



既“转出口”，也“抢出海”

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

既“转出口”，也“抢出海”

4 月中国出口（以美元计价）同比增长 8.1%，表现出明显的“抢转口”特征。

4 月已公布重点出口商品中，出口增速最高的是中间品和资本品，分别为 8.5%、8.2%，显著高于消费品的出口增速 -4.1%。

另外，5 月 6 日美国公布的贸易数据也显示，3 月美国继续从全球“抢进口”。

出口增速的压力将在 6-7 月开始显现。一是从美国企业下订单到商品出口存在 2 个月左右的时间差，4 月 PMI 新出口订单大幅下滑 4.3 个百分点至 44.7%，创 2023 年以来新低，预计从 6 月初开始出口增速可能开始减弱。二是随着 90 天豁免期结束（4 月 9 日开始，到 7 月 9 日），出口的不确定性在升温，同时前期企业“抢进口”也透支了一部分需求。三是美国经济下行压力逐渐显现导致的需求不足也会成为后续出口的核心拖累之一。

风险提示

美国关税政策来回波动巨大，中美之间贸易谈判不确定性高。

全球贸易前景不明确，美国与其他国家之间的贸易往来不确定性高。

关税贸易摩擦下，中国出口在后续或面临大幅下行压力，并对中国经济造成明显冲击。



4月中国出口（以美元计价）同比增长8.1%，表现出明显的“抢转口”特征。

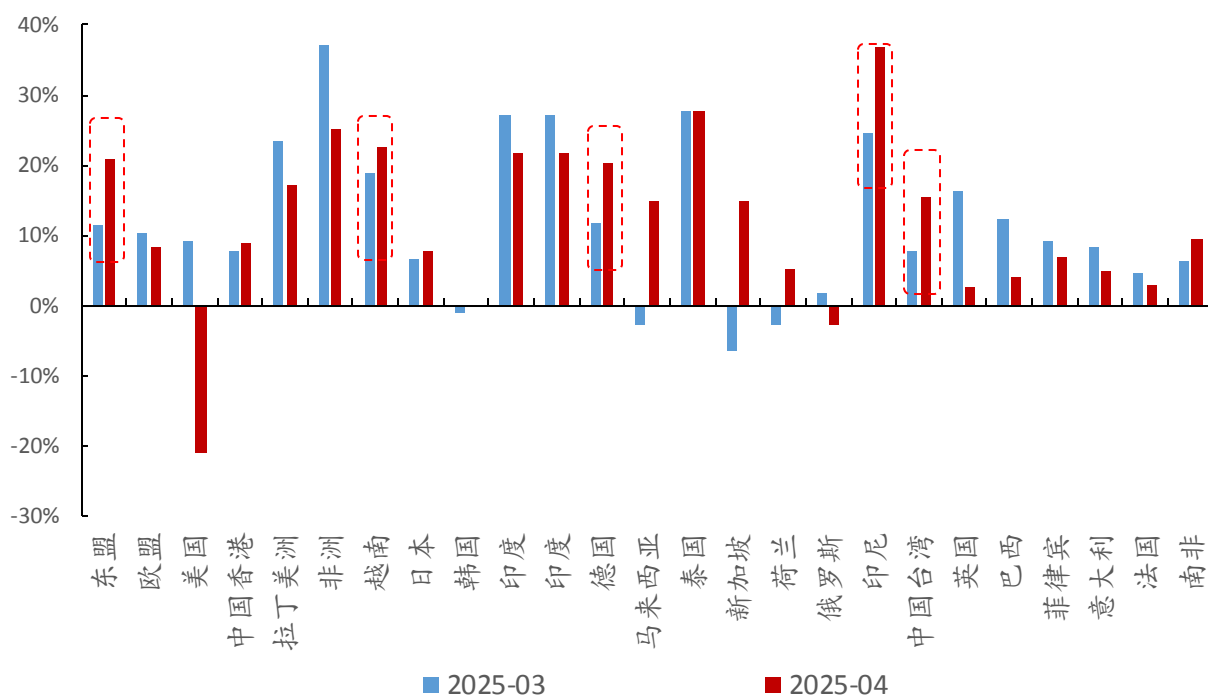
按照豁免清单 9903.01.25，在美东时间 4 月 9 日凌晨 12:01 之前装船运输的商品可以申请 10% 的附加关税，而不用面临对等关税¹，在这样的情况下，部分对美直接出口商品在 4 月初加速出货²。

随着在途商品豁免期结束，在高额关税下，中国对美直接贸易往来快速下滑。4 月对美出口同比增速从 9.1% 快速下滑至 -21%，拖累中国出口同比 3 个百分点。预计 5 月中国对美出口将进一步回落。

4 月中国对非美特别是东盟的出口增速显著上行。4 月中国对东盟出口同比增长 20.8%，前值 11.6%，拉动中国出口同比增长 3.6 个百分点。如 4 月中国对越南出口同比增长 23%，而越南对美国出口同比增长 34%，越南对中国的进口额和对美国的出口额，均创下自公共卫生事件以来的新高，说明中国借道越南转口可能明显上升。

除越南外，4 月中国对非洲、德国、印度、拉丁美洲³、中国台湾等地区的出口增速均维持两位数以上高增。其中对德国、荷兰、澳大利亚出口逆势上行 8.8、8、10.3 个百分点。

图表1：中国出口分地区增速情况（按出口地区金额占比排序，单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

4 月已公布重点出口商品中，出口增速最高的是中间品和资本品，分别为 8.5%、8.2%，显著高于消费品的出口增速 -4.1%。这也与 2018-2019 年中美贸易摩擦时的经验相符，2019 年中国资本品、中间品、消费品出口份额相比 2017 年分别变动 -0.1、+1.3、-1.1 个百分点。

把终端环节转移到海外去避税，也符合中国企业在关税压力下加大出海力度的特征。自 2018 年中美贸易摩擦以来，中国持续加大在东盟等地的投资，中国对东盟对外直接投资金额从 2016 年的 102.8 亿美元快速提高至 2023 年的 251.2 亿美元。

在企业持续出海以及转口的带动下，中间品和资本品比如集成电路、通用机械等出口同比增长 20.2%、17%，在各类商品中表现亮眼。

¹ <https://content.govdelivery.com/bulletins/gd/USDHSCBP-3db99a3>

² 初始要求是 4 月 5 日，后续更新为 4 月 9 日

³ 暂未公布非洲和拉丁美洲细分国家增速


图表2：中国出口分商品增速（单位：%）

	占比	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04
农产品	2.9%	12.1%	2.6%	2.8%	10.4%	3.0%
成品油	1.2%	-31.2%	-30.2%	-21.0%	-20.8%	-2.0%
稀土	0.0%	-11.9%	19.2%	-24.6%	-24.9%	-34.3%
中药材及中式成药	0.0%	8.6%			-15.5%	-23.9%
肥料	0.2%	-1.1%	20.9%	98.7%	26.5%	-10.8%
塑料制品	3.0%	4.2%	0.2%	-23.0%	7.3%	-1.2%
箱包及类似容器	0.8%	-7.1%	-9.6%	-38.0%	-2.7%	-9.1%
纺织纱线、织物及制品	3.8%	17.2%	12.2%	-25.4%	16.1%	3.2%
服装及衣着附件	3.6%	6.2%	7.0%	-28.7%	8.8%	-1.2%
鞋靴	1.0%	-0.7%	-6.8%	-38.2%	9.5%	-0.2%
陶瓷产品	0.6%	-11.3%	-28.1%	-37.9%	6.9%	12.0%
未锻轧铝及铝材	0.6%	7.2%	-7.0%	-3.7%	4.9%	7.0%
家具及其零件	1.9%	3.1%	-8.1%	-29.8%	7.2%	-7.8%
玩具	1.0%	-2.9%	-3.1%	-26.7%	5.1%	-6.5%
机电产品	59.9%	12.1%	7.7%	-1.5%	13.4%	10.1%
通用机械设备	1.9%	29.0%	19.1%	-25.1%	24.9%	17.0%
自动数据处理设备	5.6%	9.5%	10.7%	9.5%	0.8%	-1.7%
手机	3.0%	-15.8%	-13.2%	10.6%	7.7%	-21.4%
家用电器	2.9%	14.1%	10.5%	-0.1%	12.5%	-2.9%
音视频设备及其零件	1.0%	5.5%	2.0%	-6.8%	11.9%	12.0%
集成电路	5.0%	5.3%	3.9%	19.5%	7.9%	20.2%
汽车包括底盘	3.1%	12.1%	7.8%	-3.7%	1.6%	4.4%
汽车零部件	2.7%	15.6%	6.2%	-7.5%	12.5%	6.3%
船舶	1.0%	10.5%	20.0%	-35.0%	1.9%	36.1%
液晶平板显示模组	0.8%	6.3%	-3.0%	17.4%	13.2%	16.0%
医疗仪器及器械	0.5%	16.3%	12.7%	-7.4%	9.7%	8.4%
灯具照明装置及其零件	1.0%	3.8%	-10.5%	-41.1%	22.7%	-3.1%
高新技术产品	24.8%	4.3%	2.6%	8.0%	7.3%	6.5%

来源：wind，国金证券研究所

另外,5月6日美国公布的贸易数据也显示,3月美国继续从全球“抢进口”。3月美国进口商品增速进一步上行至31.2%，其中，消费品、工业用料和材料、除汽车外的资本品进口增速分别为56.6%、39.8%、23%。

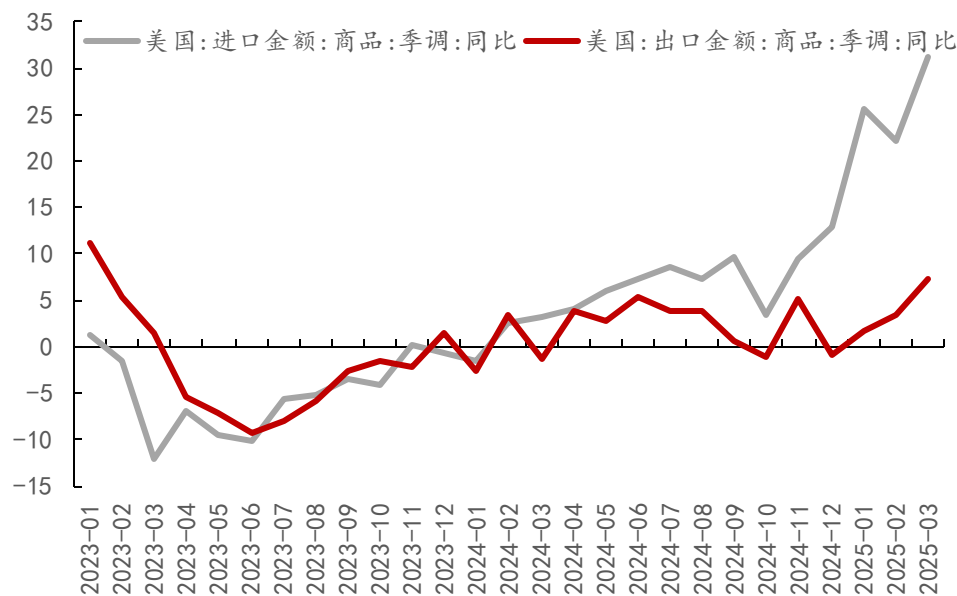
分国别来看，一是美国增加了自欧盟、东盟、中国这些传统生产国家的进口，3月进口增速分别为61.2%、34.4%、11.1%（中国对东盟、欧盟的出口也在加速）；

二是美国自非传统贸易国进口商品的增速明显提高，3月美国自澳大利亚、非洲的进口增速达到了354.7%、65.9%（总进口金额103亿美元，占比美国进口金额比重仅3%），大幅超过26.3%的进口增速，持续高速增长。考虑到中国近2个月对澳大利亚、非洲等地的出口增速持续上行（分别从年初的-4.8%、3%上行至4月的5.8%、25%），我们不排除中国贸易商在寻找新的中转贸易地可能。

三是美国自中国香港进口增速大幅走高，3月美国自中国香港进口增速达143.3%（14亿美元），中国大陆对中国香港出口增速在8%左右（单月出口金额260亿美元左右）。预计部分贸易商短期仍通过香港转运商品到美国。但中国香港也面临高额的对等关税，预计后续自中国香港进口金额也会回落。

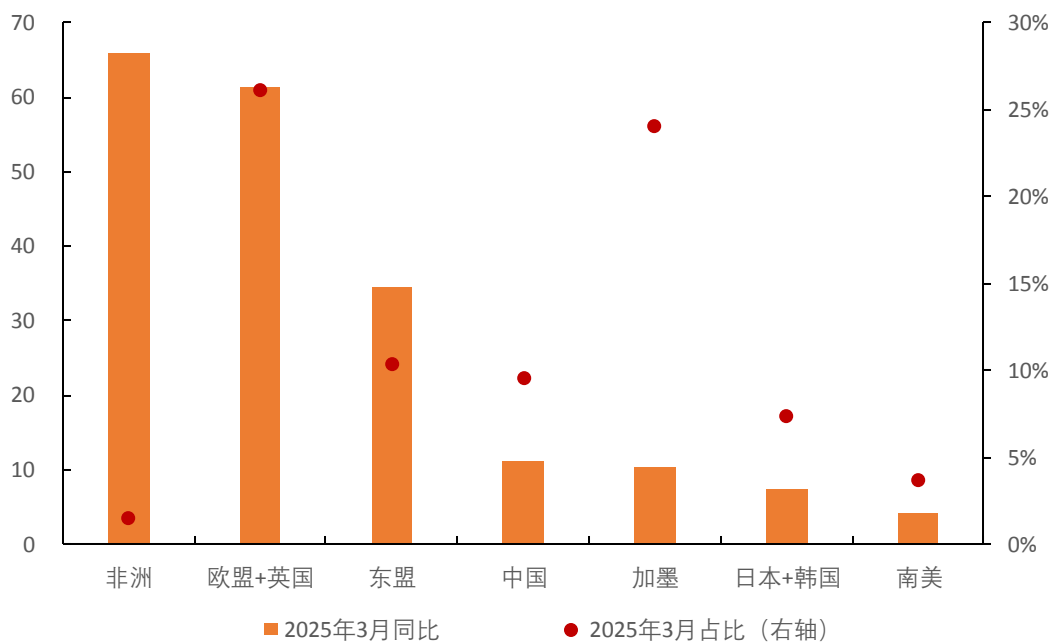


图表3: 美国“抢进口”商品 (单位: %)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

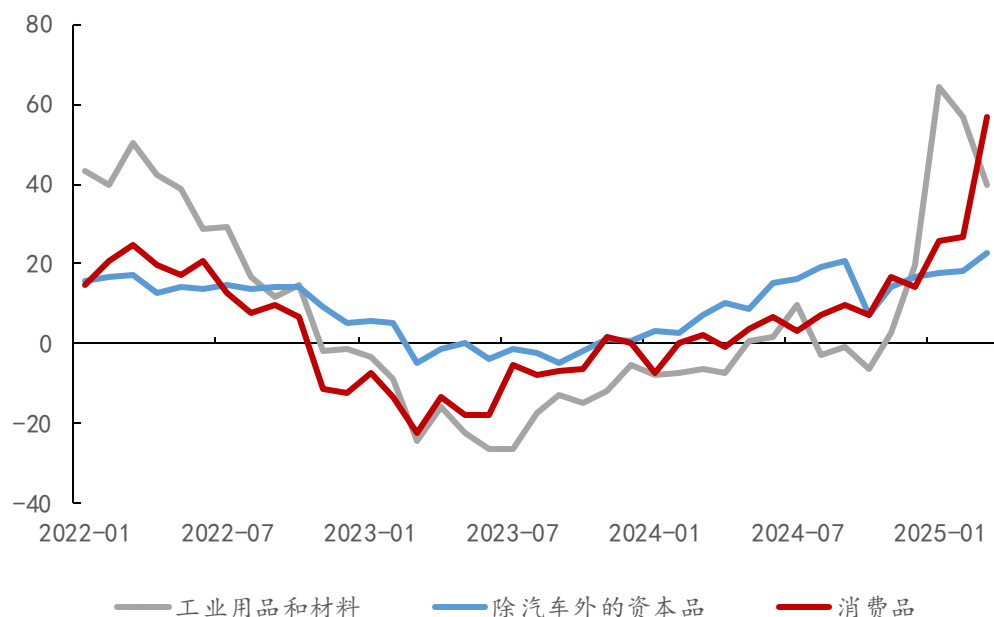
图表4: 美国进口分地区增速 (单位: %)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表5：美国“抢进口”什么商品（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

预计在 90 天的关税豁免期内，美国企业会继续从其他国家“抢进口”，而中国企业的“抢转口”和“抢出海”，也会适度支撑二季度出口增速。

出口增速的压力将在 6-7 月开始显现。一是从美国企业下订单到商品出口存在 2 个月左右的时间差，4 月 PMI 新出口订单大幅下滑 4.3 个百分点至 44.7%，创 2023 年以来新低，预计从 6 月初开始出口增速可能开始减弱。二是随着 90 天豁免期结束（4 月 9 日开始，到 7 月 9 日），出口的不确定性在升温，同时前期企业“抢进口”也透支了一部分需求。三是美国经济下行压力逐渐显现导致的需求不足也会成为后续出口的核心拖累之一。

风险提示

美国关税政策来回波动巨大，中美之间贸易谈判不确定性高。

全球贸易前景不明确，美国与其他国家之间的贸易往来不确定性高。

关税贸易摩擦下，中国出口在后续或面临大幅下行压力，并对中国经济造成明显冲击。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究