

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

《破内卷困局，离不开扩内需支撑》
- 2025. 07. 08

宏观研究

关税的预期扰动，出口的“N”型走势

● 投资要点

6月出口增速韧性进一步显现，增速边际回升，好于预期和季节性水平。(1)从主要贸易伙伴来看，我国对美国 and 东盟出口边际改善是主要支撑，其中，我国对美国出口改善，符合我们在报告《出口展现韧性，中美谈判进展或促风险偏好修复》中的判定，即5月我国对美出口或触底，背后不仅源自于我国与美国经贸谈判释放积极信号，存在圣诞采购订单的提前下达，背后或反应了市场对政策不确定性的担忧，亦体现了我国出口商品具有较高竞争力；而我国与东盟出口增速边际改善，或因美贸易政策扰动，促进非美国国家合作加强，同时东盟国家经济景气度有所回升，亦对我国出口产生拉动。(2)从出口主要商品来看，我国机电产品出口仍是主要支撑，手机、音视频设备出口景气度回升；地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速有所分化，家具、灯具、塑料制品出口增速边际改善，家电、服装出口增速边际放缓；交通运输工具出口增速变化较为明显，主要是船舶出口景气度较为明显放缓，汽车出口并未放缓。(3)我国进口超预期回升，主因是存在低基数影响，剔除基数效应，出口增速边际回落。

向后看，美国关税政策豁免期再度延长至8月1日，符合我们前期的中性判断，但美关税政策对全球贸易的实际冲击或仍存在，考虑美国圣诞采购季订单已提前下单，下半年我国对美国或难言持续改善，制约我国对美出口增速修复空间，同时，美国针对东盟的转口贸易征收较高关税税率，亦会对我国转口贸易形成一定制约，下半年我国出口面临一定下行压力。展望美关税政策，未来美联储货币政策或牵动关税博弈。考虑市场或对关税政策的影响基本免疫，市场风险偏好或逐步修复。

情形1：若8月1日美关税豁免政策到期后，美关税政策不再豁免，且9月美联储降息，三季度美元资产或存在升值空间。在此背景下，我们判断，我国与美国贸易谈判有望取得进一步成果，但因抢出口挤压下半年出口空间，下半年我国出口增速或边际放缓，不过中美关税政策优化，市场风险偏好修复，叠加美联储降息利好共振，7月权益市场或延续结构性行情。

情形2：若美关税政策豁免期反复延长，即8月1日后仍存在反复，美联储或考虑反复的关税措施增大通胀前景的不确定性，进而推迟降息时点，美元资产价格波动或加剧。在此情形下，我们理解，鉴于前期美关税政策反复的行为，市场或对其免疫，由此带来的市场冲击或有所弱化，市场波动或有所收敛。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 6月出口进一步展现韧性，对美出口边际改善是主要支撑	4
1.1 6月出口小幅回升，好于预期和季节性	4
1.2 我国对美出口增速边际改善，与东盟国家合作呈现加强态势	4
1.3 从出口重点商品看，机电产品出口景气度较高	5
2 低基数影响，6月进口增速超预期回升	6
2.1 因低基数效应，6月进口增速超预期回升	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：关税迷雾待散，我国出口增速或边际放缓	8
风险提示	10

图表目录

图表 1: 我国出口增速情况.....	4
图表 2: 2025 年 6 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

1 6月出口进一步展现韧性，对美出口边际改善是主要支撑

1.1 6月出口小幅回升，好于预期和季节性

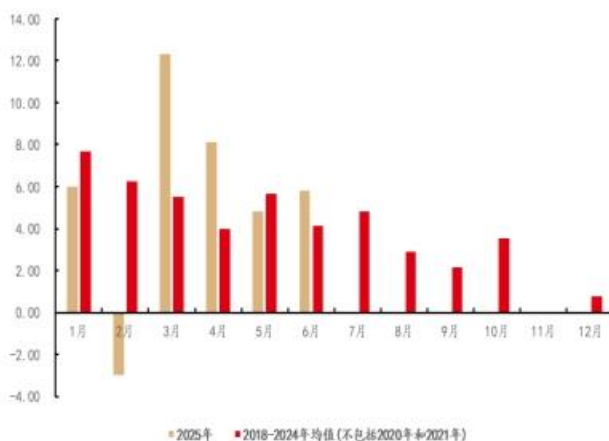
6月出口增速边际回升，好于预期和季节性水平，美国关税政策影响有所缓解。6月当月出口同比增长5.8%，好于wind一致预期3.21%；好于季节性水平，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值水平4.14%高1.66pct；6月出口环比增长2.87%。

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6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 我国对美出口增速边际改善，与东盟国家合作呈现加强态势

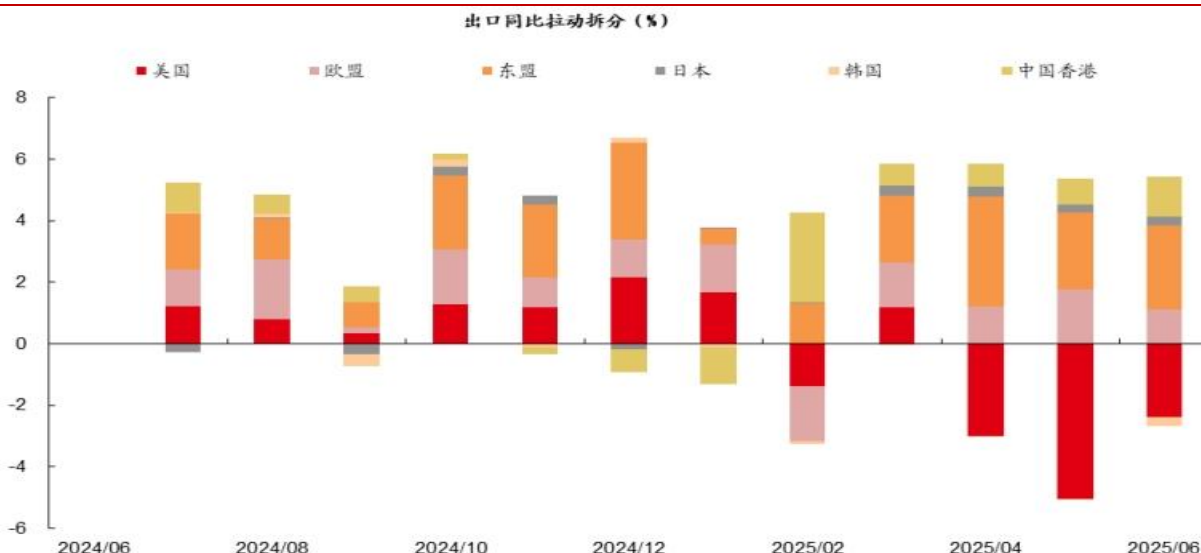
从主要贸易伙伴的出口贡献来看，6月我国出口增速回升主要是对美国 and 东盟出口增长，而我国对欧盟、韩国、俄罗斯的出口贡献边际回落。

(1) 6月我国对美国出口增速边际改善，应是中美经贸谈判释放积极信号，圣诞季采购提前下单，我国对美出口增速边际改善。6月，我国对美出口增速为-16.3%，较前值回升18.39pct；从同比拉动作用来看，6月我国对美出口的同比拉动作用为-2.39%，较前值回升2.65%。我国对美出口增速回升，一个重要原因是尽管中美经贸谈判释放积极信号，但鉴于未来仍存在的高不确定性，美国圣诞季采购订单提前下达，如6月中旬义乌商家提前接到了美国的圣诞订单。

(2) 6月我国对东盟出口增速亦呈现边际改善，我国与东盟合作有进一步加强趋势。6月我国对东盟出口增速为16.74%，较前值上升5.31%；从同比拉动

作用来看，6月我国对东盟的同比拉动作用为2.73%，较前值回升0.23pct。我们理解，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，且东盟主要国家经济景气度有所回升，6月泰国和菲律宾制造业PMI较上月上升，保持在50%以上；马来西亚和缅甸制造业PMI虽然低于50%，但较上月均有不同程度上升。

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 从出口重点商品看，机电产品出口景气度较高

（1）机电产品是出口保持韧性的主要支撑，服装及衣着附件出口边际回落。

6月，高新技术产品、机电产品出口增速边际改善，而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6.91%、8.24%和0.79%，较前值变动分别为2.03pct、1.07pct和-1.7pct。

从出口同比拉动来看，6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微跌。6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1.64%、4.81%和0.04%，较前值变动分别为0.5pct、0.61pct、-0.07pct。

（2）从重点产品来看，机电产品出口仍是主要支撑，手机、音视频设备出口景气度回升；地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速有所分化，家具、灯

具、塑料制品出口增速边际改善，家电、服装出口增速边际放缓；交通运输工具出口增速变化较为明显，主要是船舶出口景气度较为明显放缓，汽车出口并未放缓。

一是地产后周期产品出口增速分化，家具、灯具出口增速边际改善，家电出口增速边际回落。

从同比增速来看，6月家具、家电、灯具同比增速分别为0.55%、-9%和1.23%，较上月同比增速变动分别为9.95pct、-0.2pct和8.43pct。

从复合增速来看，6月地产后周期产品出口增速不存在基数影响。从两年复合增速来看，6月家具、家电、灯具两年复合增速分别为3.03%、3.6%和-0.52%，较5月两年复合增速变动分别为0.66pct、-0.24pct和3.34pct。

二是集成电路出口高景气度下降，手机、音视频设备出口景气度回暖。

从同比增速来看，6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-10.37%、7.44%、24.22%、8.21%，较上月分别变动12.43pct、6.84pct、-9.48pct、1.91pct。

从复合增速来看，6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-4.42%、8.92%、23.8%、10.73%，较上月分别变动4.44pct、3.31pct、-7.13pct、0.13pct。

三是交通运输工具出口增速分化，汽车出口增速回升，船舶出口增速较为明显回落。

6月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为23.08%、23.64%和0.05%，较上月分别变动9.38pct、16.54pct和-43.95pct。

从两年复合增速来看，6月汽车、汽车零配件、船舶出口两年复合增速为17.72%、37.89%、4.22%，较前值变动分别为2.55pct、-12.35pct和0.18pct。

四是劳动密集型商品出口有所分化，服装及衣着附件出口放缓，箱包、塑料制品出口增速回升。

从同比增速来看，6月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速2.2%、-7.09%、-1.64%、-0.79%，较上月变动分别为3.9pct、2.91pct、0.26pct、-2.21pct。

2 低基数影响，6月进口增速超预期回升

2.1 因低基数效应，6月进口增速超预期回升

以美元计价，6月当月进口同比增速1.1%，较前值上升4.5pct，好于市场预期，较wind一致预期0.18%高0.92pct，好于季节性，较近五年同期均值水平-0.6%高0.5pct。

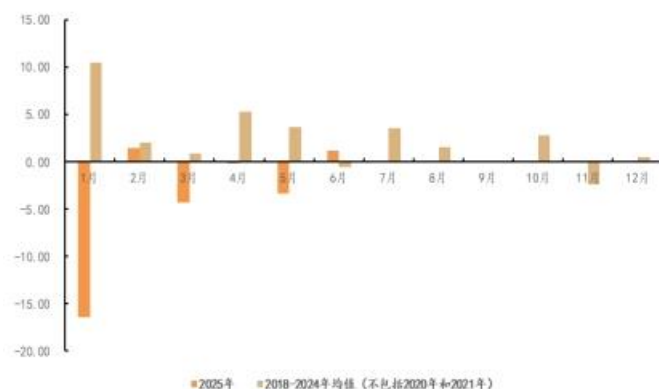
考虑基础效应，从两年复合增速来看，6月进口两年复合增速为-0.74%，较前值下降0.07pct。

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（%）



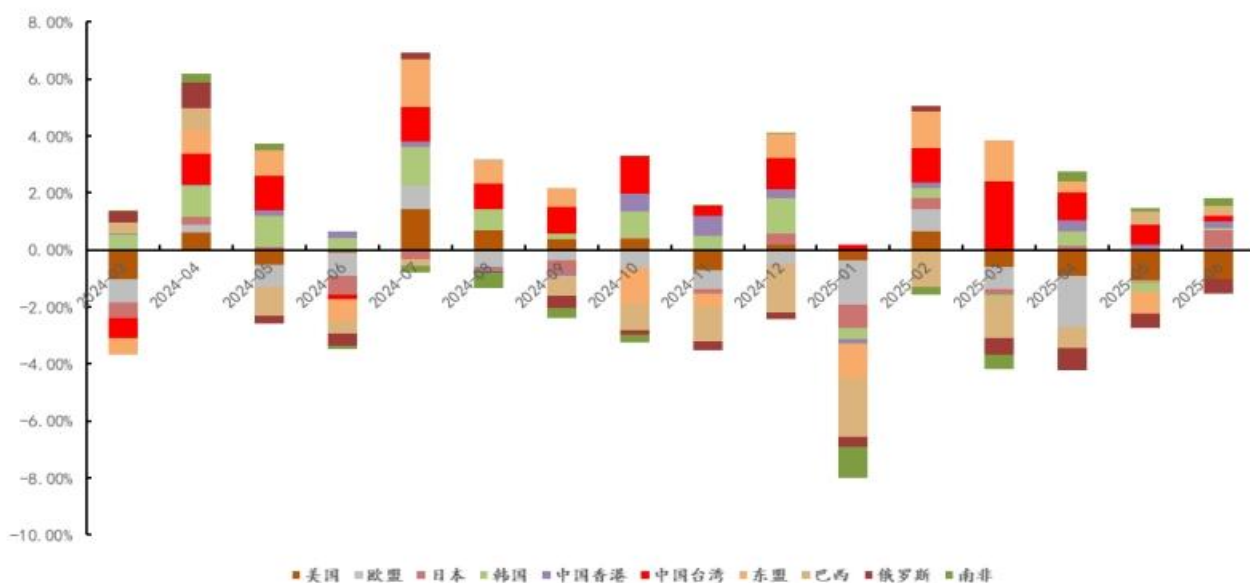
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

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，6月我国对欧盟、日本、韩国、东盟、巴西进口拉动作用为正，同比拉动作用分别为0.05%、0.63%、0.07%、0.01%、0.34%；我国对美国、俄罗斯进口拉动作用为负，成为进口的拖累，同比拉动作用分别为-1.02%、-0.5%。

从我国进口同比拉动作用边际变化来看，我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟进口同比拉动作用边际改善。6月我国对美国、日本、韩国、东盟、南非进口同比拉动作用边际变动分别为0.06pct、0.05pct、0.68pct、0.38pct和0.8pct。

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：关税迷雾待散，我国出口增速或边际放缓

6月出口增速韧性进一步显现，增速边际回升，好于预期和季节性水平。(1) 从主要贸易伙伴来看，我国对美国 and 东盟出口边际改善是主要支撑，其中，我国对美国出口改善，符合我们在报告《出口展现韧性，中美谈判进展或促风险偏好修复》中的判定，即5月我国对美出口或触底，背后不仅源自于我国与美国经贸谈判释放积极信号，存在圣诞采购订单的提前下达，背后或反应了市场对政策不确定性的担忧，亦体现了我国出口商品具有较高竞争力；而我国与东盟出口增速边际改善，或因美贸易政策扰动，促进非美国国家合作加强，同时东盟国家经济景气度有所回升，亦对我国出口产生拉动。(2) 从出口主要商品来看，我国机电产品出口仍是主要支撑，手机、音视频设备出口景气度回升；地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速有所分化，家具、灯具、塑料制品出口增速边际改善，家电、服装出口增速边际放缓；交通运输工具出口增速变化较为明显，主要是船舶出口景气度较为明显放缓，汽车出口并未放缓。(3) 我国进口超预期回升，主因是存在低基数影响，剔除基数效应，出口增速边际回落。

向后看，我们理解，美国关税政策豁免期再度延长至8月1日，符合我们前期的中性判断，但美关税政策对全球贸易的实际冲击或仍存在，考虑美国圣诞采

购季订单已提前下单，下半年我国对美国或难言持续改善，制约我国对美出口增速修复空间，同时，美国针对东盟的转口贸易征收较高关税税率，亦会对我国转口贸易形成一定制约，下半年我国出口面临一定下行压力。不过市场或对关税政策的影响基本免疫，市场风险偏好或持续修复。

情形 1：若 8 月 1 日美关税豁免政策到期后，美关税政策不再豁免，且 9 月美联储降息，三季度美元资产或存在升值空间。在此背景下，我们判断，我国与美国贸易谈判有望取得进一步成果，但因抢出口挤压下半年出口空间，下半年我国出口增速或边际放缓，不过中美关税政策优化，市场风险偏好修复，叠加美联储降息利好共振，7 月权益市场或延续结构性行情。

我们前期从美国经济内在脆弱性、美国总统特朗普中期选举以及美元霸权地位三个维度考虑，美关税政策对美国经济产生负向冲击，或增大美国经济滞胀风险，提升潜在债务风险敞口，并降低美元霸权地位，进而制约美关税政策可持续时间。但因美关税政策一再延长豁免期，存在以时间换空间，延缓美关税政策对美国经济冲击，即在不断反复的豁免期内，美国对主要贸易伙伴征收相对较低的关税税率，不仅增加美国税收收入，同时延缓美关税政策对通胀影响，进而降低美关税政策对美国经济本身的冲击，且以关税为筹码，反复与主要贸易伙伴谈判，以实现最大化谈判收益。

在此预期下，若美联储考虑短期通胀和就业市场平衡，因美关税政策对通胀影响的滞后期拉长，同时美国特朗普政府不断施压，若 9 月美联储开启降息周期，叠加美国“大美丽”法案刺激，或短期推升美国经济增长和推高美元资产价格，不仅不会对美国经济产生负向冲击，或增强了美国特朗普政府的影响力。

在此情形下，符合我们前期中性判断，我国与美国贸易谈判或取得进一步实质进展，但因前期抢出口或挤压我国对美出口空间，我国出口增速或小幅边际回落，但因市场风险偏好修复，叠加美联储降息利好共振，权益市场或延续结构性行情，利好成长风格。

情形 2：若美关税政策豁免期反复延长，即 8 月 1 日后仍存在反复，美联储或考虑反复的关税措施增大通胀前景的不确定性，进而推迟降息时点，美元资产价格波动或加剧。在此情形下，我们理解，鉴于前期美关税政策反复的行为，市场或对其免疫，由此带来的市场冲击或有所弱化，市场波动或有所收敛。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

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	预期个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