

2025 年 05 月 10 日

出口韧性或仍来自于间接抢出口

——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 4 月出口同比+8.1%，前值+12.4%；4 月进口同比-0.2%，前值-4.3%。

● 出口同比高增主要由间接抢出口带动

1. 越南出口增速显著上行，抢转口与间接抢出口或仍在继续。(1) 4 月越南出口同比+21.0%，明显高于前值(+13.2%)；在美国进口关税提高 10%背景下其出口增速不降反升，或存在抢转口与间接抢出口(抢转口为最终产品中转需求、间接抢出口为零部件需求，区别在于第三方地区是否进一步加工生产)支撑。(2) 受抢转口与间接抢出口支撑，4 月出口同比再超预期，但我们提示，外需仍处于周期性回落趋势中，当前出口高增速或不具备持续性，关税预期带来的抢出口抬高前期出口增速，对未来出口增速形成透支效应。

2. 地区结构看，对美出口下降幅度较小，对东盟出口高增。

在 145%名义税率提升幅度下，对美出口同比仅回落 21.0%，而与越南出口大幅回升相对应，我国对东盟出口增速则大幅上升至 20.8%。

假设在正常条件下对美出口货物在 4 月的 30 天中均匀分布，则表明在 4 月后 20 天中，145%名义税率提升幅度下，我国对美出口仅下降 31%，或有三方面原因：(1)美国海关实际税率执行效果较差。(2)5 月 2 日前，小额商品免税政策仍然生效，2024 年，其占对美出口的比重约为 4.4%。(3)美国对部分电子产业链产品实行关税豁免，2024 年，其占对美出口的比重约为 18.5%；此外仍有 8.8%的其他商品对华进口依赖度超过 80%，短期难以被替代。往后看，美国海关实际税率执行效果或有所提升，但豁免产品与部分不可替代品需求(约占对美出口总额的 27.3%)或仍将存在。此外，近期美国港口集装箱船入境停靠数量并未出现明显下降，或表明美国对其他地区的抢进口尚未停止。

3. 产品结构看，支撑出口的主要动力来源于间接抢出口。原材料、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性。需要注意的是，除汽车外，其他三类产品均为中间品、资本品，因此我们推测 4 月出口高增的主要动力为间接抢出口而非抢转口。

● 进口：同比有所回升

4 月进口同比有所回升，较前值回升 4.1 个百分点至-0.2%，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。

● 后续出口回落方向仍较为确定

1. 出口金额数据与高频运输数据出现背离，或主因报关统计时间与运输时间错配。4 月集装箱吞吐量向下波动幅度明显高于出口金额。历史上来看，在春节前后以及疫情前后出口数据易与高频运输数据产生背离，我们推测原因可能在于特殊时期内海关出口申报统计时间与集装箱船实际出港时间发生错配，依此逻辑判断，后期出口运输数据拟合值或将高估出口数据。

2. 后续出口回落方向仍较为确定。美国进口关税变动节奏存在不确定性，因此短期出口波动节奏存在不确定性。但贸易景气度下行方向较为确定，因此出口回落方向较为确定。若基准假设为美国对其他地区 90 天关税豁免期结束后，其关税税率趋于稳定，则出口或将在 7 月前后大幅回落，同时 5-6 月出口同比增速大概率将低于 3-4 月。

● **风险提示：**外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《Q1 货政报告专栏中的关键信息——一季度货币政策执行报告简评》-2025.5.10

《观望等待是美联储当前的政策主基调——5 月 FOMC 会议点评》-2025.5.8

《“以我为主”政策启幕——5.07 国新办发布会学习》-2025.5.7

目 录

1、出口同比高增主要由间接抢出口带动	3
1.1、抢转口与间接抢出口支撑下，4月出口同比保持高增	3
1.2、地区结构看，对美出口下降幅度较小，对东盟出口高增	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：同比有所回升	6
3、后续出口回落方向仍较为确定	6
4、风险提示	7

图表目录

图 1：4月越南出口增速显著上行	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、拉美支撑	4
图 4：对美出口同比-21%，对东盟出口增速大幅上升至 20.8%。	4
图 5：美国对华依赖度超过 80%的商品占我国出口美国比重的 14.8%	4
图 6：近期美国港口集装箱船入境停靠数量并未明显下降	5
图 7：从绝对贡献来看，我国 2025 年 4 月出口同比为正主要原材料、生产设备、零部件、汽车支撑	5
图 8：从边际变化来看，原材料、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 10：4 月出口金额向下波动幅度明显低于集装箱吞吐量数据	7
图 11：根据历史数据表现，5-6 月高频运输拟合数据或将高估出口数据	7

事件：以美元计，中国 4 月出口同比+8.1%，前值+12.4%；4 月进口同比-0.2%，前值-4.3%。

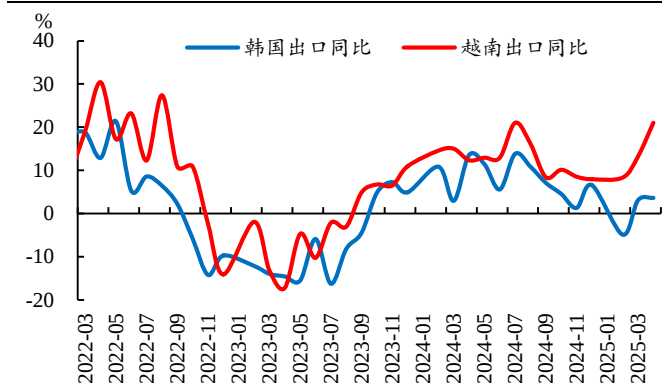
1、出口同比高增主要由间接抢出口带动

1.1、抢转口与间接抢出口支撑下，4 月出口同比保持高增

越南出口增速显著上行，抢转口与间接抢出口或仍在继续。4 月韩国出口同比+3.7%，较前值(+3.1%)略有回升；越南出口同比+21.0%，明显高于前值(+13.2%)；我们认为，在美国进口关税提高 10%背景下其出口增速不降反升，或存在抢转口与间接抢出口(抢转口为最终产品中转需求、间接抢出口为零部件需求，区别在于第三方地区是否进一步加工生产)支撑。

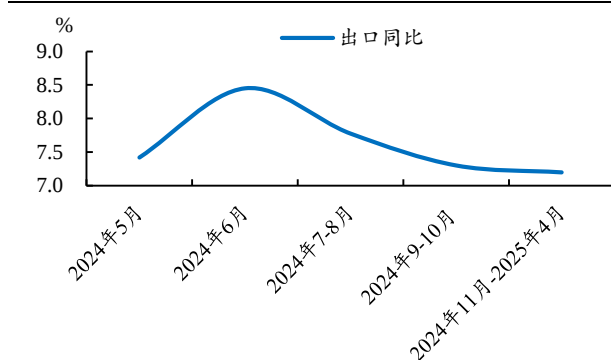
当前出口高增速或对未来形成透支效应。受抢转口与间接抢出口支撑，4 月出口同比再超预期，但我们提示，外需仍处于周期性回落趋势中，当前出口高增速或不具备持续性，关税预期带来的抢出口抬高前期出口增速，对未来出口增速形成透支效应。

图1：4 月越南出口增速显著上行



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

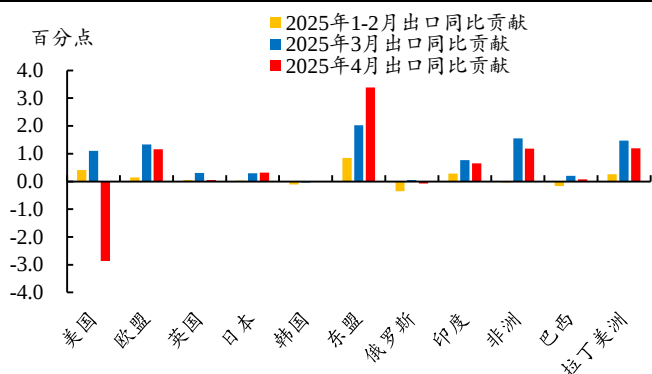


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2 月采取合并计算方式

1.2、地区结构看，对美出口下降幅度较小，对东盟出口高增

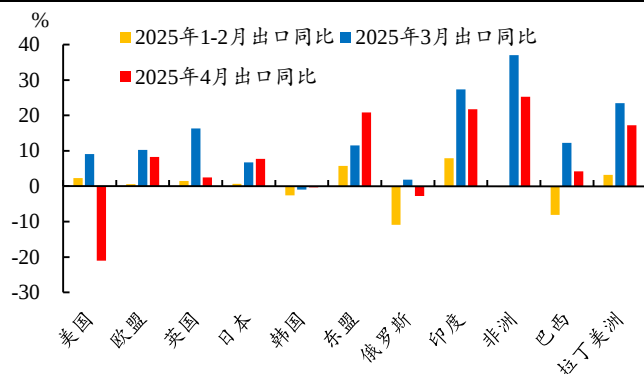
从绝对贡献来看，2025 年 4 月，我国出口同比为正主要由欧盟、东盟、非洲、拉美支撑，分别拉动我国出口同比 1.2、3.4、1.2、1.2 个百分点；需要注意的是，在 145%名义税率提升幅度下，对美出口同比仅回落 21.0%，而与越南出口大幅回升相对应，我国对东盟出口增速则大幅上升至 20.8%。

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、拉美支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：对美出口同比-21%，对东盟出口增速大幅上升至20.8%。

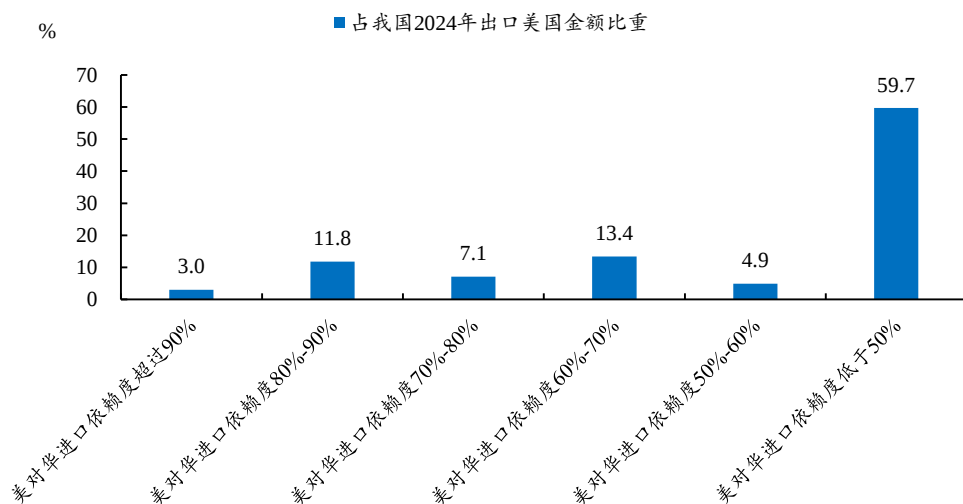


数据来源：Wind、开源证券研究所

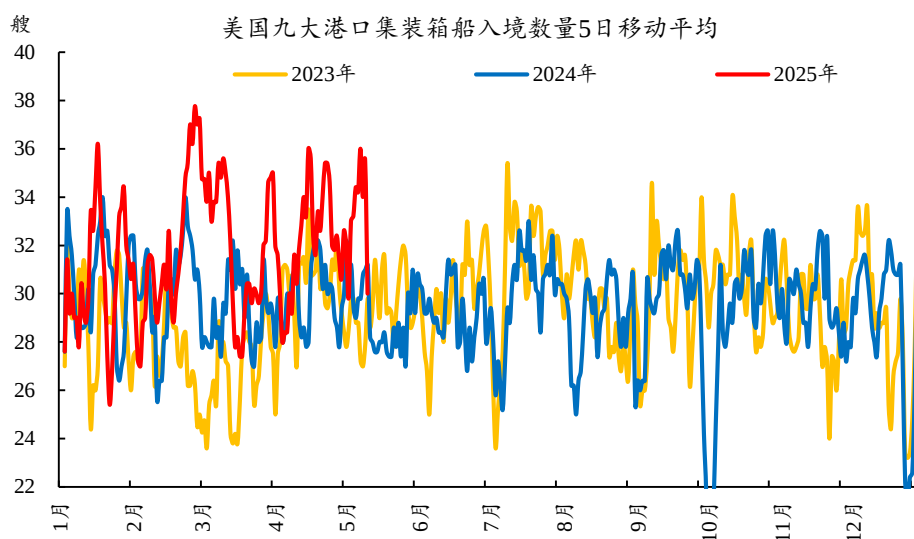
对美出口下降幅度较小，或有三方面原因：4月对美出口330亿美元，同比回落21.0%，我们假设4月前10天对美出口保持正常，且在正常条件下对美出口货物在4月的30天中均匀分布，则表明在4月后20天中，145%名义税率提升幅度下，我国对美出口仅下降31%，或有三方面原因：

(1)美国海关实际税率执行效果较差。(2)5月2日前，小额商品免税政策仍然生效，2024年，其占对美出口的比重约为4.4%。(3)美国对部分电子产业链产品实行关税豁免，2024年，其占对美出口的比重约为18.5%；此外仍有8.8%的其他商品对华进口依赖度超过80%，短期难以被替代。往后看，美国海关实际税率执行效果或有所提升，但豁免产品与部分不可替代品需求(约占对美出口总额的27.3%)或仍将存在。此外，近期美国港口集装箱船入境停靠数量并未出现明显下降，或表明美国对其他地区的抢进口并未停止。

图5：美国对华依赖度超过80%的商品占我国出口美国比重的14.8%



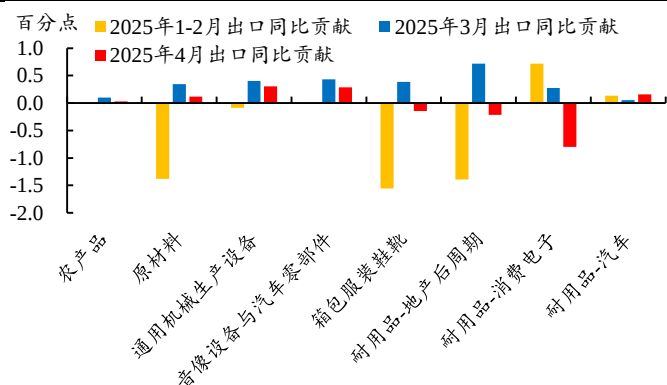
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近期美国港口集装箱船入境停靠数量并未明显下降


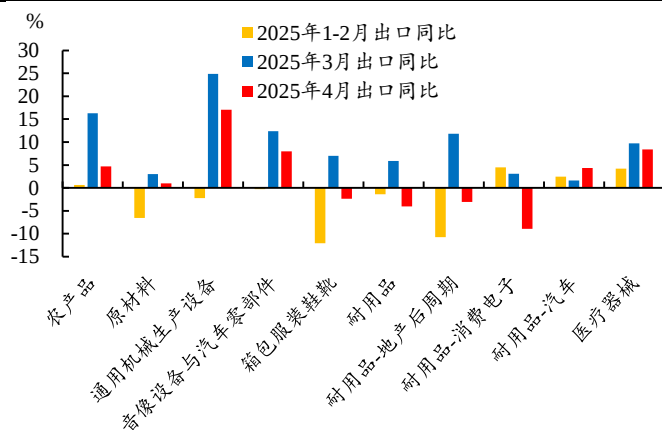
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：美国九大港口包含查尔斯顿、休斯顿、长滩、洛杉矶、纽约、诺福克郡、奥克兰、萨凡纳、西雅图

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4月出口同比为正主要由原材料、生产设备、零部件、汽车支撑。从边际变化来看，原材料、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性。需要注意的是，除汽车外，其他三类产品均为中间品、资本品，因此我们推测4月出口高增的主要动力为间接抢出口而非抢转口。

图7：从绝对贡献来看，我国2025年4月出口同比为正主要原材料、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，原材料、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性


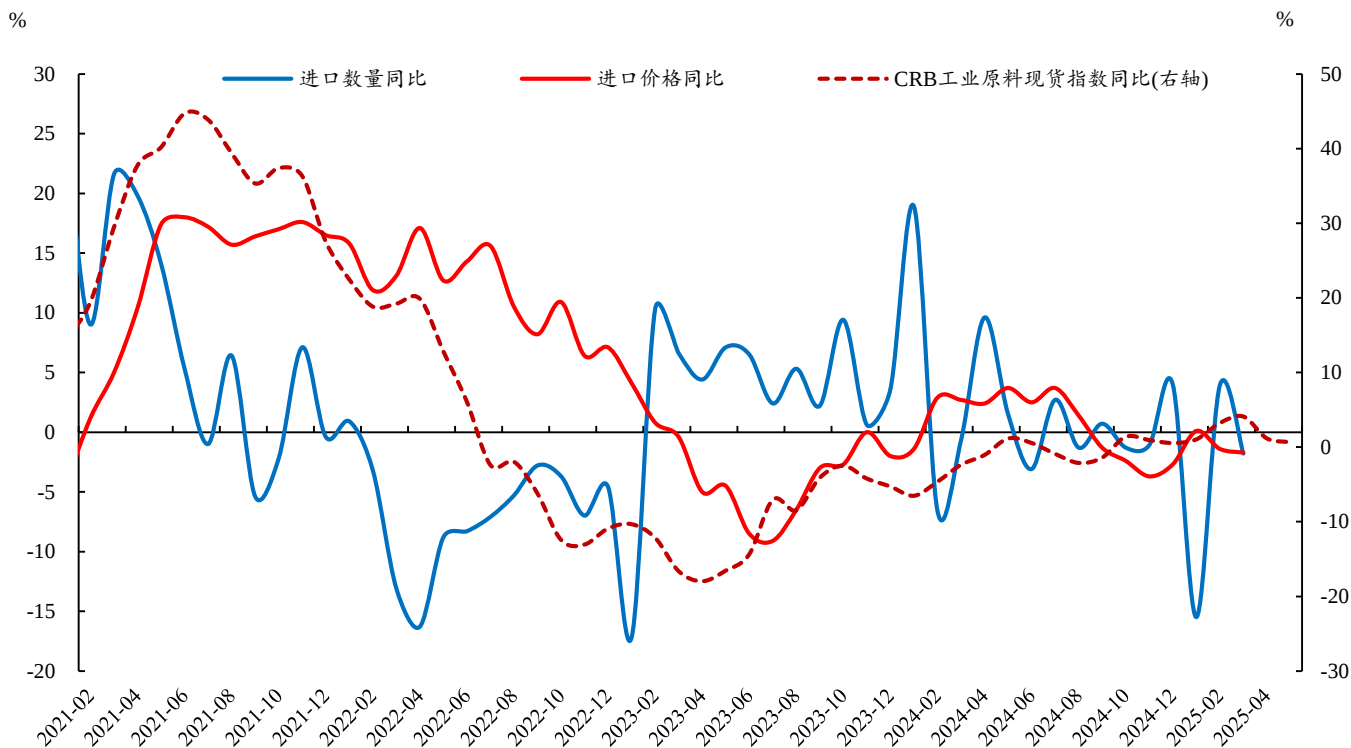
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、进口：同比有所回升

4月进口同比有所回升，较前值回升4.1个百分点至-0.2%，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

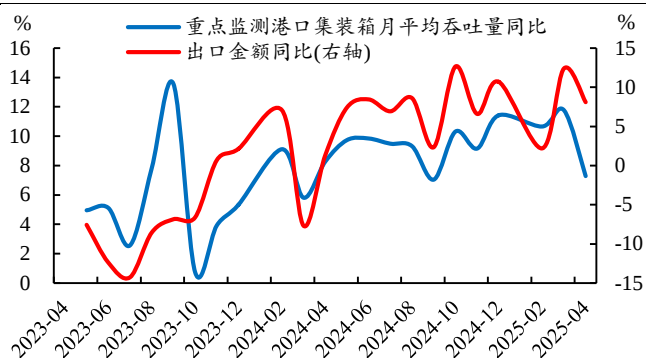


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续出口回落方向仍较为确定

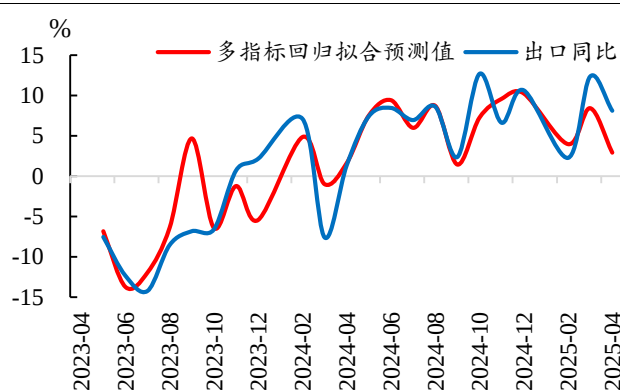
出口金额数据与高频运输数据出现背离，或主因报关统计时间与运输时间错配。历史上看，港口集装箱吞吐量波动方向与出口金额基本一致，但波动幅度小于出口金额，但4月集装箱吞吐量向下波动幅度明显高于出口金额。历史上来看，在春节前后以及疫情前后出口数据易与高频运输数据产生背离，我们推测原因可能在于特殊时期内海关出口申报统计时间与集装箱船实际出港时间发生错配，依此逻辑判断，后期出口运输数据拟合值或将高估出口数据。

图10：4月出口金额向下波动幅度明显低于集装箱吞吐量数据



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：根据历史数据表现，5-6月高频运输拟合数据或将高估出口数据



数据来源：Wind、开源证券研究所

后续出口回落方向仍较为确定。美国进口关税变动节奏存在不确定性，因此无法确定间接抢出口节奏，因此短期出口波动节奏存在不确定性。但在当前全球经济环境下，贸易景气度下行方向较为确定，因此出口回落方向较为确定。若基准假设为美国对其他地区90天关税豁免期结束后，其关税税率趋于稳定，则出口或将在7月前后大幅回落，同时5-6月出口同比增速大概率将低于3-4月。

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。

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