下载日志已记录，仅供内部参考

中欧经贸谈判前瞻：探索外贸动态平衡之路

——“通往再平衡之路”之十三

报告发布日期 2026 年 09 月 29 日

证券分析师
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
邵睿思 执业证书编号：S0860126070043
shaoruisi@orientsec.com.cn
010-66210535

相关报告
现房销售再评估：财政模式切换下的投资压力传导：“通往再平衡之路”系列之十二 2026-09-22
投资放缓背后的转型逻辑：“通往再平衡之路”系列之十一 2026-08-26
“六张网”追踪：高附加值环节更为受益：“通往再平衡之路”系列之十 2026-08-16

研究结论

- **中欧贸易不平衡加剧的根源，是从"互补"走向"互补+竞争"，中国内需是次因而非主因。**如今中欧贸易逆差已重回 2022 年的水平，达 4000 亿欧元左右。拆解逆差来源可以发现三点：（1）中欧供应链的互补底色并未改变，2022 年以来中国出口中的"欧盟含量"不降反升；（2）AI 硬件虽非欧盟优势产业，但欧盟产业并没有完全缺席（如通信产业），AI 相关产品甚至改善了中欧双边贸易不平衡；（3）真正的变化在于制造业竞争力的消长，欧盟中游装备制造业（含汽车）相对竞争力加速下滑，其中民用机动车辆（汽车、摩托等）一项几乎贡献了全部顺差增量——无论总体还是消费品分项。**相较之下，内需不足更多是中欧贸易不平衡加剧的次因**，例如中国对欧盟奢侈品等传统出口优势项目进口需求下滑，但因过去几年中国劳动密集型商品产能转移，消费品（不含汽车）反而是中欧贸易不平衡的改善项。
- **10 月谈判在即，欧盟短期政治压力导致双方诉求在时间轴与目标层面存在错位。**在贸易不平衡问题开始显著影响当地政治稳定性的背景下，欧方期望中方在 10 月中旬峰会前拿出化解逆差的初步行动方案。尽管中方并未认可这一时限，时间约束客观上依然存在。当下中方诉求集中于制度与原则层面，要求欧盟收敛单边经贸工具，停止以关闭市场相要挟；欧方诉求更为具体，如要求就逆差收敛作出"明确承诺"、市场准入与政府采购对等开放、简化稀土等关键矿产审批程序。
- **本次谈判有望缓和贸易摩擦升级态势，但重在先控局、再解题，真正值得关注的是双方对长期机制的探讨。**2025 年三季度以来欧盟外贸环境急剧恶化，主因是美国关税与美伊冲突推升的能源价格，对华逆差恶化则是长期慢变量，欧方无法从中方获得缓解内部政治压力的"速效药"，但受军事与能源安全诉求约束，欧盟无法向美国释放压力，只能将其内部压力转嫁中国。同时，平衡中欧贸易差额的短期措施空间存在明确上限，欧盟不可能满足于此，也不太可能完全采取利润保留在中国的方案（如价格承诺等）。因此，10 月谈判的价值不在"解题"而在"开局"，为长期机制争取时间窗口，其意义远比短期让步本身重要。
- **长期来看，扩大内需是管理贸易平衡的基本盘。**落实到中欧博弈中，短期内就是在协商贸易平衡的过程中，尽力通过各项措施让利益留在国内，并转化为内需增量。
- **但时至今日，中国经济体量已十分庞大，仅靠内需和分子端让利（短期措施），无法充分保障中国企业的价值，分母端的制度建设才是未来关键。**中国产业竞争力持续上升的趋势不可逆，中欧之间的结构性问题只能从中长期机制求解，求解方向有三：（1）跨境直接投资制度与保护机制。中国企业的海外投资一旦可以被随意征用，任何中长期方案都无从谈起。10 月谈判与对外投资新规（国令第 837 号）的落地衔接，是将国内对外投资管理制度应用于中长期机制的重要探索案例。（2）AI 等前沿科技的合作方案——AI 正在动摇"以转移换平衡"的旧路径，中方现有合作倡议尚未覆盖欧盟，谈判若能将其纳入 AI 基础设施、标准互认等新接口，将为中欧平衡和投资打开新载体。（3）衡量"失衡"与方案效果的共同标尺——"顺差在中国、利益在各方"，双方针对贸易不平衡问题的协作进展也应统筹纳入考量。
- **对出海链板块而言，当下压制主要来自的两座大山——美伊冲突带来的经济不确定性（详见报告《乌云的金边：地缘风险释放后再看中国制造出海》）与贸易不平衡带来的贸易政策不确定性，而 10 月谈判恰恰是分母端政策不确定性重定价的起点。**从行业结构看，重点关注汽车（价格承诺路径）、绿色经济、AI 与电子等方向出海分母端压制边际缓解的机会。

风险提示

- 中欧谈判进展不及预期，欧盟贸易保护措施超预期升级；美伊、俄乌局势进一步恶化；数据统计口径与指标存在偏误的风险

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

从“互补”走向“互补+竞争”是中欧贸易不平衡加剧的根源.....4
中欧供应链“互补”底色并未变化.....4
制造业竞争力消长是贸易不平衡加剧的关键.....5
内需不足是背景，不是主因.....8
10 月中欧贸易谈判在即，先控局，再解题.....9
美伊局势和欧盟自身经贸压力抬升中欧摩擦烈度.....9
有望通过短期措施控制摩擦升级态势 ，达到有限缓和.....10
双方长期机制的探讨比短期措施更值得关注.....12
中欧经贸如何在发展中实现长期动态平衡？.....13
长期外部动态平衡有三个核心问题需要解决.....13
产业之问：如何对冲新旧技术路径交替中，旧路径工业国的衰退？ 14
技术之问：当 AI 动摇产业转移的规律，"以转移换平衡"的旧剧本如何调整？ 15
规则之问：拿什么标尺衡量"失衡"与"方案的效果"？ 15
如何确保中国企业的价值？.....16
风险提示.....17
附录.....18
中欧短期内哪些领域贸易摩擦升级风险较大？.....18
目前欧盟对华贸易政策措施的主要内容以及涉及的贸易规模 18
未来哪些商品涉及贸易摩擦风险更高？ 19
中欧 10 月谈判诉求梳理 21

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：与 2022 年相比，2025 年 6 月-2026 年 5 月中欧贸易顺差扩大来源分解（亿美元，正代表中国对欧顺差扩大）.....4
图 2：中国 AI 相关产品出口同比动能主要源于亚洲，而非欧洲（%）.....5
图 3：2025 年全球各国数据中心分布情况（个）.....5
图 4：中国部分出口商品中，增加值源于欧盟占比已经与日韩基本相当（%）.....5
图 5： 中国出口相似度指数 ESI.....6
图 6：欧盟的产业出口份额（WTO 口径，%）.....6
图 7：2022-2025 年中国资本货物出口份额及在欧盟进口中的份额变化（百分点）.....6
图 8：中游设备出口顺价能力定基指数（2023 年 12 月=0）.....7
图 9：2022-2025 年中国出口份额与价格变化情况（HS2 聚合，X:出口份额变化;Y：出口价格变化，%）.....7
图 10：2022-2025 年中国出口份额与价格变化情况（HS6，X:出口份额变化;Y：出口价格变化，%）.....7
图 11：全球范围内，中国进出口份额走势逐渐分化（%）.....8
图 12：与 2022 年比，2025 年 6 月-2026 年 5 月欧盟对华贸易差额变化幅度贡献前十位和末十位（亿美元）.....8
图 13：2026 年欧盟对外贸易差额快速恶化（百万欧元）.....9
图 14：欧盟工业信心和订单情况持续低迷.....9
图 15：中欧贸易新增压力事件数量（截至 2026 年 Q3）.....10
图 16：可能涉及中国采购协议商品涉及的进出口和贸易差额变化情况（亿美元）.....12
图 17：当初日本车企赴美投资，加速了日系车在美的销售占比上升速度（%）.....14
图 18：日系车企赴美建厂后，美国本土车产量快速下降.....14
图 19：对欧出口涉及贸易救济措施的比例大约占对欧出口的 21%左右（亿美元）.....18

表 1：中欧磋商机制四大核心板块.....11
表 2：中欧之间消费品、中间品和资本品中对中欧贸易顺差贡献前十项.....19
表 3：中国对欧出口价格降价较多，且占欧盟进口份额上升幅度较大的商品（%）.....21
表 4：10 月谈判中欧双方公开诉求.....21

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

从“互补”走向“互补+竞争”是中欧贸易不平衡加剧的根源

2022 年是欧盟产业竞争力相对弱势，贸易数据恶化最为严重的一年，对华贸易亦然。而近一年（2025 年 6 月-2026 年 5 月）中欧之间的贸易逆差已重回 2022 年的水平，4000 亿欧元左右，较 2024 年的 3179 亿欧元显著上升。由于欧盟分项数据更新滞后，本文后续将统一统计口径，中国进出口数据也采用相同时间区间进行分析（即 2025 年 6 月-2026 年 5 月）。贸易差额总量水平相近的两个时期恰好构成一个天然的对照，使我们得以剥离总量因素，考察中欧贸易逆差的长期结构性成因究竟从何而来。

中欧供应链“互补”底色并未变化

近年来，中国制造的国产零部件替代与 AI 需求爆发，并未削弱中欧经济的互补属性，也不是中欧贸易不平衡加剧的主因。

一方面，国产替代在总量上并未稀释中国外贸中的"欧盟含量"，中欧供应链联系不仅没有断裂，反而愈发紧密。2025 年 6 月-2026 年 5 月，中国对欧中间品顺差收窄 135.6 亿美元，且出口、进口均有不同程度上升；即便剔除 AI 相关中间品（主要是网络通信设备，如诺基亚等公司的产品），顺差也收窄了 62.4 亿美元。其中，进口增长是欧盟对华贸易逆差改善的主因，上述事实均表明实际产业联系在加强。

亚投行投入产出表（不变价口径）也印证了这点，2016 年以来，中国出口中所含的欧盟增加值占比整体持续上升，2016 年（中美贸易战前）仅为 1.8%，俄乌冲突后上升趋势也未逆，2022-2024 年间仍从 3.3%升至 3.5%，。这一比例看似不高，但如今中国出口增加值的 80%-82%源于国内，海外增加值占比本就很低，以此推算，欧盟已占中国出口海外增加值部分的 20%左右，与日韩合计大体相当。电气设备、交运设备等欧盟传统优势行业均是如此。

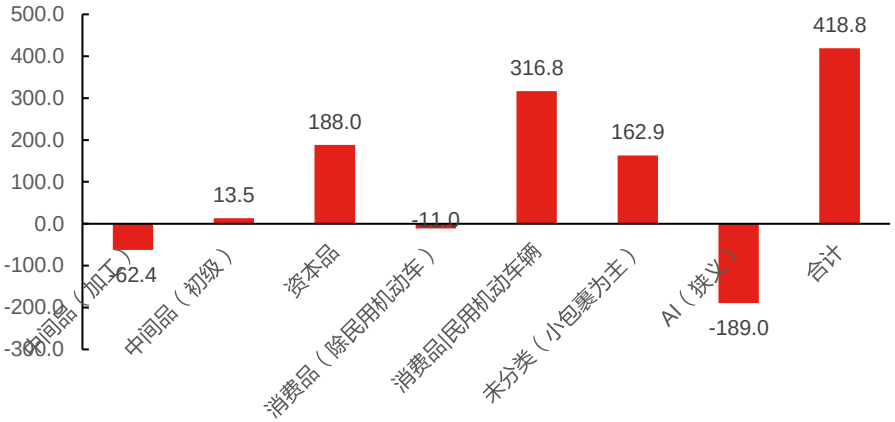
另一方面，AI 中游设备投资需求甚至改善了中欧贸易不平衡。2022 年恰是大语言模型爆发的前一年，但即便与 2022 年相比，中国对欧 AI 相关设备出口无论金额还是顺差均不增反降，原因有三：（1）美国"国家安全"管辖措施的外溢效应，抑制了欧盟自中国进口；（2）欧盟通信行业出口充分受益于全球 AI 投资需求，如前文所述的诺基亚等通信企业；（3）欧盟自身 AI 投资规模可能有限。斯坦福大学的数据显示，2025 年美国已有 5427 个数据中心，而德国、法国、荷兰、意大利、波兰五个欧盟国家（仅统计全球 TOP15 样本）合计仅 1461 个，与美国相距甚远。

在此背景下，外贸数据呈现两个特征：（1）2026 年二季度，中国 AI 相关产品出口（具体口径详见附录）同比高达 64.4%，其中欧盟仅贡献 3.5 个百分点；（2）与 2022 年相比，2025 年 6 月—2026 年 5 月中国对欧 AI 相关商品出口顺差反而收窄 227.2 亿美元，主因是中国自欧盟进口的网络通信设备规模明显增长。

图 1：与 2022 年相比，2025 年 6 月-2026 年 5 月中欧贸易顺差扩大来源分解（亿美元，正代表中国对欧顺差扩大）

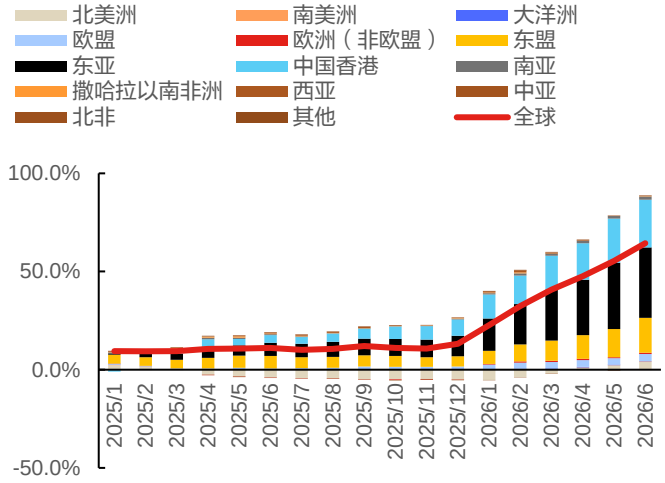
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



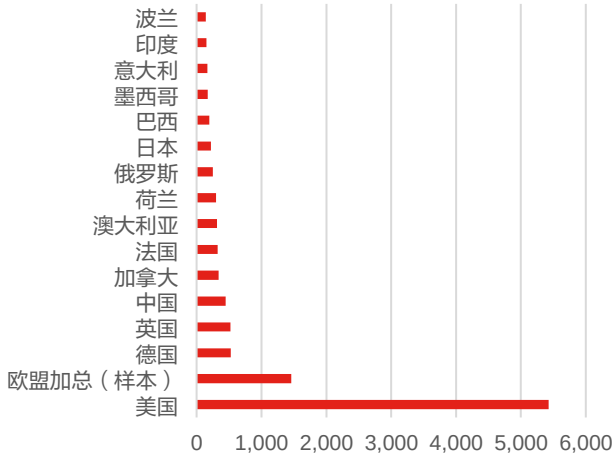
数据来源：Trademap，东方证券研究 备注： AI（狭义）从中间品、资本品和消费品中各提取了一部分商品，与其他不重合，主要是 AI 相关的中游设备，不含上游原材料

图 2：中国 AI 相关产品出口同比动能主要源于亚洲，而非欧洲（%）



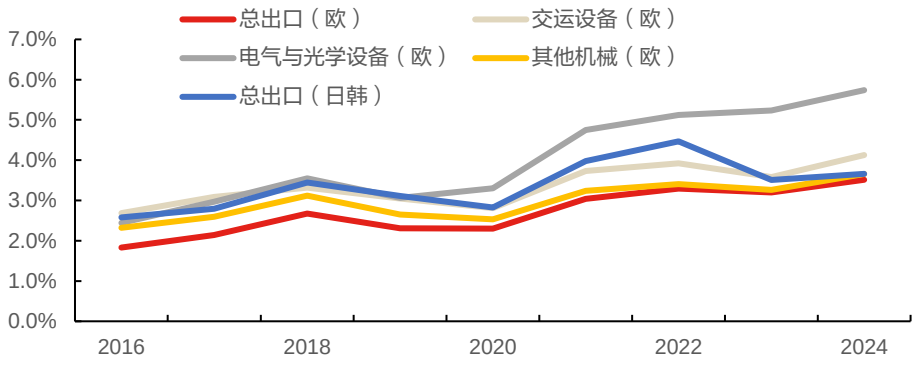
数据来源：Trademap，东方证券研究

图 3：2025 年全球各国数据中心分布情况（个）



数据来源：斯坦福大学，东方证券研究

图 4：中国部分出口商品中，增加值源于欧盟占比已经与日韩基本相当（%）



数据来源：ADBICIO，东方证券研究

制造业竞争力消长是贸易不平衡加剧的关键

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中欧产业关系正从"互补"逐渐演变为"竞争+互补"，在这一长期过程中，俄乌冲突后部分欧盟产业竞争力的加速衰落，是中欧贸易不平衡加剧的主因。2022年以来，无论是否考虑欧盟内部市场，中欧出口的相似度均明显上升，两地产业关系的转变显著加速。

在此背景下，中欧贸易差额长期扩大的原因，很大程度上在于欧盟长期以来引以为傲的中游装备制造业（资本品、汽车制造业）相对竞争力下滑。

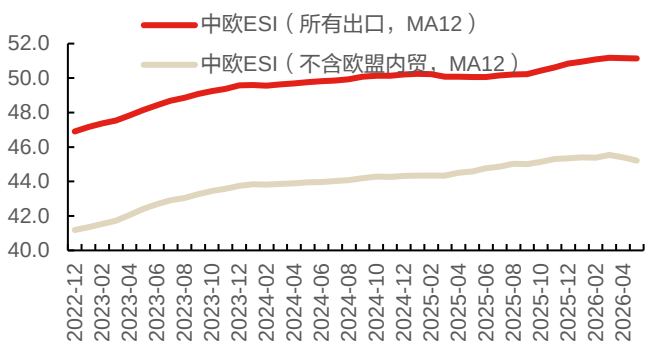
汽车尤为典型。2022-2023 年俄乌冲突影响边际缓解后，这一现象表现得最为充分，WTO 口径下，欧盟制造业全球出口份额明显反弹，服装（奢侈品）、机械（AI 基建相关）、化工等传统优势产业的出口份额均显著回升，服装、化工甚至超过疫情前水平；唯独汽车不增反降，从 44.8%降至 44.6%。同期，中国汽车出口量分别于 2022 年、2023 年先后超过德国和日本。此外值得一提的是，从金额看（Trademap 口径），中国对欧盟本土汽车市场的冲击已明显小于对全球的冲击，2022-2025 年，中国民用机动车辆全球出口份额上升 6 个百分点，明显高于其在欧盟市场进口份额 2.2 个百分点的升幅。

其余中游设备同理。与 2022 年相比，2025 年 6 月-2026 年 5 月，中国资本品（各类中游设备为主）对欧贸易顺差扩大 69 亿美元，约占总顺差扩大幅度的 16.5%。其中，通用机械、测量仪器、商用车辆（客车、货车等）、农业机械等欧洲传统强项，均呈现中国在全球出口份额和欧盟进口份额双升的局面，足以说明中国中游设备制造业竞争力的持续增强。

需注意，2023年以来中国出口存在以价换量的情况，数量口径的份额提升可能比金额口径更为显著，也招致了其他国家"以降价换份额"的指责，但价格因素可能并非中国出口份额提升的核心原因。2022-2025 年，中国资本品对欧盟和全球出口的加权价格分别下降 6.1%和 12.5%，同期民用机动车辆对欧和全球价格均下降 16%左右。从宏观视角看，价格下降确实不完全源于成本下降，这也为其他国家的贸易保护措施提供了口实。但值得强调的是，中国出口份额上升并非源于"价格内卷"：没有明确证据表明出口份额与出口价格存在负相关，HS6 细项口径下，份额与价格没有相关性；HS2 口径下甚至呈现一定的正相关。

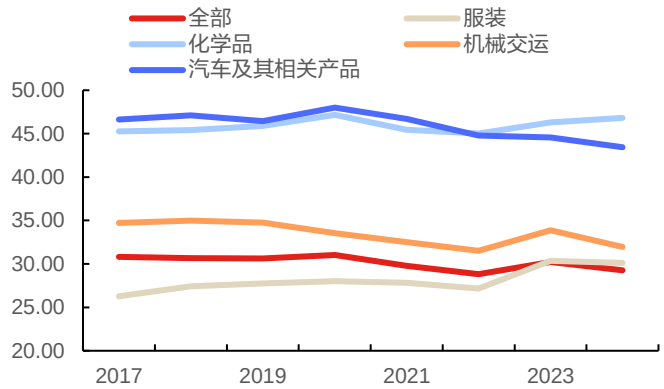
具体中欧贸易顺差由哪些重点分项贡献，详见附录。

图 5： 中国出口相似度指数 ESI



数据来源：Trademap，东方证券研究 备注：0 代表两国出口结构完全不同，100 代表完全相同；HS6 编码口径

图 6：欧盟的产业出口份额（WTO 口径，%）

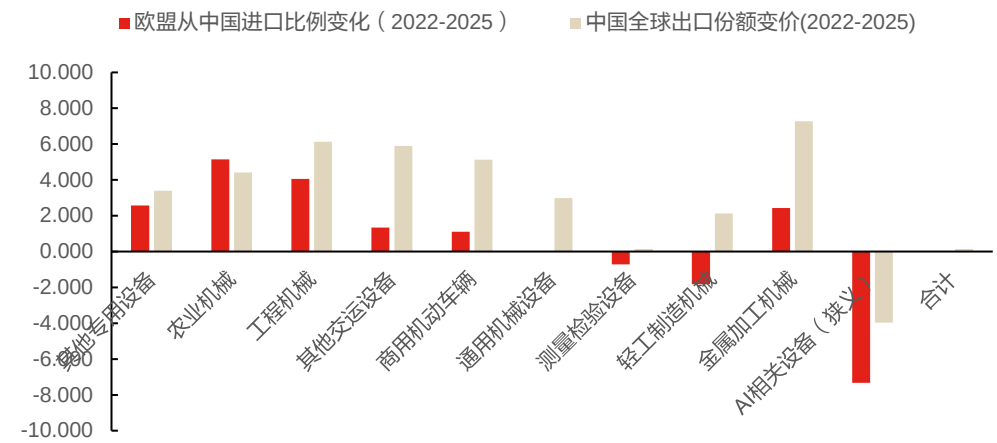


数据来源：WTO，东方证券研究

图 7：2022-2025 年中国资本货物出口份额及在欧盟进口中的份额变化（百分点）

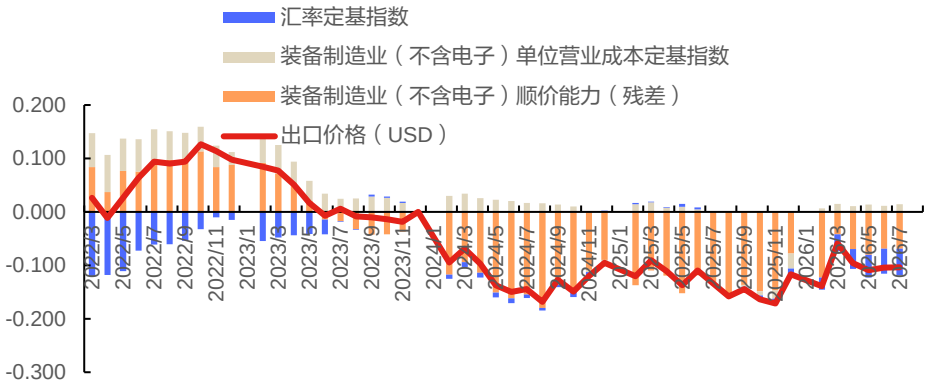
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



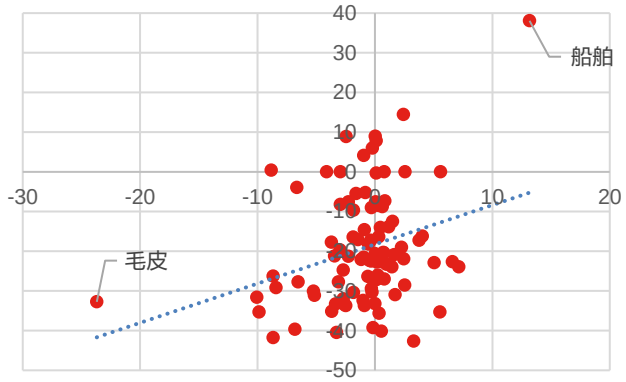
数据来源：Trademap，东方证券研究

图 8：中游设备出口顺价能力定基指数（2023 年 12 月=0）



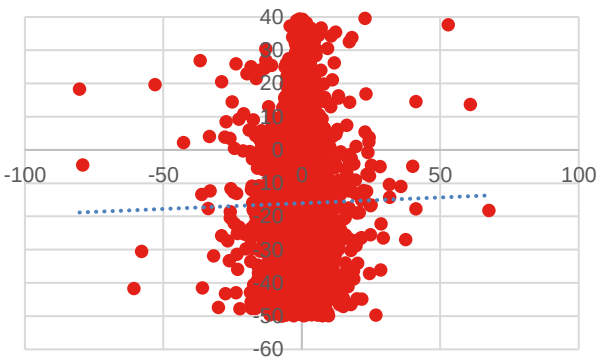
数据来源：同花顺，投入产出表，东方证券研究

图 9：2022-2025 年中国出口份额与价格变化情况（HS2 聚合，X:出口份额变化;Y：出口价格变化，%）



数据来源：Trademap，东方证券研究 备注：HS2 的聚合方法参考中国海关计算贸易指数的方法，但结果与官方有所不同，主要是因为底层数据是从 HS6 位编码开始聚合，而非中国海关使用的更细的口径，所以实际价格指数会与中国官方公布的有差异，因此本文只看变化值

图 10：2022-2025 年中国出口份额与价格变化情况（HS6，X:出口份额变化;Y：出口价格变化，%）



数据来源：Trademap，东方证券研究备注：样本只包含中国出口份额>1%的商品，否则规模太小，波动过大

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

内需不足是背景，不是主因

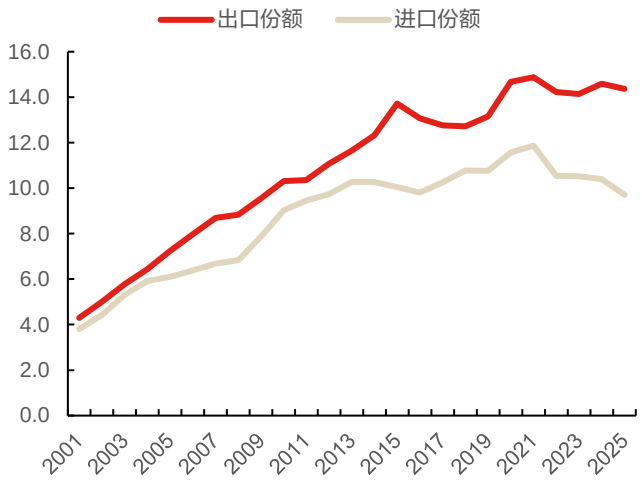
中国内需不足的问题客观上存在，但中欧之间的核心问题不在于此。

近几年中国出口与进口份额的分化加剧，确实是贸易不平衡扩大的原因之一：2021-2025 年，中国全球进口份额从 11.9%降至 9.7%，出口份额却仅从 2021 年的历史高位 14.9%小幅回落至 14.4%，两者差值明显扩大。**但就中欧贸易失衡而言，这并非主因。**

中欧贸易差额的扩大，不论是总体还是消费品分项，几乎可以由汽车产业的竞争力来解释。与 2022 年相比，近一年中国对欧消费品、资本品、中间品（不含原材料，仅工业零部件）顺差分别上升 308.8 亿、69.3 亿美元，中间品则收窄 135.6 亿美元。若再计入约 163 亿美元的小包裹顺差（HS6 位编码无法精确识别，但大概率与 SHEIN、TEMU 等跨境电商的快消品小额包裹有关），中国对欧消费品顺差扩大近 472 亿美元，这表面印证了"内需不足、内卷外溢"的逻辑。但仅民用机动车辆（电车、油车、摩托车、高尔夫球车等）一类就贡献了 316.8 亿美元的顺差扩大（尚不含民用车零部件的 98.5 亿美元），剔除之后，消费品顺差的实际扩大幅度显著收窄。

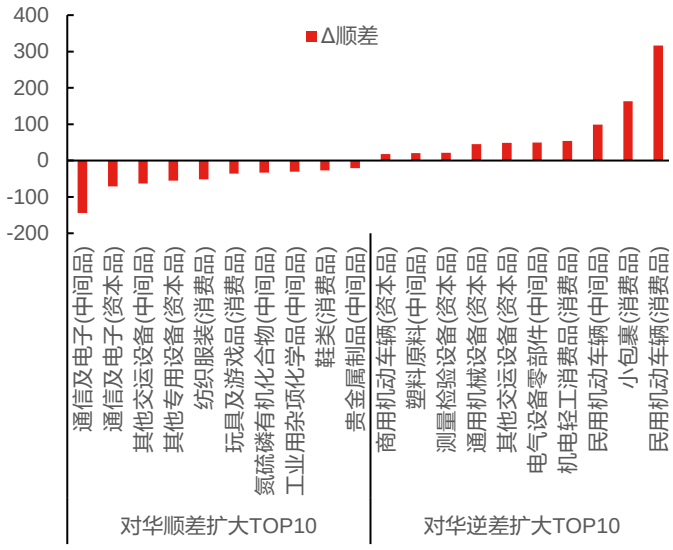
服装、鞋靴、玩具等传统消费品反而是中欧贸易不平衡的改善项。国内内需偏弱导致奢侈品市场有所萎缩（据贝恩咨询，2025 年中国奢侈品市场规模下滑 3%-5%），中国自欧盟进口消费品的金额因此承压，纺织服装、玩具、鞋类等品类均如此，但中国已将一部分传统制造产能向外转移，对欧出口传统消费品的下滑幅度更大。两相抵销之下，纺服、玩具、鞋类等品类反而缓解了中欧贸易不平衡。

图 11：全球范围内，中国进出口份额走势逐渐分化（%）



数据来源：WTO，东方证券研究

图 12：与 2022 年比，2025 年 6 月-2026 年 5 月欧盟对华贸易差额变化幅度贡献前十位和末十位（亿美元）



数据来源：Trademap，东方证券研究 备注：小包裹知道的其实是 Trademap 中的 Commodities not elsewhere specified，包含但不仅限于小包裹

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

10 月中欧贸易谈判在即，先控局，再解题

美伊局势和欧盟自身经贸压力抬升中欧摩擦烈度

中国依然强调通过沟通合作动态解决贸易不平衡问题。2026 年 7 月《人民日报》"钟声"文章明确提出，中欧经贸关系"应该也完全能够在发展中实现动态平衡"。2026 年 9 月 21 日，王毅再次表示，中德双方有必要加强战略沟通，增进彼此互信，深化务实合作，释放两国共同维护多边主义和自由贸易的积极信号，增强外界对中德关系发展的信心，也为中欧关系发展发挥建设性作用。

但客观来说，当贸易不平衡开始影响当地政治、经济、社会的稳定性，欧盟内部反对贸易保护主义的声音正在减弱，德法这两个欧盟政治核心之间的对华贸易方针分歧也随之收窄。边际变化的关键在于，当中欧顺差扩大的来源不再是互补型产品（如消费品），而是涉及欧洲赖以生存、提供大量就业的传统优势企业时，当地社会经济受到的冲击尤为显著。德国的立场转向是最典型的证据——内部政治压力正迫使德国在贸易问题上对华转硬，从 2026 年 2 月总理默茨访华，到 5 月"愿意探讨"加码贸易防御措施，再到 7 月"必须解决这种不平衡"，至 9 月已升级为德国政府正准备推出近年来力度最大的一揽子对华经济安全措施。

短期内贸易顺差大幅收缩引发的社会和政治压力，是欧盟对外经贸诉求持续升级的主因。

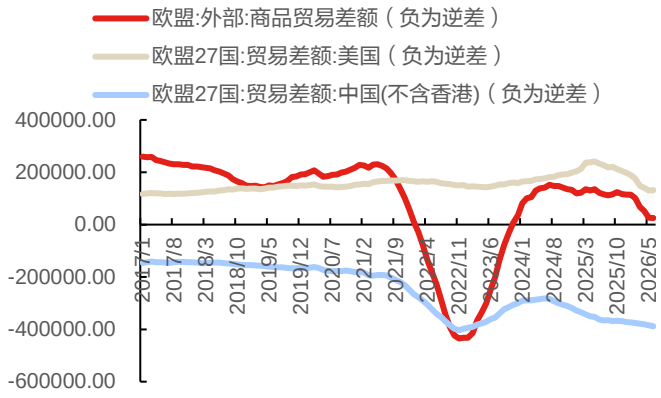
- **从外部动因看，美国关税政策持续发酵叠加美伊冲突升级，是近一年欧盟贸易数据急剧恶化的主要原因。**自 2025 年三季度起，欧盟对外商品贸易顺差持续收窄，内部经济压力显著攀升。以 12 个月滚动累计值衡量，2024 年 6 月、2025 年 6 月欧盟对外商品贸易顺差分别为 1410 亿、1215 亿欧元，到 2026 年 6 月已大幅收窄至 252 亿欧元。究其原因，压力主要源于能源价格波动与美国关税压力：同样以 12 个月滚动口径计算，2025 年三季度起欧盟对美顺差快速收窄，截至 2026 年 6 月同比已收窄 1019 亿欧元，收窄幅度约为同期对俄贸易顺差上升规模的 10.7 倍。对华方面，2026 年 6 月欧盟对华贸易逆差同比扩大 259 亿欧元，疫情后确实仍在持续恶化，但这属于长期趋势性慢变量。
- **鉴于美欧之间的能源和军事安全关系，面对外贸条件短期内急剧恶化的政治压力，欧盟也难以直接向美国表达不满，最终只能将短期经贸和政治压力加速转嫁给中国。**2026 年 9 月，欧洲对外关系委员会（ECFR）发布的最新调查报告《Future nostalgia: Europe's unfinished song》提及当前民众对欧盟政府的不满；同期，极右翼的德国选择党（AfD）以 43.8%的得票率成为州议会第一大党。两件事共同表明，欧盟内部的经济压力已不容忽视。但在俄乌冲突叠加美伊冲突的背景下，欧洲对美国的能源和安全诉求愈发强烈，即便美方是 2025 年三季度以来欧盟顺差承压的主因，欧盟也只能将压力传导至其他地区。因此，2025 年三季度以来，中欧贸易摩擦在电动汽车、钢铁等领域持续升级，这一态势在 2026 年表现得更为显著。

图 13：2026 年欧盟对外贸易差额快速恶化（百万欧元）

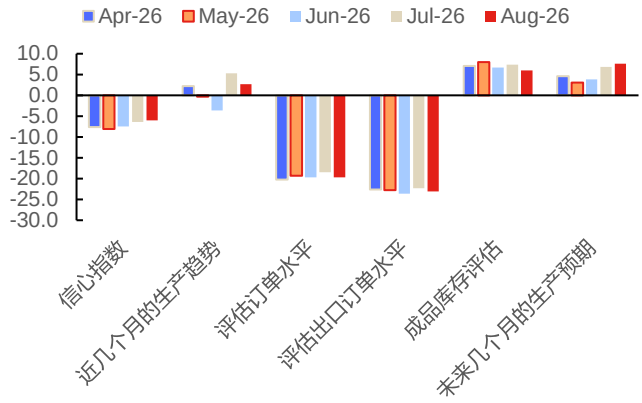
图 14：欧盟工业信心和订单情况持续低迷

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

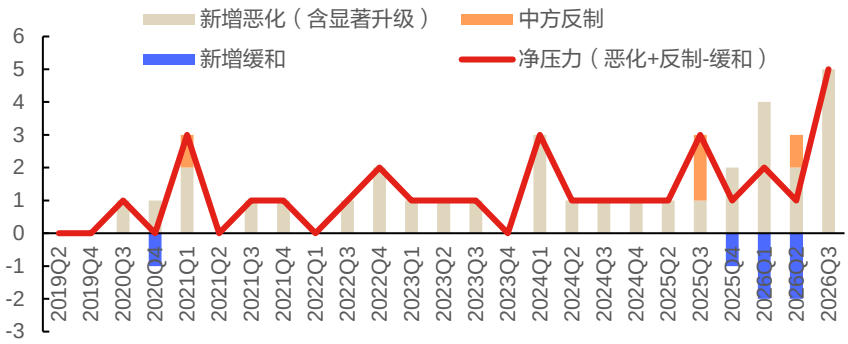


数据来源：同花顺，东方证券研究



数据来源：Eurostats，东方证券研究

图 15：中欧贸易新增压力事件数量（截至 2026 年 Q3）



数据来源：欧洲议会，清华大学国际金融与经济研究中心，公开新闻媒体，东方证券研究 备注：季度净压力 = 新增恶化（含显著升级）+ 中方反制 – 新增缓和；数据只看事件数量，不细分事件强度，不算显著升级的事件，包括复审、终裁、展期等，属于新增恶化的，包含关税上升，增加制裁规模等；中方反制：中方针对外方措施的反制性行动（加征反制关税、列入不可靠实体清单、出口管制、对等制裁等），单列一类，与“恶化”分开统计

有望通过短期措施控制摩擦升级态势 ，达到有限缓和

本轮中欧贸易投资磋商机制下设贸易和投资平衡、出口管制、知识产权、世贸组织改革四大工作板块，其中贸易平衡问题仍是欧盟的核心诉求。2026 年 6 月 29 日，该机制在布鲁塞尔正式启动并建立联合监测机制，时隔七年重启中欧高层常态化经贸对话。经过 8 月 31 日北京筹备磋商，双方将于 10 月 8-9 日举行机制第二次会议，这将是观察本轮谈判成果的关键窗口。

目前欧盟内部呈现"强硬但有限度"的双重立场，仍有争取时间的谈判空间。据欧方表述，欧盟委员会将敦促中国就化解双方持续扩大的贸易逆差作出明确承诺，期望中方在 10 月初、即欧盟领导人峰会之前拿出初步行动方案；欧方并称，若届时无法取得"切实成果"，将考虑更快、更积极地动用现有贸易工具，甚至包括"关闭市场"的选项。与此同时，欧方仍反复强调对话轨道是唯一现实路径，为谈判保留了余地。**欧洲议会最大政党联盟欧洲人民党（EPP）正起草聚焦对华经贸政策的文件，预计 10 月定稿，与 10 月 15 日欧盟领导人峰会形成配合，为欧方要价设置时间约束。需注意，中方并未认可这一时限——**中国商务部在 9 月 3 日发布会上明确表示，中欧磋商应坚持平等地位，不能单方面要价、附加条件，更不能动辄以关闭市场相要挟。但不可否认，随着欧盟领导人峰会临近，这一窗口已成为检验磋商机制实效的关键节点，且双方均无放任谈判破裂的动机。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：中欧磋商机制四大核心板块

板块	核心内容
贸易和投资平衡	核心板块，聚焦逆差问题、市场准入和贸易流向。建立联合监测机制，实时交换贸易数据、监测贸易流量
出口管制	重点讨论稀土、关键原材料等。双方肯定已有对话成果，同意加强信息交换并采取便利措施，维护全球产供链稳定
知识产权	加强保护与合作交流
WTO 改革	共同推动 WTO 实质性改革，提升其权威性和有效性。

数据来源：中国商务部，东方证券研究

从 2026 年 6 月机制启动以来的接触看，双方诉求在时间轴与目标层面存在一些错位。产生这一反差的原因在于：欧盟需要的是短期内可量化的外交"成绩单"，以缓解当下政治压力，而如前文所说，当下欧盟贸易差额急剧恶化的原因在美国，中国能够提供的并非"速效药"。

- **中方诉求主要集中于制度与原则层面。**2023 年中欧贸易摩擦升温以来，欧盟已基本完成对外贸易措施的法律体系建设，全面覆盖传统贸易救济、跨境投资审查、出口管制等重点领域。2026 年 6 月以来，中方要求欧盟停止使用单边经贸工具（如反对新增的钢铁保障措施等），并就逆变器融资禁令、《网络安全法》修订草案、《工业加速器法案》等问题提出关切；要求平等谈判地位，反对单方面要价、附加条件，反对动辄以关闭市场相要挟；要求《外国补贴条例》（FSR）跨境执法收敛，停止跨境强制取证、缩窄域外适用。
- **欧盟诉求则更为具体。**要求中方在 10 月初前提交化解贸易逆差的初步行动方案；要求市场准入与政府采购对等开放，明确指向消除"对华出口壁垒"，尤其是医疗器械、农产品、汽车等非敏感商品；要求简化稀土等关键矿产的出口审批程序。
- **然而，贸易不平衡积弊已久，只能从中长期求解，短期巨大的政治压力与中长期解决方案之间存在明显的时间差。美国关税落地与美伊冲突等地缘冲击导致欧盟贸易环境急剧恶化，欧方不可能从中方获得"速效药"，只能试图以中长期经济方案缓解短期急性的政治压力——这一错配是贸易摩擦升级风险的主要来源，欧方对此亦心知肚明。**2026 年 9 月，谢夫乔维奇作出既务实又强硬的表态："仅凭一次北京之行不可能彻底解决巨额逆差问题，但必须启动这一进程，且需要双方共同参与"；"如果我们无法证明这条路行得通，就会面临巨大的政治压力去寻找其他解决方案"。

在此背景下，10 月谈判的成果或将主要集中于具体、可交付的措施层面。中方可以做出一些短期的有限让步以表示诚意，为中长期机制设计争取时间窗口，例如：扩大自欧商品采购清单，便利化市场准入与审批程序，敲定电动汽车价格承诺方案，安排混动车等对欧出口节奏，暂缓或降低现有贸易措施强度等。**相比之下，在四大板块达成系统性共识，乃至深入跨境投资、市场准入、补贴等核心议题，可能需要更长时间。**

具体中欧诉求梳理内容详见附录。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

双方长期机制的探讨比短期措施更值得关注

客观而言，只依靠短期方案，无法说服欧盟选择友好方案——无论对企业端还是财政端，友好方案的让利空间都存在明确上限。以最极端的情形为例，彻底取消部分商品的出口退税机制、将这部分利润全部收归财政端，价格调整幅度至多也只有约 13%（对应当下增值税率上限），而中欧之间相当多商品的成本差距远不止于此。采购端的空间同样有限：欧盟的飞机、先进机械、医疗设备等中游设备仍保有一定竞争力。若只看资本品，以及消费品中较具对冲潜力的猪肉（化妆品、服装、鞋靴等奢侈消费品难以依靠政策推动居民购买），即使通用机械、测量检验设备、金属加工设备（机床等）、医疗设备、轻工制造机械、猪肉、飞机这几项的进口金额全部恢复到 2022 年水平，也仅能对冲 74.5 亿美元的中欧贸易差额。

这意味着，友好方案无法从根本上抹平竞争力差距（汽车即为典型），欧盟将不可避免地更多动用关税等对华不利的工具。要让中欧贸易摩擦的升温风险系统性下降，10 月中欧谈判的"成交门槛"需要高于短期措施本身——采购协议、退税调整、最低出口价与配额，只能构成短期降温条款，难以被欧盟视为贸易不平衡风险已经缓解。10 月谈判的价值不在"解题"而在"开局"，为长期机制争取时间窗口。

此外值得一提的是， 74.5 亿美元这一采购改善顺差的估算本身已属乐观：

（1）欧盟订单兑现能力不足，中国订单难以顺利转化为实际外贸数据。即便中国扩大对欧下单，欧盟制造业的产能瓶颈也可能导致订单无法按期交付，进口恢复至 2022 年水平的可能性极低——这不是技术问题，而是欧盟供应链能力的问题。以飞机为例，据第一财经报道，近年来空客在华大单不断，到 2025 年其在中国市场的份额超过波音、达到 55%，中国已连续多年成为空客最大的单一国别市场；但空客发动机供给不足才是制约对华出口的症结——2024 年其储备订单已高达 8658 架，年交付能力却仅 800 架左右。这从根本上解释了为何中国自欧盟的飞机订单不断增长，进口金额反而持续下滑。还需注意，2025 年中国才开始大规模管制稀土出口，2024 年及以前，欧盟仍能较为稳定地获得高性能发动机所需的关键矿产。

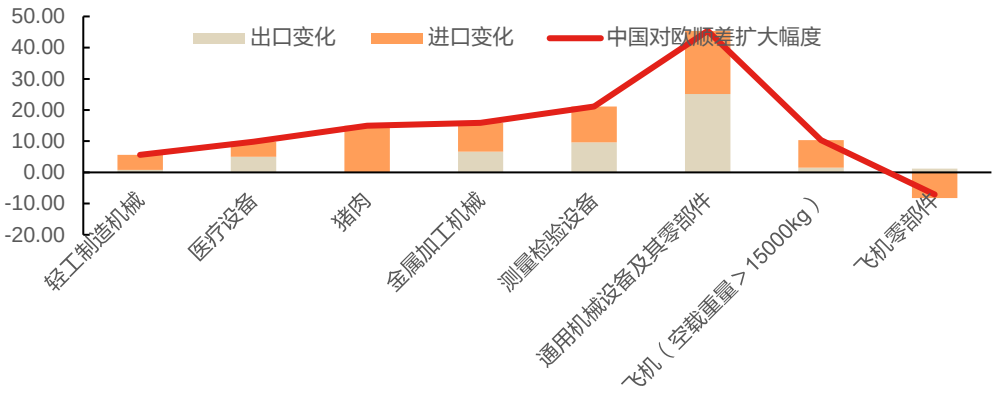
（2）为克服欧盟生产经营条件恶化对订单交付的影响，欧盟企业已选择在华建厂。这意味着只观测产成品、忽略中间品的数据结构变化，会高估采购协议对贸易差额改善的真实效果。仍以飞机为例：与 2022 年相比，2025 年 6 月—2026 年 5 月中国自欧盟进口飞机规模下降 8.8 亿美元，拉低欧盟对华顺差 10.37 亿美元；但与此同时，随着空客在华总装线产能不断提升（2025 年 10 月天津 A320 系列飞机第二条总装线正式投产），中欧飞机产业链的联系正通过零部件贸易重构——同期中国自欧进口飞机零部件大幅增加 8.3 亿美元，推高欧盟对华顺差 7.1 亿美元，约相当于欧盟飞机对华顺差收窄幅度的 70%。德企的布局逻辑同样如此，据新华社报道，2026 年上半年德国企业对华投资继续保持较高水平，新增投资同比增长约三分之一；德企普遍认为，在中国市场积累的经验有助于其在全球竞争中取胜。

（3）欧盟有市场准入开放诉求，但欧盟产品在中国市场的吸引力存疑。欧盟一直要求改善欧洲企业对华投资的市场准入，根据其 2023 年的表述，希望中国降低农产品、医疗设备、化妆品和婴儿奶粉等品类的准入门槛。客观而言，在中国自身产品竞争力日益上升的背景下，放开这些品类的风险并不高，真正的悬念在于，准入放开之后，欧盟产品是否仍足以吸引中国消费者。

图 16：可能涉及中国采购协议商品涉及的进出口和贸易差额变化情况（亿美元）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Trademap 东方证券研究 备注：所有数据的对比区间均为 2022 年与 2025 年 6 月-2026 年 5 月；进口为正代表中国从欧盟进口变化其实是下降的，对顺差是正贡献，反之亦然

中欧经贸如何在发展中实现长期动态平衡？

长期外部动态平衡有三个核心问题需要解决

习近平总书记曾指出，我们遭遇过很多外部风险冲击，最终都能化险为夷，靠的就是办好自己的事、把发展立足点放在国内。这一判断对当下依然成立：扩大内需是管理好贸易顺差的基本盘，也是中方自己可以掌控的变量；如何通过谈判，以价格承诺、配额、降低出口退税、规范出口补贴等方式将利润留在国内，并将其转化为国内需求，正是"办好自己的事"的重要课题之一。事实上，中国已有相当多品类在国际上具备充分竞争力：按 HS6 位编码测算，中国占全球的出口份额约为 16.7%，其中约 25.4%的出口额（1.3 万亿美元）已具备绝对竞争力，全球份额超过 50%；另有 23.9%的商品（4629 亿美元）市占率快速上升，2022-2025 年份额提高了 4 个百分点（年均超过 1 个百分点）。

时至今日，中国经济体量已十分庞大，仅靠内需这一条腿，无法解答中欧之间的结构性问题。如前所述，即便几大类欧盟仍有竞争力的品类，自欧进口全部恢复到 2022 年水平，也仅能对冲 74.5 亿美元的贸易差额。因此，中欧贸易要在现有产业经济和政治框架内实现长期动态平衡，调整难度已经很大，与外部协同合作已经至关重要。

而且需要认识到，欧盟及其他国家的反对，并不完全源于贸易不平衡本身，而是源于不平衡对当地政治与社会稳定造成的冲击。因此，动态平衡的本质，不是把贸易差额做小，而是在中国产业竞争力持续上升不可逆的前提下，为欧盟在价值链上找到新的位置，并把失衡的再调整过程制度化，使其不至于溢出为政治对抗。围绕这一命题，有三个核心问题必须回答。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

产业之问：如何对冲新旧技术路径交替中，旧路径工业国的衰退？

我们在《乌云的金边：地缘风险释放后再看中国制造出海》中曾指出，全球处在新旧生产技术路径和制造中心交替的周期中，旧技术路径工业国的贸易不平衡必然加剧。这是一般规律，历史上新晋工业国挑战老牌工业国时反复上演；叠加各国贸易壁垒的存在，低效产能无法顺利退出，结构性产能过剩难以避免，全球制造业利润承压，旧路径国家赖以生存的行业衰退，进而产生社会和政治压力。上世纪德日制造业崛起、反超美国的过程中，这一机制表现得十分突出。

这意味着，对冲失衡不能靠抑制新兴产能，只能靠为老牌工业国提供新的就业与增长来源。中期出海投资由此成为最关键的解决方案，但投资的方式必须突破传统路径——不能只停留在直接竞争行业设厂，而要系统性地参与承接国产业竞争力的建设。需要强调的是，这类投资的成效存在方向上的不对称，先进工业国向传统工业国投资往往能够成功——当地产业从无到有，基建等敏感领域的进入阻力也相对较低，投资可以系统性地提升当地竞争力；而先进工业国之间的同类投资往往容易失败，因为制造业核心领域早已存在大量本土利益。日本汽车企业赴美投资就是后者的典型案例：美方当时给出的本土化要求已十分严苛，无论美日企业，只有美产零部件占比超过75%才算"美国车"，但日企投资带来的岗位仍被美国本土企业的流失完全抵消，只是换了一种形式冲击美国经济。对中国而言，教训很明确，整车厂式的直接投资无法平息政治反弹，投资的出路在于进入基建、供应链配套等非零和环节。**值得注意的是，这些环节恰好切入欧盟当前最痛的短板，绿色产业是欧盟的战略支柱，而其绿色竞争力加速下滑的根源之一正在能源；但正因其触及欧盟核心利益，这类投资对双方互信的要求远高于价格承诺、关税安排，以商业性项目、少数股权等方式进入，可在一定程度上降低敏感性。**

这意味着，对冲失衡不能靠抑制新兴产能，只能靠为老牌工业国提供新的就业与增长来源。中期出海投资由此成为最关键的解决方案，但投资的方式需要高度依赖于双方的同步合作，不能只停留在直接竞争行业设厂，而要系统性地参与承接国产业竞争力的建设，而这比价格管制、关税等措施提出了更高的双方互信的要求。投资改善当地经济水平往往在先进工业国向传统工业国投资时更容易出现，这是因为当地产业是从无到有，且一般先进工业国假如到基建等国家敏感领域建设的难度较低，是系统性提高当地的竞争力。但反过来，先进工业国之间的这种投资行为往往会失败，因为这些涉及制造业竞争力的核心领域往往已经有大量本土利益，日本汽车企业赴美国投资的是典型的的失败案例。当初美国给的规定是，不论是是美国还是日本公司，美产零部件超过75%即算"美国车"，对零配件的美国附加值率要求已经十分严苛，但结果是，日企投资带来的岗位被美国本土企业流失完全抵消，只是以另一种形式冲击了美国经济，美国的汽车制造业仍在凋敝，美国本土缺乏支撑制造业竞争力的客观环境是关键。

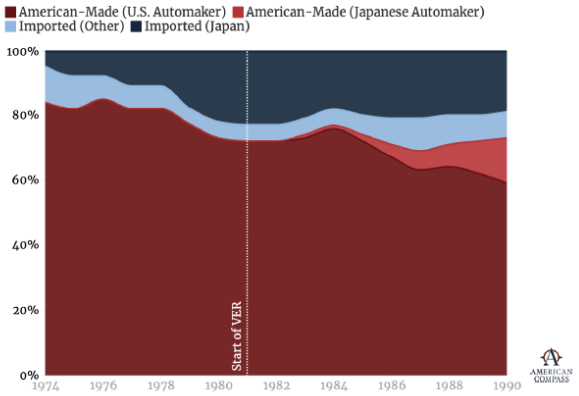
在这种背景下，这类深入到基建等核心环节的投资能否发生，取决于两类前提性制度安排：一是跨境资产保护机制（有形资产），二是知识产权保护机制（无形资产）。中国企业的海外投资一旦可以被随意征用、利润可以被随意剥夺，任何中长期方案都无从谈起。

图 17：当初日本车企赴美投资，加速了日系车在美的销售占比上升速度（%）

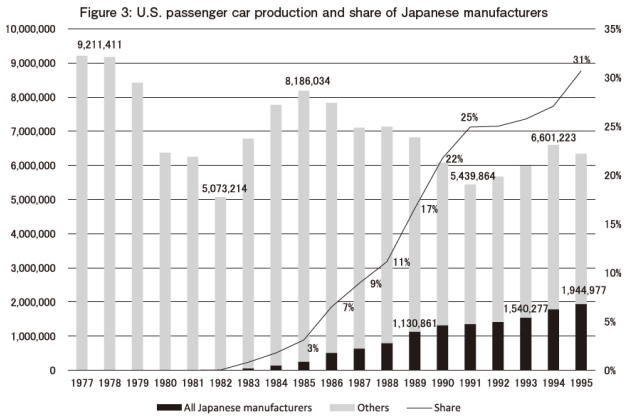
图 18：日系车企赴美建厂后，美国本土车产量快速下降

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：《The Import Quota That Remade the Auto Industry》备注：图中占比按销售量计算，原文的 Figure 1



数据来源：《A review of Japanese voluntary export restraint (VER) on automobiles》

技术之问：当 AI 动摇产业转移的规律，"以转移换平衡"的旧剧本如何调整？

2025 年以来的研究已经指向一个方向：自动化技术显著降低了高收入国家产业回流对劳动力的需求（Firooz, Leduc & Liu, 2025），使生产从发展中国家回流高收入国家在经济上日益可行（Faber, Kilic, Kozliakov & Marin, 2025）。AI 与机器人技术正在把生产成本结构从"劳动力+资本+技术"改写为"劳动力+AI（及能源）+资本+技术"。一旦如此，二战后的重要经济规律之一将被动摇，高收入国家凭借资本、技术和基础设施优势，可在本土高效生产，而不必外包给低劳动力成本国家。

这对中欧平衡的含义是深远的：过去四十年，发达国家通过接纳产业转移分享全球化的逻辑正在被改写。如果转移不再发生，欧盟靠承接中国产能实现再平衡的旧路径就将关闭，中欧平衡必须寻找新的载体，AI 基础设施、能源合作、标准互认等，都是潜在的新接口。

值得注意的是，中方其实已经开始提供这类长期方案，但目前只面向发展中国家，像欧盟这种老牌发达国家并不在此前中国的方案当中。中方在金砖国家会议和人工智能发展大会上提出，未来 5 年面向发展中国家提供 5000 个人工智能专题研修培训名额，而欧盟等老牌发达国家尚未被纳入这套方案之中。**如何让欧盟接受中国的人工智能架构和倡议，并补上这段空白，是需要探讨的内容。**

规则之问：拿什么标尺衡量"失衡"与"方案的效果"？

围绕中欧"不平衡"的争论，必须要形成一套统一的衡量框架。商务部 2026 年 7 月 28 日发布的《关于所谓"产能过剩"问题的中方立场》已明确指出，"顺差在中国、利益在各方"——中国出口中相当部分增加值来自欧盟企业，欧盟在华投资企业是中国出口的重要主体——正是任何新衡量体系必须正视的核心问题。更宏观地看，中国货物贸易虽有较大顺差，但服务贸易与投资收益均为逆差，整体经常账户顺差占 GDP 比重约 3.7%，处于国际公认的合理区间；考虑到中国经济体量仍在扩大，仅以货物贸易顺差论失衡，失真程度将越来越高。

除此之外，跨境投资规模、技术合作进展、知识产权合作进展等，也应系统性地纳入这一衡量框架。在 WTO 多边框架效力减弱的背景下，至少在双边层面设计一套双方有共识、可量化、可复盘的监测体系。这一衡量框架不应只统计货物贸易流向。双方针对贸易不平衡问题的协作进展，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

如采购清单的兑现情况、市场准入的放宽幅度、价格承诺的执行效果等，也应统筹纳入考量，作为评估各项方案效果的共同依据。

如何确保中国企业的价值？

在贸易不平衡不断加剧的背景下，如果借用企业的估值模型作比，中国在分子端（当期利润）作出短期让步可能已是必选项，只是不同方案下利润的分配方式截然不同。对中国相对友好的方案是提价承诺、配额、降低出口退税等，提价承诺与配额更多将利润留在中国企业，降低出口退税则将利润回流中国财政，后续用于提振消费与投资均有所帮助；反之，关税等工具本质上是把利润保留在欧盟内部的方案，对中国利益影响更大。

如前文所述，友好方案的让利空间存在明确上限，欧盟终将更多地动用关税等对华不利的工具。因此，守住分子端远远不够。对中国企业而言，确保价值不受损的根本，在于中长期海外生产经营的稳定性，即估值模型的分母端同样重要。**分母端取决于两类制度安排，而两类安排共同的前提，是中国在国际规则和框架制定中争取更多话语权，从规则接受者转向规则共建者：**

- **一是跨境资产保护与知识产权保护**，这是推动跨境投资，动态平衡地区间产业竞争力的起点；
- **二是货币金融体系的保护。**人民币国际化的现实意义正在于此——它可以降低中国企业在海外的融资成本与汇率结算风险，同时也是防范金融胁迫的保险。

不过必须承认，上述方向并非新提法，迟迟未能落地有其结构性原因。与表层的价格、退税安排相比，这些议题往往触及地区主权问题（如货币主权、制度主权），并与地缘政治深度绑定，敏感程度不可同日而语，在其中一方政治无法维持稳定的情况下，形成共识的难度极大。具体而言：

- **一是产业升级与主权议题相互缠绕，使经济问题泛安全化。**AI、绿色转型等产业升级方向，以及货币主权相关领域，本身就是国家间谈判的敏感区：前者涉及未来产业主导权与技术标准的归属，后者涉及货币发行、支付清算与金融数据的管辖权，任何安排都可能被解读为让渡核心权力。更棘手的是，在欧盟"经济安全"话语体系下，这类议题正被系统性安全化——5G 与华为中兴的遭遇、《网络安全法》修订草案将监管延伸至 18 个关键行业、绿色产业补贴之争，均表明即便纯商业性的合作，一旦落入这些领域，也极易被重新定义为安全议题，谈判空间随之大幅收窄。

- **二是中欧贸易谈判从来不只是双边博弈，而是中美欧三方互动的过程。**即便顺利达成中长期方案框架，在欧盟政治环境不稳的情况下，协议能否落地、落地后能否顺利执行，都需时间检验。对于当下，风险一方面源于欧盟内部，德法等欧洲大国的政治稳定性正在经历考验；另一方面，也源于美国的外部压力，可能迫使欧洲牺牲自身产业竞争力，交换能源安全和军事安全保障。2025 年 10 月爆发的荷兰安世半导体事件即为典型，荷兰以牺牲自身半导体产业利益的方式，协助美国实施出口管制。该事件的后续走向颇具启示——截至 2026 年 8 月，安世中国已完成从 6 英寸、8 英寸向 12 英寸工艺的重大升级，过去 11 个月向全球数千名客户交付逾 400 亿颗芯片，实现 100%本土生产且未出现质量问题，平稳渡过危机；而安世荷兰产能仍停留在 6 英寸和 8 英寸晶圆水平，荷兰乃至欧洲在车规芯片制造领域的市场地位已显著下滑。这一案例表明，外部胁迫能够制造短期的供应链混乱，但无法改变竞争力的长期分布。

  《中欧全面投资协定》（CAI）的遭遇也是前车之鉴。该协定于 2020 年 12 月 30 日达成，但旋即遭遇多重逆风：2021 年初，时任德国总理默克尔已临近任期尾声、处于权力交接关键

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

期，即便其仍亲力亲为推动，政治环境已然不稳；叠加拜登政府上台后转而谋求"修复"盟友关系，一系列制裁事件爆发之后，协定无疾而终。这一教训充分说明：动荡的政治环境对新生且根基不稳的宏大协议尤为致命。

中欧经贸谈判的实质，是中国出海投资走向深化必须跨越的第一道关卡，也是检验"怎么投"的第一块试验场——而国内制度建设的回应已经先行一步。2026 年 7 月 1 日，《国务院关于对外投资的规定》（国令第 837 号）正式施行，这是中国对外投资领域的首部行政法规。表面看，这部规定以"管"为主——核准备案、安全审查、敏感技术与数据出境限制，似乎收紧了对外投资的闸门；但结合其"促进对外投资高质量发展"的定位，其真实指向是引导而非限制，即避免盲目、扎堆式的对外投资在海外形成新的市场冲击与抵触情绪，反过来加剧贸易不平衡。与此同时，规定专设投资者保护条款：投资者在投资目的国遭遇投资壁垒的，商务主管部门可以组织调查并采取必要措施；对任何国家违反国际法采取的歧视性禁止、限制措施，可依《反外国制裁法》等采取相应反制——企业海外权益的保护，由此从个案应对上升为国家法定职责。**可以说，10 月谈判是在为出海企业争取分母端的国际制度环境，而 837 号令则是在建设分母端的国内制度底座。**

对中国企业价值的分析框架，同样适用于理解出海链资产的定价：竞争力决定分子，制度环境决定分母。当前出海链资产面临两项压制——美伊冲突带来的经济不确定性，以及贸易摩擦带来的政策不确定性，前者经由能源价格与避险情绪传导，后者则直接抬高风险溢价。需要强调的是，摩擦本身不会因一次谈判而消失，但控局的意义，在于将不确定性从"失控风险"降级为"可定价风险"；份额逻辑（分子）早已成立且不可逆，而 10 月谈判及其后的机制化进展、837 号令所代表的国内制度建设，以及中国产业链自主可控能力的积累，共同决定的是分母端风险溢价收敛的速度。从这个角度看，分母端的制度建设——而非分子端的短期让利——将是未来出海链企业价值提升的关键所在：分子端的竞争力在中国企业手里，分母端的确定性，则要靠中欧之间以及中国自身规则体系中的每一点增量来积累。分母端的确定性，则要靠中欧之间以及中国自身规则体系中的每一点增量来积累。

因此，10 月谈判不只是外交事件，更是出海链资产风险溢价重定价的第一个观察点——这也正是"中欧谈判是探索外贸动态平衡之路的新起点"在资产价格上的含义。从行业结构看，下述分母端逻辑的行业映射清晰可见。**汽车是当前摩擦最集中的领域，**若电动汽车价格承诺方案顺利落地，其风险溢价有望率先收敛；**绿色经济链取决于谈判能否沿"非零和环节投资"的方向推进**，绿能基建、供应链配套等环节的政策风险溢价有望得到缓解；**AI 与电子链取决于中方前沿科技合作方案能否扩展至欧盟，**欧盟 AI 基建缺口巨大，合作一旦打开，将为算力与网络设备出海提供第二增长空间。

风险提示

中欧谈判进展不及预期，欧盟贸易保护措施超预期升级。如前文所述，本轮谈判需触及市场准入、补贴、跨境投资等深层次议题，双方分歧消解需要时间，短期内贸易摩擦仍存在反复升级的风险。

美伊、俄乌局势进一步恶化。军事安全与能源供应是当下欧盟对美依赖度上升的重要原因，若两场地缘冲突进一步升级，欧盟的对外政治立场与经贸决策可能受到外生冲击，进而影响中欧谈判的外部环境。

数据统计口径与指标存在偏误的风险。本文部分分析涉及多方数据库，不同数据库在统计精度、样本范围与绝对值口径上存在差异，计算结果可能不完全可比，且可能与实际情况不完全吻合。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录

中欧短期内哪些领域贸易摩擦升级风险较大？

目前欧盟对华贸易政策措施的主要内容以及涉及的贸易规模

基于前述研究，2023年中欧贸易摩擦升温的核心措施基本围绕传统工业竞争力、经济转型（能源、绿色等）、经济“安全”三个项目展开。现如今已大约涉及 21-22%的中国对欧出口总额，占中国总出口 3.2%：

- **欧盟的产业命门——传统制造与战略基础产业，以钢铁、化工、轮胎为典型。** 中国凭借规模、综合成本与完整产业链的存量优势，直接冲击欧盟工业体系的根基。为了保护欧盟本土的基础产业，过去数年欧盟推出了一系列保护措施，例如钢铁免税配额压缩至 1830 万吨、超配额关税提至 50%，并引入"熔炼与浇铸规则"封堵转口规避；轮胎终裁征收 4.3%-45.3%反倾销税。

  此外，2024 年是中欧之间在基础工业贸易摩擦快速升温的一年，当年 33 起新贸易调查创 2006 年以来新高（2023 年仅新增 12 起），其中有 12 起涉及化工，全部与中国有关；3 起反补贴新调查中，电动汽车 1 起来自中国，占 33.3%；15 起特别监测中 12 起涉及中国，占 80%。

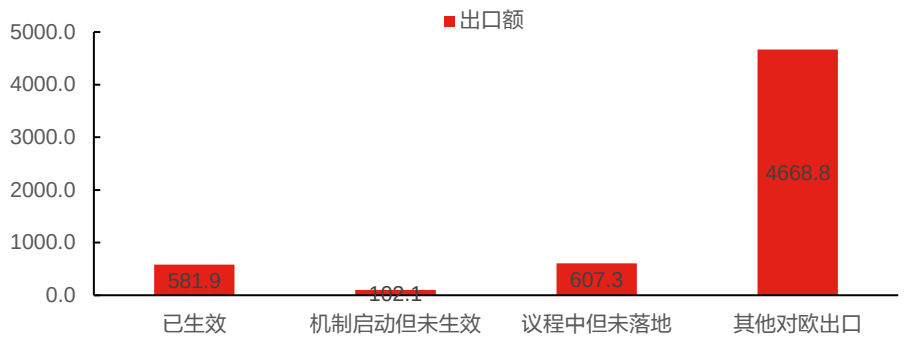
- **第二，欧盟"再工业化"的必备路径，均是资本密集的领域，包含绿色转型和电子通信领域。** 绿色产业方面，中国在电动汽车、光伏、风电、电池的领先优势使欧盟"绿色转型"遭遇主导权之争，引发了一系列贸易摩擦措施，如电车的反补贴税，金风科技遭 FSR（反补贴）深入调查；中国逆变器被禁止进入欧盟预算资金支持项目；碳边境机制扩围，等等。安全敏感方面，5G 通信、半导体、安防设备以"去风险"名义被系统性排除，《网络安全法》修订草案（CSA2）点名华为中兴并扩展至 18 个关键行业，荷兰光刻机对华管制持续加码，以及荷兰安世半导体事件。

- **第三，欧盟对华贸易措施从边境措施向境内制度网络系统性升级。** 传统反倾销、反补贴、保障措施仍在高频使用，但更关键的是 FSR（外国补贴审查）、IPI（国际采购排除）、CBAM（碳边境）、CSA2（网络安全）等横向立法的协同运用，监管触角从海关边境延伸至公共采购、投资审查、企业补贴与碳足迹数据，监管对象从"货物"变为"企业主体＋供应链节点"。钢铁"原产地＋碳足迹＋供应链追溯"的三重监管模式，正向新能源汽车、电池、机械等下游产业复制，形成了空前复杂的贸易保护措施体系。

图 19：对欧出口涉及贸易救济措施的比例大约占对欧出口的 21%左右（亿美元）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Trademap，欧洲议会，东方证券研究

未来哪些商品涉及贸易摩擦风险更高？

本附录提供两个思路去判断欧盟对华反补贴、反倾销措施的风险：

- 贸易不平衡扩大速度的口径。贸易差额或将是欧盟初步判断测贸易流向以及不平衡程度的快速响应指标，可能是欧盟发起调查的重要观测指标。本文挑选了消费、中间品和资本品种中推动中欧贸易逆差扩大的的 TOP10，其中加粗的风险更高。

表 2：中欧之间消费品、中间品和资本品中对中欧贸易顺差贡献前十项

[BEC 组=消费品] 顺差上升 TOP10			
行标签	商品名称	Δ顺差（千美元）	占组Δ顺差%
消费品	民用机动车辆	31676293	1.03
消费品	机电轻工消费品	5383930	0.17
消费品	家具及零件	1768617	0.06
消费品	化妆品	1576681	0.05
消费品	猪肉	1496656	0.05
消费品	酒精饮料	885354	0.03
消费品	天然气	500298	0.02
消费品	原油及石油制品	490541	0.02
消费品	寝具及软垫	416024	0.01
消费品	其他杂项制品	386759	0.01
[BEC 组=中间品] 顺差上升 TOP10			
行标签	商品名称	Δ顺差	占组Δ顺差%
中间品（加工）	民用机动车辆	9851886	-0.81
中间品（加工）	电气设备及其零部件	4934380	-0.40
中间品（加工）	塑料原料	2018303	-0.17

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中间品（加工）	通用机械设备及其零部件	1713046	-0.14
中间品（加工）	珠宝首饰	1658125	-0.14
中间品（初级）	木材	1465094	-0.12
中间品（加工）	橡胶制品	1136240	-0.09
中间品（加工）	钢铁制品	1079181	-0.09
中间品（加工）	塑料制品	1019930	-0.08
中间品（加工）	无机基础原料	902064	-0.07
[BEC 组=资本品] 顺差上升 TOP10			
行标签	商品名称	Δ顺差	占组Δ顺差%
资本品	其他交运设备	4836159	0.7
资本品	通用机械设备及其零部件	4537508	0.7
资本品	测量检验设备	2113360	0.3
资本品	商用机动车辆	1793609	0.3
资本品	金属加工机械	1590434	0.2
资本品	农业机械	1410909	0.2
资本品	医疗设备	981903	0.1
资本品	机电轻工消费品	856539	0.1
资本品	轻工制造机械	565185	0.1
资本品	金属工具	418216	0.1

数据来源：Trademap，东方证券研究

- **市占率与价格口径。**这一口径较为复杂，或许会用于欧盟发起调查之后，用于判断贸易救济措施是否会真正落地，目前欧盟的重点关注可能仍在其内部市场受到冲击的程度。本文仅筛选了 2022-2025 年中国在欧盟进口中的占比提升幅度较大（>2 个百分点），且出口价格显著下滑的品种。此外，也可以观察，中国在欧盟的进口占比提升是否显著高于中国在全球的占比提升，如果是，则更可能引起欧盟的警觉，例如电气设备、农业机械、卫生日用陶瓷都是具体措施已经落地的典型。

  需补充的是，其中金属加工机械，主要包含各类机床；其他专用设备，包含注塑机等橡胶塑料加工设备，以及和干燥器、加工研磨或抛光机床等其他专用设备、机电轻工消费品，包含冰箱、洗衣机、干衣机等白色家电，以及脱毛器等小型家用电器。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：中国对欧出口价格降价较多，且占欧盟进口份额上升幅度较大的商品（%）

BEC 分类	标签	2022-2025 价格变化	欧盟从中国进口比例变化	中国占全球出口份额变化	已落地措施
资本品	游乐场及娱乐设备	**-38.51**	4.08	3.12	
资本品	**电气设备及其零部件**	**-28.47**	**5.99**	**0.71**	风光反倾销，储能調查中
资本品	特殊家具及活动房屋	-11.73	4.42	9.40	
资本品	**其他专用设备**	**-10.18**	2.57	3.40	已含部分工程机械
资本品	金属加工机械	**-7.21**	**2.42**	**7.27**	
资本品	**农业机械**	**15.33**	5.15	4.41	联合收割机调查中
中间品	其他陶瓷材料	-34.77	4.30	-1.28	
中间品	镍原料	-18.58	2.03	10.05	
中间品	生皮皮革	-8.82	2.43	2.97	
中间品	杂环及生物活性化合物	-4.47	6.75	-8.73	
消费品	**卫生日用陶瓷**	-37.00	3.07	-14.07	陶瓷餐具和厨具的反倾销税
消费品	寝具及软垫	-24.92	3.94	1.56	
消费品	卫生日用玻璃	-22.71	3.22	5.72	
消费品	**民用机动车辆**	**-16.53**	2.17	5.96	**电车反补贴**
消费品	体育及户外用品	-16.34	4.82	3.04	
消费品	其他杂项制品	-15.61	2.39	2.04	
消费品	机电轻工消费品	-9.22	5.84	1.01	
消费品	铜制品（消费用）	19.77	8.07	-7.52	

数据来源：Trademap，东方证券研究

中欧 10 月谈判诉求梳理

表 4：10 月谈判中欧双方公开诉求

	中国		欧盟	
	要点	内容	要点	内容

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

诉求1	纠正单边经贸工具（如反对钢铁保障措施）	点名逆变器融资禁令、《网络安全法》修订草案、《工业加速器法案》；钢铁关税定性"贸易保护主义"，于WTO框架内谈判并保留反制权利	对华逆差"明确承诺"	要求中方10月初前提交化解逆差初步行动方案
诉求2	FSR跨境执法收敛	停止跨境强制取证、缩窄域外适用	市场准入与政府采购对	消除对华出口壁垒，尤其是医疗器械、农产品、汽车等非敏感商品
诉求3	平等谈判地位	不能单方面要价、谈条件，更不能动辄以关闭市场做要挟	简化关键矿产审批程序	不中断供应、简化许可程序；已组建跨部门稀土危机应对小组
可让步1	稀土许可便利升级	合规前提下对欧"绿色通道"，可升级为许可时限承诺＋透明分类清单	价格承诺路径	"最低限价＋销量上限"部分替代关税
可让步2	贸易救济与价格承诺先例	白兰地关税下调（仿照乳制品和猪肉）	稀土对话"积极成果"	欢迎中方"不扰乱供应链"保证，要求便利措施

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

				而非废除管制
可让步3	扩大自欧进口、出口价格纪律	空客订单、农产品、高端装备采购清单；配合联合监测机制做异常激增预警	—	—

数据来源：中国商务部，欧盟委员会，欧洲议会，根据公开新闻梳理，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。