

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编: 100031

理性看待出口增速退坡

2025年11月7日

- **出口增速退坡有短期波动的干扰。**10月出口增速跌至负增,明显弱于市场预期的3%。出口增速出现退坡引起部分人士担忧,但这份出口数据需要看待理性,因为10月出口增速退坡有短期波动的干扰。今年10月环比下降,和往年的季节性规律吻合,甚至这一降幅还不及2022年、2023年的表现差。去年出口环比读数超季节性推高的基数,对今年同期表现有下拉影响,若没有高基数的拖累,我们认为10月出口增速或并不至负增。
- **出口回落较大的主要是欧盟和非洲。**由于10月出口增速受基期干扰影响较大,单看当月同比可能会失去参考意义,因此我们主要看分环比。1)三大市场中,美国和东盟表现较好,欧盟偏弱,但10月欧元区制造业PMI终值为50%,较前值有好转,指向其制造业需求或未有明显退坡。2)新兴市场中,10月非洲环比下降较多,可能引起担忧。但我们认为,10月对非洲出口环比大幅回落或主要是暂时性波动。
- **当前出口更多系暂时性负增。**我们认为,当前出口负增更多系暂时性波动。10月出口负增有高基数的影响。往后看11、12月的走势,我们认为出口负增或难持续,逻辑有两方面:一方面,10月出口回落较明显的欧盟和非洲,其需求仍有支撑。另一方面,中国出口的增长逻辑正从传统欧美转向东盟与新兴市场,而东盟和拉美等新兴市场表现并不差。当前来看,尽管出口负增较难持续,但四季度出口增速中枢大概率回落,基于此,我们认为政策或仍需要在稳外贸上加大力度。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,全球经济景气度不及预期,贸易摩擦超预期等。

目录

一、出口增速退坡有短期波动的干扰.....	3
二、出口回落较大的主要是欧盟和非洲	4
三、出口更多系暂时性负增.....	6
风险因素	8

图目录

图 1: 10 月出口增速贡献中, 美国仍有拖累	3
图 2: 10 月出口环比甚至不及 2022、2023 年差	4
图 3: 新兴市场中, 非洲的明显走弱或是暂时性波动	5
图 4: 分商品来看, 劳密产品较好, 机电次之	5
图 5: 非洲和拉美市场份额也在增长之中	6
图 6: 中国三大出口市场中, 仅东盟市场一路攀升	7

一、出口增速退坡有短期波动的干扰

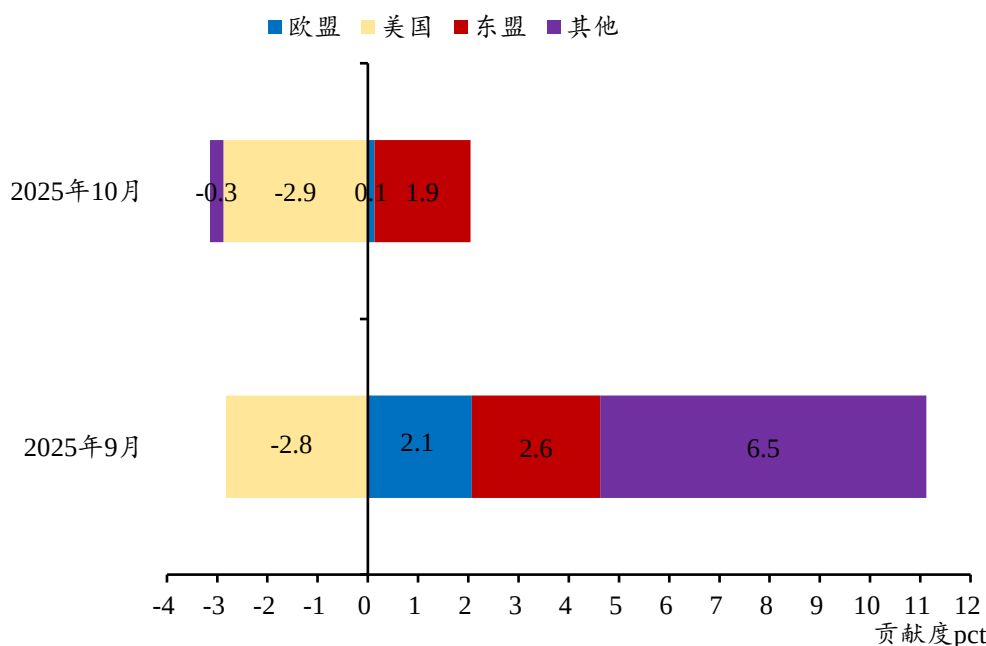
10月出口增速跌至负增（同比-1.1%），明显弱于市场预期的3%。出口增速出现退坡引起部分人士担忧，但这份出口数据需要看待理性，因为10月出口增速退坡有短期波动的干扰。

今年10月环比负增和往年的季节性表现吻合。往年来看，10月的出口环比多为负增，在2012-2023年这12年皆是如此。背后对应的逻辑是，10月国庆长假减少有效工作日，对当月生产和出口交付可能都有影响。而9月为避免假期延误，部分企业或节前赶工，将部分10月的订单提前至9月完成，形成9月出口较高、10月环比自然回落的现象。今年10月环比约-7.1%，和往年的季节性规律吻合，甚至这一降幅还不及2022年、2023年的表现差。

去年10月出口增速有超季节性的表现，这就埋下今年10月出口会产生波动的伏笔。季节性表现下的10月环比负增本不影响同比，但去年10月，出口环比+1.8%，为2012年以来环比首次实现正增长，这主要是受台风天气扰动。去年9月台风天气多发影响港口正常作业，部分原定于去年9月出口的货物或推迟至去年10月，导致出口环比读数超季节性。去年推高的基数对今年同期表现有下拉影响，若没有高基数的拖累，我们认为10月出口增速或并不至负增。

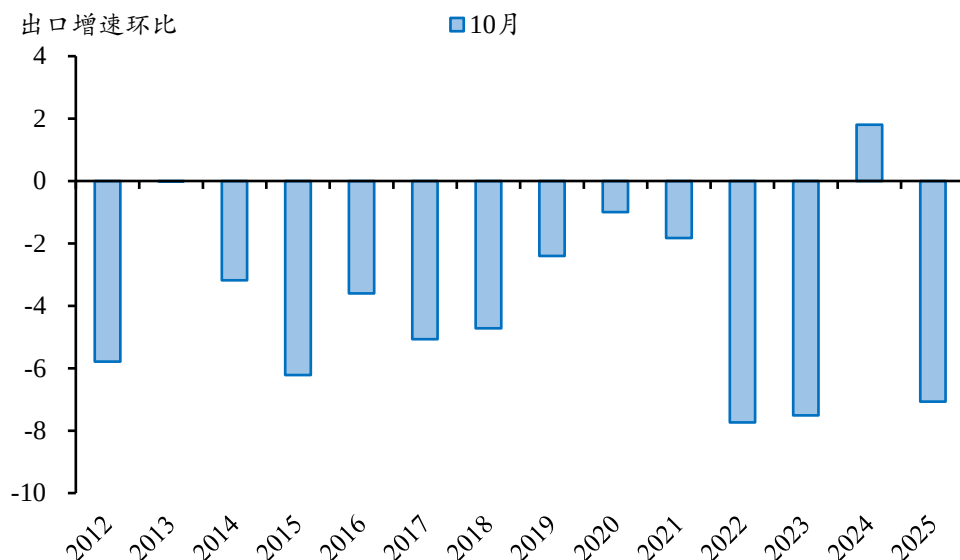
综合看，若不考虑2024年的表现，10月环比、同比均优于2022、2023年同期表现，我们认为，这或显示出口仍较2022-2023年同期修复。

图1：10月出口增速贡献中，美国仍有拖累



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：10 月出口环比甚至不及 2022、2023 年差



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 单位为%

二、出口回落较大的主要是欧盟和非洲

由于 10 月出口增速受基期干扰影响较大，单看当月同比可能会失去参考意义，因此我们主要分析环比表现。而今年 10 月份的环比略优于 2022、2023 年同期，其与这两年更为相似，以此为参考分区域、分商品观察 10 月出口数据，我们发现出口回落较大的主要是欧盟和非洲。

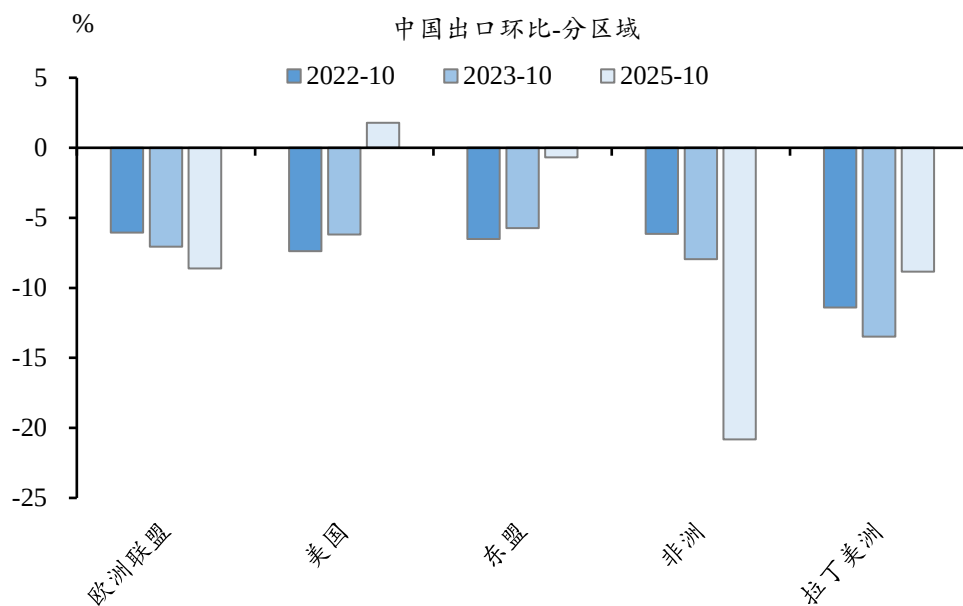
1) 三大市场中，美国 and 东盟表现较好，欧盟偏弱。对比出口三大市场的环比表现来看，美国和东盟的表现相对好于 2022、2023 年表现，欧盟则偏差。从欧元区制造业 PMI 的表现来看，10 月制造业 PMI 终值为 50%，较前值有好转，指向其制造业需求或未有明显退坡。而今年来，美国进口份额流失最严重的是亚洲市场，其次是北美洲市场，美国这些进口份额的回落更多主要由欧洲市场来填补。因此，我们认为中国对欧盟市场出口的回落可能与欧美间贸易缓和有关。除此以外，像俄罗斯、澳大利亚、加拿大等国家的出口环比也高于 2022、2023 年的同期表现。

2) 新兴市场中，非洲的明显走弱或是暂时性波动。中国对美出口份额回落后，中国对美国的出口份额缺口，七成由亚洲填补，三成则由非洲填补。鉴于海关总署月初公布的统计快讯内并未包含对整个亚洲的出口数据，在此我们主要考虑非洲、拉丁美洲两个重要市场的表现。对比之下，拉丁美洲与美国、东盟类似，表现均好于 2022-2023 年的同期，显示我国对新兴市场的出口仍在持续发力。10 月非洲环比下降较多，可能引起对非洲出口能否持续的担忧。但我们认为，10 月对非洲出口环比大幅回落或主要是暂时性波动，一是今年 10 月南非制造业 PMI 超 53%，较前值继续扩张；二是 9 月对非洲出口有脉冲式上升，10 月金额回归常态，其环比多为自然回落。

按照非洲在总出口中权重近 6% 计算，10 月环比中，欧盟、非洲环比对出口的拖累程度几乎相同。

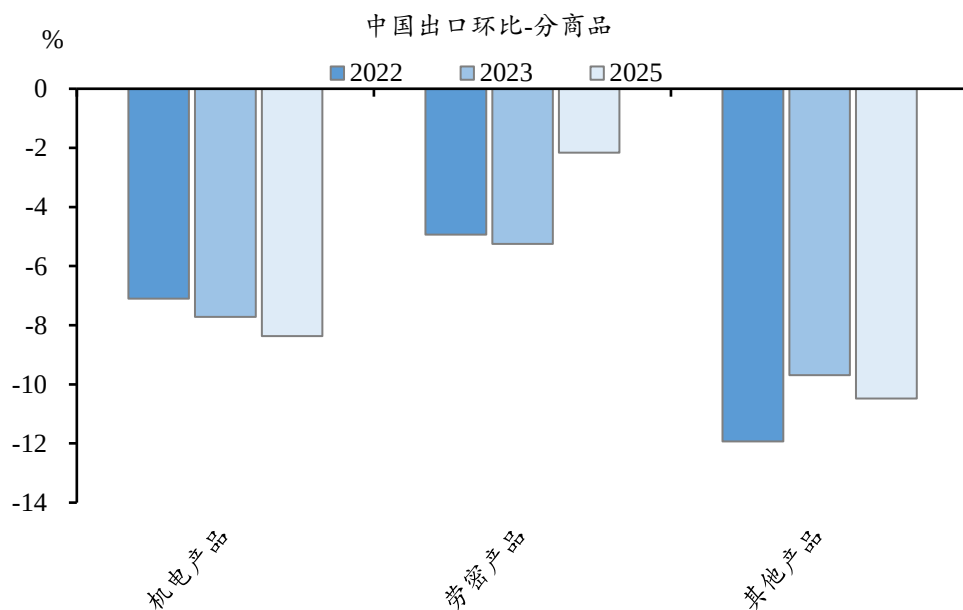
3) 分商品来看，劳密产品较好，机电次之。10 月出口环比增速表现为：劳密产品 > 机电产品 > 其他产品。10 月劳密产品增速优于 2022-2023 年同期，机电产品则弱于这两年同期，我们认为，劳密产品的增速表现与东盟市场的表现相呼应，而欧盟市场走弱或影响了机电的回落。

图 3：新兴市场中，非洲的明显走弱或是暂时性波动



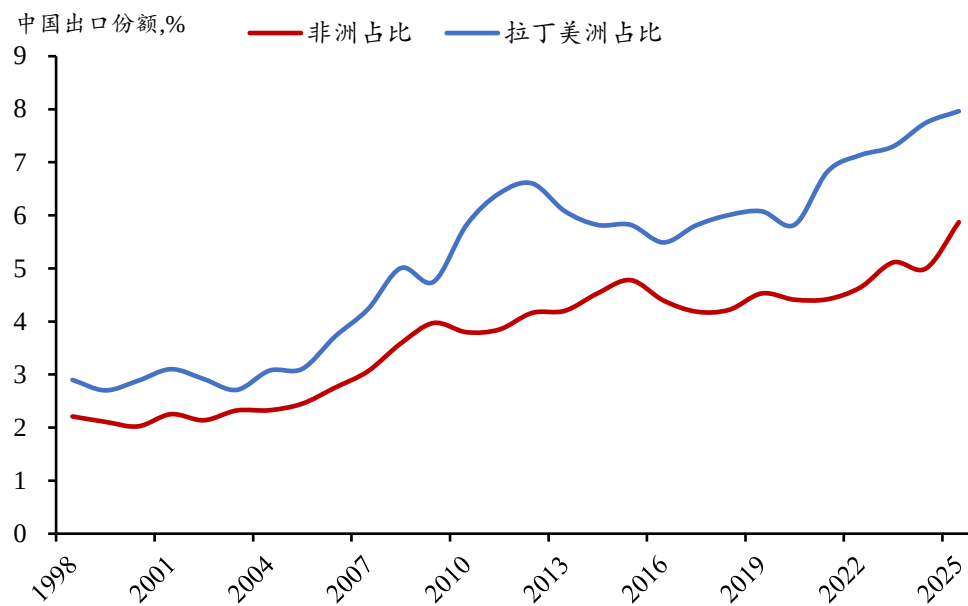
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：分商品来看，劳密产品较好，机电次之



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 5：非洲和拉美市场份额也在增长之中



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

三、出口更多系暂时性负增

10月出口陷入负增后，这一负增是否会持续下去？——我们认为，当前出口负增更多系暂时性波动。

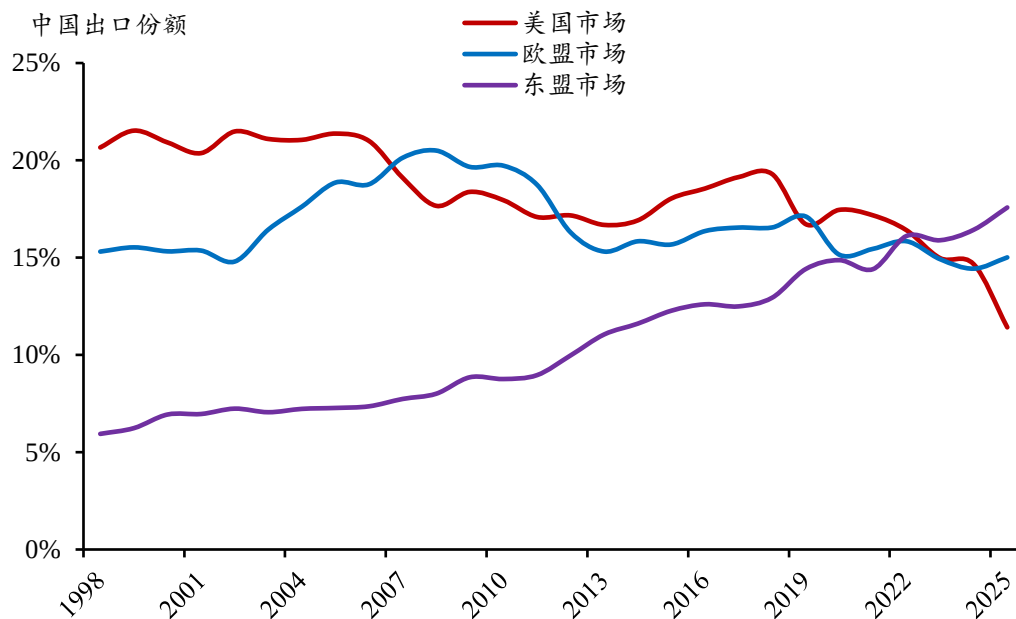
10月出口负增有高基数的影响，若没有高基数的拖累，我们认为10月出口增速或并不至负增。往后看11、12月的走势，我们认为出口负增或难持续，逻辑有两方面：

一方面，10月出口回落较明显的欧盟和非洲，其需求仍有支撑。正如前文所述，10月出口回落较大的是欧盟和非洲，但无论是欧元区还是南非，其10月制造业景气度都未落至收缩区间，指向其需求可能还有支撑。不仅如此，我们在前文已经指出中国10月对非洲的出口回落更多是暂时性波动，这意味着11月、12月对非洲出口的环比降幅或将收窄。

另一方面，中国出口的增长逻辑正从传统欧美转向东盟与新兴市场。从三大出口市场来看，当前中国向美国、欧盟的出口份额都有所回落，相比之下，中国对东盟市场的出口份额一路攀升。而作为重要出口市场的东盟，在10月的出口表现中并不算差。再加上，在贸易摩擦风险渐增之下，中国的出口增长机会更多需要依靠东盟和新兴市场区域，而东盟和拉美等新兴市场表现并不差。

尽管出口负增较难持续，但四季度出口增速中枢大概率回落，基于此，我们认为政策仍需要在稳外贸上加大力度。

图 6：中国三大出口市场中，仅东盟市场一路攀升



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 2025 年出口份额数据汇总截至 1-9 月

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。