

2025 年 06 月 09 日

出口加速下行概率增大

——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（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国 5 月出口同比+4.8%，前值+8.1%；5 月进口同比-3.4%，前值-0.2%。

● 全球贸易需求下行，间接抢出口支撑出口增速

1. 间接抢出口支撑出口增速，未来透支效应或将主导。 (1) 5 月韩国出口同比-1.3%，较前值(+3.7%)明显回落；越南出口同比+20.7%，接近前值(+21.0%)；我们认为，韩国出口走弱指向全球贸易需求明显收缩，在此背景下越南出口继续高增，表明背后的支撑因素——间接抢出口仍在继续。 (2) 受间接抢出口支撑，5 月出口同比虽较前值明显回落，但仍具有一定韧性，但我们提示，外需处于周期性回落趋势中，抢出口只能短暂抬高前期出口增速，却会对后续出口增速形成透支效应。

2. 地区结构看，对美直接抢出口告一段落，间接抢出口规模缩小。

对美出口降幅扩大，直接抢出口或告一段落：5 月中旬，中美日内瓦会谈结束，美国对华关税加征幅度由 145% 下降至 30%，关税税率下降叠加未来关税不确定性预期下，我国对美出口增速反而由 4 月的-21% 下降至-35%，我们认为对美直接抢出口或已结束，主要依据有三：**(1)**我国对美直接抢出口自 2024 年 11 月开始持续至 2025 年 4 月，而真实高税率时期仅限于 4 月中旬至 5 月中旬，可以理解为超常规累库 6 个月，超常规去库仅 1 个月。**(2)**加征 30% 税率下直接抢出口性价比已经明显降低，且未来美国关税变化方向并不一定为升高。**(3)**从美国洛杉矶港集装箱吞吐量以及美国 9 大港口集装箱船入境停靠数量看，并未出现持续抢进口迹象。

间接抢出口规模或已缩小：我国对东盟出口同比增速由 4 月的 20.8% 下降至 5 月的 14.8%，对拉美出口同比增速则由 17.3% 下降至 2.3%，表明间接抢出口规模亦有所缩小。

3. 产品结构看，支撑出口的主要动力来源于间接抢出口。农产品、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性。需要注意的是，生产设备与零部件分别为资本品与中间品，我们推测 5 月出口高增的主要动力为间接抢出口而非抢转口，而汽车出口增长或主要由欧盟贡献。

● 进口：同比有所回落

5 月进口同比有所回落，较前值回落 3.2 个百分点至-3.4%，主因基数变动影响。后续来看，进口或受周期性与关税扰动因素影响而同比处于低位。

● 后续出口加速下行概率增大

1. 逻辑上，全球贸易需求处于周期性回落趋势中，而短期的间接抢出口抬高了近期出口增速，从 5 月数据看，对美直接抢出口或已结束，通过东盟、拉美等地的对美间接抢出口规模亦已缩小，非洲等地区增量需求并不具备稳定性，因此我们预计全球贸易需求回落与前期抢出口的透支效应或将叠加，后续出口加速下行的概率增大。

2. 数据上，我国至美国货运时间大约为 1 个月，因此我国出口高频数据领先于美国进口高频数据，从我国出口高频数据看，出口运输在 5 月后两周短暂转暖后，6 月再次进入下行通道，若以 6 月前 8 日高频数据同比值拟合，则 6 月出口同比-8%。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《美国就业市场仍有隐忧——美国 5 月非农就业数据点评》-2025.6.7

《美国关税战出现反复——宏观周报》-2025.6.2

《PMI 小幅改善，关税或有反复——兼评 5 月 PMI 数据》-2025.6.1

目 录

1、全球贸易需求下行，间接抢出口支撑出口增速.....	3
1.1、间接抢出口支撑出口增速，未来透支效应或将主导.....	3
1.2、地区结构看，对美直接抢出口告一段落，间接抢出口规模缩小.....	3
1.3、产品结构看，支撑出口的主要动力来源于间接抢出口.....	5
2、进口：同比有所回落.....	6
3、后续出口加速下行概率增大.....	6
4、风险提示.....	7

图表目录

图 1：5 月韩国、越南出口增速背离.....	3
图 2：外需仍处于周期性回落趋势中.....	3
图 3：从绝对贡献来看，我国出口同比为正主要由欧盟、东盟、非洲支撑.....	4
图 4：从边际变化来看，对美国、东盟出口均边际下降.....	4
图 5：近期美国洛杉矶港进口集装箱吞吐量并未大幅升高.....	4
图 6：近期美国港口集装箱船入境停靠数量表现平平.....	5
图 7：从绝对贡献来看，我国 2025 年 5 月出口同比为正主要生产设备、零部件、汽车支撑.....	5
图 8：从边际变化来看，农产品、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性.....	5
图 9：受大宗商品价格影响，近期进口价格保持低位.....	6
图 10：集装箱吞吐量在 5 月后两周回升后，6 月再度回落.....	7
图 11：6 月前 8 日港口集装箱吞吐量同比明显回落.....	7
图 12：6 月前 8 日上海装载集装箱船数量同比明显回落.....	7
图 13：、若以 6 月前 8 日高频数据同比值拟合，则 6 月出口同比-8%.....	7

事件：以美元计，中国 5 月出口同比+4.8%，前值+8.1%；5 月进口同比-3.4%，前值-0.2%。

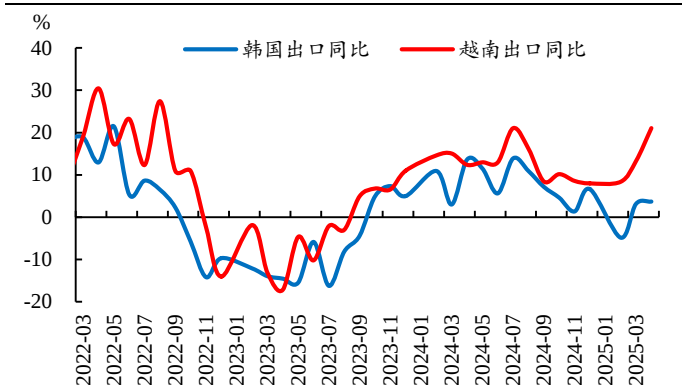
1、全球贸易需求下行，间接抢出口支撑出口增速

1.1、间接抢出口支撑出口增速，未来透支效应或将主导

韩国出口同比转负指向贸易需求收缩，越南出口延续高增指向间接抢出口仍在继续。5 月韩国出口同比-1.3%，较前值(+3.7%)明显回落；越南出口同比+20.7%，接近前值(+21.0%)；我们认为，韩国出口走弱指向全球贸易需求明显收缩，在此背景下越南出口继续高增，表明背后的支撑因素——间接抢出口仍在继续。

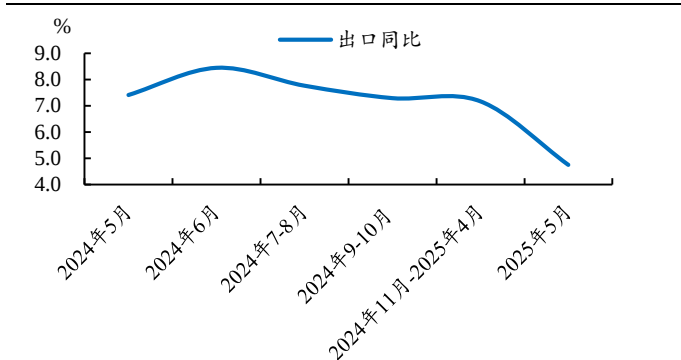
未来出口透支效应或将显现。受间接抢出口支撑，5 月出口同比虽较前值明显回落，但仍具有一定韧性，但我们提示，外需处于周期性回落趋势中，抢出口只能短暂抬高前期出口增速，却会对后续出口增速形成透支效应。

图1：5 月韩国、越南出口增速背离



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：外需仍处于周期性回落趋势中

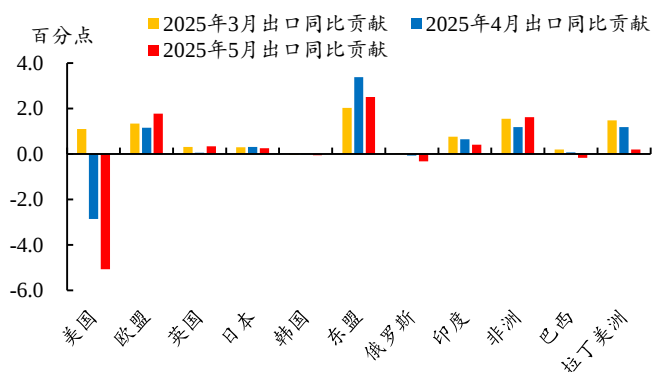


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2 月采取合并计算方式

1.2、地区结构看，对美直接抢出口告一段落，间接抢出口规模缩小

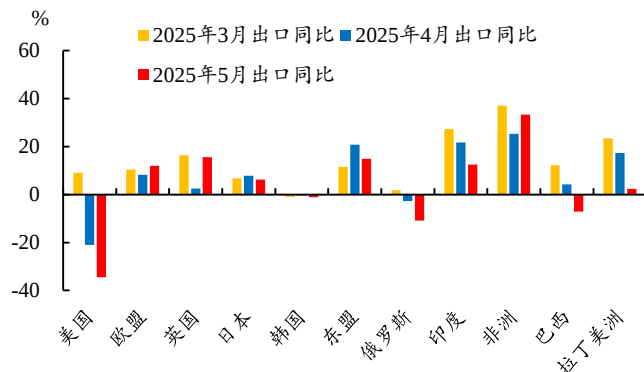
从绝对贡献来看，2025 年 5 月，我国出口同比为正主要由欧盟、东盟、非洲支撑，分别拉动我国出口同比 1.8、2.5、1.6 个百分点；从边际变化来看，对美国、东盟、拉美出口增速较上月下降，对欧盟、非洲出口增速较上月上升。

图3：从绝对贡献来看，我国出口同比为正主要由欧盟、东盟、非洲支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：从边际变化来看，对美国、东盟出口均边际下降

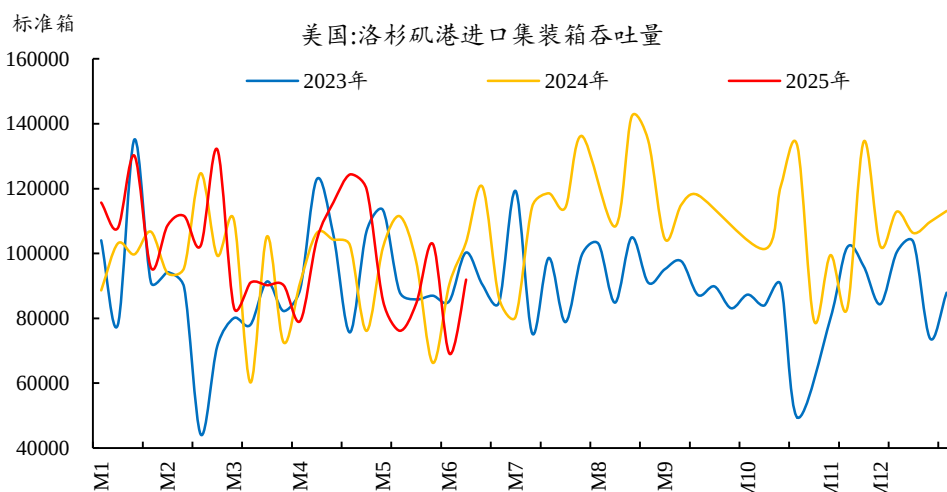


数据来源：Wind、开源证券研究所

对美出口降幅扩大，直接抢出口或告一段落：5月中旬，中美日内瓦会谈结束，2025年以来美国对华关税累计加征幅度由145%下降至30%，关税税率下降叠加未来关税不确定性预期下，我国对美出口增速反而由4月的-21%下降至-35%，我们认为对美直接抢出口或已结束，主要依据有三：**(1)**我国对美直接抢出口自2024年11月开始持续至2025年4月，而真实高税率时期仅限于4月中旬至5月中旬，可以理解为超常规累库6个月，超常规去库仅1个月。**(2)**加征30%税率下直接抢出口性价比已经明显降低，且未来美国关税变化方向并不一定为升高。**(3)**从美国洛杉矶港集装箱吞吐量以及美国9大港口集装箱船入境停靠数量看，并未出现持续抢进口迹象。

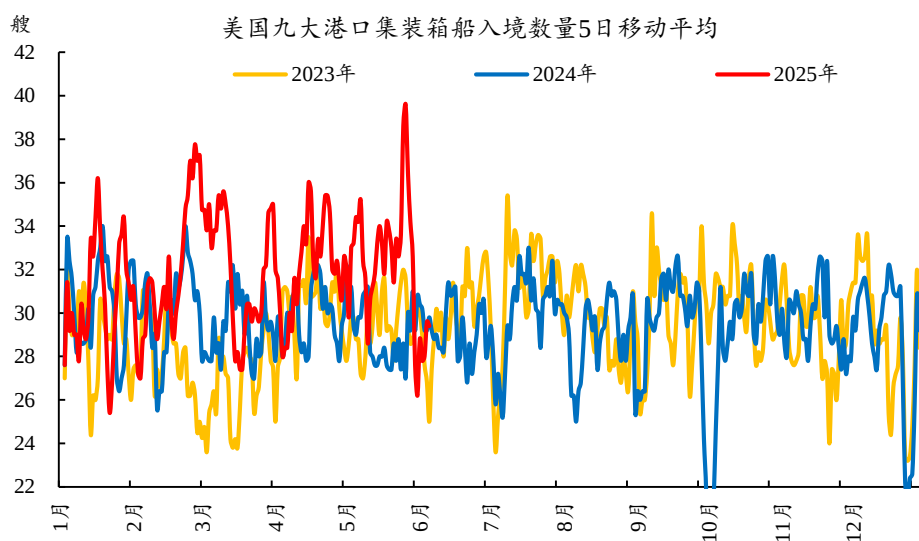
间接抢出口规模或已缩小：我国对东盟出口同比增速由4月的20.8%下降至5月的14.8%，对拉美出口同比增速则由17.3%下降至2.3%，表明间接抢出口规模亦有所缩小。

图5：近期美国洛杉矶港进口集装箱吞吐量并未大幅升高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近期美国港口集装箱船入境停靠数量表现平平

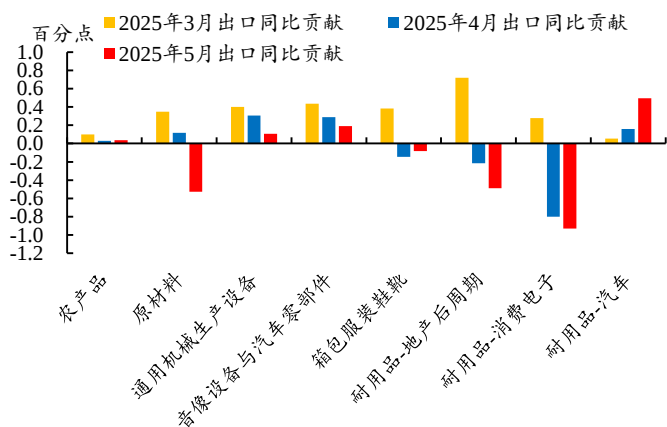


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：美国九大港口包含查尔斯顿、休斯顿、长滩、洛杉矶、纽约、诺福克郡、奥克兰、萨凡纳、西雅图

1.3、产品结构看，支撑出口的主要动力来源于间接抢出口

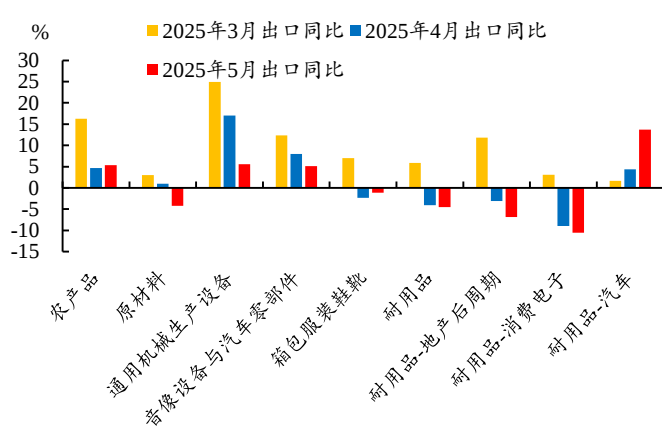
从绝对贡献来看，2025年5月出口同比为正主要由生产设备、零部件、汽车支撑。从边际变化来看，农产品、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性。需要注意的是，生产设备与零部件分别为资本品与中间品，我们推测5月出口高增的主要动力为间接抢出口而非抢转口，而汽车出口增长或主要由欧盟贡献。

图7：从绝对贡献来看，我国2025年5月出口同比为正主要生产设备、零部件、汽车支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：从边际变化来看，农产品、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性



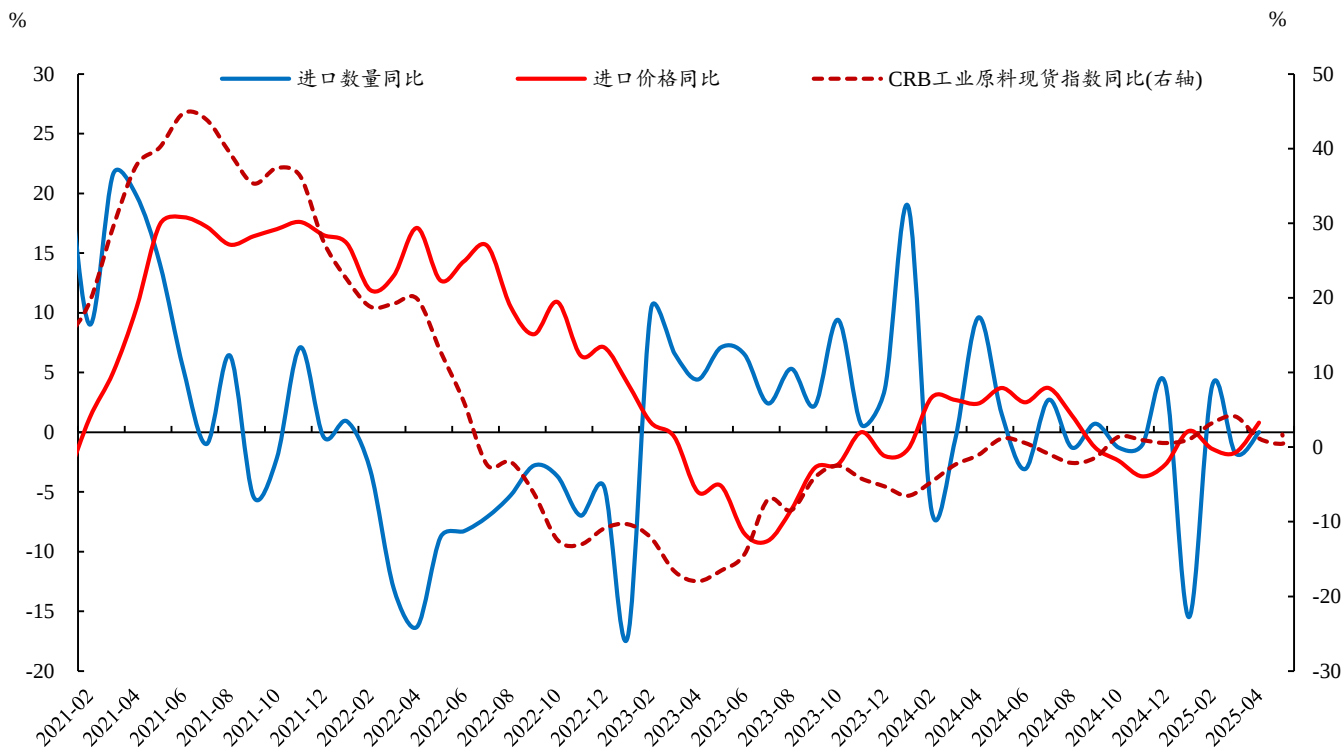
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、进口：同比有所回落

5月进口同比有所回落，较前值回落3.2个百分点至-3.4%，主因基数变动影响。

后续来看，进口或受周期性与关税扰动因素影响而同比处于低位。

图9：受大宗商品价格影响，近期进口价格保持低位

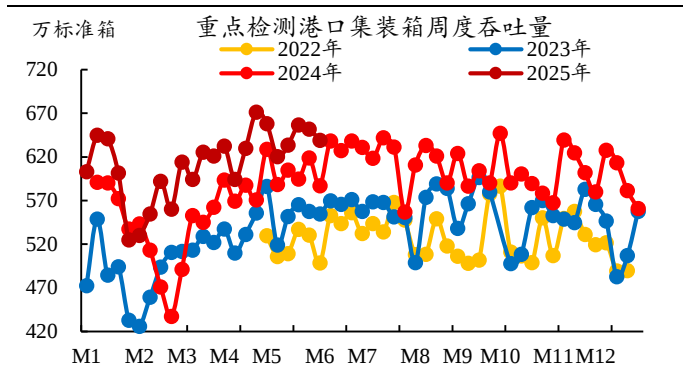


数据来源：Wind、开源证券研究所

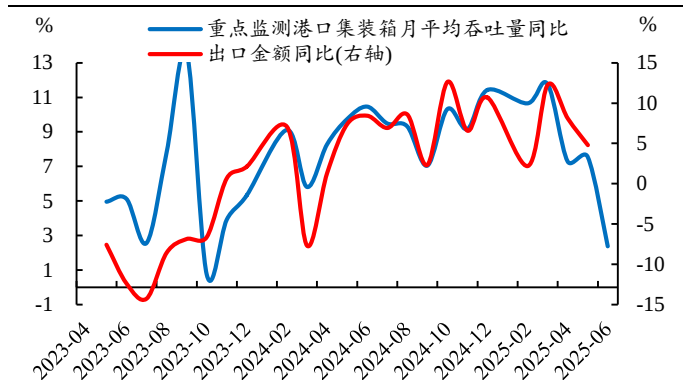
3、后续出口加速下行概率增大

(1)逻辑上，全球贸易需求处于周期性回落趋势中，而短期的间接抢出口抬高了近期出口增速，从5月数据看，对美直接抢出口或已结束，通过东盟、拉美等地的对美间接抢出口规模亦已缩小，非洲等地区增量需求并不具备稳定性，因此我们预计全球贸易需求回落与前期抢出口的透支效应或将叠加，后续出口加速下行的概率增大。

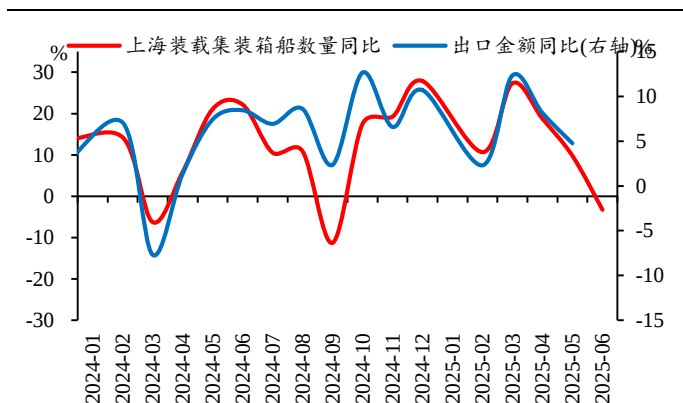
(2)数据上，我国至美国货运时间大约为1个月，因此我国出口高频数据领先于美国进口高频数据，从我国出口高频数据看，出口运输在5月后两周短暂转暖后，6月再次进入下行通道，若以6月前8日高频数据同比值拟合，则6月出口同比-8%。

图10：集装箱吞吐量在 5 月后两周回升后，6 月再度回落


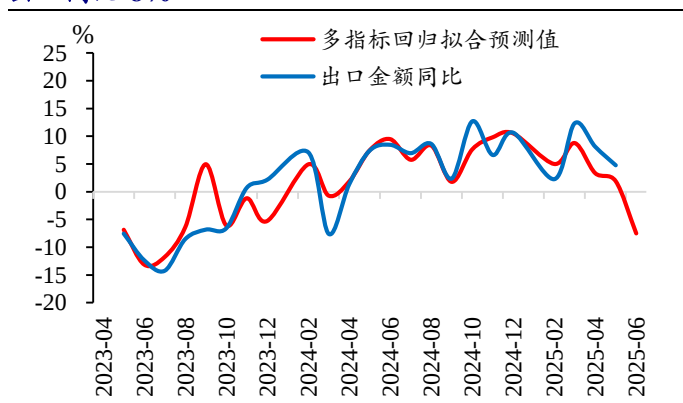
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：6月前8日港口集装箱吞吐量同比明显回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：6月前8日上海装载集装箱船数量同比明显回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：、若以 6 月前 8 日高频数据同比值拟合，则 6 月出口同比-8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

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7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