背景下超预期上升。**但背后支撑来自于半导体等机电进口, 与内生经济需求相关的原材料等进口表现分化。
- **短期内, 在转口贸易以及国内出口商积极开拓市场份额的影响下, 我们预计出口仍将保持有韧性, 但进口回升或更偏向于扰动, 内需增长的回升仍需政策提振和数据观察。**

➤ **具体来看:**

➤ **第一, 对美出口增长缘何再次转弱?** 5 月以来随着中美关税暂缓 3 个月, 国内出口商再次掀起“抢出口”浪潮, 6 月对美出口降幅一度大幅收窄。但随着关税的延后, 这一趋势在近期似乎有所逆转, 中国到美国的集装箱数量再次走弱, “抢出口”进入阶段性尾声。

➤ **但转口贸易依然强势,** 由于美国进口商赶在 8 月 1 日 (特朗普对等关税暂缓截止期) 前疯狂囤货, 洛杉矶港口吞吐量再次刷新今年新高, 短期内强劲的需求支撑了转口贸易的优异表现, 7 月我国对东盟出口虽小幅回落, 但整体依旧维持高位。

➤ **第二, 谁来替代“消失”的美国订单?** 从结构上来看, 除对东盟的转口以外, 7 月我国对欧盟、拉美、非洲等国出口均有明显上升, 成为出口改善的主要拉动力量。**我们认为核心原因在于, 关税影响下, 中国出口商正加快在非美地区扩张或寻求新市场。**

➤ **一方面, 在全球制造业 PMI 放缓的情况下, 拉美、非洲等新兴市场经济增长保持较高景气度, 成为我国开拓非美市场的重要有生力量。**

➤ **另一方面, 对欧洲出口的改善也是 7 月出口回升的主要拉动。**今年以来中国对美国 and 欧盟出口增速出现明显背离, 7 月对欧盟出口增速甚至进一步回升至 9.2%。从出口相似度来看, 中国和欧盟的产品结构更为类似, 在对美订单下降的

相关研究

1. 2025 年 7 月服务业 PMI 点评: 两个服务业景气指标为何大幅背离? -2025/08/06
2. 美国经济研究: 美国经济成色究竟如何? -2025/08/06
3. 海外市场追踪: 非农骤降的市场信号-2025/08/02
4. 2025 年 7 月 PMI 点评: 7 月 PMI 的不寻常-2025/07/31
5. 2025 年 7 月政治局会议点评: 政治局会议的破题信号-2025/07/30

背景下，中国贸易或许正加快向欧洲市场转移，而欧洲出口商也愈发能感知来自中国产品的竞争压力。

➤ **第三，进口超预期回升，是出口间接拉动还是内生需求改善？** 在去年高基数的情形下，7月进口超预期回升至4.1%，这一数据的确令人惊喜。但从进口结构上来看，半导体等机电设备进口仍是主要支撑，例如集成电路、医疗器械、高新技术产品、机床等，与内生经济需求更相关的原材料等大宗商品进口表现分化，铁矿石、钢材、煤炭等进口依旧疲软，但原油和铜进口有所改善。

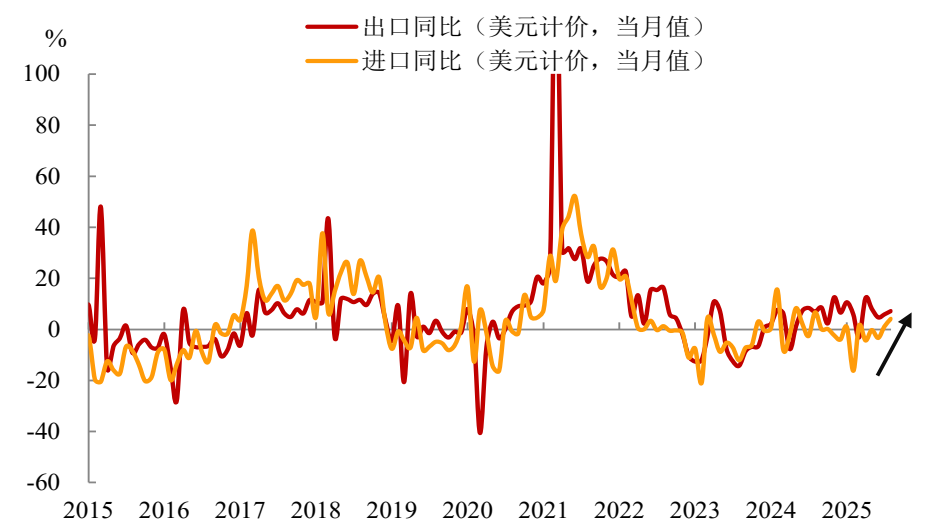
➤ **往后看，出口的韧性能否持续？当然，最核心的还是美国的需求。** 鉴于本轮美国进口存在明显透支倾向，而随着8月7日关税（特朗普新一轮关税生效时间）的落地，抢进口将再度告一段落。我们在报告《美国经济的成色究竟如何？》中提到，下半年预计美国内需将进一步放缓，因此**转口贸易对我国出口的拉动可能会有所减弱**：

➤ **一方面**，美国需求端的透支偿还压力将会更加严峻，美国消费的边际回升恐难以持续，而在需求透支+库存偏高下，制造业将持续萎缩，这从美国7月制造业PMI的加快回落中已经可见一斑；**另一方面**，高利率下的债务置换压力对美国企业投资的影响预计将进一步显现，考虑到美联储最早也只能在9月开始降息，三季度美国企业投资预计仍不乐观。

➤ **但我们预计出口更多是温和放缓，出现大幅下行的风险不大。** 正如我们在前文提到的，对于非美市场的开拓将成为下半年出口的底部支撑，出口端的韧性可能更强。

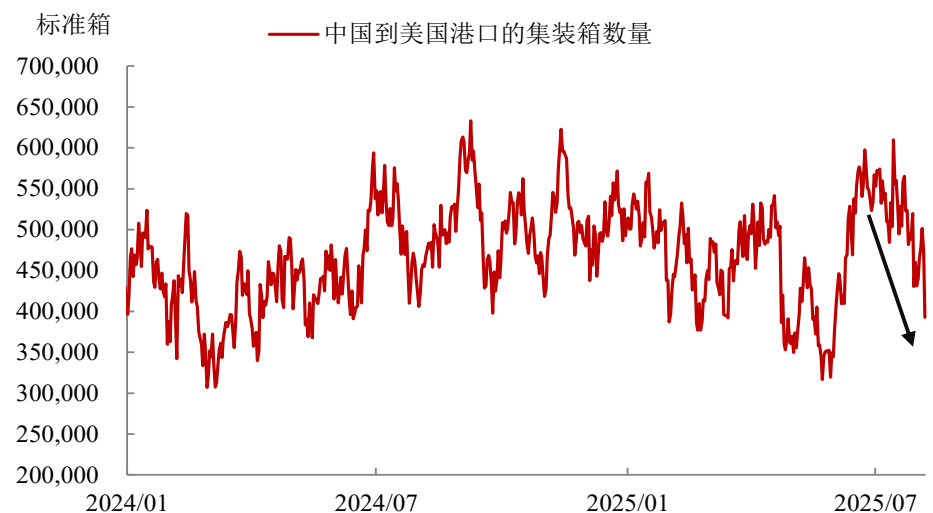
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：7月进出口共振回升



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：7月中国到美国港口集装箱数量再度减弱



资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：洛杉矶港口吞吐量回升



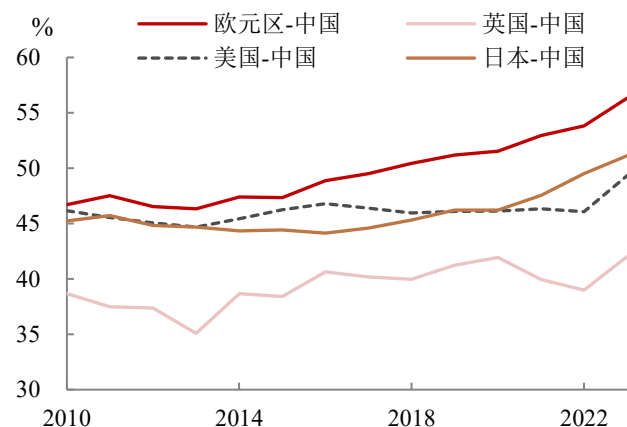
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：中国对欧盟、拉美、非洲等地区出口改善明显

中国出口增速-国别一览 (%)								
	2025/7	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3	2025/2	2024/12	2024/11
全球	7.2	5.9	4.7	8.1	12.3	2.2	10.7	6.6
欧盟	9.2	7.6	12.0	8.3	10.3	0.6	8.8	7.2
德国	13.1	3.5	21.5	20.4	11.9	3.1	12.5	12.9
荷兰	-0.7	2.1	7.1	5.3	-2.9	-0.4	-1.6	-6.7
法国	7.4	13.6	24.1	2.8	4.6	-1.2	10.7	1.7
意大利	14.6	12.2	1.9	5.0	8.4	-3.6	6.2	23.0
美国	-21.7	-16.1	-34.5	-21.0	9.1	2.3	15.6	8.0
东盟	16.6	16.9	14.8	20.8	11.6	5.7	18.9	14.9
越南	27.9	23.8	22.0	22.5	18.9	14.4	13.9	12.8
马来西亚	-0.5	9.9	5.2	14.9	-2.7	6.0	19.3	28.3
泰国	26.0	27.9	21.6	27.9	27.8	12.1	28.5	22.0
新加坡	9.3	10.3	11.9	14.9	-6.4	-13.8	6.4	5.7
印度尼西亚	12.0	8.8	11.0	36.8	24.6	6.5	51.0	20.3
菲律宾	10.7	10.2	7.5	7.0	9.3	3.3	8.0	2.8
日本	2.4	6.6	6.2	7.8	6.7	0.7	-4.2	6.3
中国香港	10.7	16.7	11.4	8.8	7.8	7.7	-7.6	-2.7
韩国	4.6	-6.7	-1.2	-0.3	-0.9	-2.6	4.0	-2.6
中国台湾	19.2	3.4	7.5	15.5	7.9	8.4	14.1	6.4
澳大利亚	14.8	-1.2	12.6	5.8	-4.2	-4.8	-12.3	0.5
俄罗斯	-9.1	-16.2	-10.8	-2.7	1.9	-10.9	5.5	-2.5
印度	9.8	9.4	12.5	21.7	27.3	7.9	0.0	2.1
英国	7.5	10.8	15.6	2.5	16.3	1.5	3.1	-0.3
加拿大	6.7	2.0	20.3	15.0	12.9	-2.6	-0.7	-2.9
新西兰	9.6	5.3	-12.1	13.1	10.6	-11.9	1.1	-7.9
拉丁美洲	7.7	-2.1	2.3	17.3	23.5	3.2	16.9	11.0
巴西	-1.8	-8.0	-7.1	4.2	12.2	-8.1	5.6	10.1
非洲	42.4	34.8	33.3	25.3	37.0	-0.2	24.8	10.8
南非	-10.4	-0.6	14.4	9.6	6.3	-8.9	9.9	12.2

资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：中国和欧洲贸易相似度高



资料来源：美联储，民生证券研究院

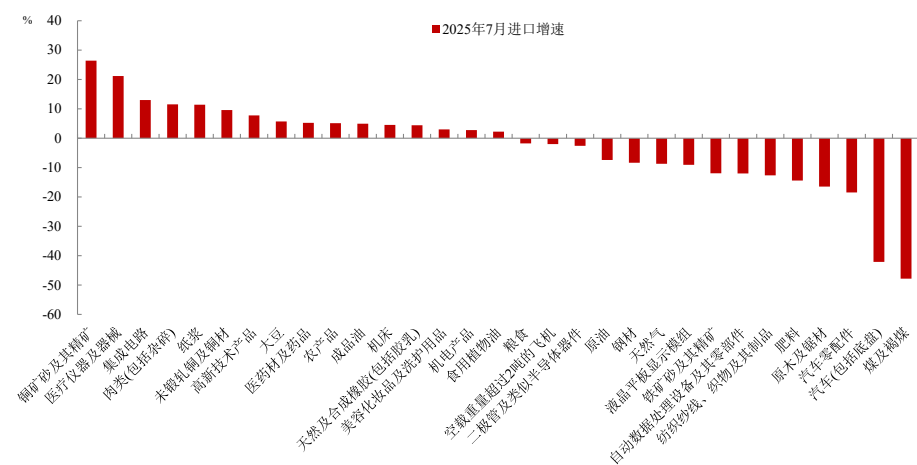
注：数据代表中国和各地区的贸易相似度。

图6：中国对欧盟和对美国出口增速背离



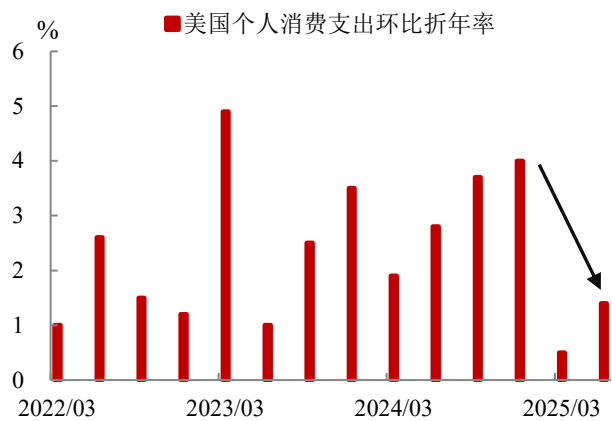
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：原材料进口涨跌分化



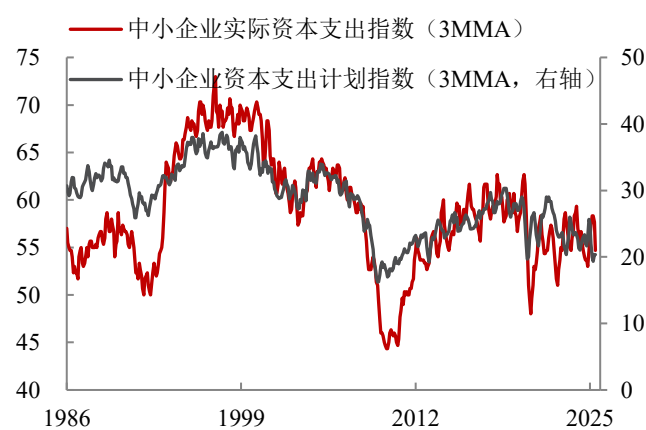
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：美国消费增长“下台阶”



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：美国企业资本开支跌至历史低位



资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048