

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

《美关税不确定下，日元资产的演化
路径》 - 2025.06.09

宏观研究

出口展现韧性，中美谈判进展或促风险偏好修复

● 投资要点

5月出口增速继续保持韧性，略低于预期和季节性水平，边际有所放缓，但存在高基数效应影响，剔除基数效应影响，5月出口两年复合增速延续边际改善，好于4月出口增速。我们理解，在美国对全球主要贸易伙伴加征对等关税的背景下，我国对美国出口增速出现大幅放缓，同比增速34.52%，对我国出口增速产生一定拖累，但5月我国出口增速成色仍好于4月，实属不易。通过分析发现，一是5月转口贸易特征并不突出。我国对东盟出口同比拉动作用边际有所放缓，但从绝对值看，我国对东盟出口仍是我国出口增速的重要拉动因素；二是我国与欧盟、一带一路国家合作有所加强，成为我国出口增速保持稳定的另一个重要原因，背后或是美国关税政策推动非美国国家合作加强；三是从出口重点商品来看，集成电路出口增速延续高景气度，交通运输工具出口增速平稳，地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速边际改善，手机和液晶平板显示模组出口边际放缓。

向后看，我们维持前期判断，短期或不必要对出口过于悲观，我国出口增速或保持一定韧性。在强现实、弱预期博弈下，市场主体情绪偏谨慎，或压制市场风险偏好，但基于美国经济可持续发展视角，我们乐观判断，关税豁免期结束前（7月8日前），中美经贸谈判或取得实质性进展，市场风险偏好有望较为明显修复，或带来结构性估值修复的投资机会。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 非美国家合作加强支撑出口韧性，转口贸易特征并不明显.....	4
1.1 5月出口成色更优，韧性好于4月.....	4
1.2 我国对美出口增速较为明显放缓，非美国家合作加强.....	4
1.3 从出口重点商品看，机电产品和交通运输工具出口景气度较高.....	5
2 5月进口延续放缓	7
2.1 5月进口增速延续放缓态势	7
1.1 我国对美国进口增速维持负增长，我国对东盟进口边际放缓较为明显	7
3 展望：对美出口触底预期增强，短期出口或具韧性.....	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 5 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 5 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 非美国国家合作加强支撑出口韧性，转口贸易特征并不明显

1.1 5月出口成色更优，韧性好于4月

5月出口增速继续保持韧性，略低于预期和季节性水平，美国关税政策影响有所拖累。5月当月出口同比增长4.8%，略低于wind一致预期6.24%；低于季节性水平，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5.66%低0.86pct。

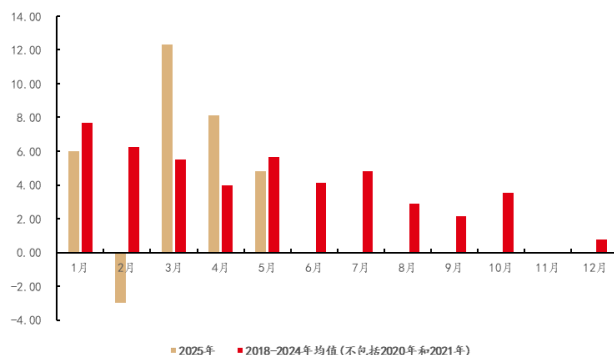
5月出口韧性好于4月，基数走高的背景下，实现超预期增长，环比亦实现正增长。从两年复合增速来看，5月出口两年复合增速为6.1%，较4月两年复合增速4.66%高1.44pct；5月出口环比增长0.13%。

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5月出口增速好于季节性水平 (%)



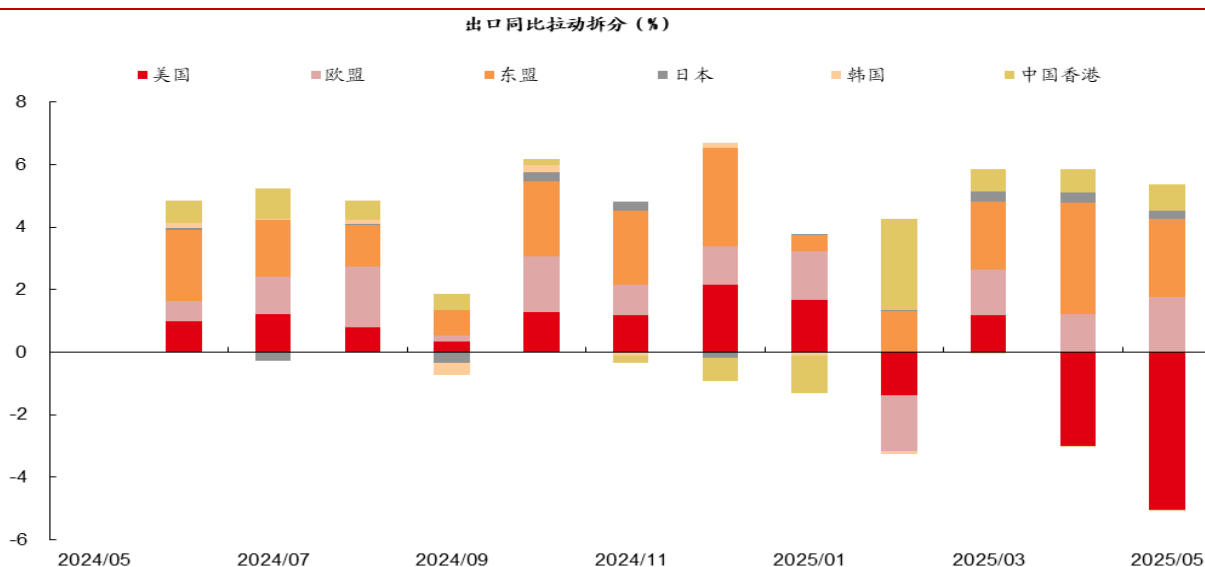
资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 我国对美出口增速较为明显放缓，非美国国家合作加强

从主要贸易伙伴的出口贡献来看，5月出口保持韧性并非源自美国对我国关税政策调整优化，更多是我国与欧盟、东盟、一带一路国家贸易强化。（1）5月我国出口美国的同比拉动作用为-5.04%，较前值下降2.03pct。尽管5月中美日内瓦经贸会谈释放积极信号，市场情绪有一定修复，但并未改善我国对美国出口增速，或是源自前期我国对美国“抢出口”行为挤压部分年内需求，同时考虑豁免期内美国对我国出口商品仍加征30%关税，明显高于其他国家，不排除存在转口贸易影响。（2）我国对欧盟、东盟出口仍是当前出口的重要支撑力量。5月我国对欧盟、东盟出口同比拉动作用分别为1.76%和2.5%，合计贡献了4.26%，但我国对欧盟、东盟出口同比拉动作用边际变化出现分化，我国对欧盟出口同比拉

动作用边际改善，5 月我国对欧盟出口同比拉动作用较前值上升 0.54pct，5 月我国对东盟出口同比拉动作用较前值下降 1.06pct。我们理解，这符合预期，美国对等关税导致非美国国家合作加强，间接推动我国与非美国国家贸易合作加强，我国与欧洲合作有所提升；而东盟是出口导向型经济体，因美国关税政策影响，海外经济增速放缓，或间接制约东盟出口动能，虽然我国与东盟贸易合作愈发紧密，但因东盟需求或有所放缓，导致我国对东盟出口拉动作用边际放缓。（3）一带一路国家成为我国出口重要合作伙伴。5 月我国对共建一路国家出口同比增长 12.26%，出口同比拉动作用为 5.97%，环比增长 1.65%。

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，机电产品和交通运输工具出口景气度较高

（1）机电产品是出口保持韧性的的重要支撑，服装及衣着附件出口边际改善。

从出口同比增速来看，5 月，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 4.88%、7.17%和 2.5%，较前值变动分别为-1.59pct、-2.92pct 和 3.67pct。

从出口同比拉动来看，5 月机电产品出口仍是主要拉动。5 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 1.15%、4.19%和 0.11%。

（2）从重点产品来看，剔除基数效应影响，集成电路出口增速延续高景气度，交通运输工具出口增速平稳，地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速边际改善，手机和液晶平板显示模组出口边际放缓。

一是剔除高基数影响，地产后周期产品出口增速保持一定韧性。

从同比增速来看，5月家具、家电、灯具同比增速分别为-0.10%、-0.09%和-0.07%，较上月同比增速变动分别为7.1pct、2.61pct和2.23pct。

从复合增速来看，5月地产后周期产品出口增速存在高基数影响，出口增速韧性好于4月。从两年复合增速来看，5月家具、家电、灯具两年复合增速分别为2.37%、3.84%和-3.86%，较4月两年复合增速变动分别为4.647pct、0.08pct和3.63pct，地产后周期产品出口增速保持相对韧性。

二是集成电路出口增速延续高景气度，手机和液晶平板显示模组出口边际放缓。

从同比增速来看，5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-0.23%、0.2%、33.43%、6.27%，较上月分别变动20.67pct、-12.4pct、12.13pct、-9.93pct。

从复合增速来看，5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-8.86%、5.61%、30.93%、10.61%，较上月分别变动-0.69pct、0.73pct、11.92pct、-3.35pct。

三是交通运输工具出口增速平稳，保持较高景气度。

5月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为13.73%、43.65%和7.04%，较上月分别变动9.33pct、36.75pct和-28.46pct。出口增速边际改善或主要因去年基数走低，从两年复合增速来看，5月汽车、汽车零配件、船舶出口两年复合增速为15.17%、50.24%、4.04%，较前值变动分别为-0.76pct、-11.10pct和2.23pct。

四是基数抬升导致劳动密集型产品出口同比增速放缓，剔除基数效应影响，劳动密集型商品出口边际改善。

从同比增速来看，5月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速-1.96%、-10.29%、-1.98%、2.5%，较上月变动分别为-1.36pct、-1.79pct、-5.38pct、3pct。

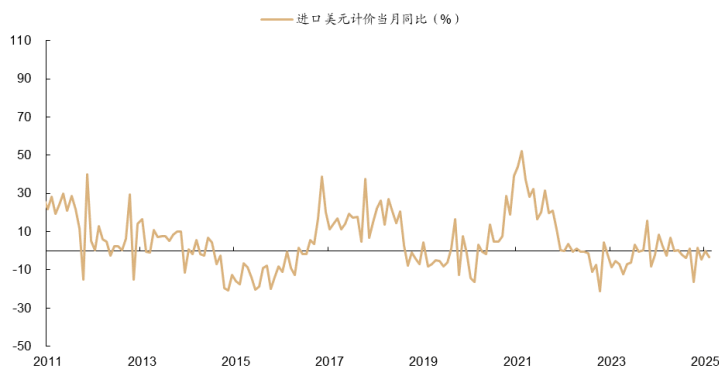
劳动密集型商品出口增速边际放缓存在高基数影响。从两年复合增速来看，5月塑料制品、箱包、纺织、服装出口两年复合增速3.17%、-5.29%、2.51%、1.04%，较上月变动分别为4.96pct、6.04pct、3.14pct、6.25pct。

2 5月进口延续放缓

2.1 5月进口增速延续放缓态势

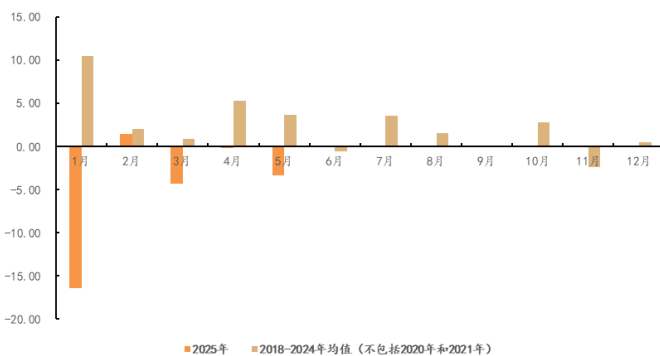
以美元计价，5月当月进口同比增速-3.4%，较前值下降3.2pct，弱于市场预期，较wind一致预期0.31%低3.71pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平3.63%低7.03pct。

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5月进口增速弱于历史均值 (%)



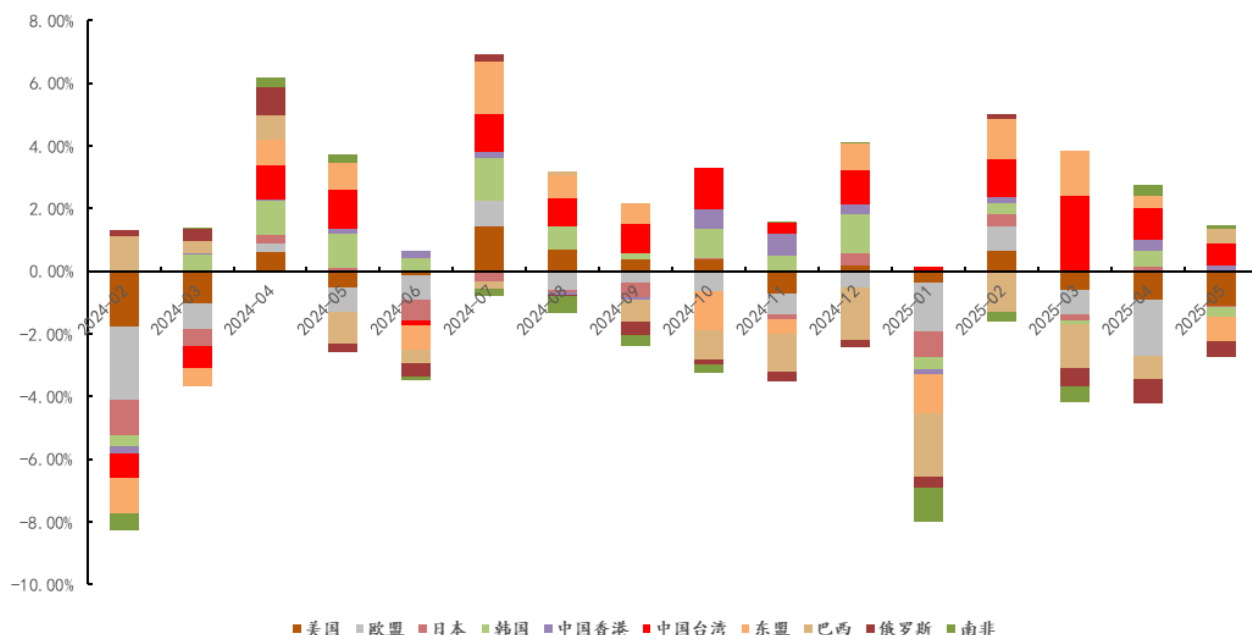
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.1 我国对美国进口增速维持负增长，我国对东盟进口边际放缓较为明显

从我国进口同比拉动作用来看，5月我国对巴西、南非进口拉动作用为正，同比拉动作用分别为0.47%、0.11%；我国对美国、日本、韩国、东盟、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-1.09%、-0.05%、-0.31%、-0.79%和-0.51%。

从我国进口同比拉动作用边际变化来看，我国对美国、日本、韩国、东盟、南非进口同比拉动作用边际放缓，我国对欧盟、巴西、俄罗斯进口同比拉动作用边际改善。5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-0.17pct、-0.2pct、-0.79pct、-1.16pct和-0.24pct；我国对欧盟、巴西、俄罗斯进口同比拉动作用边际变动分别为1.79pct、1.2pct、0.27pct。

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：对美出口触底预期增强，短期出口或具韧性

5月出口增速继续保持韧性，略低于预期和季节性水平，边际有所放缓，但存在高基数效应影响，剔除基数效应影响，5月出口两年复合增速延续边际改善，好于4月出口增速。我们理解，在美国对全球主要贸易伙伴加征对等关税的背景下，我国对美国出口增速出现大幅放缓，同比增速-34.52%，对我国出口增速产生一定拖累，但5月我国出口增速成色仍好于4月，实属不易。通过分析发现，一是5月转口贸易特征并不突出。我国对东盟出口同比拉动作用边际有所放缓，但从绝对值看，我国对东盟出口仍是我国出口增速的重要拉动因素；二是我国与欧盟、一带一路国家合作有所加强，成为我国出口增速保持稳定的另一个重要原因，背后或是美国关税政策推动非美国国家合作加强；三是从出口重点商品来看，集成电路出口增速延续高景气度，交通运输工具出口增速平稳，地产后周期产品和劳动密集型产品出口增速边际改善，手机和液晶平板显示模组出口边际放缓。

向后看，我们维持前期判断，短期或不必要对出口过于悲观，我国出口增速或保持一定韧性。在强现实、弱预期博弈下，市场主体情绪偏谨慎，或压制市场风险偏好，但基于美国经济可持续发展视角，我们乐观判断，关税豁免期结束前（7

月 8 日前), 中美经贸谈判或取得实质性进展, 市场风险偏好有望较为明显修复, 或带来结构性估值修复的投资机会。

一是我国对美国出口增速或接近下限, 未来进一步走弱的风险下降。5 月我国对美国出口同比增速为-34.52%。按照前期我国测算, 在豁免期, 美国对我国加征 30% 关税, 我国对美出口增速或下降-27% 左右, 目前降幅已经超过预测基准, 或存在前期抢出口挤压后续出口空间影响。按照豁免期内美国关税政策, 美国对我国出口商品加征关税税率达到 51% 左右, 已经超过非最惠国待遇水平 42% 左右 (详见报告《美国关税靴子落地, 加征 10% 关税低于预期》), 基本达到美国特朗普政府预期目标, 即取消中国最惠国待遇水平。若基于此预期, 我们判断后续中美经贸谈判或不会进一步恶化。此外, 从美国经济考虑, 美国关税政策对美国经济影响亦有所显现, 美国经济滞胀特点渐增, 美国或亦会重新调整关税政策, 美国关税政策进一步加码的概率并不会太高。因此, 美关税政策对我国出口影响最悲观时期或已过去, 若无其他突发事件, 我国对美出口进一步下行风险或不太高。若维持目前美国关税政策, 我国对美国出口增速或不会明显变动; 若美国关税政策明显调整优化, 我国对美出口增速或小幅回升, 但鉴于前期抢出口行为或挤压年内出口需求, 我国对美出口增速显著回升的概率亦相对较小。

基于此, 短期美国关税政策推动非美国家经贸合作加强, 同时我国对美出口或不会更差, 短期或不必要对出口过于悲观, 我国出口增速或保持一定韧性。

二是强现实、弱预期, 市场微观主体情绪偏谨慎, 市场风险偏好或受压制, 但我们乐观判断, 关税豁免期结束前 (7 月 8 日前), 中美经贸谈判或取得实质性进展, 市场风险偏好有望较为明显修复, 或带来结构性估值修复的投资机会。从供需博弈角度来看, 5 月通胀水平延续走弱, 5 月 PPI 同比增速为-3.3%, 较前值下降 0.7pct。之前市场担心外需走弱, 部分外贸转内需, 内需或无法弥补此部分缺口, 有效需求不足进一步显现, 通胀或进一步走弱。但 5 月出口成色好于 4 月, 显示出口动能并未明显放缓, 国内稳增长政策亦持续发力, 并未实质加剧有效需求不足的问题, 理论上通胀不应该继续走弱。我们理解, 之所以出现这个问题, 或是强现实、弱预期的博弈, 即市场微观主体情绪偏谨慎, 对未来美国关税政策方向和力度仍存在较高担忧, 生产端或以订单驱动, 对生产、投资和消费产生一定收缩压力。鉴于当前稳增长政策主要集中于促消费领域, 生产端边际放缓,

或导致要素市场需求有所减弱，进而导致 PPI 同比增速进一步走弱。若以上预期兑现，我们维持之前判断，在中美经贸谈判取得进一步实质进展前，美关税政策的不确定性或仍或压制市场风险偏好。但无需过度悲观，我们理解，美国基于自身经济可持续发展考虑，存在积极调整关税政策的主观意愿，近期美国特朗普政府积极寻求与我国进行贸易谈判的行为，亦体现了美国主动调整对我国关税政策的态度。我们乐观判断，关税豁免期结束前（7 月 8 日前），中美经贸谈判或取得实质性进展，随着美关税政策不确定性消退，市场风险偏好有望较为明显修复，或带来结构性估值修复的投资机会。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；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