

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

《择机降准降息，关注防范资金空转》 - 2025.01.06

宏观研究

短期出口韧性犹存，关注特朗普贸易主张落地节奏

● 核心观点

12 月我国出口延续高景气度，全年出口保持超预期的高增长。从国别视角分析，我国对东盟、美国、欧盟、韩国出口保持较高韧性，且出口增速环比改善，成为我国出口增速回升的重要支撑，而我国对日本出口同比拉动作用由正转负，产生拖累；从出口重点商品来看，地产后周期产品、交通运输工具及劳动密集型产品出口增速有所回暖。

12 月我国出口保持较高韧性或存在以下几方面原因：一是我国和东盟或均存在“抢出口”行为，同时东盟对我国出口商品存在较高依赖度，进而我国对美国和东盟出口较为明显边际改善；二是欧洲央行降息提振市场信心，带动我国对欧盟出口增速回升，但欧元经济疲软态势尚未显著改善，我国对欧盟出口的可持续性有待进一步验证；三是我国对韩国出口商品保持相对价格优势，支撑我国对韩国出口增速；四是我国对日本出口同比拉动作用转负，主因是日元兑人民币汇率贬值导致，抵消了我国出口商品对日本的相对价格优势。

基于国别角度展望，我们预计短期“抢出口”和我国商品相对价格优势仍是支撑我国出口的主逻辑，短期我国出口仍将保持韧性，1 月份或因春节因素扰动，出口增速或有回落，2 月份出口增速或存在修复性回升，预期 2025 年 1-2 月出口增速或小幅回落 5% 左右。

● 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。

目录

1	“抢出口”逻辑兑现，12月出口保持高增.....	4
1.1	12月出口保持高增	4
1.2	从国别视角看，“抢出口”和相对价格优势仍是支撑我国出口增速韧性的主逻辑	4
1.3	从出口重点商品看，地产后周期产品、交通运输工具及劳动密集型产品出口增速有所回暖	7
2	12月进口增速超预期回落，对东盟、美国和韩国进口较为明显回暖	8
2.1	12月进口增速超预期回升	8
2.2	从国别来看，我国对美国进口明显放缓，我国对东盟进口边际改善	9
2.3	从进口商品来看，机电产品和高新技术产品进口增速明显提升	10
3	展望：2025年1-2月出口增速保持韧性，或在5%左右	10
	风险提示	11

图表目录

图表 1: 我国出口增速情况.....	4
图表 2: 2024 年 12 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: 欧元区制造业 PMI (%)	6
图表 5: 欧盟降息与我国对欧盟出口增速 (%)	6
图表 6: 韩国商业景气度.....	7
图表 7: 中国与韩国 CPI 同比增速 (%)	7
图表 8: 我国和日本 CPI 同比增速 (%)	7
图表 9: 日元兑人民币即期汇率.....	7
图表 10: 我国进口增速情况.....	9
图表 11: 2024 年 12 月进口增速弱于历史均值 (%)	9
图表 12: 进口同比拉动拆分 (按国别/地区)	9

1 “抢出口”逻辑兑现，12月出口保持高增

1.1 12月出口保持高增

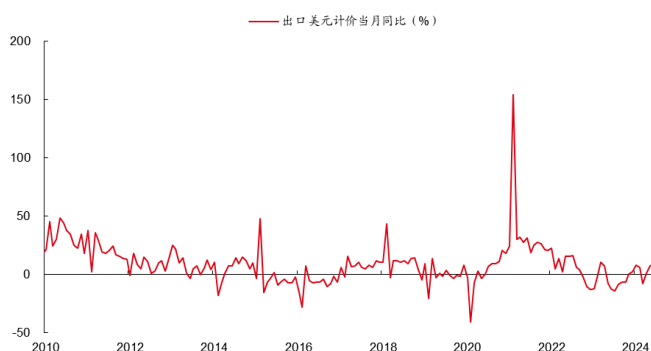
以美元计价，12月出口增速保持较高韧性，好于季节性水平和前值，亦好于wind一致预期，环比延续正增长，全年出口保持较高韧性。

(1) 12月当月出口同比增长10.7%，较上月回升4pct，好于wind一致预期，较wind一致预期7.1%高3.6pct；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0.75%高9.95pct。

(2) 从环比增速来看，12月出口环比增长7.47%，较11月环比增速1.08%上涨6.39pct。

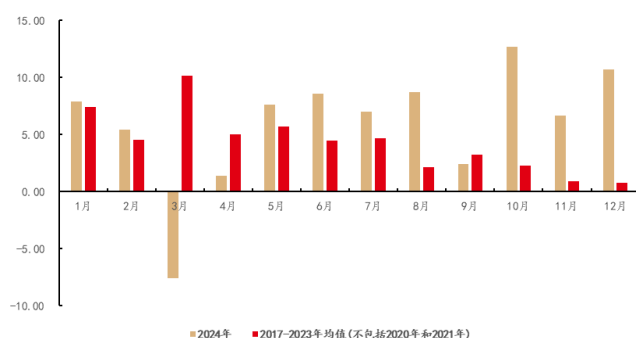
(3) 2024年全年出口同比增速5.9%，较wind一致预期5.54%高0.36pct。

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2：2024年12月出口增速好于季节性水平（%）



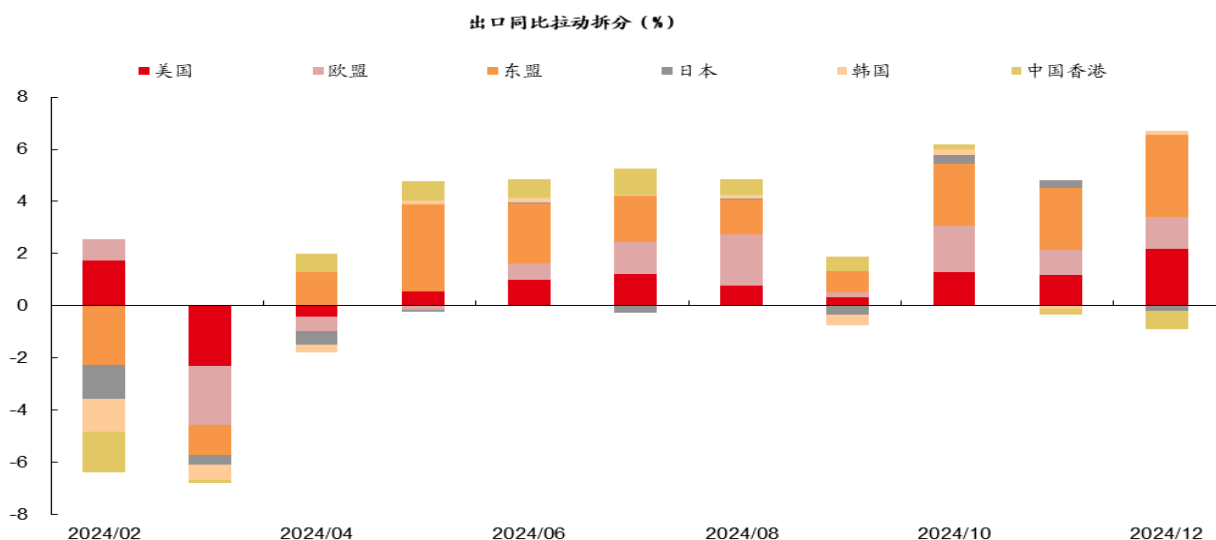
资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 从国别视角看，“抢出口”和相对价格优势仍是支撑我国出口增速韧性的主逻辑

(1) 从出口同比拉动作用分析，我国对东盟、美国、欧盟、韩国、巴西、俄罗斯和南非出口同比拉动作用为正，我国对日本出口同比拉动作用由正转负，产生拖累。12月我国对东盟、美国、欧盟、韩国、巴西、俄罗斯和南非出口同比拉动作用依次为3.14%、2.17%、1.24%、0.17%、0.1%、0.2%和0.06%，合计拉动出口增速7.07pct，较上月上涨2.5pct；我国对日本出口同比拉动作用由正转负，产生负向拉动，同比拉动作用为-0.18%，较上月下降0.47pct。

(2) 从拉动作用的边际变化来看，12 月我国对主要贸易伙伴出口同比拉动作用均边际改善，仅对日本和巴西出口同比拉动作用边际放缓。12 月我国对东盟、美国、欧盟、韩国、俄罗斯出口同比拉动作用边际变化分别为 0.76pct、0.97pct、0.29pct、0.28pct、0.29pct；我国对日本和巴西出口同比拉动作用边际放缓较为明显，分别为-0.47%和-0.08%。

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

(3) “抢出口”和相对价格优势支撑我国出口增速韧性

从国别来看，12 月我国出口保持较高韧性或存在以下几方面原因：一是我国和东盟或均存在“抢出口”行为，同时东盟对我国出口商品存在较高依赖度，进而我国对美国 and 东盟出口较为明显边际改善；二是欧洲央行降息提振市场信心，带动我国对欧盟出口增速回升，但欧元经济疲软态势尚未显著改善，我国对欧盟出口的可持续性有待进一步验证；三是我国对韩国出口商品保持相对价格优势，支撑我国对韩国出口增速。值得注意的是，我国对日本出口同比拉动作用转负主因是日元兑人民币汇率贬值导致，抵消了我国出口商品对日本的相对价格优势。

第一，12 月我国对美国出口拉动作用明显上升，验证前期“抢出口”逻辑。

第二，12 月我国对东盟出口拉动作用较大幅度改善，并未受去年 12 月基数走高的影响，比我们上月预期更为理想。我们理解，东盟是出口导向型经济体，为规避美国当选总统特朗普无差别加征关税的影响，或亦存在“抢出口”，同时东盟对我国存在一定产业依存度，进而对我国产品需求较为明显增长。

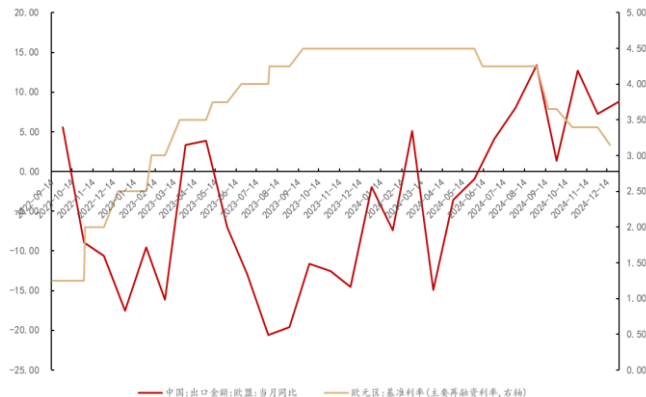
第三，12 月我国对欧盟出口同比拉动作用较上月有所改善，并未因欧洲经济疲软态势而回落，与我们上月预期存在一定偏离。欧元区经济疲软态势并未改善，12 月欧元区制造业 PMI 为 45.1%，延续下降态势，较前值回落 0.1pct，为年内次低点，对我国向欧元区出口商品产生一定掣肘。但 12 月欧洲央行如期降息 25bp，或拉动我国对欧盟出口增速。从历史经验来看，欧洲央行降息往往提振市场情绪，带动我国出口增速回升，如 2024 年 10 月、2024 年 6 月均是如此，2024 年 9 月不符合此规律，或因极端天气影响，整体来看，欧洲央行降息与我国对欧盟出口增速存在较高相关性，这或是 12 月我国对欧盟出口增速回升的主要原因。

图表4：欧元区制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，新浪财经，中邮证券研究所

图表5：欧盟降息与我国对欧盟出口增速 (%)

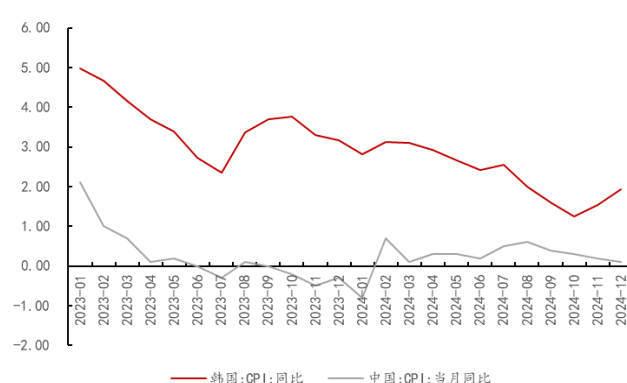


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第四，12 月我国对韩国出口同比拉动作用亦较上月有所改善，主因或是 12 月韩国通胀超预期回升，我国出口商品的价格优势再次凸显。12 月韩国因政治不确定性导致商业景气度显著下降，12 月韩国商业景气现况指数为 64，较上月降低 5，为年内最低点，掣肘我国对韩国出口增速。但 12 月韩国 CPI 同比增速超预期回升至 1.93%，显著高于我国通胀水平，我国出口商品的相对价格优势再次凸显，应是支撑我国对韩国出口增速的重要原因。

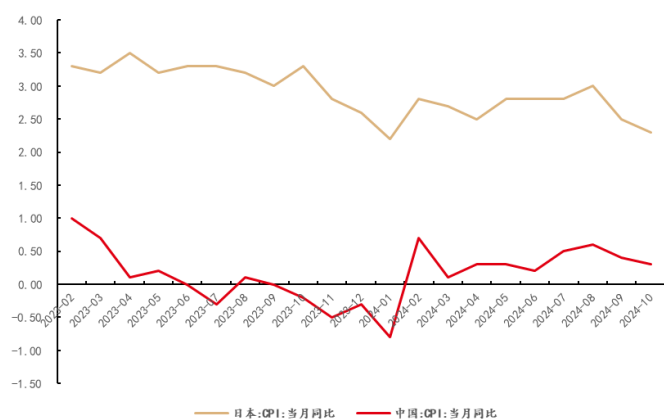
图表6：韩国商业景气度


资料来源：Wind，中邮证券研究所

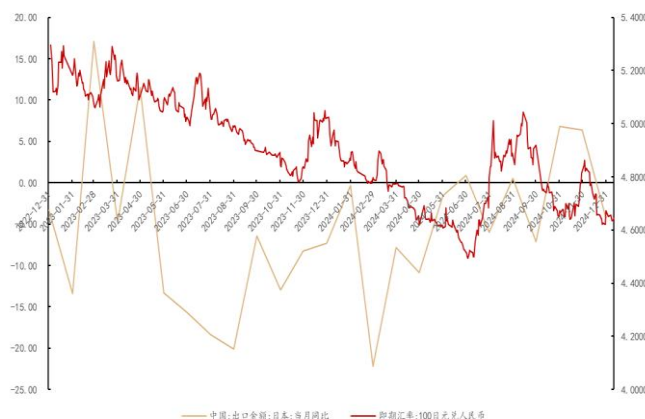
图表7：中国与韩国 CPI 同比增速 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第五，我国对日本出口的同比拉动作用由正转负，或与日元走弱有关，制约了日本进口增速。我国出口日本商品的相对价格优势持续存在，支撑我国对日本出口增速，但日元持续走弱，减弱了上述优势，12月我国对日本出口同比拉动作用转负。自9月13日以来，日元兑人民币汇率持续贬值。9月13日，100日元兑人民币的即期汇率为5.0428，而12月31日，100日元兑人民币的即期汇率则为4.6723，贬值幅度达到7.35%。

图表8：我国和日本 CPI 同比增速 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：日元兑人民币即期汇率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 从出口重点商品看，地产后周期产品、交通运输工具及劳动密集型产品出口增速有所回暖

(1) 高新技术产品、机电产品和服装及衣着附件出口均维持正增长。

12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4.3%、12.14%和6.18%，较前值变动分别为-2.08pct、4.22pct和2.42pct。

(2) 从重点产品来看，地产后周期产品、交通运输工具及劳动密集型产品出口增速有所回暖。

一是地产后周期产品出口增速有所提升。12月家具、家电、灯具同比增速分别为3.11%、14.10%和3.75%，较上月同比增速变动分别为5.84pct、3.96pct和6.9pct。

二是音视频设备及其零件出口保持韧性，手机、集成电路和液晶平板显示模组出口增速放缓。12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-15.85%、5.45%、5.34%、6.34%，较上月分别变动-15.26pct、2.6pct、-5.66pct、-4.37pct。

三是交通运输工具出口增速保持较高韧性。12月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为12.07%、15.58%和10.45%，较上月分别变动19.76pct、10.05pct和4.45pct。

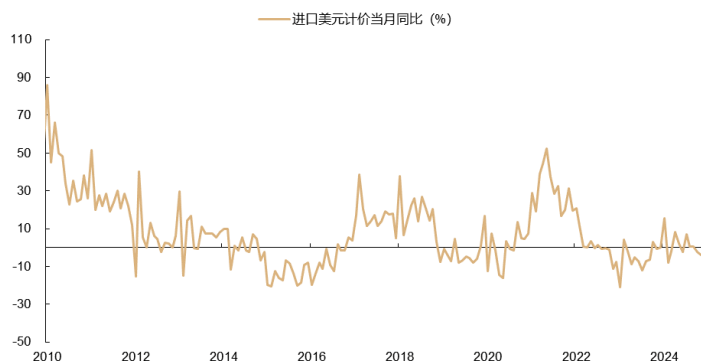
四是劳动密集型产品出口增速有所回暖。12月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速4.18%、-7.11%、17.21%、6.18%，较上月变动分别为0.76pct、-3.76pct、7.88pct、2.42pct，均呈现环比放缓迹象。

2 12月进口增速超预期回落，对东盟、美国和韩国进口较为明显回暖

2.1 12月进口增速超预期回升

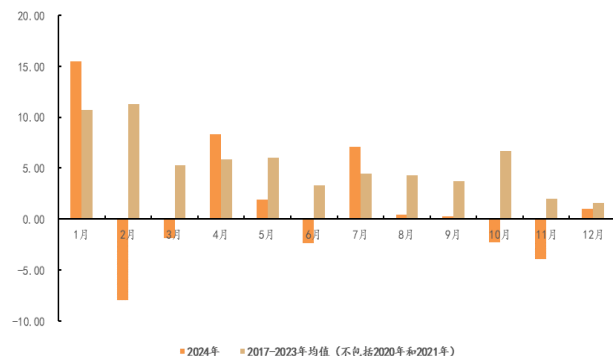
以美元计价，12月当月进口同比增速1%，较前值回升4.9pct，亦好于预期，较wind一致预期-1.03%高2.03pct，略弱于季节性，较近五年同期均值水平1.59%低0.59pct。2024年全年进口同比增速1.1%。

图表10：我国进口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表11：2024年12月进口增速弱于历史均值（%）



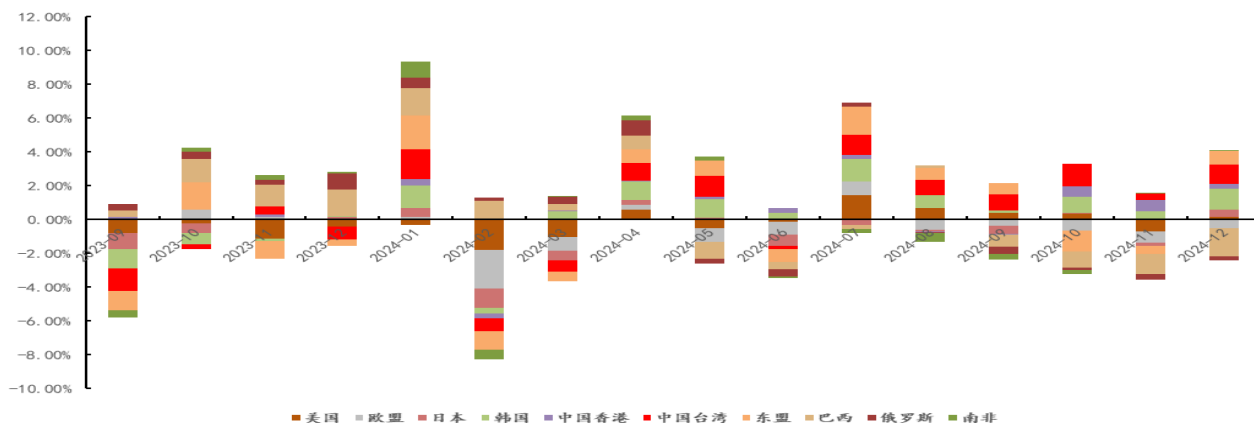
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 从国别来看，我国对美国进口明显放缓，我国对东盟进口边际改善

从我国进口同比拉动作用来看，12月我国对主要贸易伙伴进口基本均有所回暖，仅对欧盟、巴西和俄罗斯进口同比拉动作用为负增长。我国对美国、日本、韩国、东盟、南非进口的同比拉动作用均为正值，分别为0.17%、0.41%、1.25%、0.85%、0.01%；我国对欧盟、巴西和俄罗斯进口的同比拉动作用分别为-0.52%、-1.67%和-0.23%。

从进口同比拉动作用边际变化来看，我国对东盟、美国和韩国进口增速较为明显改善，我国对巴西进口边际放缓。12月我国对东盟、美国、韩国、东盟进口同比拉动作用边际变化分别为1.32%、0.87%、0.77%；我国对巴西进口同比拉动作用为-0.47%

图表12：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

2.3 从进口商品来看，机电产品和高新技术产品进口增速明显提升

(1) 12 月农产品进口同比增速-12.13%，较 11 月进口增速回升 3pct，其中，干鲜瓜果及坚果进口增速明显回升，12 月进口增速为 46.65%，较前值回升 38.06pct。

(2) 12 月机电产品进口同比 6.66%，较 11 月进口增速回升 8.4pct，其中，自动数据处理设备及其他零部件、集成电路、汽车（包括底盘）进口同比增速分别为 56.8%、9.57%、-28.31%，较 11 月进口同比增速分别变动 11.46pct、5.898pct、0.576pct。

(3) 12 月高新技术产品进口增长 2.4%，较 11 月进口增速回落 6.6pct。

3 展望：2025 年 1-2 月出口增速保持韧性，或在 5%左右

12 月我国出口延续高景气度，全年出口保持超预期的高增长。短期来看，一是特朗普关税政策加剧了全球经济不确定性，短期存在“抢出口”行为，叠加东盟对我国商品存在较高依赖度，我国对美国 and 东盟出口保持较高韧性；二是我国出口商品存在相对价格优势，这是支撑我国出口增速的重要支撑；三是欧洲央行降息提振市场信心，短期拉升我国对欧盟出口增速。值得注意的是，日元持续贬值，在一定程度上抵消了我国出口商品相对日本本土产品的相对价格优势，我国对日本出口增速有所放缓。

基于国别角度展望，我们预计短期“抢出口”和我国商品相对价格优势仍是支撑我国出口的主逻辑，短期我国出口仍将保持韧性，1 月份或因春节因素扰动，出口增速或有回落，2 月份出口增速或存在修复性回升。一是短期我国对美国出口仍将保持稳定。“抢出口”行为仍支撑我国对美国出口增速，但此效应随着时间递进，或将逐步减弱，但美国通胀居高不下，我国商品出口价格优势仍在，需要着重关注 1 月 20 日特朗普上台后的政策落地情况；二是我国对韩国、欧盟出口增速或小幅回落，主因是两国经济景气度有所回落，且市场对 1 月欧洲央行降息预期有所下降。三是我国对日本出口增速或仍受日元汇率走弱掣肘，考虑短期我国出口商品存在价格优势，基本维持相对稳定。四是 2025 年 1-2 月出口增速或受高基数影响。综上，预期 2025 年 1-2 月出口增速或小幅回落 5%左右。

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。

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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