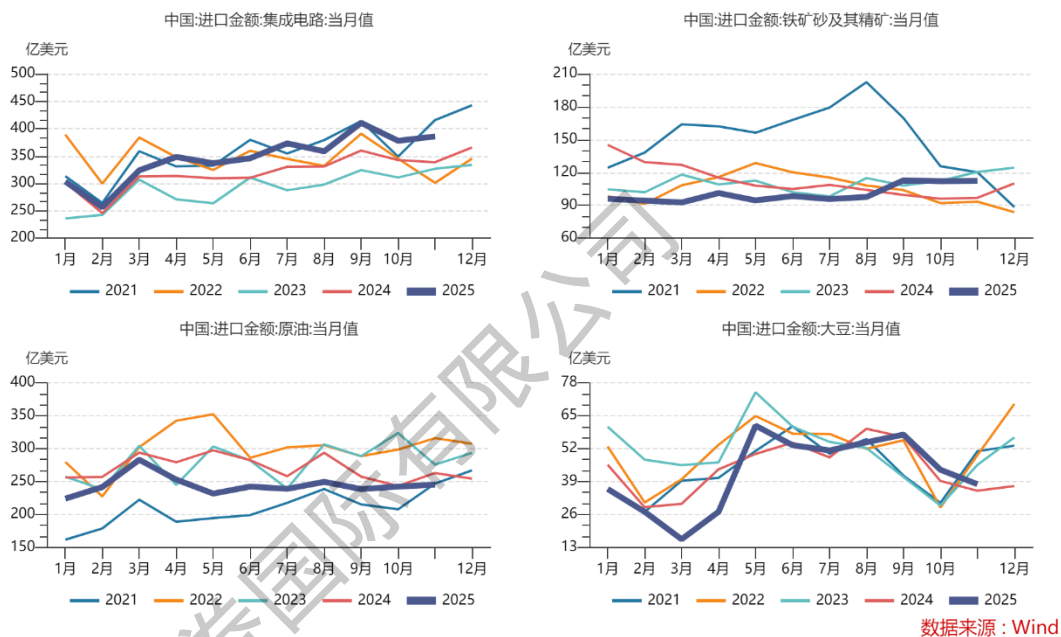
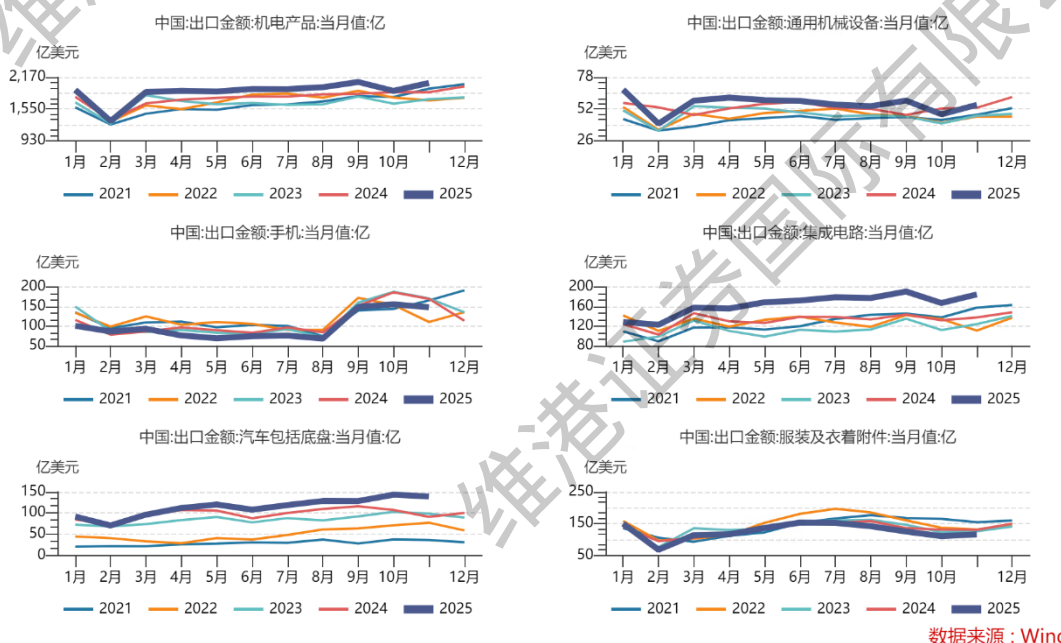


20251208—高于预测值上限的 11 月出口数据、ZZJ 重新强调跨周期调节—跨谁的周期？怎么跨？

讨论了一年的全球再工业化并不只停留在讨论中，我们正在经历这一过程
11 月中国出口同比+5.9%，预期 4%，前值-1.1%。



两个回顾，第一，10 月出口是假摔，原因是跨境电商查汇率、10 月工作日比去年少两天。第二，上周韩国出口超预期后大家就已经集体上调中国出口预期，因为韩国半导体芯片最大的出口目的地是中国，中国买了韩国芯片不是放仓库落灰的，装在车/手机 or 其他产品里下一拍还是出口给别人，上下游一俱荣。



但即使这样，5.9%的出口数据还是能惊掉人下巴，疑似神迹:这可是出口高基数区间，全年四个季度出口对 GDP 都是正贡献。



长江宏观|于博团队

11月外贸数据一图速览

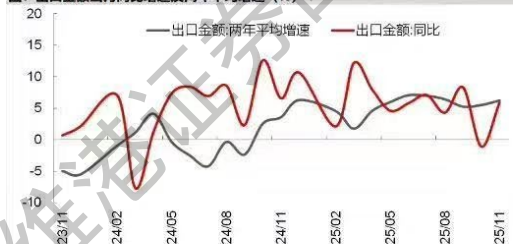


欢迎关注：于博宏观札记

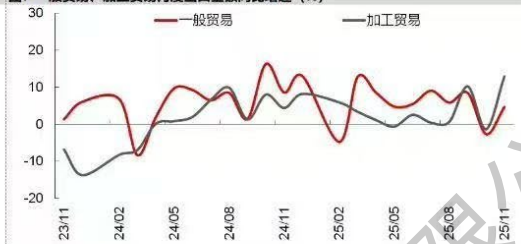
注：以下数据均为以美元计价

		当月同比 (%)						去年同期 (%)				
		2025/11	2025/10	2025/9	2025/8	2025/7	2025/6	2024/11	2024/10	2024/9		
出口		5.9	-1.1	8.3	4.3	7.1	5.8	6.6	12.6	2.3		
按贸易方式	一般贸易	4.7	-2.6	8.5	5.9	9.1	5.5	8.6	16.3	1.5		
	加工贸易	12.9	-1.3	10.2	0.7	0.4	2.5	4.4	8.0	1.3		
按重点产品	高新技术产品	7.7	1.8	11.5	8.9	4.2	6.9	6.4	9.1	-1.1		
	机电产品	9.7	1.2	12.6	7.6	8.0	8.2	7.9	13.7	3.0		
	劳动密集型产品	-8.3	-14.8	-4.1	-6.6	-0.7	0.0	3.3	7.4	-8.1		
	美国	-28.6	-25.2	-27.0	-33.1	-21.7	-16.1	8.0	8.1	2.2		
按主要贸易对象	欧盟	14.8	0.9	14.2	10.4	9.2	7.6	7.2	12.7	1.3		
	日本	4.3	-5.7	1.8	6.7	2.4	6.6	6.3	6.8	-7.1		
	中国香港	18.4	20.9	19.4	17.2	10.7	16.7	-2.7	2.1	5.7		
	韩国	1.9	-13.1	7.0	-1.4	4.6	-6.7	-2.6	5.0	-9.2		
	印度	8.0	6.7	14.4	9.1	9.8	9.4	2.1	3.8	-9.3		
	东盟	8.2	11.0	15.6	22.5	16.6	16.9	14.9	15.8	5.5		
进口		1.9	1.0	7.4	1.3	4.1	1.2	-4.0	-2.4	0.1		
按重点产品	农产品	2.9	7.0	5.7	-3.1	5.1	1.9	-15.1	-4.9	3.3		
	高新技术产品	10.2	3.0	14.1	3.4	7.8	9.6	2.4	8.8	10.0		
	机电产品	5.5	2.5	10.1	1.0	2.7	6.0	-1.7	2.4	5.1		
按大宗商品	大豆	金额	7.4	11.4	1.7	-8.9	5.7	-1.8	-22.5	33.0	38.8	
		数量	13.4	17.2	13.2	1.2	18.5	10.4	-9.7	56.8	59.0	
	铁矿石	金额	15.9	16.6	13.4	-6.2	-12.0	-6.1	-19.6	-14.5	-8.0	
		数量	8.5	7.2	11.7	3.8	1.8	8.5	-0.9	4.5	2.9	
	原油	金额	-6.7	-0.3	-7.4	-15.1	-7.4	-14.3	-4.7	-24.9	-10.7	
		数量	4.9	8.2	3.9	0.8	11.5	7.4	14.3	-8.7	-0.5	
	铜	金额	-8.3	-6.1	8.3	6.4	9.6	3.0	11.0	17.2	10.1	
		数量	-19.4	-13.7	2.1	2.4	9.1	4.5	-3.7	2.0	-0.1	
贸易差额		金额(亿美元)		1116.0	900.7	905.3	1021.1	978.1	1143.6	973.3	957.2	817.6

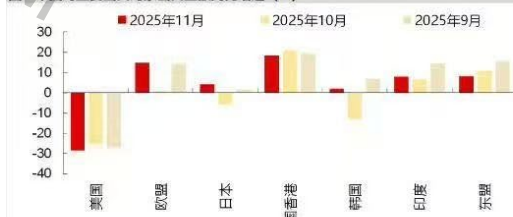
图：出口金额当月同比增速及两年平均增速 (%)



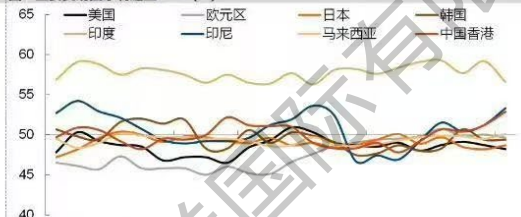
图：一般贸易、加工贸易月度出口金额同比增速 (%)



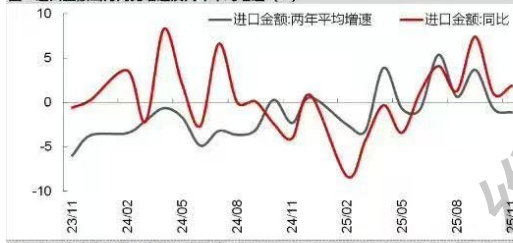
图：中国对主要出口对象出口金额同比增速 (%)



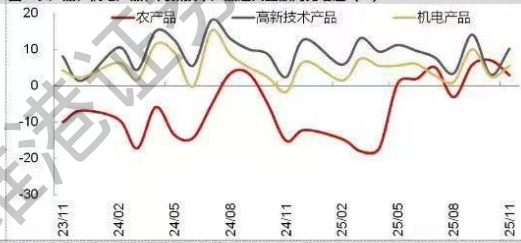
图：主要贸易国家制造业PMI (%)



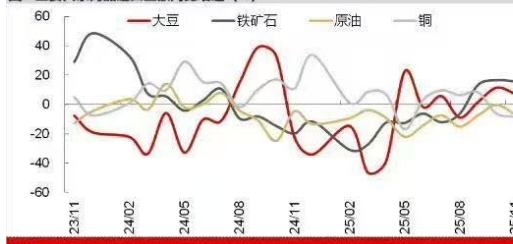
图：进口金额当月同比增速及两年平均增速 (%)



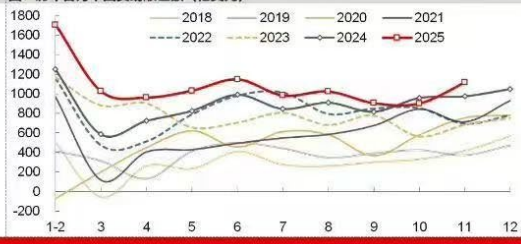
图：农产品、机电产品、高新技术产品进口金额同比增速 (%)



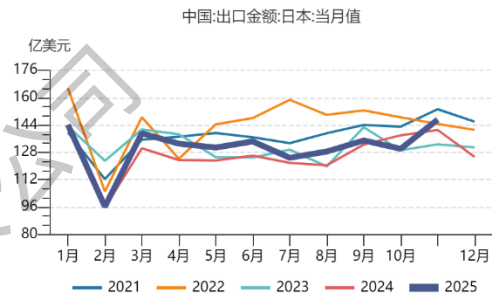
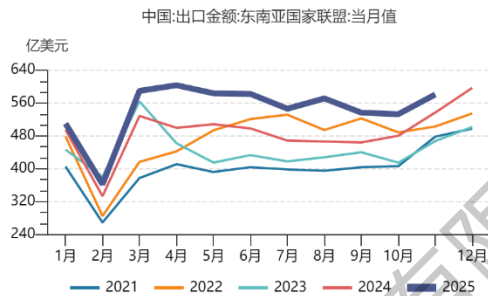
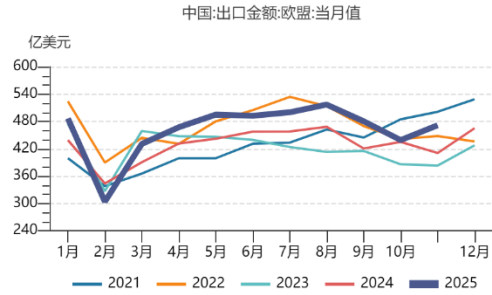
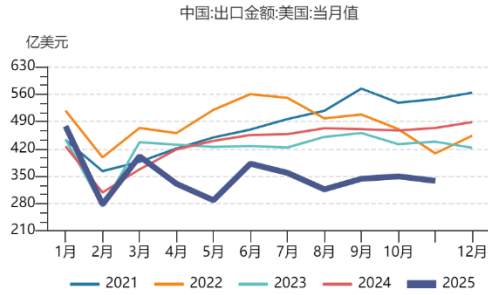
图：主要大宗商品进口金额同比增速 (%)



图：历年各月中国贸易顺差额 (亿美元)

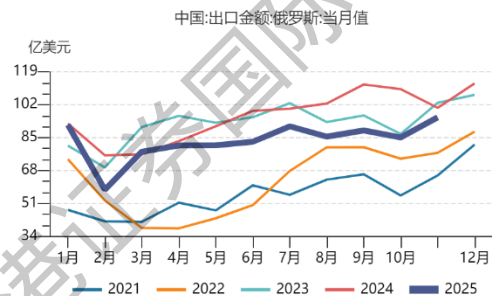
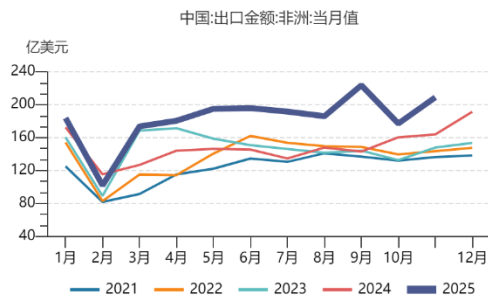
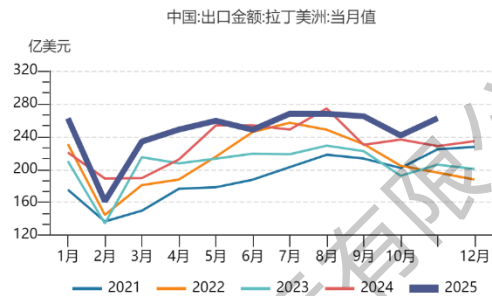
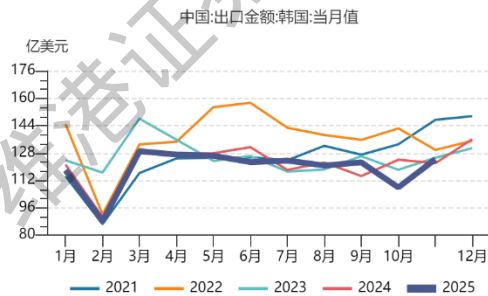


资料来源：海关总署，Wind，长江证券研究所，注：2月增速均为累计增速
声明：本文依据公开信息整理，不代表分析师本人观点。
联系人：于博 (18516396875) /黄帅 (18501490696)



数据来源: Wind

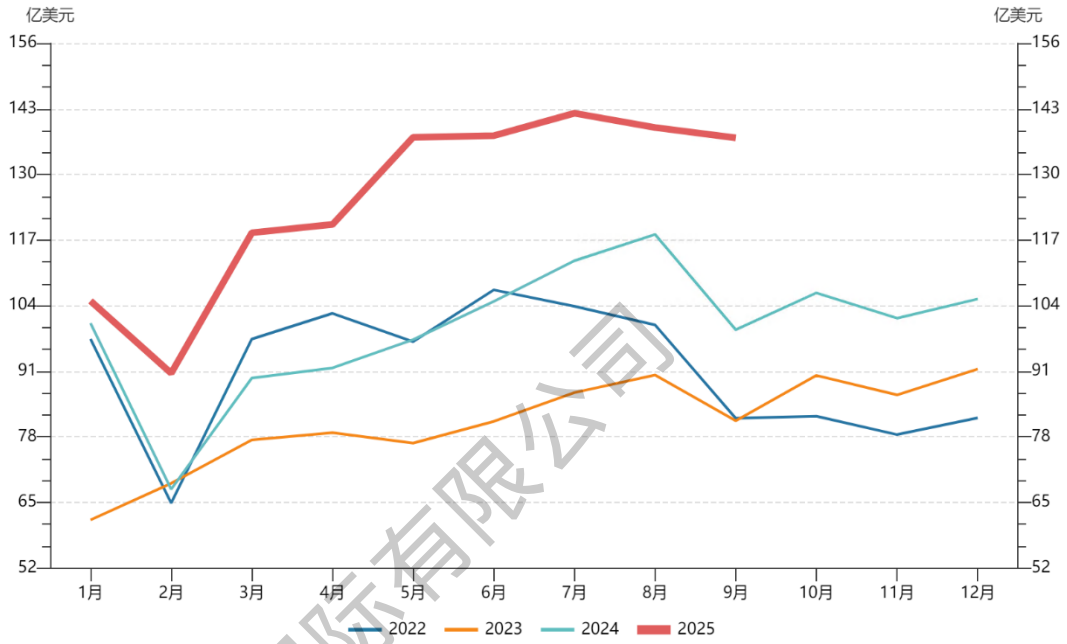
1. 怎么理解 AI 硬件投资是全球景气?它能拉动明年韩国 GDP 将近 1 个百分点的增长;它让目前中国半导体每个月的进口额是大豆进口的十倍, 原油进口的 1.6 倍。他让最可能成为下一个美联储主席的哈塞特出来拍胸脯保证 2026 年美国 GDP 增速不低于 3%, 也能让 CN 对跨周期调节充满信心。



数据来源: Wind

2. 从出口商品分项上其实看点不多, 唯独有一个例外: 手机。地球人都知道 ip17 系列全球大卖, 出货量同比增长两位数但为什么手机出口额同比负增? 一个解释是四季度存储器涨价已经开始抑制中国千元机及以下价位对黑哥们儿市场的出口, 另一个解释, 我们放在第三点里说——从“洗澡蟹”到全球产能配合。

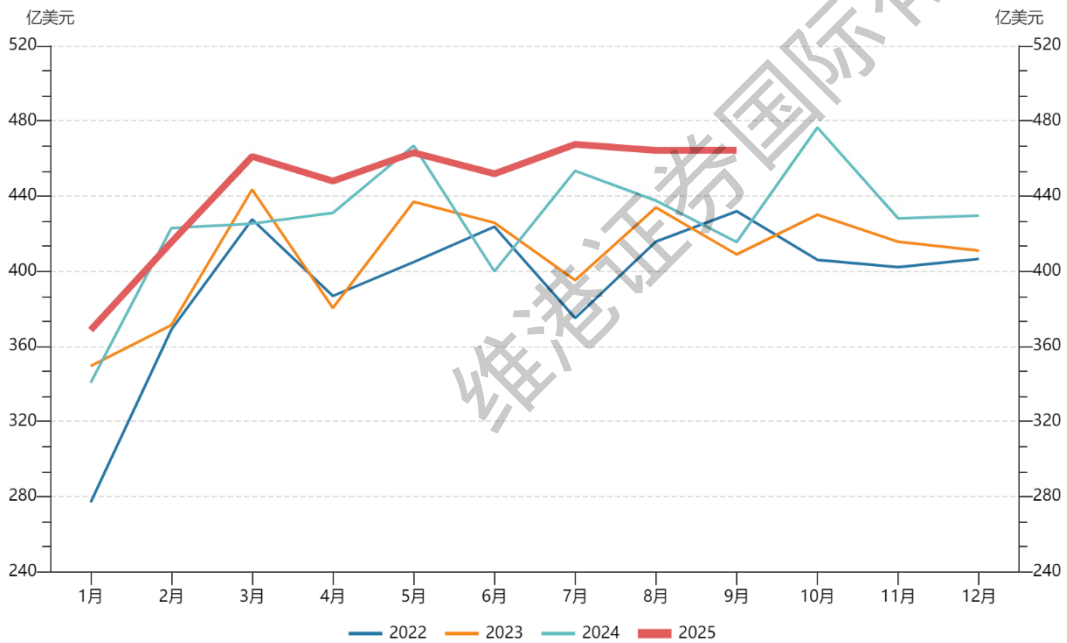
越南:出口金额:美国:当月值



数据来源: Wind

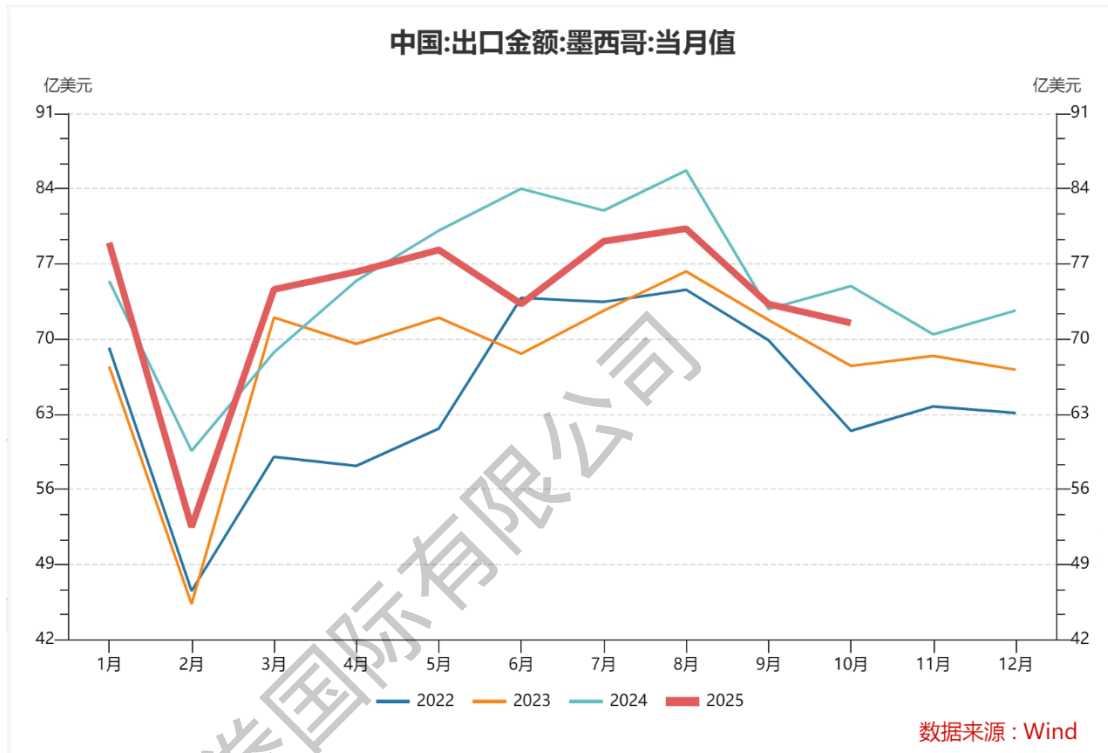
3. 今年下半年中国出口韧性超预期, 但一个意外之处在于中美互相下调关税后, 中国对美出口额并未反弹, 增长都来自其他区域。原因之一是目前不止美国一家宽财政, 全球都宽财政; 那自然在降息周期带来增量需求。此外, 中国企业产能出海目的地越南今年三季度对美出口增速有40%左右, 墨西哥有12%左右, 这显然不是本地企业做到的, 是中资/日韩资企业布局的产能做到的。并且此类出口商品并非洗澡蟹, 中国企业过去换个标就发美国了, 而是的确在当地完成了一定价催量的生产, 才被认定本地出口。证据就是, 墨西哥对美国出口增速远高于中国对墨西哥出口增速, 当地产能已经实质性的发挥了作用。

墨西哥:出口金额:美国



数据来源: Wind

美国需求并不弱，中国对美出口也不弱，只是他们以全球产能分工合作的形式呈现。



4. 因此我们总结，今天 ZZJ 强调的“跨周期”调节，这已基本预告了经济工作会议基调，

图表 2 此次政治局会议重提跨周期调节

年份	会议	提法
2025年	12月政治局会议	加大逆周期和跨周期调节力度
	4月政治局会议	根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节
2024年	12月政治局会议	充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节
	9月政治局会议	要加大财政货币政策逆周期调节力度
	7月政治局会议	要加强逆周期调节
2023年	12月政治局会议	强化宏观政策逆周期和跨周期调节
	中央经济工作会议	要强化宏观政策逆周期和跨周期调节
	7月政治局会议	要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备
2021年	中央经济工作会议	跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合 ；加大宏观政策跨周期调节力度
	7月政治局会议	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性
2020年	7月政治局会议	完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡
2019年	中央经济工作会议	必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度
	12月政治局会议	提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具
2018年	中央经济工作会议	宏观政策要强化逆周期调节
2012年	中央经济工作会议	充分发挥逆周期调节和推动结构调整的作用

资料来源: 中国政府网, 新华社, 华创证券

逆周期-经济周期向下，要提供拉力对抗；跨周期-经济向上，可以收一收力。争议往往出现在体感并不好，怎么就经济周期向上了，就跨周期调节了？

从历史经验上，这需要结合内外外部环境一起看。两次明显的逆周期调节分别出现在 22 年和 24 年，前者内部是口罩，外部是俄乌+高通胀，全球衰退风险高，要发力。后者是股

市向下俯冲，外部美联储开始降息，担心硬着陆，两次都是内外都有问题，才大力逆周期。

而两次跨周期分别出现在 21 年底和 23 年，第一次是中国出口很牛逼+海外开始 e 情共存、消费恢复，可以不搞刺激了，让宁王顶上，腾出手收拾皮带哥。第二次是 CN 走出口罩之后，被抑制的线下消费和旅游恢复一年，让消费撑起总量经济。海外通胀回落+美国第一轮 AI 投资兴起，也能拉 CN 出口。

目前内部外部环境，确实也都更支持跨周期，内需行不行或许有争议，但是降息+财政大宽松后，美国 26 年总是经济增速从今年的 2% 左右上升到 3% 左右，加德国、日本的财政刺激都在明年产生实质性工作量，这对全球总需求的拉动是共振的，这个没争议，更不用说韩国因为芯片赚麻了，央行都保不齐要加息，明年全球经济增速比今年更乐观，已经成为全球最大工业品出口国的 CN，从中就能赚取自己应得的利润。

跨的不只是国内经济周期，更是全球周期。怎么跨？把地产从 ZZJ 通稿里去掉，已经给了答案

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司