


分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **关税风险下，主要外贸大省都在积极应对、“闯关突围”。**在全国出口额几乎被广东、江苏、浙江、山东、上海“包揽”的情况下，观测五大外贸省的出口形势也成为“贸易冲突 2.0”的一大风向标。**因此讨论关税的影响几何，重要的是观察外贸大省们如何应对——从出口产品多元化和对美出口依赖度的角度来看，山东的“抗风险”能力更强，而广东、上海、江苏就稍弱些；从内需对冲外需下行压力的角度来看，山东、江苏的空间更大，而广东、上海需要更多的政策予以支持。**

➤ **关税冲击几何？可以从五大外贸省中见微知著。**从 2024 年的数据来看，我国对外贸易区域发展并不均衡：**广东、江苏、浙江、山东、上海这五大外贸省几乎“包揽”了全国 70% 的出口额，因此“贸易冲突 2.0”对全国各地的影响不一，出口额偏小的省份所受冲击固然更小，更重要的是关注外贸大省们如何去应对“贸易冲突 2.0”。**

➤ **对于外贸大省而言，出口对经济造成的负面影响正逐步显现。**其实从 2024 年开始，五大外贸省的出口金额增速就明显高于其他省份，“抢出口”现象主要还是集中在外贸大省。**然而今年外贸大省与其他省份之间的出口增速差距渐小，“抢出口”的“动力”开始边际走弱。**在五大外贸省中，去年年末至今广东的整体出口增速最缓，这也在一定程度上解释了为何一季度广东经济增速并不出彩。

➤ **往前看，五个外贸省中，谁能更好地抵御接下来的外贸冲击？**我们尝试从出口产品多元化程度、对美出口依赖度、内需韧性这三个角度出发，给予这个问题更好的回答：

➤ **视角一：出口产品的多元化程度。**鉴于美国将关税暂缓 90 天为国内出口的“退中求进”提供了缓冲，我们认为在这 90 天时间内，将更有利于**出口产品多元化程度较高的省份去“抢转口”**。通过估算（图 5），**五大外贸省份的出口产品多元化程度排名为：山东~浙江>广东>上海>江苏。**这也意味着至少二季度山东、浙江这两大外贸省份面临的出口下行压力相对偏小。

➤ **视角二：对美出口的依赖度。**在经历了 2018 年的“贸易冲击 1.0”之后，**五大外贸省实则都主动或被动地调低了对美出口的依赖度，这在一定程度上也改善了如今“贸易冲突 2.0”出口的下行斜率。**不过相较之下，**五大外贸省份的对美出口依赖度排名为：山东<上海<广东<浙江~江苏，**无论后续特朗普再如何挥起“关税大棒”，相较于其他四个省份而言，对美出口依赖度更低的山东出口下行压力也更小些。

➤ **视角三：从“外需”转“内需”的力度。**回顾“贸易冲击 1.0”的 2018 年，这些出口占比较高的省份，**在出口对经济增长支撑性减弱的同时，均“清一色”地放大了消费对经济的支撑作用。**着眼当下，提振内需以填补外需的局部缺失，也成为必不可少的一环。根据最新公布的一季度社零增速来看，**五大外贸省份的消费增速排名为：江苏~山东>浙江>广东>上海，**仅有江苏和山东的社零增速跑赢了全国水平。

不过，后续各省出台“促消费”政策的力度也将成为看点。比如虽然当前广东和

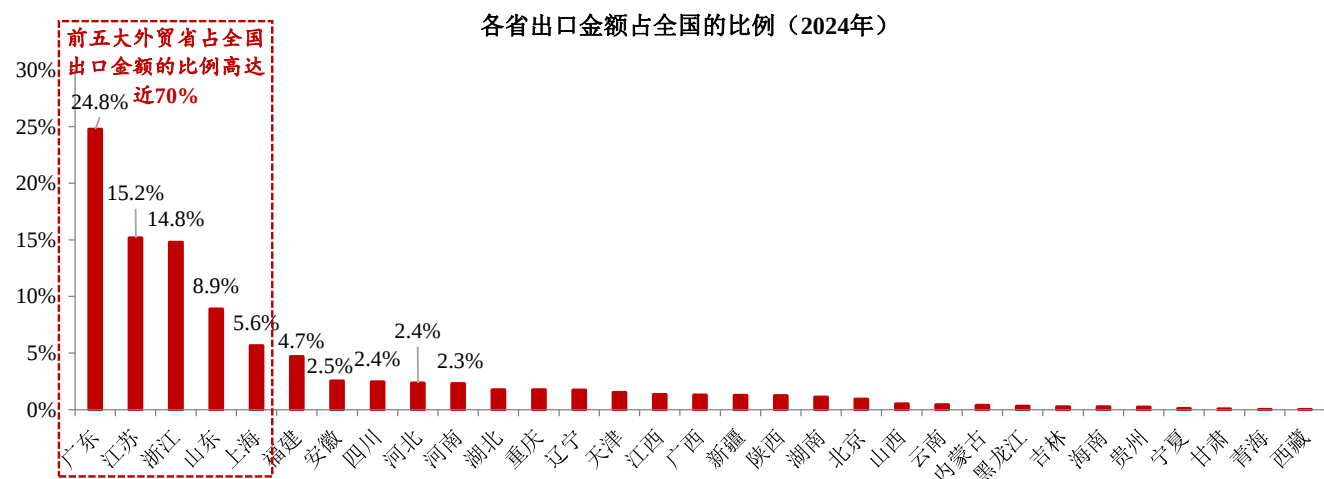
相关研究

1. 经济动态跟踪：二季度出口：“抢转口”对冲几何？-2025/04/21
2. 2025 年 3 月财政数据点评：财政“一季报”成色几何？-2025/04/19
3. 美联储政策点评：无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔-2025/04/17
4. 2025 年 3 月金融数据点评：央行周末“加班”透露的信号？-2025/04/17
5. 美国政策评论：他山之玉，可以攻石——他们自己都怎么看关税？-2025/04/17

上海社零增速短暂落后，但近期两地均有谋划出台《提振消费专项行动方案》。若政策出台到落地时间间隔更短、效率更高，这将在一定程度上提振地区内需，更有效地对抗出口对经济造成的下行风险。在 4 月政治局会议提出政策方向之后，我们预计“**抗风险**”能力偏弱的省市将成为政策（尤其是服务消费）的主要倾斜地区。

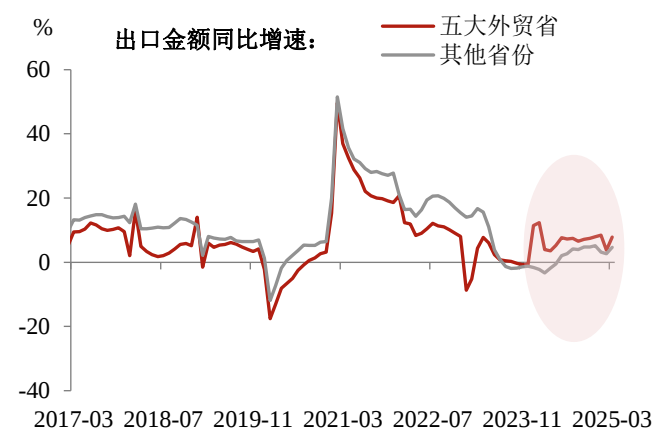
➤ **风险提示：**信息统计不完全；关税变动超预期；出口下行超预期；未来政策不及预期。

图1：前五大外贸省几乎“包揽”了全国 70%的出口额



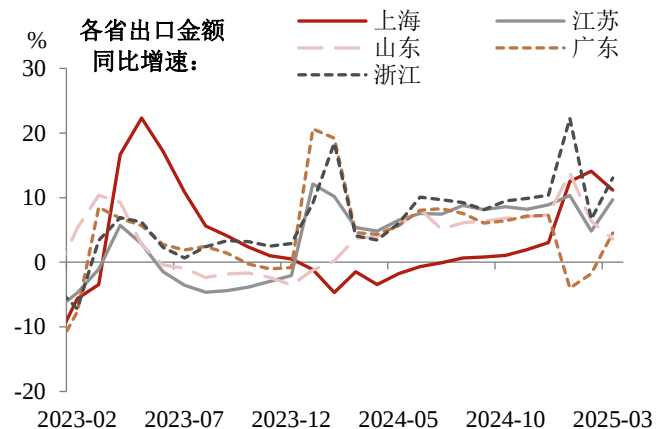
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：“抢出口”现象在五大外贸省更为明显



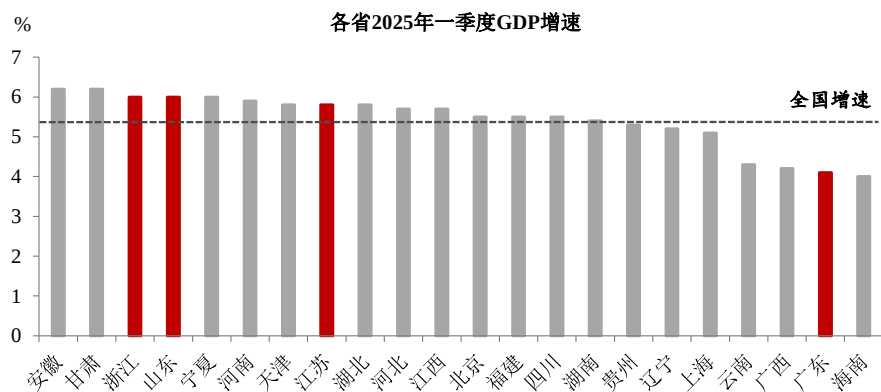
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：五大外贸省中，近期浙江出口略强、而广东稍弱



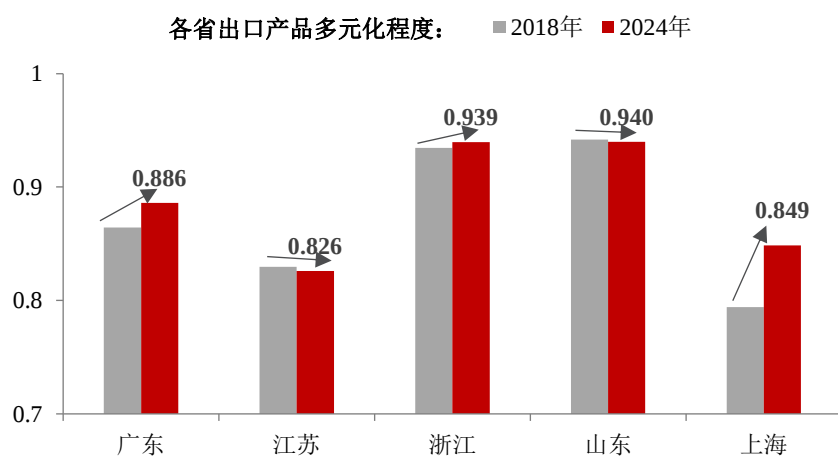
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：作为外贸大省之一的广东，一季度经济增速略微逊色



资料来源：iFind，民生证券研究院

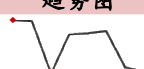
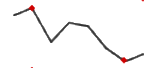
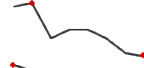
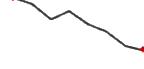
图5：前五大外贸省中，山东与浙江出口产品多元化程度较高



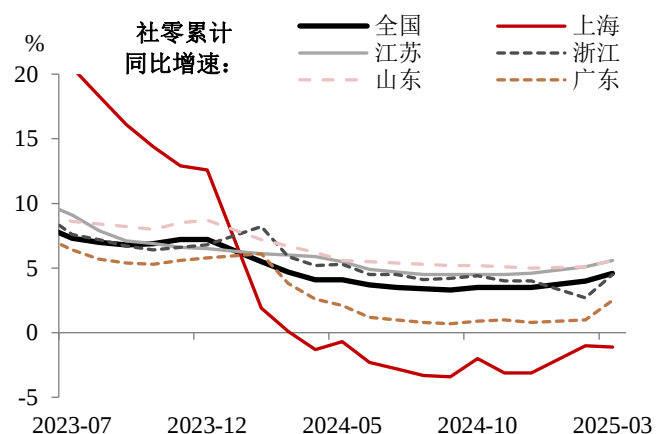
资料来源：海关总署，民生证券研究院

注：参照 Lopresti (2016) 的方法，使用“1-省份出口产品的赫芬达尔赫希曼指数”作为衡量企业出口产品多元化的指标。指标数值越大，意味着多元化程度越高。

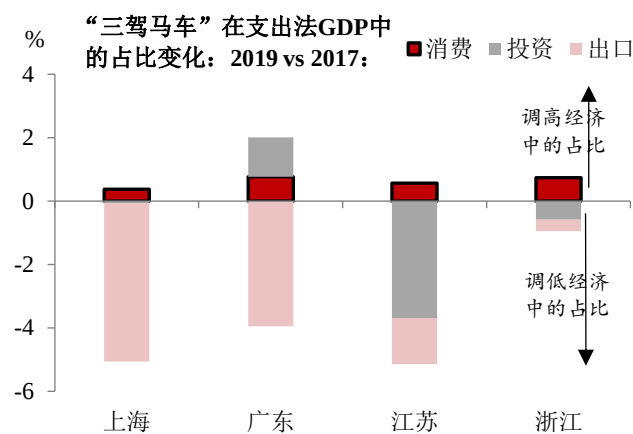
图6：“贸易冲突 1.0”后，五大外贸大省都清一色调降了对美出口依赖度

各省对美出口金额占总出口金额的比例（按收货人注册地，单位：%）									趋势图
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
广东	17.4	17.3	16.0	17.0	17.0	17.1	16.2	16.1	
江苏	23.6	23.0	20.0	19.3	18.5	17.0	16.7	16.2	
浙江	19.0	19.6	17.1	18.5	18.3	16.7	15.7	16.2	
山东	17.7	18.1	14.5	15.3	15.4	14.5	13.0	12.6	
上海	24.0	22.9	20.4	21.7	19.7	18.4	16.0	15.2	

资料来源：海关总署，民生证券研究院

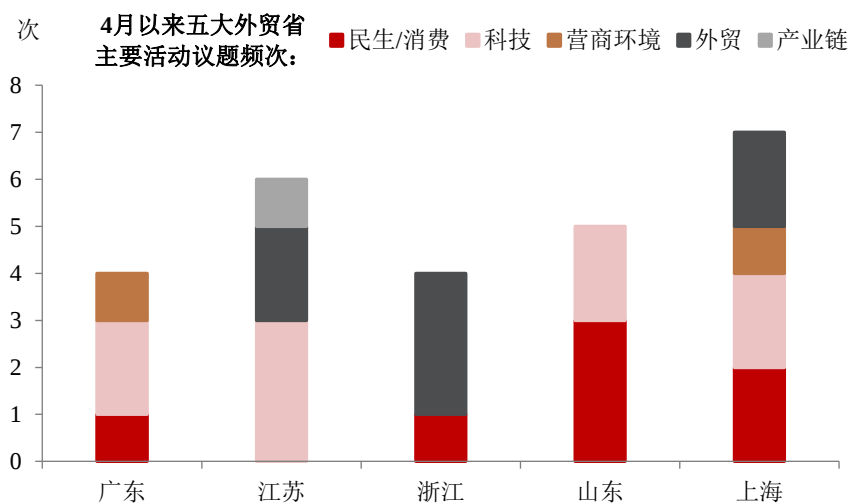
图7：五大外贸省中，谁更能依靠内需去抵御外需下行压力？


资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：“贸易冲突 1.0”后，外贸大省均放大了消费对经济的支撑作用


资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：五大外贸省都如何“抗风险”？



资料来源：各省人民政府官网，民生证券研究院

注：“主要活动”主要参考4月以来各省人民政府官网发布信息，选取与经济相关的政策文件，同时还追踪了由省委书记或省长出台的重要活动，最后对这些活动议题出现频次进行统计。

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