



从“抢出口”到“抢转口”

宏观经济报告

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

从“抢出口”到“抢转口”

自 2024 年 11 月特朗普胜选后，美国企业便开始了“抢进口”：24 年 12 月，美国进口增速升至 12.8%；2025 年 1-2 月，美国进口增速突破了 20%，创下近年来新高。

分商品看，美国消费品、资本品、中间品的进口增速均明显上行。其中，2025 年 1-2 月，工业用品和材料的进口增速超过了 60%，消费品的进口增速达到了 26.3%。

分产地看，2024 年 12 月-2025 年 2 月美国自中国香港、澳大利亚、非洲、东盟等地区的进口增速最高。

考虑到中国对非洲同期出口增速也大幅上行（3 月中国出口非洲增速 37%），不排除非洲正在成为东盟、中国香港等地区之外的中转贸易地的可能。

随着美国对除中国外的国家延迟 90 天征收“对等关税”，对中国则按照 145%或者更高的关税加征（年初还额外加征 20%），中国出口可能进入“抢转口”阶段。

最后，无论靠转口贸易、转移产能、还是转嫁成本，当美国自身的需求走弱、补库结束后，中国的出口增速都难免出现暂时的回落，而前期抢出口带来的透支效应也会对回落的出口增速构成额外压力。密歇根大学调查数据也显示居民信心、预期指数从 2024 年 12 月的 74、73.3 快速下滑至 2025 年 4 月的 50.8、47.2。

风险提示

关注后续美国国内需求的变化，补库存周期整体已经接近尾声

关注中美贸易摩擦的进展，关注美国对转口贸易等的审查

关注后续中国出口对国内基本面和政策的影响



自 2024 年 11 月特朗普胜选后，美国企业便开始了“抢进口”：24 年 12 月，美国进口增速升至 12.8%；2025 年 1-2 月，美国进口增速突破了 20%，创下近年来新高。

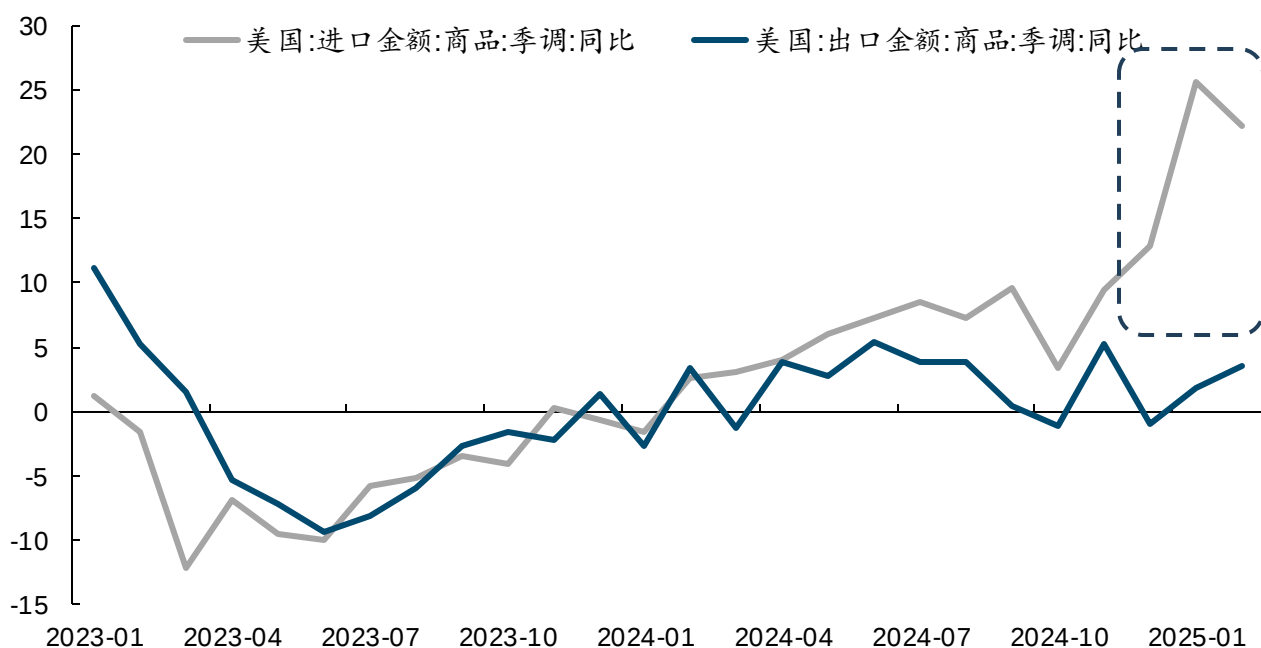
分商品看，除汽车、零部件和发动机外（可能与年初美国汽车零售增速转负，需求不足有关），美国消费品、资本品、中间品的进口增速均明显上行。其中，2025 年 1-2 月，工业用品和材料的进口增速超过了 60%，消费品的进口增速达到了 26.3%。

细分商品来看（SITC 二级口径），美国“抢进口”力度最大的是杂项制品，包括玩具、游戏及运动用品、文具、印刷品、工艺品、装饰品等劳动密集型制成品和日常消费品。2024 年 12 月-2025 年 2 月的进口同比增长 185.9%，占美国进口金额比例从去年同期的 5%提高到了 11.9%，进口额达 1056 亿美元。

杂项制品进口大幅走高一来可能与相关商品对外依赖度较高（如美国玩具进口额占全球总进口额的 30%），美国企业提前备货以应对后续关税压力的诉求更强有关。二来杂项商品因为整体价值较低且受益于电商企业发展，容易享受 800 美元以下商品免税。

此外，办公机器和自动处理设备（占比 6.7%）、医药产品（占比 8.4%）、有色金属（占比 1.8%）的进口同比增长 62.9%、52.6%、31.4%，也是这一轮主要的“抢进口”商品。

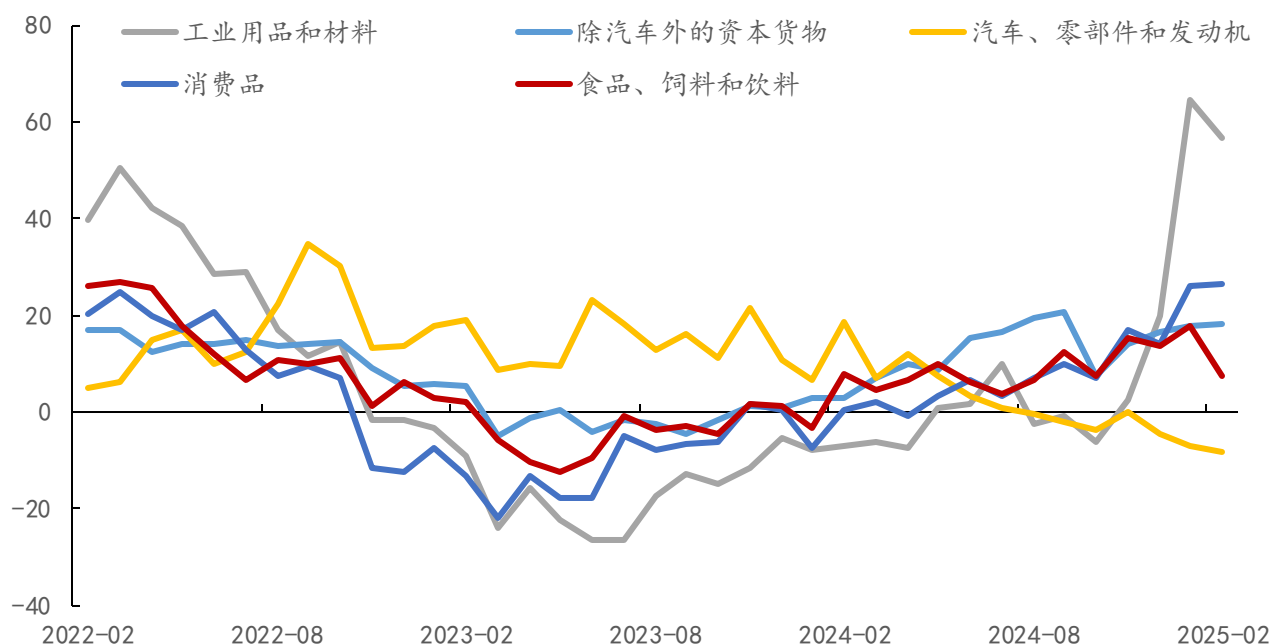
图表1：美国连续 3 个月抢进口（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所



图表2：美国在“抢进口”哪些商品（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

分产地看，2024 年 12 月-2025 年 2 月美国自中国香港、澳大利亚、非洲、东盟等地区的进口增速最高。

中国香港是传统的中转贸易地。2024 年 12 月-2025 年 2 月，杂项制品占美国自香港进口商品的 44%（包括玩具、游戏及运动用品、文具、印刷品、工艺品、装饰品等劳动密集型的制成品和消费品），进口增速超 1567%（总金额为 30 亿美元，规模较小导致同比增速异常偏高）。

除中国香港和东盟等传统贸易中转地外，美国自澳大利亚、非洲的进口增速也大幅上升。2025 年 2 月，美国进口自非洲的增速达到 83%，大幅超过去年水平，其中从南非进口杂项制品的增速达到了 1889%（进口总金额仅有 42.1 美元）。

美国除了增加从澳大利亚进口杂项制品外，肉类和肉类制品（占比 11%）、黄金（占比 8.7%）、有色金属（占比 1.5%）等主要商品的进口增速也达到了 48.4%、199.9%、22.6%。

考虑到中国对非洲同期出口增速也大幅上行（3 月中国出口非洲增速 37%），不排除非洲正在成为东盟、中国香港等地区之外的中转贸易地的可能。

随着美国对除中国外的国家延迟 90 天征收“对等关税”，对中国则按照 145%或者更高的关税加征（年初还额外加征 20%），中国出口可能进入“抢转口”阶段。

巨大的关税差距理论上让各国都有成为贸易中转地的可能，转口贸易预计会快速兴起，且规模会远远大于 2018 年贸易摩擦后的水平。第一轮贸易摩擦后，中国理论平均关税税率¹为 19.3%左右，美国对其他国家进口税率为 3%，平均关税差距仅 16.3 个百分点，考虑到转口运费、仓储等额外成本，转口比例相对不高。但在超过 100%以上的关税差距下，中转成本将大幅低于关税。

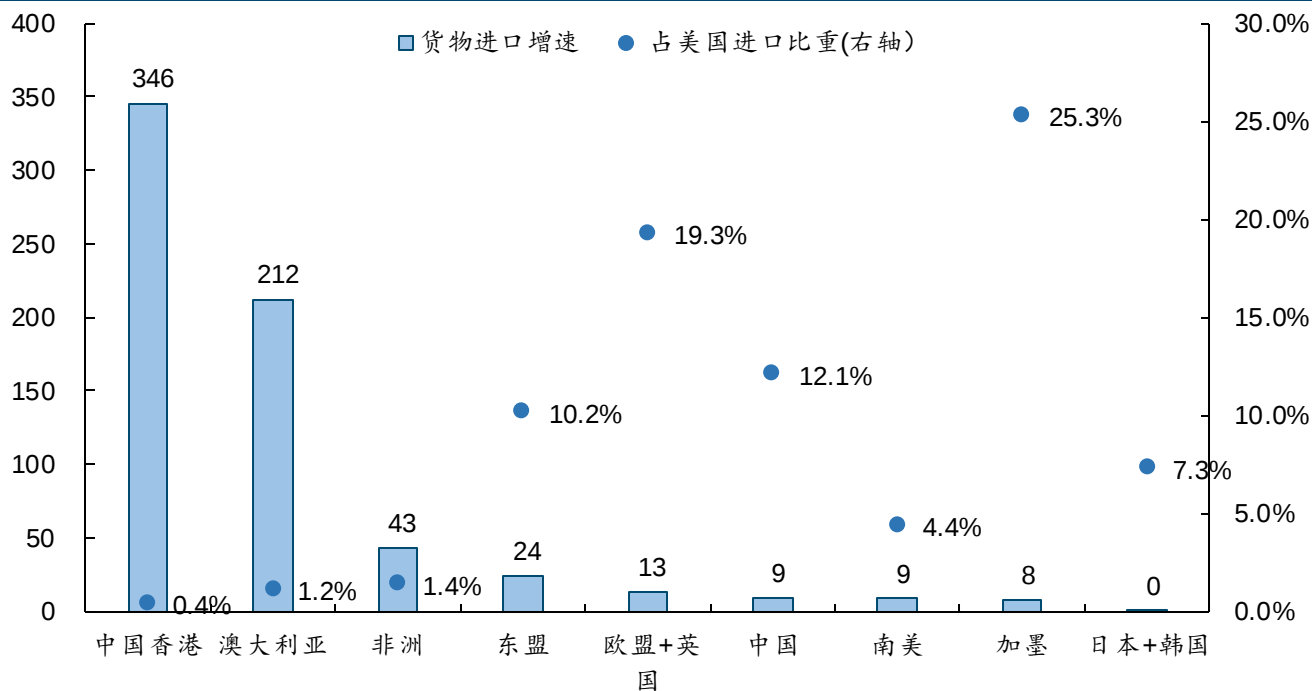
转口的难度主要取决于美国对各国贸易的审查力度和出口企业对于转口成本的承受力（包括转口等成本由

¹ <https://www.piie.com/research/piie-charts/2019/us-china-trade-war-tariffs-date-chart>



谁承担等)。目前,美国正在加大对原产地审查,越南、马来西亚、泰国、印度尼西亚和墨西哥等转口热门地也面临多重监管²。转口成本承受力则主要与企业在相关商品上的竞争优势和行业利润率有关。目前国内工业企业营业收入利润率不到 5%,行业对成本的承担力较弱。考虑到美国在部分商品上对中国生产能力的依赖度较高,这会给企业带来较大的谈判空间。

图表3: 美国进口地 (单位: %)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

另外,美国也可以将部分订单或将转移至其他地区,比如从东盟(越南、柬埔寨等)进口纺织服装、玩具等商品,从墨西哥、加拿大进口塑料制品、家具,从日本、德国进口机械设备、专用设备。东盟生产的纺织服装、玩具、机械设备依旧依赖于中国的中上游供应链,中国和德国在机械设备等行业上也有着密切的贸易往来。

² <https://mp.weixin.qq.com/s/rojRWI9x9nH59lajewajwA>



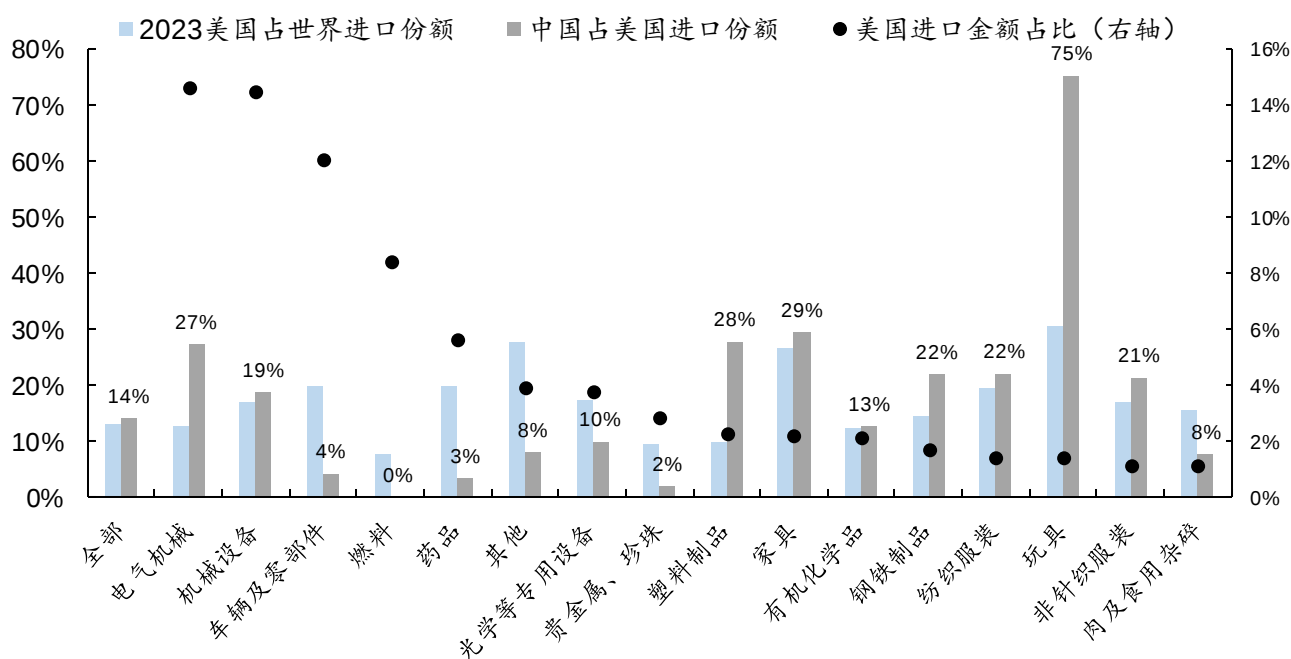
图表4：美国进口商品分国别结构（单位：%）

国家（占比）	第一	第二	第三	第四	第五
电气机械	中国（27.3）	墨西哥（18.5）	越南（9）	中国台湾（5.8）	马来西亚（5.7）
机械设备	中国（18.7）	墨西哥（17.8）	日本（7.9）	德国（7.5）	中国台湾（7.5）
车辆及零部件	墨西哥（34.1）	日本（13.3）	加拿大（14.8）	韩国（10.1）	德国（9.1）
燃料	墨西哥（49.2）	加拿大（9.4）	沙特（5.3）	巴西（3.1）	哥伦比亚（2.7）
药品	爱尔兰（20.3）	德国（10.8）	瑞士（8.5）	印度（6.2）	荷兰（6）
其他	墨西哥（16）	加拿大（8.7）	德国（8.2）	中国（8）	爱尔兰（5.7）
光学等专用设备	墨西哥（18.9）	德国（10.8）	中国（10）	爱尔兰（7.5）	日本（5.9）
贵金属、珍珠	加拿大（14.6）	印度（13.8）	瑞士（9）	南非（8.7）	以色列（6.5）
塑料制品	中国（27.9）	加拿大（18.9）	墨西哥（10.9）	韩国（5.6）	德国（5.1）
家具	中国（29.4）	墨西哥（19.4）	越南（17.3）	加拿大（8.4）	意大利（3）
有机化学品	爱尔兰（31.3）	中国（12.6）	新加坡（8.5）	瑞士（6.1）	印度（5.8）
钢铁制品	中国（22）	墨西哥（14.8）	加拿大（11.2）	中国台湾（6.8）	韩国（6.3）
纺织服装	中国（22.1）	越南（17.4）	柬埔寨（5.3）	孟加拉国（5.3）	印度尼西亚（4.8）
玩具	中国（75.1）	越南（6.2）	墨西哥（3.5）	中国台湾（3）	印度尼西亚（1.1）
非针织服装	中国（21.5）	越南（18）	孟加拉国（13.3）	印度（7）	印度尼西亚（5.9）

来源：ITC，国金证券研究所

但也要看到，在非针织服装、纺织服装、钢铁制品、电气机械、塑料制品、家具、玩具等商品上，中国占美国进口份额的比重超过了20%（部分细分商品的占比会更高），其他国家短期内难以承接中国的份额，部分商品也不易转口，这或导致这些商品的美国进口增速和中国出口增速出现大幅回落。

图表5：中国商品在美国进口所占份额（单位：%）





来源：ITC，国金证券研究所

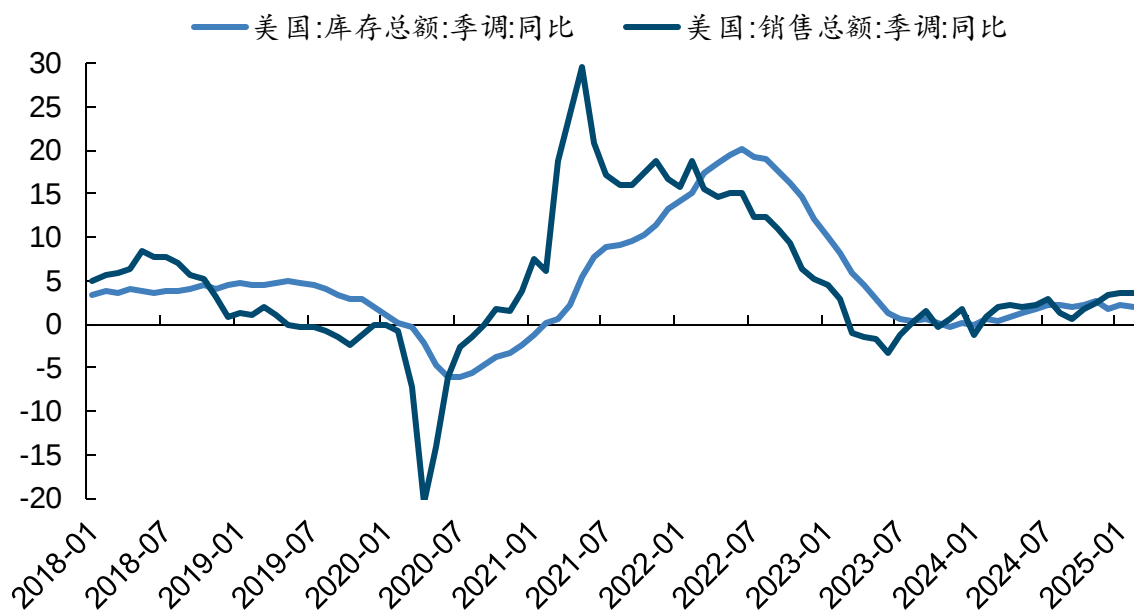
最后，无论靠转口贸易、转移产能、还是转嫁成本，当美国自身的需求走弱、补库结束后，中国的出口增速都难免出现暂时的回落，而前期抢出口带来的透支效应也会对回落的出口增速构成额外压力。

2025年2月，美国商业销售额同比增长3.6%，库存同比增长2.1%，依旧处于“抢进口”下的补库存阶段。美国制造商、批发商、零售商的库销比分别为1.5、1.3、1.3个月，耐用品和非耐用品的库销比分别为1.7、0.9个月。

美国制造商、批发商、零售商的库销比分位数分别位于78%、64%、13%。制造业和批发商的库销比和分位数水平已经与上一次贸易摩擦时（2018年末）相接近，零售商库销比则明显低于18年年末（2018年末分位数为55%、64%、36%）。

分行业看，机械设备和用品的库销比为3个月，在各行业中处于相对较高水平。但是电器和电子产品、电脑及电脑外围设备和软件的库销比仅为1个月，且销售同比增速依旧在15%以上，行业需求较为旺盛，库销比显著偏低，补库诉求较强。

图表6：美国库存与销售（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



图表7: 美国分行业库销比 (单位: %)

	批发商库存同比			批发商库销比同比			批发商销售同比		
	2月	历史分位数	相比上月变动	2月	历史分位数	相比上月变动	2月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	0.4	20%	-0.7	1.7	76%	-0.05	6.6	62%	2.90
耐用品:汽车及汽车零件和用品	-1.3	22%	-0.3	1.7	84%	-0.03	-0.9	17%	0.89
耐用品:家具及家居摆设	4.1	38%	-0.6	2.0	96%	0.02	0.8	30%	2.04
耐用品:木材及其他建材	6.0	50%	0	1.8	99%	-0.04	1.1	33%	-2.22
耐用品:专业及商业设备和用品	5.3	49%	0.6	1.2	86%	-0.05	9.5	85%	4.98
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	19.3	92%	3.2	0.9	95%	-0.02	15.8	94%	3.62
耐用品:金属及矿产,石油除外	-5.3	28%	-0.2	2.2	77%	-0.06	-5.4	33%	3.36
耐用品:电气和电子产品	-2.9	18%	-0.3	1.0	0%	-0.04	19.1	95%	4.44
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	2.2	23%	2	2.1	70%	-0.01	9.1	69%	-0.33
耐用品:机械设备和用品	1.4	27%	-2.8	2.9	93%	-0.16	3.1	43%	4.91
耐用品:杂项	-2.0	23%	-0.3	1.5	52%	-0.03	3.3	50%	1.03
非耐用品	2.3	28%	0	0.9	43%	-0.01	2.2	34%	-1.3
非耐用品:纸及纸制品	4.3	66%	3.1	1.0	45%	-0.01	2.6	68%	1.99
非耐用品:药品及杂品	1.3	18%	-0.3	1.0	0%	-0.01	10.0	72%	0.72
非耐用品:服装及服装面料	-7.0	18%	-1.0	2.1	74%	0.02	5.0	63%	-2.26
非耐用品:食品及相关产品	6.6	65%	1.3	0.7	80%	0.00	5.3	69%	0.33
非耐用品:农产品原材料	10.0	62%	6.3	1.4	76%	0.03	-15.7	9%	-12.22
非耐用品:化学品及有关产品	0.6	33%	-0.6	1.1	53%	-0.02	-0.3	31%	4.04
非耐用品:石油及石油产品	3.5	48%	6.1	0.3	14%	0.00	-2.1	31%	-1.22
非耐用品:啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	0.2	19%	-1.2	1.7	100%	0.03	-3.1	5%	-3.58
非耐用品:杂项	1.8	27%	0.8	1.8	91%	-0.06	1.2	38%	-3.05

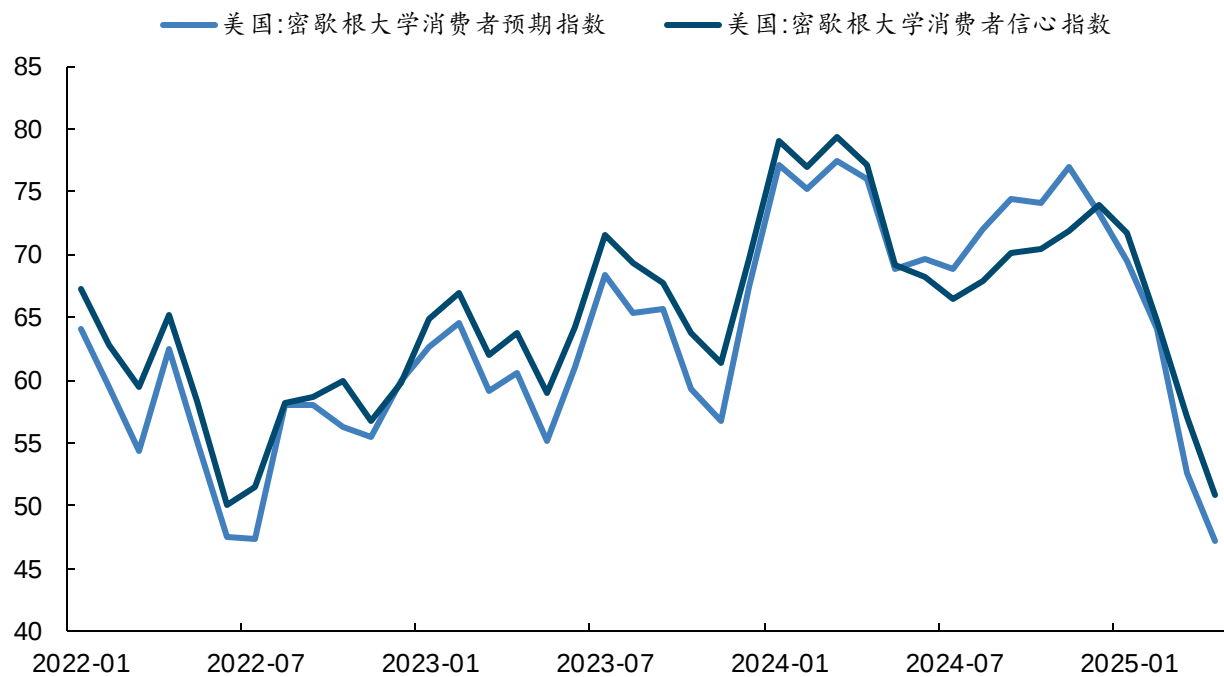
来源: wind, 国金证券研究所

总的来看,目前美国经济衰退还未正式到来,部分商品库存依旧处于较低水平,企业补库诉求尚在,中国“抢出口”和“抢转口”或将延续,并在一定程度上缓和二季度出口的下滑压力。

但是密歇根大学调查数据也显示居民信心、预期指数从2024年12月的74、73.3快速下滑至2025年4月的50.8、47.2。关税的不确定性、美国需求下滑、抢出口的透支效应,会给未来特别是三季度出口增速带来压力。



图表8：美国消费者信心指数



来源：wind，国金证券研究所（注：3月为截至3月23日数据）



风险提示

关注后续美国国内需求的变化，补库存周期整体已经接近尾声，后续美国需求下滑或对中国需求形成较大压力
关注中美贸易摩擦的进展，关注美国对转口贸易等的审查，如果转口审查趋严，中国二季度出口或面临较大压力
关注后续中国出口对国内基本面和政策的影响，出口变动的节奏也会影响政策的节奏



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。

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：北京市东城区建国门内大街 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