

5 月出口：贸易放缓的三个信号

2025 年 06 月 09 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**6 月 9 日，中国海关总署公布 5 月外贸数据。按美元计，5 月出口金额同比 4.8%、预期 6.2%、前值 8.1%；进口金额同比-3.4%、预期 0.3%、前值-0.2%。

➤ **5 月外贸数据呈现出三个放缓信号：一是前期美国“抢进口”导致部分需求前置，其进口动能自 5 月以来明显下滑。但需要注意的是，尽管 5 月我国对美出口的拖累幅度进一步扩大，关税“降级”对于中美贸易的提振作用，尚未充分体现在当月数据之中。二是随着美国方面的终端需求放缓，东盟、拉美等地区的“抢转口”支撑动能也开始减弱，这尤其体现在我国对东盟、拉美出口同比的边际回落。三是进口同比再度转负，与内需修复仍需巩固的现状相互对应。具体来看：**

➤ **一是前期美国“抢进口”导致部分需求前置，其进口动能自 5 月以来明显放缓。**以洛杉矶港进口量为代表的高频数据显示，4 月“对等关税”落地后美国进口一度脉冲上行，这反映了当地进口商在关税担忧下的“抢进口”行为。但随着美国与中国等主要经济体的贸易谈判取得进展，5 月以来美国进口量显著下滑，这背后一方面是“关税担忧”有所缓和，另一方面也是“需求前置”后的自然回落。

需要注意的是，关税“降级”对于中美贸易的提振作用，尚未充分体现在 5 月数据当中。5 月，中国对美出口同比降幅进一步扩大至 34.5%，与集装箱运价等高频数据形成较大“反差”（5 月 12 日，中美发布联合声明、开启 90 天关税暂缓期，随后美西、美东航线出口集装箱运价明显反弹）。两项数据出现较大背离的原因在于，集装箱运价反映实时需求，而实际货运耗时较长，二者之间存在一定时差。

基于此，我们判断关税“降级”对于中美贸易的提振作用，尚未在 5 月数据中充分体现，而是有可能在 6 月数据中进一步得到反馈。

➤ **二是随着美国方面的终端需求放缓，东盟、拉美等地区的“抢转口”支撑动能也开始减弱。**美国是全球最大贸易进口国，其进口需求对于全球贸易有着显著影响。

一方面，美国关税政策不断反复，已对全球制造业景气造成负面影响（5 月全球制造业新订单指数进一步下挫至 49.1%）。

另一方面，美国进口动能放缓，又会抑制其他经济体对我国商品的“抢转口”需求，这在 5 月数据中已开始体现：当月东盟、拉美合计拉动我国出口同比增长 2.9%，较上月明显下降 2.4 个百分点。

商品出口的结构分化也在加剧。分商品来看，机电产品、高新技术产品的出口同比增速连续放缓。细分品类中，主要是集成电路等商品出口受益于“豁免清单”，暂时未受关税波及（更多细节请参考《关税豁免的“减震”信号有多强？》）。

➤ **三是进口同比不及预期，与内需修复仍需巩固的现状相互对应。**关税冲击下，“拓内销”已有较大压力，这在 5 月国内物价数据中有充分体现，消费品对 CPI 同比的拖累较 4 月进一步扩大。内需整体不足的现状也会制约进口需求，5 月我

相关研究

1. 海外市场点评：中美元首通话的“留白” -2025/06/06

2. “十五五”规划系列报告（一）：产业变局下的涨薪与降薪-2025/06/04

3. 海外市场点评：关于美国这次流动性危机的思考-2025/06/02

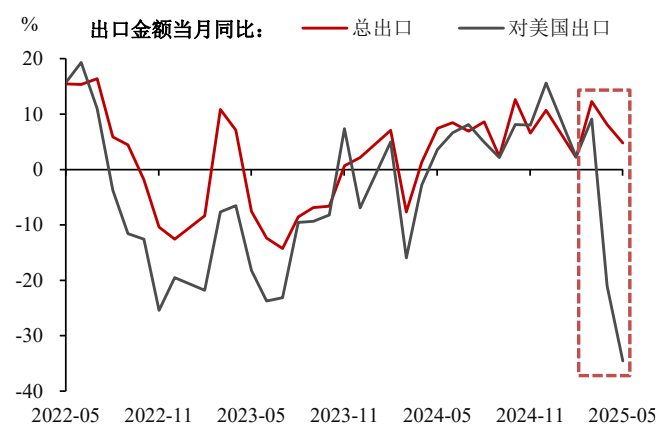
4. 海外市场点评：假期思考：谁是关税反复的“赢家”？-2025/06/02

5. 2025 年 5 月 PMI 数据点评：5 月 PMI：反弹成色-2025/05/31

国进口金额同比下降 3.4%，显著低于市场预期的 0.3%。

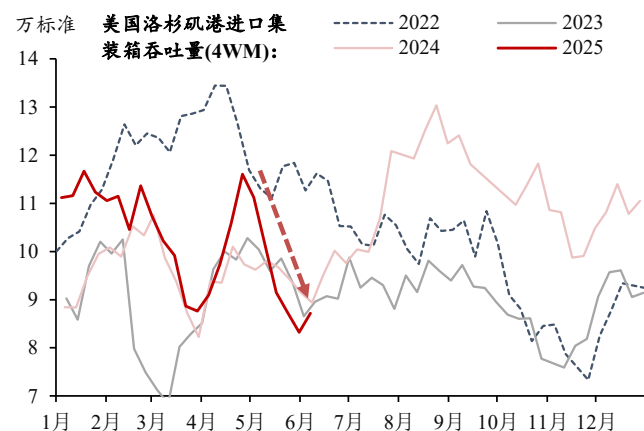
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：5月，我国对美出口同比降幅进一步扩大



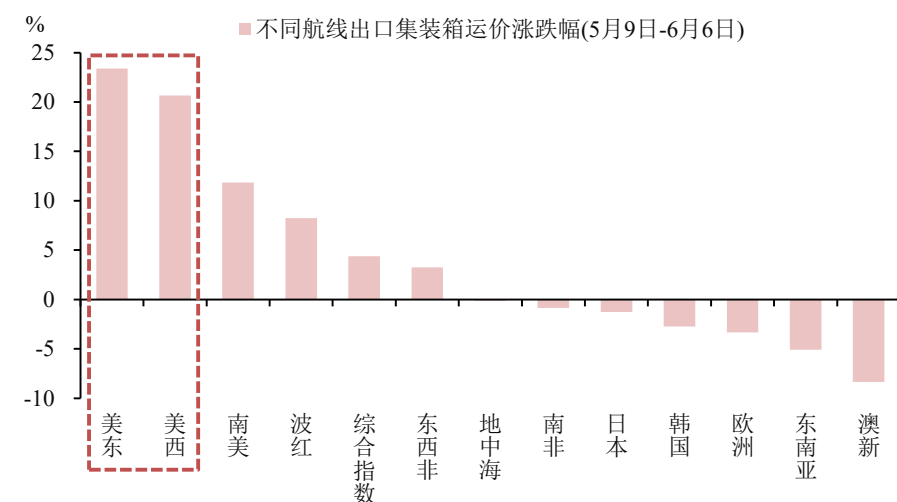
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：5月以来，洛杉矶港反映的美国进口需求显著下滑



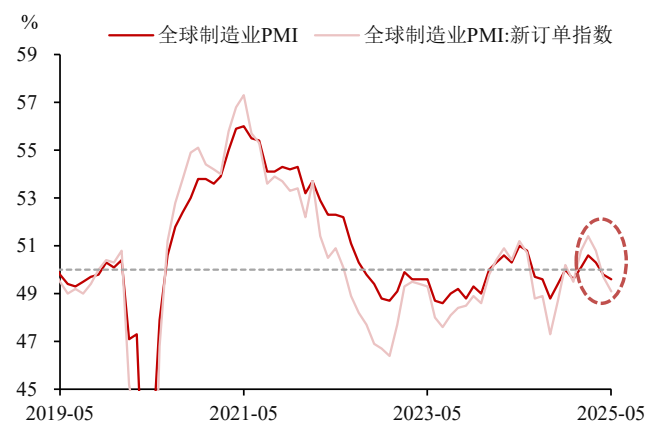
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：关税“降级”后，我国对美出口航线运价明显反弹



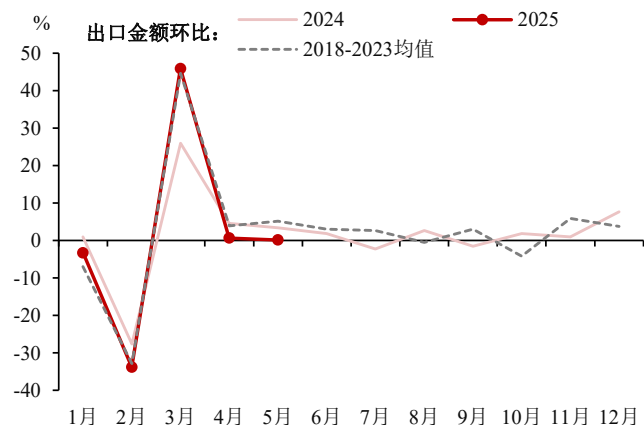
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：5月，全球制造业景气进一步下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：外需放缓背景下，5月我国出口环比增速低位运行



资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：5月，中国对东盟、拉美出口同比的边际回落幅度较大

国家/地区	较上月变化	中国对不同国家/地区出口当月同比 (%)							较上月变化	不同国家/地区出口增速贡献 (%)						
		2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2025-05		2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11		
欧盟	3.8	12.0	8.3	10.3	0.6	8.8	7.2	0.7	1.9	1.2	1.4	0.1	1.2	1.0		
德国	1.1	21.5	20.4	11.9	3.1	12.5	12.9	0.0	0.7	0.7	0.3	0.1	0.4	0.4		
荷兰	1.8	7.1	5.3	-2.9	-0.4	-1.6	-6.7	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2		
法国	21.3	24.1	2.8	4.6	-1.2	10.7	1.7	0.3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0		
意大利	-3.1	1.9	5.0	8.4	-3.6	6.2	23.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3		
美国	-13.5	-34.5	-21.0	9.1	2.3	15.6	8.0	-0.9	-3.1	-2.2	1.2	0.3	2.3	1.2		
东盟	-6.0	14.8	20.8	11.6	5.7	18.9	14.9	-1.2	2.7	4.0	2.2	0.9	3.4	2.6		
越南	-0.5	22.0	22.5	18.9	14.4	13.9	12.8	0.0	1.2	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6		
马来西亚	-9.7	5.2	14.9	-2.7	6.0	19.3	28.3	-0.3	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.9		
泰国	-6.3	21.6	27.9	27.8	12.1	28.5	22.0	-0.2	0.6	0.8	0.9	0.3	0.7	0.6		
新加坡	-3.0	11.9	14.9	-6.4	-13.8	6.4	5.7	-0.1	0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.2	0.1		
印度尼西亚	-25.8	11.0	36.8	24.6	6.5	51.0	20.3	-0.7	0.2	0.9	0.5	0.1	1.3	0.5		
菲律宾	0.5	7.5	7.0	9.3	3.3	8.0	2.8	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0		
日本	-1.6	6.2	7.8	6.7	0.7	-4.2	6.3	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.0	-0.2	0.3		
中国香港	2.6	11.4	8.8	7.8	7.7	-7.6	-2.7	0.2	0.9	0.7	0.7	0.6	-0.6	-0.2		
韩国	-0.9	-1.2	-0.3	-0.9	-2.6	4.0	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	-0.1		
中国台湾	-8.0	7.5	15.5	7.9	8.4	14.1	6.4	-0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1		
澳大利亚	6.9	12.6	5.8	-4.2	-4.8	-12.3	0.5	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.0		
俄罗斯联邦	-8.1	-10.8	-2.7	1.9	-10.9	5.5	-2.5	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.3	0.2	-0.1		
印度	-9.2	12.5	21.7	27.3	7.9	0.0	2.1	-0.3	0.4	0.8	0.9	0.3	0.0	0.1		
英国	13.1	15.6	2.5	16.3	1.5	3.1	-0.3	0.3	0.4	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0		
加拿大	5.3	20.3	15.0	12.9	-2.6	-0.7	-2.9	0.1	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0		
新西兰	-25.2	-12.1	13.1	10.6	-11.9	1.1	-7.9	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
拉丁美洲	-14.9	2.3	17.3	23.5	3.2	16.9	11.0	-1.2	0.2	1.4	1.7	0.3	1.2	0.8		
巴西	-11.3	-7.1	4.2	12.2	-8.1	5.6	10.1	-0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.2		
非洲	8.0	33.3	25.3	37.0	-0.2	24.8	10.8	0.6	2.1	1.4	2.1	0.0	1.4	0.6		
南非	4.9	14.4	9.6	6.3	-8.9	9.9	12.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1		

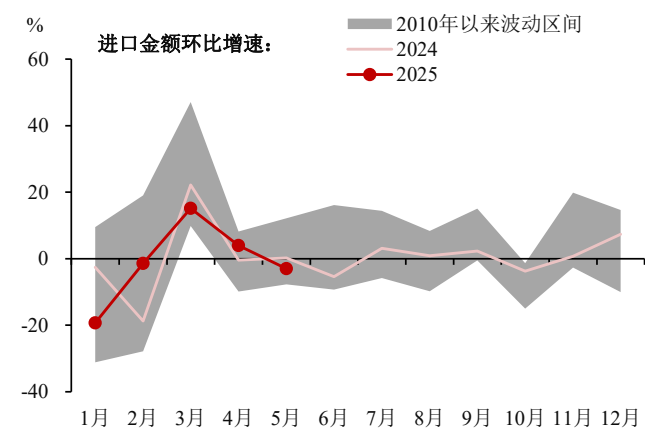
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：5月出口商品的结构分化：集成电路与高新技术产品出口同比涨跌互现

类别		主要出口商品	出口总值占比	同比增速			同比拉动				
				边际变化	2025-05	2025-04	2025-03	边际变化	2025-05	2025-04	2025-03
农产品			2.8%	-5.0	-1.9	3.1	5.7	-0.1	0.0	0.1	0.3
中间品&资本品	成品油		1.0%	-25.1	-27.1	-2.0	-23.5	-0.2	-0.3	0.0	-0.2
	稀土及其制品:稀土		0.0%	-13.9	-48.3	-34.4	-10.9	0.0	0.0	0.0	0.0
	肥料		0.2%	6.3	-4.4	-10.8	42.7	0.0	0.0	0.0	0.0
	钢材		2.3%	-0.5	0.8	1.3	-4.8	0.0	0.0	0.0	-0.1
	未锻轧的铝及铝材		0.6%	-7.2	-0.2	7.0	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
	塑料制品		2.9%	-0.7	-2.0	-1.2	-2.6	0.0	-0.1	0.0	0.2
	纺织纱线、织物及其制品		3.9%	-5.2	-2.0	3.2	4.0	-0.2	-0.1	0.1	0.6
消费品	中药材及中式成药		0.0%	21.5	-2.4	-23.8	-18.9	0.0	0.0	0.0	0.0
	陶瓷产品		0.6%	2.5	14.5	12.0	-19.3	0.0	0.1	0.1	0.0
	箱包及类似容器		0.9%	-1.2	-10.3	-9.1	-14.3	0.0	-0.1	-0.1	0.0
	服装及衣着附件		3.9%	3.7	2.5	-1.2	-1.9	0.2	0.1	0.0	0.3
	鞋靴		1.2%	-5.4	-5.6	-0.2	-11.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1
	家具及其零件		1.8%	-1.9	-9.7	-7.8	-8.0	0.0	-0.2	-0.1	0.1
	玩具		0.9%	5.4	-1.1	-6.5	-5.3	0.1	0.0	-0.1	0.0
机电产品	机电产品		60.0%	-2.9	7.2	10.1	7.6	-1.8	4.3	6.1	8.0
	通用机械设备		1.9%	-1.4	5.6	17.0	6.2	-0.2	0.1	0.3	0.5
	自动数据处理设备零件		5.4%	-2.2	-3.8	-1.7	6.8	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
	手机		2.9%	-1.8	-23.2	-21.4	0.4	0.0	-0.5	-0.5	0.2
	家用电器		2.8%	-6.0	-8.9	-2.9	8.7	-0.2	-0.2	-0.1	0.4
	音视频设备及其零件		1.0%	-1.8	0.2	12.0	3.7	-0.1	0.0	0.1	0.1
	电子元件:集成电路		4.9%	13.2	33.4	20.2	10.8	0.8	1.8	1.0	0.4
	汽车和汽车底盘		3.3%	9.4	13.7	4.4	2.2	0.4	0.5	0.2	0.1
	汽车零部件		2.7%	0.7	7.0	6.3	4.5	0.0	0.2	0.2	0.3
	船舶		1.3%	7.6	43.7	36.1	2.1	-0.1	0.6	0.7	0.0
	平板显示模组:液晶		0.8%	-9.8	6.3	16.0	8.4	-0.1	0.1	0.1	0.1
	医疗仪器及器械		0.5%	-6.1	2.3	8.4	6.4	0.0	0.0	0.0	0.1
	灯具、照明装置及零件		1.0%	-4.3	-7.5	-3.1	-9.6	0.0	-0.1	0.0	0.2
高新技术产品		24.1%	-1.6	4.9	6.5	6.3	-0.4	1.1	1.5	1.8	

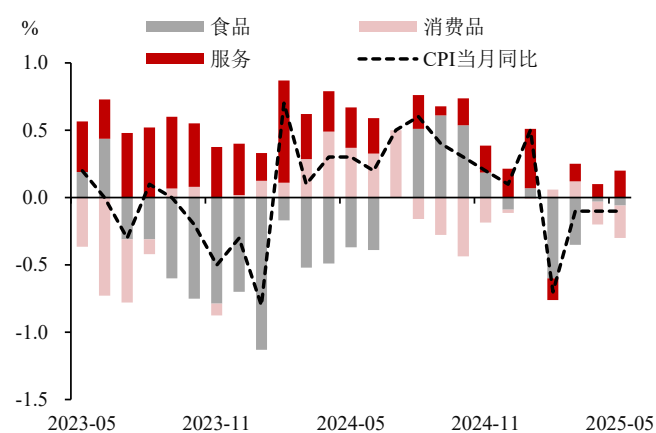
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：5月，我国进口环比增速走低



资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：5月，消费品价格反映的国内需求依然不足



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048