

2025 年 12 月 08 日

出口平缓回落趋势未发生改变

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（分析师）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790525070004

事件：以美元计，中国 11 月出口同比+5.9%，前值-1.1%；11 月进口同比+1.9%，前值+1.0%。

● 基数回落同比读数回升，但总体趋势未变

1. 2025 年 9 月以来，出口整体趋势并未发生根本性变化。(1)11 月出口同比+5.9%，较前值(-1.1%)明显回升。而出口两年符合同比亦有所回升，表明即便排除基数效应影响，11 月出口动能较 10 月亦有增强。(2)从出口的绝对金额走势来看，2025 年 11 月出口金额环比略高于 2023 年同期，明显高于 2022、2023 年同期，我们推测其略高于季节性的部分可能主要来源 10 月出口金额偏低，可能受航运节奏等因素影响产生跨月短期波动，但整体趋势还是延续了 2025 年 9 月以来的韧性走势。

2. 外部指标看，全球贸易景气度平缓下行的趋势未变。11 月越南出口同比+15.8%，较前值(+18.2%)明显回落，从出口绝对金额趋势看，7 月为越南对美出口最高点，8 月为越南总出口高点，此后出口金额走势特征或可概括为历史高位期的连续下行。我们认为，美国对等关税已执行背景下越南出口同比仍能保持高增，这表明需求韧性较强，但其出口同比增速与出口金额的连续回落或表明全球贸易景气度已经向下转向。

3. 地区结构看，对美国出口转弱，对欧盟、非洲、拉美出口改善。排除基数影响，从两年复合同比的角度进行观察：从边际变化来看，对美国出口转弱，对欧盟、非洲、拉美出口改善。

4. 产品结构看，零部件与消费电子产品出口明显回暖。从边际变化来看，除地产后周期产品外，其他品类产品出口两年复合增速均较前值回升，其中零部件与消费电子产品回升较为明显。

● 2024 年 11 月-2025 年 8 月，存在抢出口现象的产品约贡献出口增速的 30%

1. 中长期看，出口平缓回落概率更大。方向上看，如前所述，2025 年 8 月美国全球对等关税实施后，全球贸易景气周期或已转向下行，与此同时，我国出口进入高基数时期，因此，未来出口同比增速中枢大概率较前三季度下移。幅度上看，首先，在 2024 年 11 月至 2025 年 8 月存在抢出口现象的时期，出口同比为 6.4%，而在 2025 年 9 月至 11 月不存在抢出口现象的时期，出口同比实现 4.3%，这表明出口高增相当一部分为抢出口以外的因素贡献，贡献比约为 1:2。根据我们的计算，存在抢出口的产品和其他产品对于 2024 年 11 月至 2025 年 8 月出口同比的贡献比约为 1:2.3，也即存在抢出口现象的产品约贡献出口增速的 30%，未来抢出口支撑因素消失，剩余贡献增速 70%的因素或将为出口托底。因此，从这一角度看，未来出口平缓回落的概率更大。

2. 高频数据指向 12 月前 7 日出口同比在-4%左右：高频数据中，近期上海装载集装箱船数量对出口指引相对较为准确，其指向 12 月前 7 日出口同比在-4%左右。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《提质增效，科技突围——12 月政治局会议学习——宏观经济点评》-2025.12.8

《美联储主席换届交易指南——宏观经济专题》-2025.12.8

《推动基础设施 REITs 扩围——宏观周报》-2025.12.7

目 录

1、基数回落同比读数回升，但总体趋势未变.....	3
1.1、2025年9月以来，出口整体趋势并未发生根本性变化.....	3
1.2、地区结构看，对美国出口转弱，对欧盟、非洲、拉美出口改善.....	4
1.3、产品结构看，零部件与消费电子产品出口明显回暖.....	4
2、进口：同比有所回升.....	5
3、2024年11月-2025年8月，存在抢出口现象的产品约贡献出口增速的30%.....	6
4、风险提示.....	6

图表目录

图 1：即便排除基数效应影响，11月出口动能较10月亦有增强.....	3
图 2：在不存在抢运影响的时期，出口金额仍存韧性.....	3
图 3：越南对美出口在7月达到最高点，此后在历史高位连续下降.....	4
图 4：越南总出口在8月达到最高点，此后在历史高位连续下降.....	4
图 5：从绝对贡献来看，我国出口复合同比为正主要由欧盟、东盟、非洲、拉美支撑.....	4
图 6：对美国出口转弱，对欧盟、东盟、非洲、拉美出口改善.....	4
图 7：从绝对贡献来看，我国2025年11月出口两年复合同比为正主要由原材料、生产设备、零部件与汽车支撑.....	5
图 8：零部件与消费电子产品出口两年复合增速较前值明显回升.....	5
图 9：国际大宗商品价格回升或将带动进口价格回升.....	5
图 10：2025年出口同比高增仅有一部分为抢出口产品贡献.....	6
图 11：上海装载集装箱船数量指向12月前7日出口同比在-4%左右.....	6

事件：以美元计，中国 11 月出口同比+5.9%，前值-1.1%；11 月进口同比+1.9%，前值+1.0%。

1、基数回落同比读数回升，但总体趋势未变

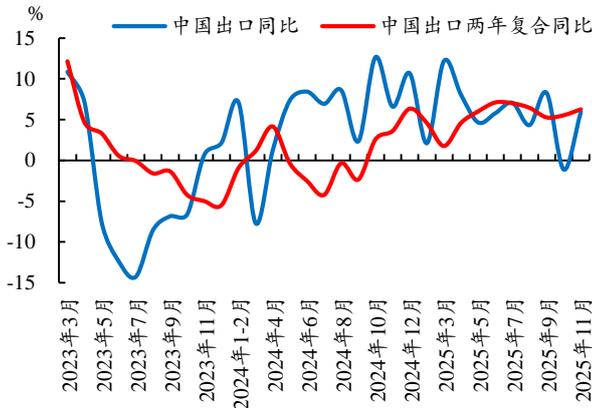
1.1、2025 年 9 月以来，出口整体趋势并未发生根本性变化

11 月出口同比+5.9%，较前值(-1.1%)明显回升。11 月出口两年复合同比+6.2%，较前值(+5.5%)亦有所回升，表明即便排除基数效应影响，11 月出口动能较 10 月亦有增强。

从出口的绝对金额走势来看，2025 年 11 月出口金额环比略高于 2023 年同期，明显高于 2022、2023 年同期，我们推测其超出季节性的部分可能主要来源 10 月出口金额偏低，可能受航运节奏等因素影响产生跨月短期波动，但整体趋势还是延续了 2025 年 9 月以来的韧性走势。

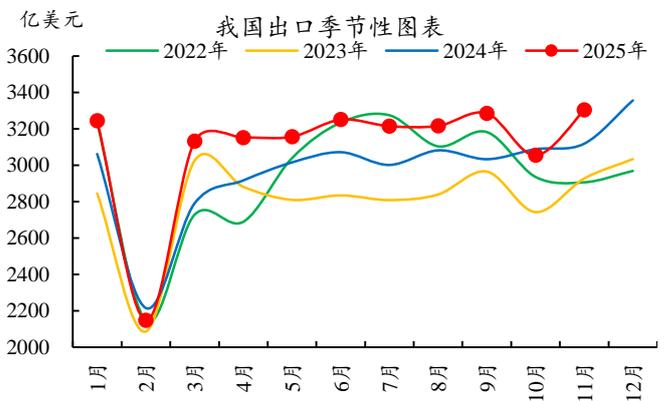
2025 年 9 月后，关税预期已进入稳定状态，这意味着这一阶段为不存在抢运因素影响的出口金额，而 2025 年 9-11 月出口同比+4.3%，较 2024 年 11 月-2025 年 8 月同比+6.4%的增速仅有小幅回落，因此有理由推断即便在关税明显提高后，出口金额在历史高位上仍存一定韧性。

图1：即便排除基数效应影响，11月出口动能较10月亦有增强



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2月采取合并计算方式

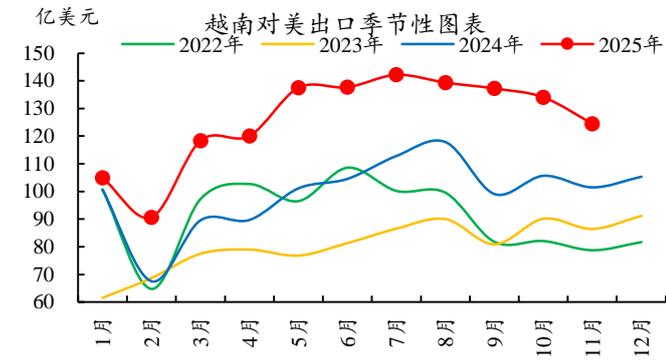
图2：在不存在抢运影响的时期，出口金额仍存韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

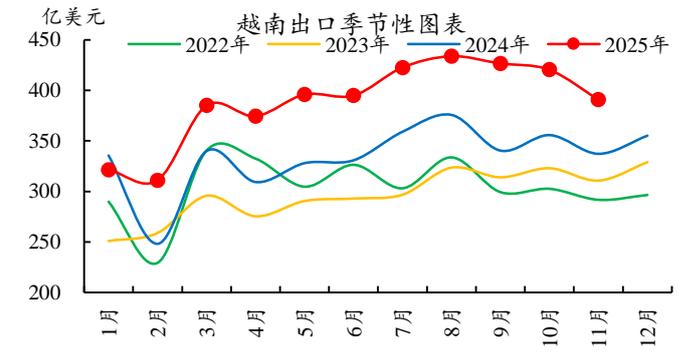
外部指标看，全球贸易景气度平缓下行的趋势未变。11 月越南出口同比+15.8%，较前值(+18.2%)明显回落，从出口绝对金额趋势看，7 月为越南对美出口最高点，8 月为越南总出口高点，此后出口金额走势特征或可概括为历史高位期的连续下行。我们认为，美国对等关税已执行背景下越南出口同比仍能保持高增，这表明需求韧性较强，但其出口同比增速与出口金额的连续回落或表明全球贸易景气度已经向下转向。

图3: 越南对美出口在 7 月达到最高点, 此后在历史高位连续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 越南总出口在 8 月达到最高点, 此后在历史高位连续下降

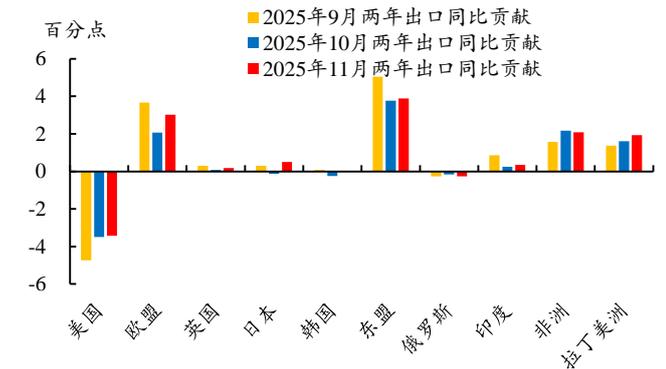


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、地区结构看, 对美国出口转弱, 对欧盟、非洲、拉美出口改善

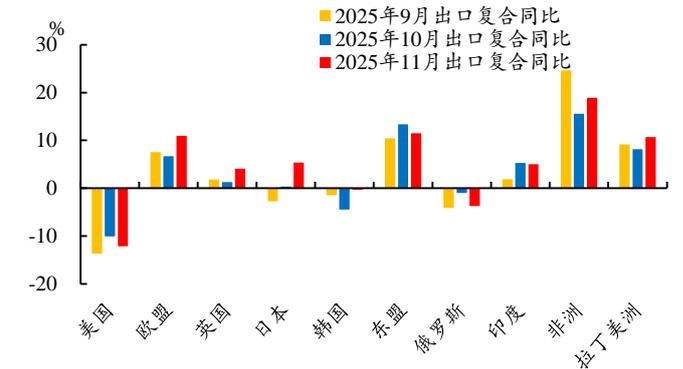
为排除基数影响, 我们从两年复合同比的角度进行观察: 从绝对贡献来看, 2025 年 11 月, 我国出口两年复合同比为正主要由欧盟、东盟、非洲、拉美支撑; 从边际变化来看, 对美国出口转弱, 对欧盟、非洲、拉美出口改善。

图5: 从绝对贡献来看, 我国出口复合同比为正主要由欧盟、东盟、非洲、拉美支撑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 对美国出口转弱, 对欧盟、东盟、非洲、拉美出口改善

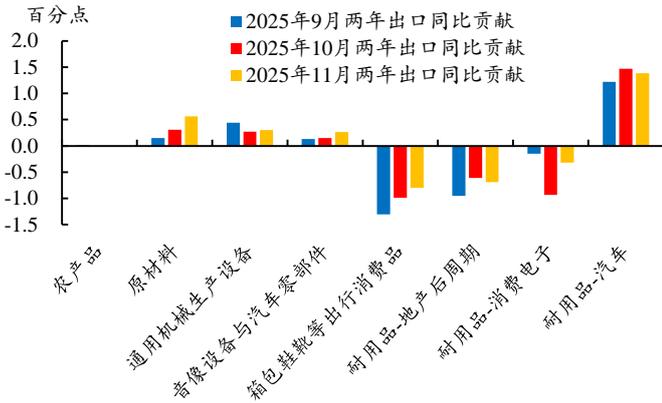


数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 增速为两年复合同比

1.3、产品结构看, 零部件与消费电子产品出口明显回暖

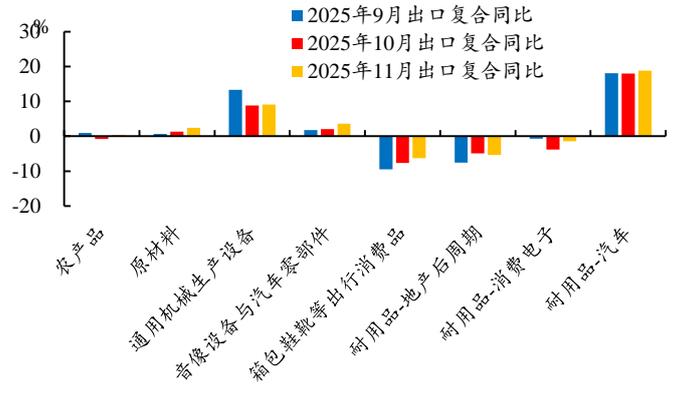
同样地, 从两年复合同比的角度进行观察: 从绝对贡献来看, 2025 年 11 月, 我国出口两年复合同比为正主要由原材料、生产设备、零部件与汽车支撑。从边际变化来看, 除地产后周期产品外, 其他品类产品出口增速均较前值回升, 其中零部件与消费电子产品回升较为明显。

图7：从绝对贡献来看，我国 2025 年 11 月出口两年复合同比为正主要由原材料、生产设备、零部件与汽车支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：零部件与消费电子产品出口两年复合增速较前值明显回升

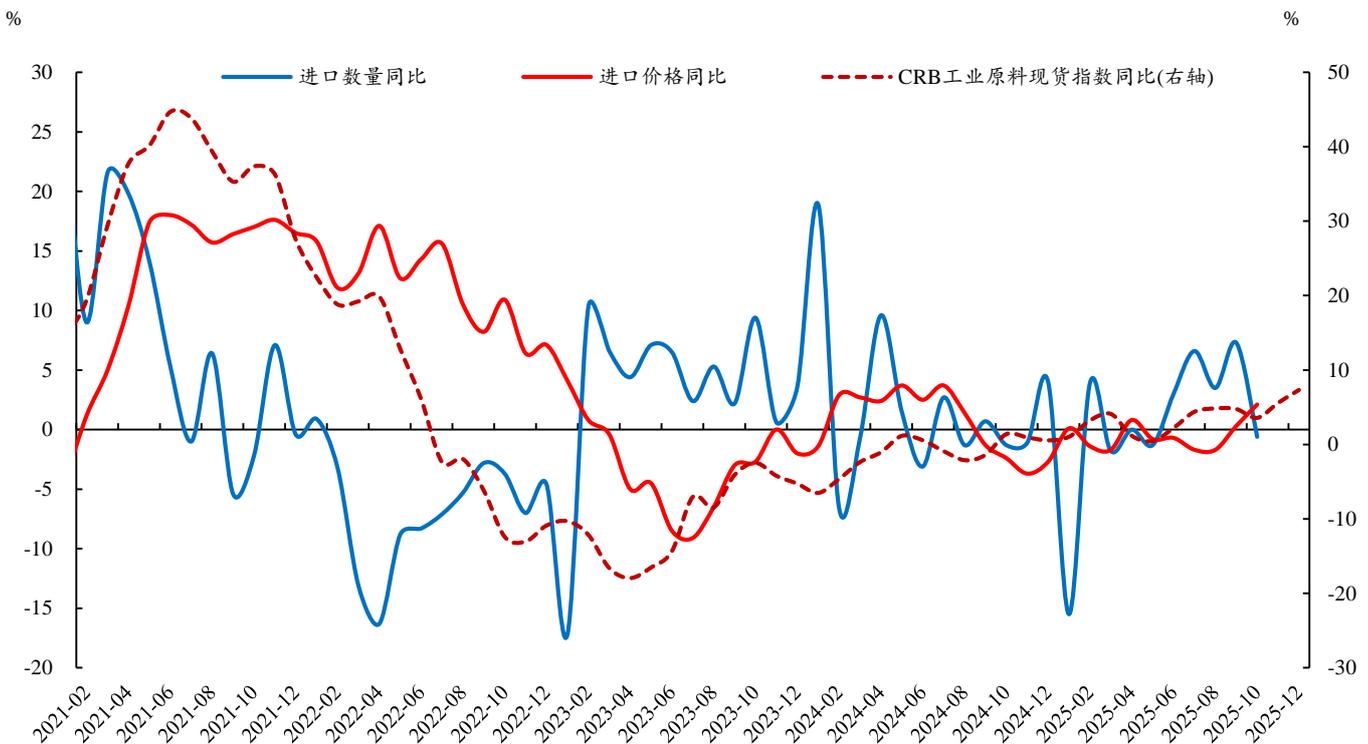


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：增速为两年复合同比

2、进口：同比有所回升

11月进口同比有所回升，较前值回升0.9个百分点至1.9%。后续来看，进口或因基数的回落而有所震荡回升。

图9：国际大宗商品价格回升或将带动进口价格回升



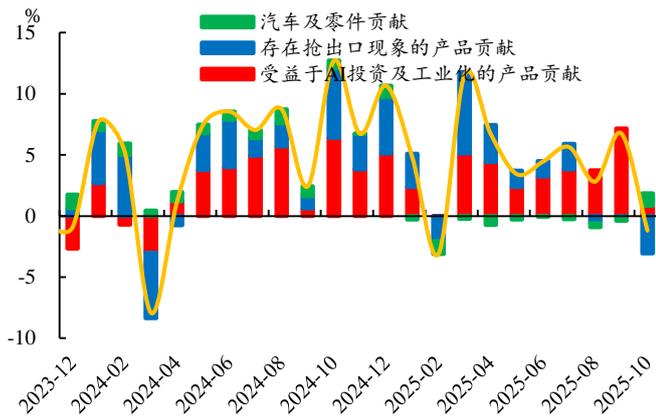
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、2024年11月-2025年8月，存在抢出口现象的产品约贡献出口增速的30%

中长期看，出口平缓回落概率更大。方向上看，如前所述，2025年8月美国全球对等关税实施后，全球贸易景气周期或已转向下行，与此同时，我国出口进入高基数时期，因此，未来出口同比增速中枢大概率较前三季度下移。幅度上看，首先在2024年11月至2025年8月存在抢出口现象的时期，出口同比为6.4%，而在2025年9月至11月不存在抢出口现象的时期，出口同比实现4.3%，这表明出口高增相当一部分为抢出口以外的因素贡献，贡献比约为1:2。根据我们的计算，存在抢出口的产品和其他产品对于2024年11月至2025年8月出口同比的贡献比约为1:2.3，也即存在抢出口现象的产品约贡献出口增速的30%，未来抢出口支撑因素消失，剩余贡献增速70%的因素或将为出口托底。因此，从这一角度看，未来出口平缓回落的概率更大。

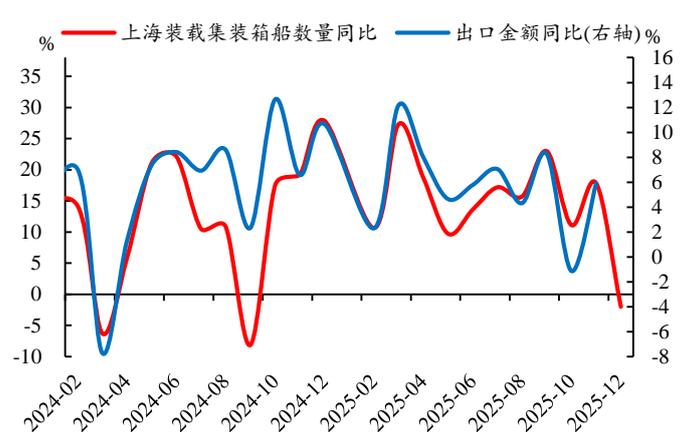
高频数据指向12月前7日出口同比在-4%左右。高频数据中，近期上海装载集装箱船数量对出口指引相对较为准确，其指向12月前7日出口同比在-4%左右。

图10：2025年出口同比高增仅有一部分为抢出口产品贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上海装载集装箱船数量指向12月前7日出口同比在-4%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：增速为两年复合同比

4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn