

4 月出口：被低估的韧性？

2025 年 05 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：**5 月 9 日，中国海关总署公布 4 月外贸数据。按美元计，4 月出口金额同比 8.1%、预期 2.0%、前值 12.4%；进口金额同比-0.2%、预期-6.0%、前值-4.3%。

➤ **4 月出口并未出现观望中的疲软迹象，这是否凸显了其在“经贸斗争”下的耐力和韧性？**如我们在此前报告《二季度出口：“抢转口”对冲几何？》中所述，“抢转口”等对冲力量构成了我国出口的阶段性“顺流”，在 7 月 8 日“暂缓 90 天关税”的最后期限前，这一效应预计会持续存在。**关税冲击下的出口“逆流”在当下刚刚开始显现，但随着关税风险的存续，往后看出口走弱的迹象可能会更趋明显。**具体看，4 月出口数据呈现出以下三方面特征：

➤ **一是以“抢转口”为代表的支撑动能凸显。**暂缓 90 天关税下，美国进口商的提前备货“焦虑”、中方对于拓展非美贸易的侧重等，共同铸就了非美贸易伙伴对于中国商品的“抢转口”需求。这一点在 4 月的对不同国别出口数据上体现得尤为明显，当月我国对东盟出口同比边际抬升 9.2 个百分点至 20.8%，对总出口的贡献率接近一半。

➤ **二是豁免清单下的部分商品暂时未受“波及”。**按照对等关税的豁免条款，我国对美出口约 1000 亿美元的商品（铜、药品、半导体、木材制品、某些关键矿物以及能源和能源产品等）不征收对等关税（更多细节请参考《关税豁免的“减震”信号有多强？》）。这自然会减轻相关产品的出口压力，**集成电路就是典型代表，4 月出口同比较上月大幅上行 12.3 个百分点至 20.2%。**

➤ **三是关税冲击下的出口“逆流”已开始显现。**尽管 4 月出口在“抢转口”等对冲力量的支撑下仍具一定韧性，但关税冲击对于全球贸易的负面影响已经开始蔓延。几大信号需要着重关注，**首先是高额关税下的中美贸易“中断风险”，**4 月我国对美国出口同比大幅降至-21%。**其次是美国进口需求自 4 月下旬以来“冲高回落”，**这主要体现在洛杉矶港进口集装箱数量的明显下滑。**再者是全球贸易景气走软，**4 月全球制造业 PMI、新订单指数时隔 3 个月再度落入收缩区间。

➤ **除出口外，进口表现也超预期，其背后是以中国香港为代表的进口枢纽所构成的“缓冲带”。**在中国针对美国关税实施对等反制的背景下，市场对于 4 月中国进口普遍较悲观、一致预期增速仅为-6%，明显低于-0.2%的实际值。**这背后，一方面是中国香港作为进口中转站的意义显现（中国香港并未对美实施贸易反制），**4 月我国自中国香港进口同比大幅升至 41.3%。**另一方面是通过拉美等实现“贸易替代”（美国对华主要输出农产品，而巴西等拉美国家同样是主要的农产品出口国），**4 月我国自拉美进口当月同比 7 个月以来首度转正。

➤ **随着美国关税态度的进一步“柔化”，后续出口怎么看？**美国在贸易关税上的谈判在持续推进，值得关注的是，近期中美之间也出现了积极信号。我们区分三种情形来推演后续关税变化和出口走势：

情景 1，美国维持现有关税政策。那么除了 1000 亿美元的豁免清单外，其他商品对美几乎不可贸易，考虑对非美贸易拓展后，2025 年我国出口同比下沿在-4.3%左右。

相关研究

1. 美联储政策观察：5 月议息：继续“等待”
白宫？-2025/05/07
2. 经济动态跟踪：金融发布会：“双降”之外的政策信号-2025/05/07
3. 汇率市场点评：汇率升值：节后悬念几何？
-2025/05/06
4. 经济动态点评：五一消费“打几星”？-2025/05/05
5. 海外市场回顾与展望：假期外部喧嚣是信号还是噪声？-2025/05/04

情景 2：美国适度调整当前关税政策。如美国降低对华加征关税税率至 60%左右等，这一情形下我国 2025 年出口同比降幅相对可控。

情景 3：美国放弃加征对等关税。在美国放弃对华加征对等关税的情形下（但保留首轮贸易摩擦的 12.3%的平均税率、今年 20%的普遍关税），2025 年我国出口同比有望保持正增长。

➤ **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1：4月，中国对美国出口同比大幅下滑、对东盟出口同比显著抬升

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 (%)					
		2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10		2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
欧盟	-2.0	8.3	10.3	0.6	8.8	7.2	12.7	-0.2	1.2	1.4	0.1	1.2	1.0	1.8
德国	8.6	20.4	11.9	3.1	12.5	12.9	19.8	0.3	0.7	0.3	0.1	0.4	0.4	0.6
荷兰	8.2	5.3	-2.9	-0.4	-1.6	-6.7	-1.3	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0
法国	-1.7	2.8	4.6	-1.2	10.7	1.7	20.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2
意大利	-3.5	5.0	8.4	-3.6	6.2	23.0	7.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.1
美国	-30.1	-21.0	9.1	2.3	15.6	8.0	8.1	-3.4	-2.2	1.2	0.3	2.3	1.2	1.2
东盟	9.2	20.8	11.6	5.7	18.9	14.9	15.8	1.8	4.0	2.2	0.9	3.4	2.6	2.5
越南	3.6	22.5	18.9	14.4	13.9	12.8	15.6	0.2	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6	0.7
马来西亚	17.6	14.9	-2.7	6.0	19.3	28.3	24.7	0.5	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.9	0.7
泰国	0.1	27.9	27.8	12.1	28.5	22.0	16.9	0.0	0.8	0.9	0.3	0.7	0.6	0.4
新加坡	21.3	14.9	-6.4	-13.8	6.4	5.7	6.6	0.6	0.4	-0.2	-0.2	0.2	0.1	0.1
印度尼西亚	12.3	36.8	24.6	6.5	51.0	20.3	28.1	0.4	0.9	0.5	0.1	1.3	0.5	0.6
菲律宾	-2.5	7.0	9.3	3.3	8.0	2.8	4.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
日本	1.0	7.8	6.7	0.7	-4.2	6.3	6.8	0.0	0.3	0.3	0.0	-0.2	0.3	0.3
中国香港	1.0	8.8	7.8	7.7	-7.6	-2.7	2.1	0.0	0.7	0.7	0.6	-0.6	-0.2	0.2
韩国	0.6	-0.3	-0.9	-2.6	4.0	-2.6	5.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	-0.1	0.2
中国台湾	7.6	15.5	7.9	8.4	14.1	6.4	2.9	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1
澳大利亚	9.9	5.8	-4.2	-4.8	-12.3	0.5	2.2	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0
俄罗斯联邦	-4.6	-2.7	1.9	-10.9	5.5	-2.5	26.7	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	0.2	-0.1	1.0
印度	-5.6	21.7	27.3	7.9	0.0	2.1	3.8	-0.2	0.8	0.9	0.3	0.0	0.1	0.1
英国	-13.8	2.5	16.3	1.5	3.1	-0.3	8.1	-0.3	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	0.2
加拿大	2.1	15.0	12.9	-2.6	-0.7	-2.9	19.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2
新西兰	2.5	13.1	10.6	-11.9	1.1	-7.9	18.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拉丁美洲	-6.2	17.3	23.5	3.2	16.9	11.0	22.9	-0.4	1.4	1.7	0.3	1.2	0.8	1.8
巴西	-8.1	4.2	12.2	-8.1	5.6	10.1	24.5	-0.1	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.2	0.5
非洲	-11.7	25.3	37.0	-0.2	24.8	10.8	20.9	-0.6	1.4	2.0	0.0	1.4	0.6	1.1
南非	3.2	9.6	6.3	-8.9	9.9	12.2	11.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

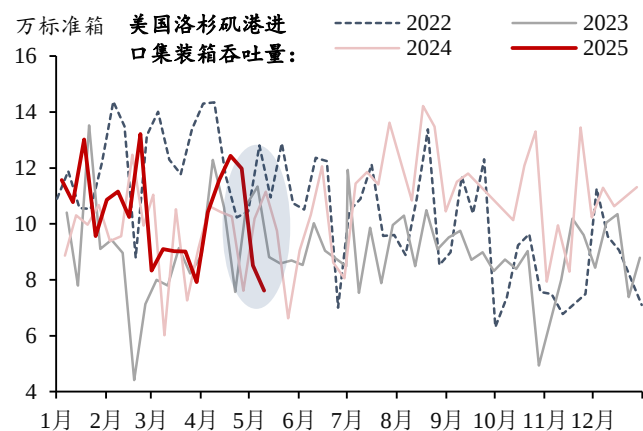
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：4月，以集成电路为代表的商品出口韧性凸显

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	2025-04	2025-03	2025-02	边际变化	2025-04	2025-03	2025-02
农产品			2.8%	-7.5	3.0	10.5	3.0	-0.2	0.1	0.3	0.1
中间品&资本品	成品油		1.0%	18.8	-2.0	-20.8	-24.8	0.2	0.0	-0.2	-0.2
	稀土及其制品:稀土		0.0%	-9.6	-34.4	-24.9	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
	肥料		0.2%	-37.2	-10.8	26.5	52.6	-0.1	0.0	0.0	0.1
	钢材		2.3%	7.7	1.3	-6.4	-3.9	0.2	0.0	-0.1	-0.1
	未锻轧的铝及铝材		0.6%	2.1	7.0	4.9	-5.5	0.0	0.0	0.0	0.0
	塑料制品		2.9%	-8.6	-1.2	7.3	-8.3	-0.3	0.0	0.2	-0.2
	纺织纱线、织物及其制品		3.9%	-12.9	3.2	16.1	-2.0	-0.5	0.1	0.6	-0.1
消费品	中药材及中式成药		0.0%	-8.3	-23.8	-15.6	-21.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	陶瓷产品		0.6%	5.1	12.0	6.9	-30.4	0.0	0.1	0.0	-0.2
	箱包及类似容器		0.9%	-6.5	-9.1	-2.7	-20.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.2
	服装及衣着附件		3.8%	-10.0	-1.2	8.8	-6.9	-0.4	0.0	0.3	-0.3
	鞋靴		1.2%	-9.7	-0.2	9.5	-18.3	-0.1	0.0	0.1	-0.2
	家具及其零件		1.9%	-14.9	-7.8	7.2	-15.5	-0.3	-0.1	0.1	-0.3
	玩具		0.9%	-11.6	-6.5	5.1	-11.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
机电产品	机电产品		60.1%	-3.3	10.1	13.4	4.2	-1.9	6.1	8.0	2.5
	通用机械设备		1.9%	-7.9	17.0	24.9	-2.0	-0.1	0.3	0.5	0.0
	自动数据处理设备零件		5.5%	-2.5	-1.7	0.8	10.5	-0.1	-0.1	0.0	0.6
	手机		3.0%	-29.1	-21.4	7.7	-3.3	-0.7	-0.5	0.2	-0.1
	家用电器		2.8%	-15.4	-2.9	12.5	6.3	-0.4	-0.1	0.4	0.2
	音视频设备及其零件		1.0%	0.2	12.0	11.9	-1.0	0.0	0.1	0.1	0.0
	电子元件:集成电路		4.8%	12.3	20.2	7.9	11.9	0.6	1.0	0.4	0.6
	汽车和汽车底盘		3.2%	2.7	4.4	1.6	2.5	0.1	0.2	0.1	0.1
	汽车零部件		2.7%	-6.2	6.3	12.5	0.6	-0.2	0.2	0.3	0.0
	船舶		1.4%	34.1	36.1	1.9	2.2	0.6	0.7	0.0	0.0
	平板显示模组:液晶		0.8%	2.9	16.0	13.2	5.6	0.0	0.1	0.1	0.0
	医疗仪器及器械		0.5%	-1.3	8.4	9.7	4.4	0.0	0.0	0.1	0.0
	灯具、照明装置及零件		1.0%	-25.8	-3.1	22.7	-21.7	-0.3	0.0	0.2	-0.2
高新技术产品			24.3%	-0.8	6.5	7.3	5.4	-0.3	1.5	1.8	1.3

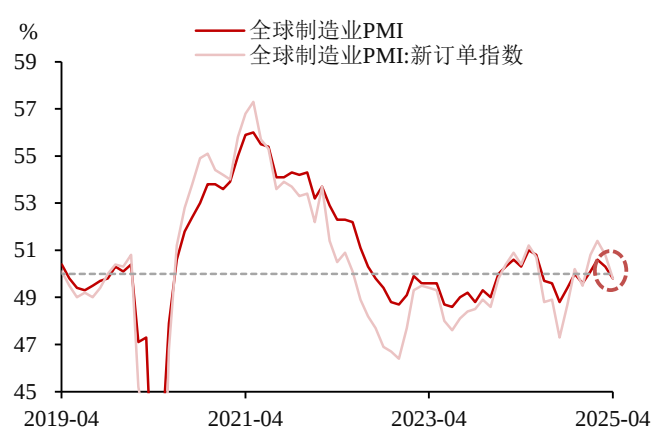
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：4月下旬以来，美国进口高频冲高回落



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：4月，全球制造业 PMI 时隔 3 个月再度收缩



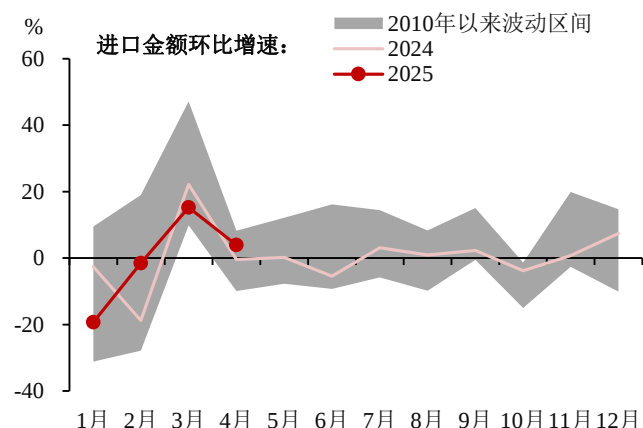
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：4月，新兴经济体制造业 PMI 出现较大幅度下滑

制造业PMI	4月 月度变化	3月 月度变化	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
全球	-0.5	-0.3	49.8	50.3	50.6	50.1	49.6	50.0	49.4	48.7
发达经济体										
美国ISM	-0.3	-1.3	48.7	49.0	50.3	50.9	49.2	48.4	46.9	47.5
美国Markit	0.0	-2.5	50.2	50.2	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3
欧元区	0.4	1.0	49.0	48.6	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0
德国	0.1	1.8	48.4	48.3	46.5	45.0	42.5	43.0	43.0	40.6
法国	0.2	2.7	48.7	48.5	45.8	45.0	41.9	43.1	44.5	44.6
意大利	2.7	-0.8	49.3	46.6	47.4	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3
西班牙	-1.4	-0.2	48.1	49.5	49.7	50.9	53.3	53.1	54.5	53.0
荷兰	-0.4	-0.4	49.2	49.6	50.0	48.4	48.6	46.6	47.0	48.2
希腊	-1.8	2.4	53.2	55.0	52.6	52.8	53.2	50.9	51.2	50.3
日本	0.3	-0.6	48.7	48.4	49.0	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7
韩国	-1.6	-0.8	47.5	49.1	49.9	50.3	49.0	50.6	48.3	48.3
英国	0.5	-2.0	45.4	44.9	46.9	48.3	47.0	48.0	49.9	51.5
加拿大	-1.0	-1.5	45.3	46.3	47.8	51.6	52.2	52.0	51.1	50.4
新兴市场										
中国	-1.5	0.3	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8
印度	0.1	1.8	58.2	58.1	56.3	57.7	56.4	56.5	57.5	56.5
越南	-4.9	1.3	45.6	50.5	49.2	48.9	49.8	50.8	51.2	47.3
巴西	-1.5	-1.2	50.3	51.8	53.0	50.7	50.4	52.3	52.9	53.2
墨西哥	-1.7	-1.1	44.8	46.5	47.6	49.1	49.8	49.9	48.4	47.3

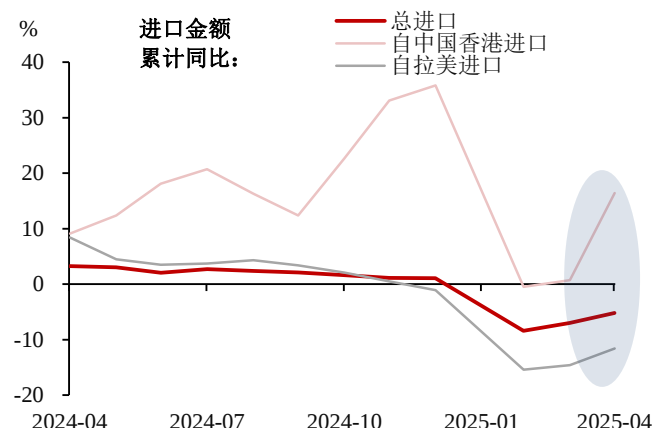
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：4月进口环比表现好于季节性均值



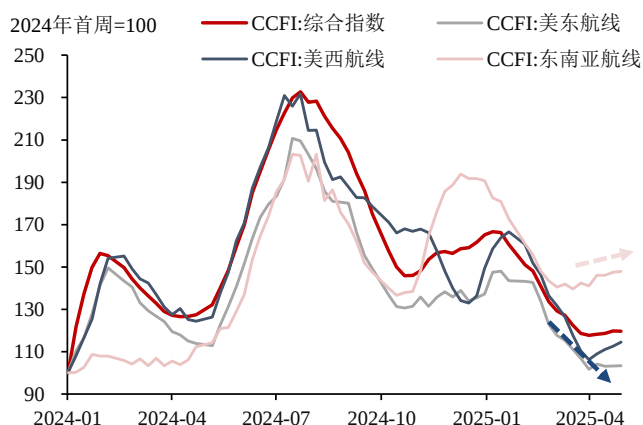
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：4月中国自中国香港、拉丁美洲进口同比回升较多



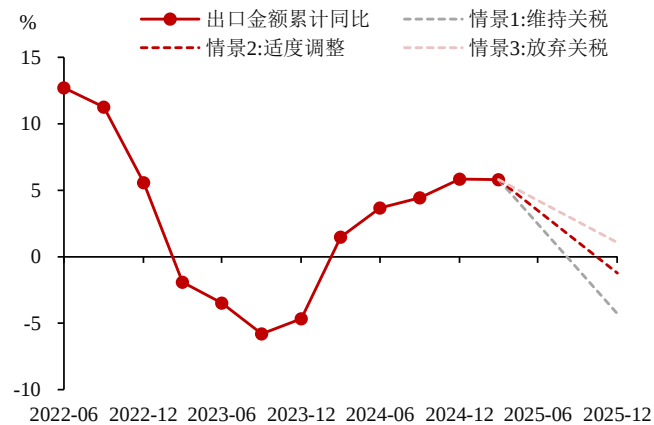
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：从近期航运价格来看，出口的结构性分化明显



资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：不同情景下的2025年出口增速走势推演



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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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