

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

对等关税如何影响二季度外贸节奏

2025年4月25日

- **时点上, 5月的中美外贸影响可能更剧烈。**当前中美关税博弈“高位僵持”之下, 我们认为5月份关税对中美外贸影响可能更剧烈。首先, 当前可观察的高频数据显示4月中国CCFI运价和美国进港集装箱量存在不同步, 中国美西航线运价回落, 美国进港集装箱仍在增长。其次, 4月极端关税生效前, 部分企业继续抢出口可能对4月外贸数据带来干扰。总的来说, 我们认为, 如果中美关税继续僵持在高位, 中美之间的进口、出口都会受到影响, 但基于在途货物到港的滞后性, 部分关税生效前已离港的货物可能使进口回落有延迟, 这可能导致4月的外贸冲击不及5月更剧烈。
- **结构上, 出口市场和出口产品可能都存在非对称性冲击。**二季度的外贸数据, 无论是出口市场还是出口商品可能都存在非对称式冲击。在特朗普1.0关税中, 中美的关税博弈已经使我们的出口市场结构发生了变化。今年3月我们对美的直接出口依赖已经降至2015年以来最低。我们认为, 如果双方关税继续“高位僵持”, 在“对等关税”政策冲击下, 我国对美直接出口的依赖或进一步下降。从产品类型上看, 我们认为二季度劳动密集型产品的降幅可能比机电要大。
- **区域上, 对美出口规模大且依赖度高的沿海省份或承压更多。**分区域看, 关税冲击下, 国内不同省份面临的压力也有差异, 主要是受对美出口依存度影响。我国约有1/3的省份对美国出口依存度在15%以上, 对美出口规模大且依存度高的省份多属沿海省份, 比如: 福建、浙江、江苏、广东等沿海省份。这些对美依存度高且规模大的沿海省份承受的外贸压力更大, 当前云南等省已经出台了省级提振消费专项方案, 我们认为剩余省份或将在二季度密集出台省级层面的提振消费方案, 以对冲中美关税“高位僵持”的影响。
- **风险因素:** 美国关税政策进一步升级, 新兴市场需求不及预期等。

目 录

一、时点上，5 月的中美外贸影响可能更剧烈	3
二、结构上，出口市场和出口产品可能都存在非对称性冲击	4
三、区域上，对美出口高依赖度的省份或承压更多	7
风险因素	9

表 目 录

表 1：美国自中国进口份额多转向东盟	5
表 2：中国对美国出口份额也多转向东盟	5
表 3：国内各省对美国出口依存度有差异	8

图 目 录

图 1：4 月中美之间关税飙升	3
图 2：目前美国 4 月洛杉矶港的进口集装箱量仍有增长	4
图 3：4 月美西航线低于去年同期	4
图 4：3 月，中国对东盟出口占比提升至 18.8%	6
图 5：3 月，中国对越南出口占比提升至 5.6%	6
图 6：劳动密集型产品出口至美国的比例多在 16% 以上	7

一、时点上，5 月的中美外贸影响可能更剧烈

对等关税最新动态：中美方面，中美双方在关税博弈的税率上面暂未往上加征（2025 年以来美国对中国加征 145%，中国对美加征 125%），当前中美关税博弈可能正处于“高位僵持”阶段；其他国家方面，对等关税提出近半月，暂未有国家公布已和美国达成协议。

当前中美关税博弈“高位僵持”之下，我们认为 5 月的中美外贸影响可能更剧烈。

首先，当前可观察的高频数据显示 4 月中国 CCFI 运价和美国进港集装箱量存在不同步。

1) 截至 4 月 19 日当周，中国美西和美东航线运价月均值回落，创 16 个月以来新低。4 月 CCFI 美西航线运价指数均值 794.84，创 16 个月以来的新低，美东航线也受到影响，4 月 CCFI 美东航线运价指数均值 928.52，同样是 16 个月以来的新低。

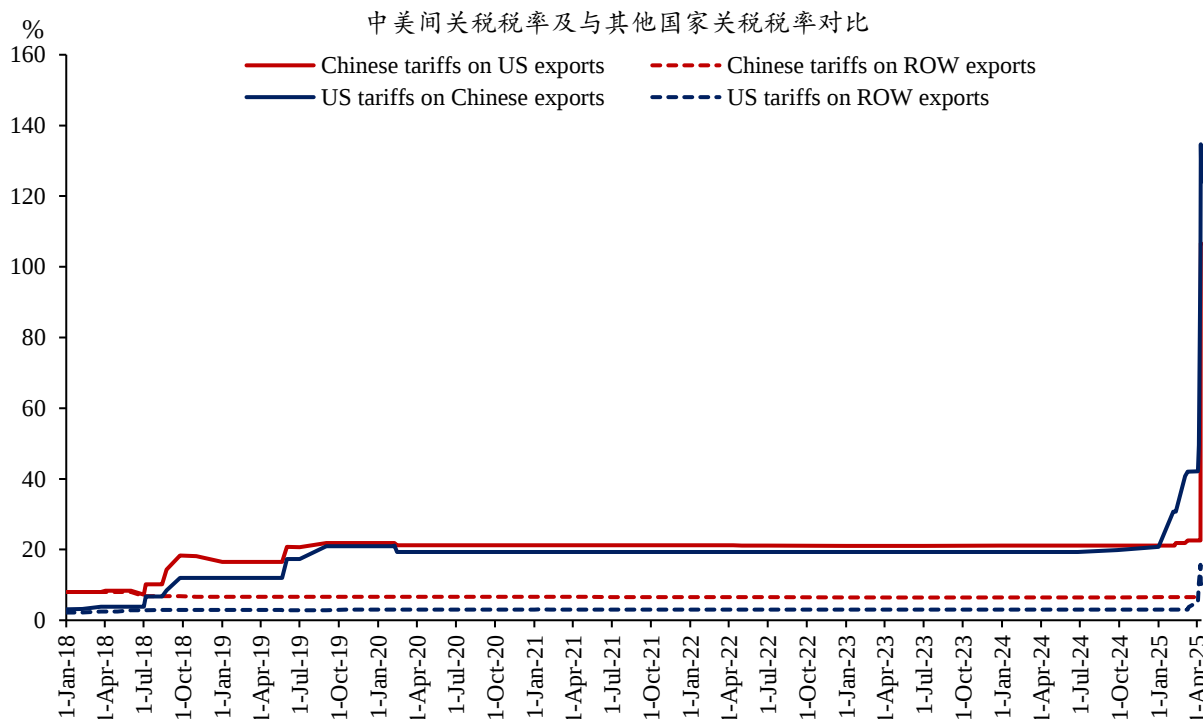
2) 目前关税尚未对美国进港的集装箱量有明显影响。目前，距离美国启动对等关税已过去近两周，但美国洛杉矶港口的周度集装箱进口量和船舶停靠次数较去年同期仍有增长。截至 4 月 19 日当周，美国洛杉矶港集装箱进口量同比增长 8.6%，船舶停靠次数较去年同期同比增长 12.5%，二者没有显著弱于 3 月（图 2）。

中美关税对 CCFI 运价的影响领先于美国港口进口集装箱量的影响，或与离港货物运送到港存在时间滞后有关。

其次，4 月极端关税生效前，部分企业继续抢出口可能对 4 月外贸数据带来干扰。美国对中国商品的关税税率过百并非自 4 月 1 日起就存在，基于 3 月的抢出口表现，部分企业在 4 月早期继续抢出口可能带来干扰。

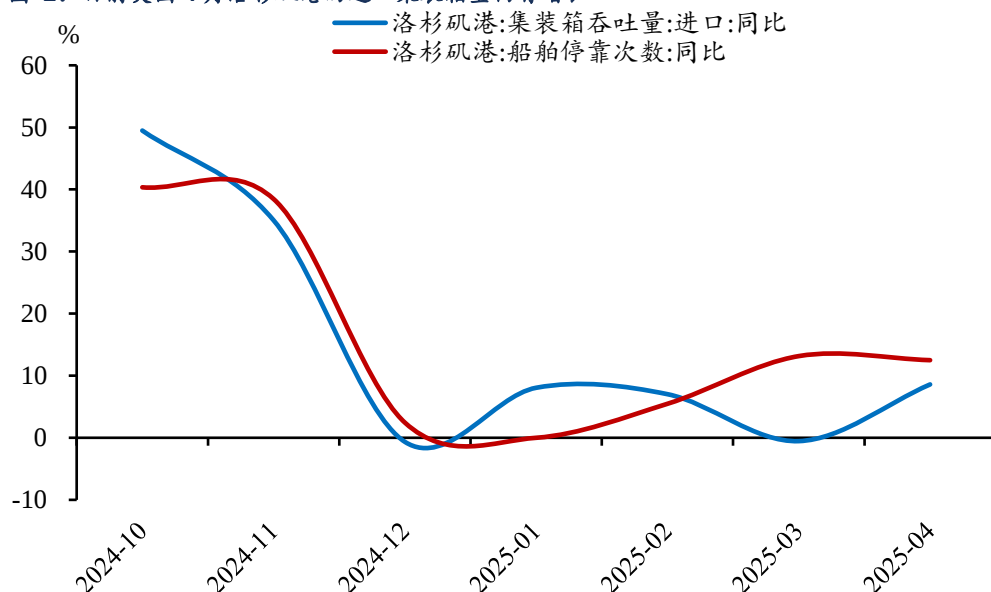
总的来说，我们认为，如果中美关税继续僵持在高位，中美之间的进口、出口都会受到影响，但基于在途货物到港的滞后性，部分关税生效前已离港的货物可能使进口回落有延迟，这可能导致 4 月的外贸冲击不及 5 月更剧烈。

图 1：4 月中美之间关税飙升



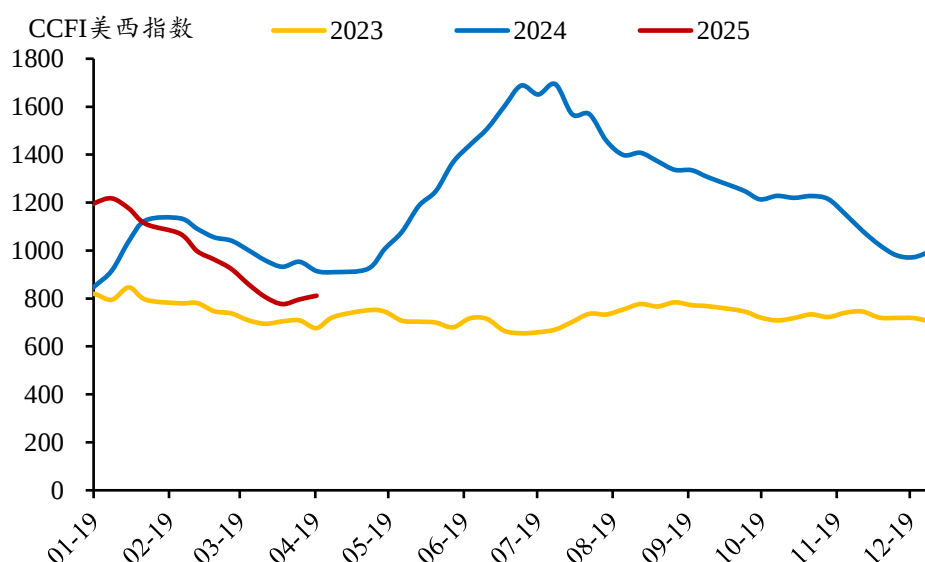
资料来源：PIIE，信达证券研发中心，ROW 表示其他国家

图 2：目前美国 4 月洛杉矶港的进口集装箱量仍有增长



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 4 月数据截至 4 月 19 日当周

图 3：4 月美西航线低于去年同期



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、结构上，出口市场和出口产品可能都存在非对称性冲击

二季度的外贸数据，无论是出口市场还是出口商品可能都存在非对称式冲击。

这轮中美关税博弈，或使对美国市场的直接出口依赖下降，对其他多元化市场的依赖上升。

1) 在特朗普 1.0 关税中，中美的关税博弈已经使我们的出口市场结构发生了变化。特朗普 1.0 时期贸易摩擦后，中国的出口目的地从美国部分转向东盟和欧盟，美国的进口地则逐步转向东盟、墨西哥和加拿大等国（表 1-2）。中国为应对美国市场的不确定性，也加大了与欧盟、东盟、印度、墨西哥等地区的经贸合作。通过这种方式，中美之间可能存在“间接贸易”，但直接来看，中国对美国市场的依赖度正在下降。



表 1: 美国自中国进口份额多转向东盟

美国:进口金额(CIF):占比	中国	东盟	加拿大	墨西哥	欧盟	印度
2016	21.1	7.2	12.7	13.4	16.6	2.1
2017	21.6	7.3	12.8	13.4	16.3	2.1
2018	21.2	7.3	12.6	13.6	16.8	2.1
2019	18.0	8.3	12.8	14.3	18.1	2.3
2020	18.6	9.9	11.6	13.9	17.8	2.2
2021	17.8	10.1	12.6	13.5	17.4	2.6
2022	16.5	10.4	13.5	14.0	17.1	2.6
差值: 2022-2016	-4.6	3.1	0.8	0.6	0.5	0.5

资料来源:ifind, 信达证券研发中心

表 2: 中国对美国出口份额也多转向东盟

中国:出口金额(FOB):占比	美国	东盟	加拿大	墨西哥	欧盟	印度
2016	18.2	12.4	1.3	1.5	13.4	2.8
2017	19.0	12.4	1.4	1.6	13.9	3.0
2018	19.2	12.9	1.4	1.8	14.2	3.1
2019	16.8	14.4	1.5	1.9	14.6	3.0
2020	17.4	14.8	1.6	1.7	15.1	2.6
2021	17.1	14.4	1.5	2.0	15.4	2.9
2022	16.2	15.8	1.5	2.1	15.6	3.3
差值: 2022-2016	-2.1	3.5	0.2	0.6	2.2	0.5

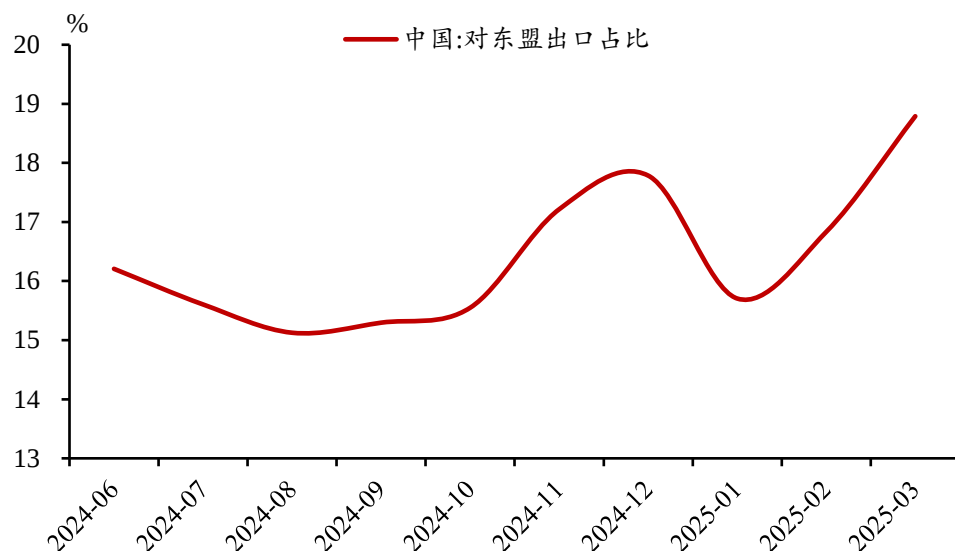
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

2) 今年 3 月我们对美的直接出口依赖已经降至 2015 年以来最低。今年 2 月对美出口占比 12.9%，3 月该比例继续降至 12.8%，近两个月的占比是 2015 年以来首次跌破 13%。即使在特朗普 1.0 的贸易摩擦时期，对美出口占比也不曾跌破 13%。

3) 我们认为，如果双方关税继续“高位僵持”，在“对等关税”政策冲击下，我国对美直接出口的依赖或进一步下降。3 月出口市场已经开始发生变化——我国对美出口占比下降，对东盟出口占比上升，对越南出口占比增长尤为明显。近年来，中国、东盟双方逐渐形成“东盟向中国出口初级品-从中国进口机械设备（资本密集型）和中间品（技术密集型）-再将消费品（劳动密集型）出口给中国和第三国”的互利共赢的“区域循环”模式。中美关税“高位僵持”并不可持续，美国继续实行高关税结果可能使我国对其依赖进一步下降。

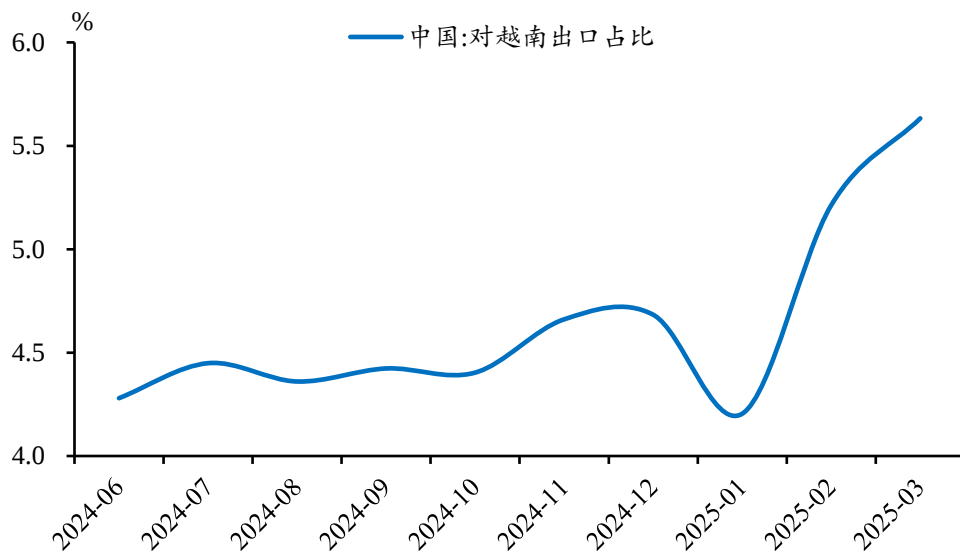
虽说转口贸易是规避关税的核心路径，但如今转口贸易可能也开始面临一些挑战。一是特朗普政府对于封堵中国转口贸易的意图相当明显，美国声称 4 月 15 日起启动新原产地核查系统严查转口贸易。二是越南开始要求严厉打击向美国等贸易伙伴非法转运货物的行为。4 月初，特朗普出台对等关税时，越南是遭受最高税率的国家，不过特朗普暂时调低了此项关税。当前越南政府正准备和特朗普政府展开关税谈判，打击非法转运货物或是为了避免被美国加征高额关税。

图 4：3 月，中国对东盟出口占比提升至 18.8%



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

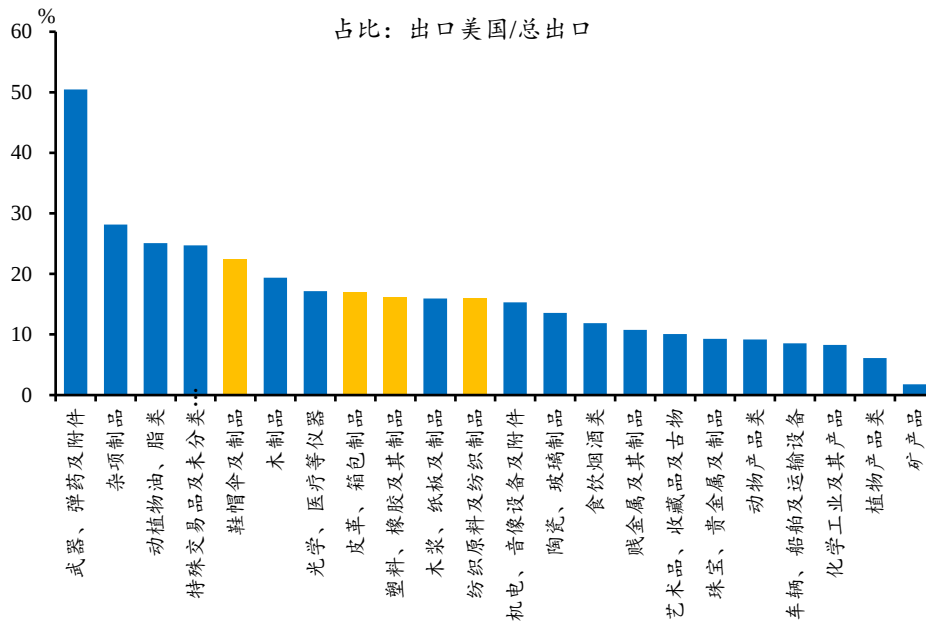
图 5：3 月，中国对越南出口占比提升至 5.6%



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

从产品类型上看，我们认为二季度劳动密集型产品的降幅可能比机电要大，主要是当前劳动密集型产品被极端关税覆盖，而机电产品中部分产品被豁免，对美机电约 1/3 暂不受极端关税的影响。中美双方极端关税升级下，劳动密集型产品被高关税覆盖，再加上劳动密集型产品出口至美国的比例多在 16% 以上（图 6）。而机电产品一开始被关税覆盖，直至 4 月 12 日，美方公布相关备忘录，豁免计算机、智能手机、半导体制造设备、集成电路等部分产品的“对等关税”。根据中国机电产品进出口商会副会长石永红的计算，豁免产品约 1000 亿美元，相当于中国对美国机电产品出口的 1/3。基于这一豁免，我们认为二季度劳动密集型产品的降幅可能比机电要大。

图 6：劳动密集型产品出口至美国的比例多在 16% 以上



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

三、区域上，对美出口高依赖度的省份或承压更多

4 月 11 日，国务院关税税则委员会发布公告反制时曾指出，鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，相当于对于很多商品来说，中国和美国进口和出口的来往都受到了影响。分区域看，关税冲击下，国内不同省份面临的压力也有差异，主要是受对美出口依存度影响。

我国各省对美国进口依赖度较高的省份不算多，主要是四川（18.5%）、天津（15.0%）、宁夏（10.1%），其他省份依存度均在 10% 以下。

约 1/3 的省份对美国出口依赖度在 15% 以上，出口金额和占比都高的省份多属沿海省份。

1) 福建、浙江、江苏、广东等沿海省份对美出口规模大且依存度高。在这些省份当中，广东出口规模最大，浙江其次，江苏位居第三，对美出口规模亦是如此。福建、浙江、江苏、广东对美国出口的依存度分别是 18.8%、16.2%、16.2% 和 16.1%。

2) 中西部省份中，山西、河南、四川对美出口依存度居前，但出口规模不及沿海省份。山西、河南、四川的对美出口依存度最高，不过较规模来看，最高约 1200 亿美元，远不及沿海省份。

美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”后，浙江、江苏等地先后与企业进行座谈调研，应对外贸压力。各地出台外贸相关政策措施的核心是开拓多元化市场，内外贸一体化发展。具体来看，主要是扩大海外市场和拓展国内市场这两大方向，包括启动专项市场扶持计划、帮助外贸企业拓内销、支持家电、数码等企业参与消费品以旧换新。这些对美依存度高且规模大的沿海省份承受的外贸压力更大，在积极开拓多元化市场的同时重视国内消费市场更加稳妥，当前云南等省已经出台了省级提振消费专项方案，我们认为剩余省份或将在二季度密集出台省级层面的提振消费方案。

表 3：国内各省对美国出口依存度有差异

排名	地区	2024 年对美出口依存度	2024 年对美进口依存度
1	山西	27.9%	1.3%
2	河南	22.1%	1.7%
3	四川	19.7%	18.5%
4	福建	18.8%	6.9%
5	西藏	17.6%	5.1%
6	浙江	16.2%	8.1%
7	江苏	16.2%	5.9%
8	广东	16.1%	4.0%
9	上海	15.3%	8.2%
10	重庆	14.1%	3.4%
11	安徽	13.0%	7.5%
12	宁夏	13.0%	10.1%
13	山东	12.6%	5.3%
14	江西	12.5%	3.6%
15	湖北	12.2%	4.6%
16	云南	11.5%	0.7%
17	天津	10.5%	15.0%
18	河北	10.3%	3.5%
19	甘肃	9.5%	1.0%
20	湖南	9.4%	2.6%
21	辽宁	8.4%	6.2%
22	北京	6.8%	7.3%
23	贵州	6.6%	7.2%
24	广西	6.5%	2.9%
25	陕西	6.4%	7.0%
26	海南	5.5%	5.1%
27	内蒙古	5.4%	3.1%
28	黑龙江	4.7%	0.8%
29	吉林	4.3%	2.1%
30	新疆	2.8%	0.9%
31	青海	2.2%	7.5%

资料来源:ifind, 信达证券研发中心

风险因素

美国关税政策进一步升级，新兴市场需求不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。