



6 月出口：“预期差”在哪？

2025 年 07 月 14 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**7 月 14 日，中国海关总署公布 6 月外贸数据。按美元计，6 月出口金额同比 5.8%、预期 3.6%、前值 4.8%；进口金额同比 1.1%、预期-0.6%、前值-3.4%。

➤ **哪些因素造成了 6 月出口的“超预期”？**随着 5 月以来中美关税问题暂缓，市场对于出口的阶段性修复已有预期，但 6 月出口的实际表现依然超乎市场预期。哪些因素造成了这一偏差，应该如何看待这样一份半年收官“答卷”？

➤ **我们从不同国别角度，可以观察到其中的清晰脉络：**

➤ **第一，5 月关税暂缓对于我国出口的提振作用，更多“后置”到了 6 月数据当中。**5 月 12 日中美发布联合声明后，SCFI 指数（反映即期运价）大幅上升，表明关税缓和明显提振了出口商的订单和预期。根据集装箱的国际海运流程，从出口商订舱到出关，平均耗时 2-4 周不等。而我国出口货物的统计标准是“实际进出关境”的物品，这就意味着，关税“降级”所带动的中国对美出口改善，有相当一部分落在 6 月数据的统计范围中。

这在 6 月对美出口数据中体现得尤为明显。6 月，我国对美出口同比降幅显著收窄 18.4 个百分点至-16.1%，带动我国总出口同比回升 1.3 个百分点。

➤ **第二，美国进口需求的阶段性释放，也带动了其他地区的“抢转口”需求。**这其中，一方面是中国香港作为“缓冲带”的意义显现，另一方面是我国对东盟地区的出口反弹。6 月，这两大地区合计带动我国出口同比回升 0.8 个百分点。

➤ **第三，对欧盟的出口“韧性”不可忽视。**这其中既包括人民币对欧元贬值的促进作用，也包括欧央行连续降息所带动的欧洲制造业部门景气修复。

➤ **此外，抛开汇率因素的出口表现甚至要更加强势。**今年 6 月，美元兑人民币汇率中枢相比去年同期明显升值，这在一定程度“压低”了美元口径的出口同比。相比之下，人民币口径的出口表现更加强势，6 月同比增长 7.2%。

➤ **往后看，外需的持续性问题，依然是影响市场的重要变量。**从资产价格的变化来看，6 月中下旬以来的订单改善、中报业绩预期等，已经驱动了一轮 A 股出口链的上涨。股市的强势表现也影响了债市的风险偏好变化，7 月初以来长端利率连续回调。

➤ **那么，外需的强劲还会延续吗？**

➤ **这其中最核心的问题，在于美国的需求还有多少“余力”。**从美国的库存表现上看，“抢进口”的持续性存疑。随着关税风险的释放，美国前期的“抢进口”行为已经带动了一轮明显补库，这既说明美国本轮内生需求驱动的补库力度并没有那么强，也意味着前期“透支”的需求，可能在经济基本面的下行过程中，造成后续进口动能的更快下滑。经验上，美国制造业 PMI 新订单-自有库存可作为进口同比的领先观察指标（领先后者 6-8 个月左右），该指标自今年 2 月以来已呈现连续下滑趋势。

➤ **高频指标也在反映对美出口的动能衰减。**一方面，我国港口货运量自 7 月初以来出现明显回落。另一方面，我国对美集装箱运价在过去 2 周由涨转跌，且降

相关研究

1. 美国经济研究：关税“悖论”：真的越加越通缩？-2025/07/12

2. “十五五”规划系列报告（三）：从今年高考看“十五五”规划-2025/07/11

3. 海外政策展望：跳出关税看谈判：“7 月 9 日”还重要吗？-2025/07/07

4. 市场动态点评：A 股、美股共振：复盘与展望-2025/07/07

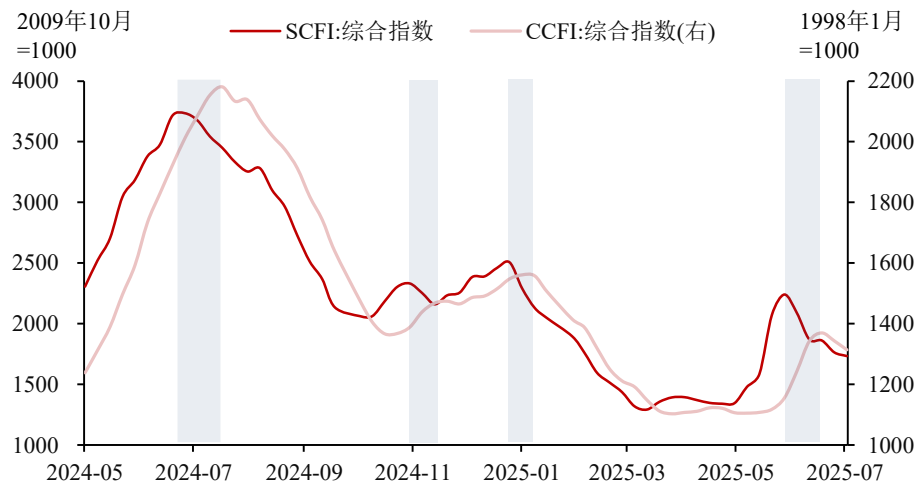
5. 海外市场点评：关税大限将至，市场需不需要担心？-2025/07/06

幅领先于其余航线。

➤ **短期内，关税暂缓窗口的存续、关税对于出口价格的“提振”，仍能对出口起到支持作用。** PPI 的偏弱表现下，我国出口价格“逆势”回升（无论是月度出口数据，还是高频的义乌小商品出口价格），**这侧面反映出，在“关税由谁承担”的问题上，压力并非全在中国出口商身上。**考虑到外需持续性的问题，后续出口“量”的下行风险比“价”要更值得关注。

➤ **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1：5月12日关税“降级”后，以SCFI为代表的即期运价率先反弹



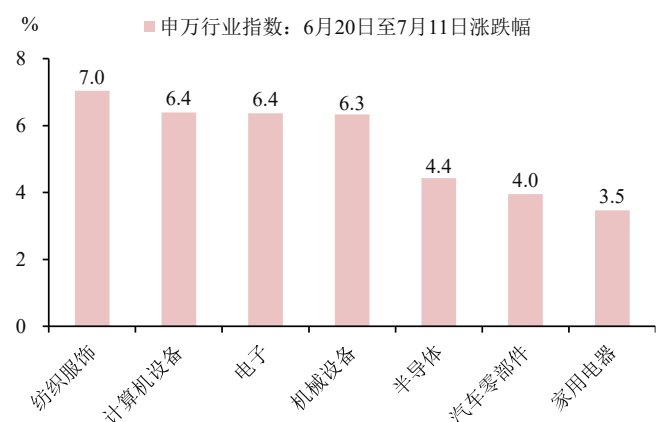
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：6月，中国对美国的出口改善构成了边际上最大的贡献

国家/地区	较上月变化	中国对不同国家/地区出口当月同比(%)						较上月变化	不同国家/地区出口增速贡献(%)					
		2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12		2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12
欧盟	-4.4	7.6	12.0	8.3	10.3	0.6	8.8	-0.7	1.1	1.9	1.2	1.4	0.1	1.2
德国	-18.1	3.5	21.5	20.4	11.9	3.1	12.5	-0.6	0.1	0.7	0.7	0.3	0.1	0.4
荷兰	-5.0	2.1	7.1	5.3	-2.9	-0.4	-1.6	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0
法国	-10.5	13.6	24.1	2.8	4.6	-1.2	10.7	-0.2	0.2	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1
意大利	10.4	12.2	1.9	5.0	8.4	-3.6	6.2	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
美国	18.4	-16.1	-34.5	-21.0	9.1	2.3	15.6	1.3	-1.9	-3.1	-2.2	1.2	0.3	2.3
东盟	2.0	16.8	14.8	20.8	11.6	5.7	18.9	0.3	3.0	2.7	4.0	2.2	0.9	3.4
越南	1.7	23.8	22.0	22.5	18.9	14.4	13.9	0.0	1.2	1.2	1.2	1.1	0.7	0.6
马来西亚	4.6	9.9	5.2	14.9	-2.7	6.0	19.3	0.2	0.3	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.6
泰国	6.3	27.9	21.6	27.9	27.8	12.1	28.5	0.2	0.8	0.6	0.8	0.9	0.3	0.7
新加坡	-1.6	10.3	11.9	14.9	-6.4	-13.8	6.4	0.0	0.2	0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.2
印度尼西亚	-2.2	8.8	11.0	36.8	24.6	6.5	51.0	0.1	0.2	0.2	0.9	0.5	0.1	1.3
菲律宾	2.7	10.2	7.5	7.0	9.3	3.3	8.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
日本	0.5	6.6	6.2	7.8	6.7	0.7	-4.2	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	-0.2
中国香港	5.3	16.7	11.4	8.8	7.8	7.7	-7.6	0.5	1.4	0.9	0.7	0.7	0.6	-0.6
韩国	-5.5	-6.7	-1.2	-0.3	-0.9	-2.6	4.0	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2
中国台湾	-4.2	3.4	7.5	15.5	7.9	8.4	14.1	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
澳大利亚	-13.8	-1.2	12.6	5.8	-4.2	-4.8	-12.3	-0.3	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
俄罗斯联邦	-5.4	-16.2	-10.8	-2.7	1.9	-10.9	5.5	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	-0.3	0.2
印度	-8.1	9.4	12.5	21.7	27.3	7.9	0.0	-0.1	0.3	0.4	0.8	0.9	0.3	0.0
英国	-4.8	10.8	15.6	2.5	16.3	1.5	3.1	-0.1	0.3	0.4	0.1	0.3	0.0	0.1
加拿大	-13.3	2.0	20.3	15.0	12.9	-2.6	-0.7	-0.3	0.0	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0
新西兰	17.4	5.3	-12.1	13.1	10.6	-11.9	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拉丁美洲	-4.4	-2.1	2.3	17.3	23.5	3.2	16.9	-0.4	-0.2	0.2	1.4	1.7	0.3	1.2
巴西	-0.9	-8.0	-7.1	4.2	12.2	-8.1	5.6	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.2	0.1
非洲	1.5	34.8	33.3	25.3	37.0	-0.2	24.8	0.0	2.1	2.1	1.4	2.1	0.0	1.4
南非	-13.1	-0.6	14.4	9.6	6.3	-8.9	9.9	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1

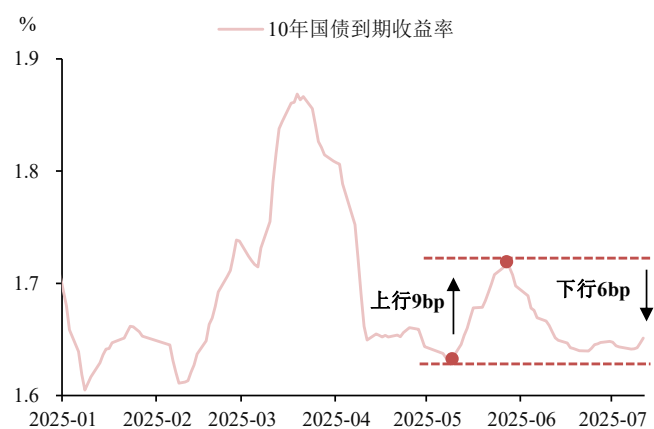
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：6月中下旬以来，A股出口链迎来一轮上涨



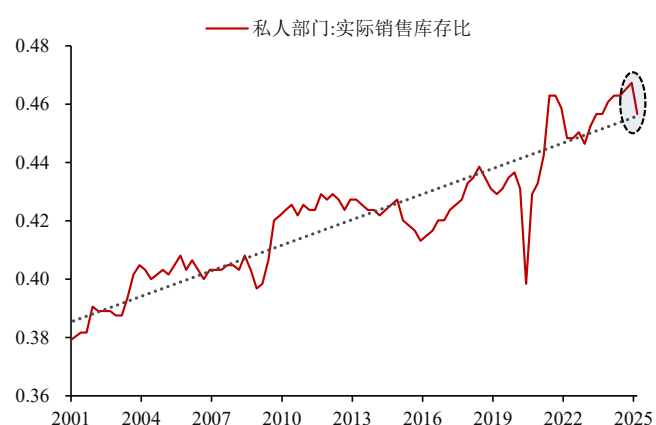
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：5月的关税暂缓一度对债市风险偏好产生压制



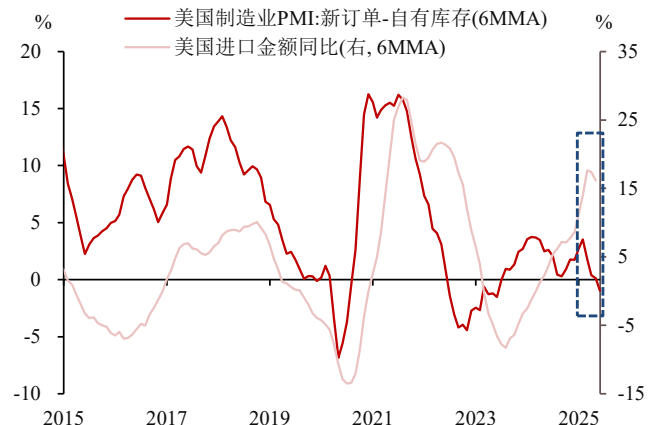
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：从美国库存表现上看，“抢进口”的持续性存疑



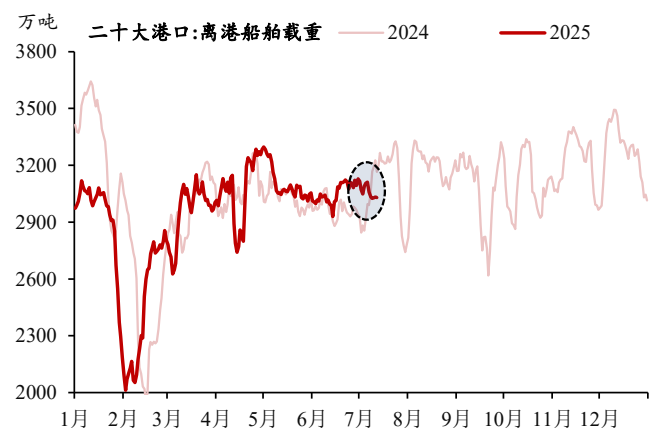
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：美国制造业PMI新订单-自有库存连续回落



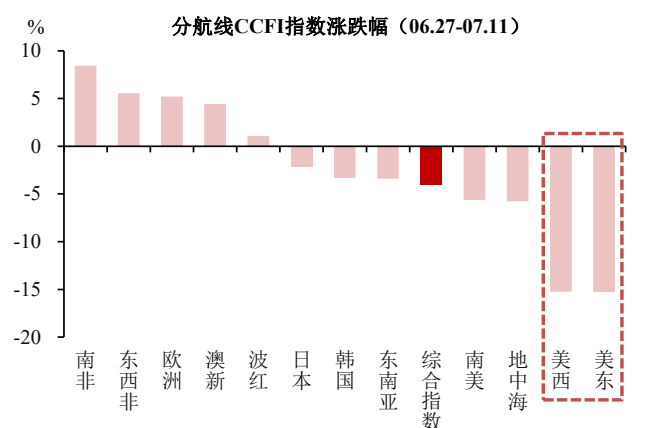
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：7月初以来，我国港口货运量明显回落



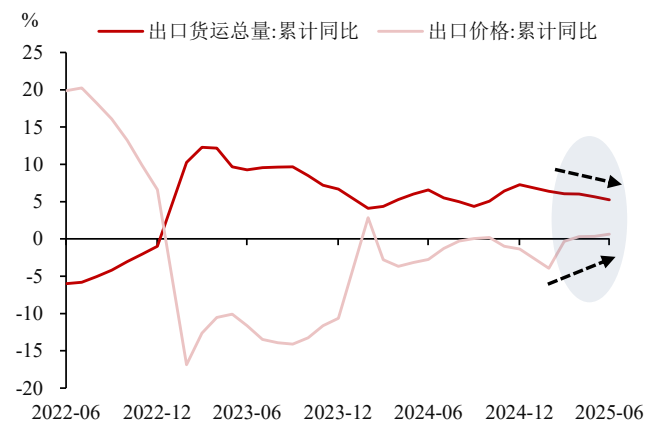
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：过去两周，我国对美航线运价出现较大跌幅



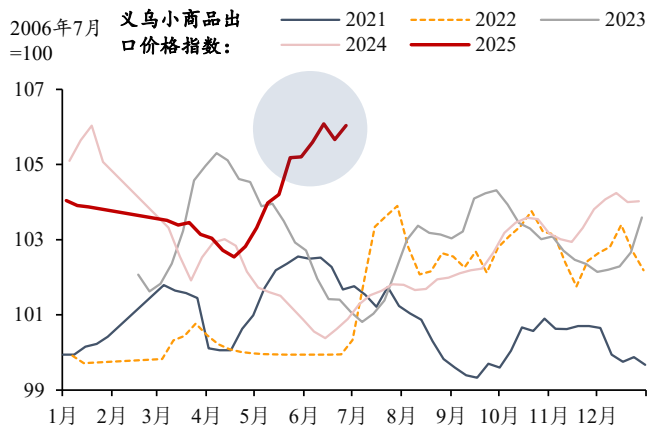
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：过去几个月，我国出口价格“逆势”回升



资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：义乌小商品出口价格表现强势



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