

二季度出口：“抢转口”对冲几何？

2025 年 04 月 21 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

➤ 以 4 月 9 日为分水岭，二季度特朗普的关税政策随之进入一个新的阶段，即由对贸易逆差国全面征收报复性关税，转向以关税为谈判杠杆对中国以外的经济体暂缓关税。在这一阶段，“抢转口”似乎成为了出口“乌云背后的银线”。

➤ 展望二季度，出口存在两面性。一方面在高额关税下中美间已接近“不可贸易”。另一方面，关税暂缓 90 天也为国内出口的“退中求进”提供了缓冲。我们测算，“抢转口”、清单豁免等有望合计拉动出口同比上升 5 个百分点左右，从而延缓二季度出口下行斜率的陡峭化，为国内政策的部署争取时间和空间。

我们将围绕美国关税影响程度和“抢转口”对冲力度展开分析：

➤ 基于最新 145% 的累计新增关税，中美之间接近“不可贸易”。4 月 10 日，美方针对中国商品累计加征关税税率达到 145%；15 日，白宫发布 232 清单，部分中国出口至美国商品最高面临 245% 的关税。最新税率下，中美之间几乎“不可贸易”。若考虑“失去”美国市场的极端情形，二季度中国出口同比可能较一季度下降 14.6 个百分点至 -8.8%。

现实中，我国对美出口“转弱”的微观信号进一步强化。4 月以来，我国至美东航线的集装箱运价指数几乎降至 2020 年以来同期最低；标准化后，这一现象更加直观，相较于其他航线，美国航线运价跌幅明显走阔。

➤ 往后看，二季度出口存在两股“对冲力量”，一是暂缓 90 天关税下的“抢转口”，二是 1000 亿美元的清单豁免。这两大因素有望合计拉动出口同比回升 5 个百分点左右，从而确保我国二季度的出口增速“下沿”不会突破 -5%。具体看：

➤ 一是欧盟、东盟的“抢转口”需求已在 3 月数据中开始体现。我们在报告《3 月出口：从已知看未知》中指出，3 月出口反弹更多源自“春节效应”消退。但若剔除春节因素，3 月我国对欧盟、东盟出口环比仍分别高出季节性水平 9.7、8.9 个百分点，这反映了“对等关税”落地前夕的“抢转口”需求。形成对照的是，基于相同的季调模型，3 月我国对拉美出口基本稳定在季节性中枢水平附近；原因或在于，墨西哥在《墨墨加协定》下享有 10% 基准关税豁免，“抢转口”的意愿不强。

“暂缓 90 天关税”叠加“拓展非美贸易”，我们预计二季度“抢转口”动能还将延续。首先，“关税担忧”下，美国进口商存在提前备货需求，4 月 19 日洛杉矶港口集装箱进口量上涨至历史同期新高。其次，从近期高层对话、国家领导人外访路线看，国内“稳外贸”的政策思路重在拓展非美贸易，且尤其以维护和欧洲、东南亚的贸易关系为优先。若二季度相关地区“抢转口”趋势延续，预计可拉动我国出口同比上升 2.2 个百分点。

➤ 二是 1000 亿美元的清单豁免，可带动二季度出口同比上升 2.8 个百分点。美国最新的关税豁免主要是对 4 月 2 日对等关税豁免条款的细化和落地，但力度并不小，对中国而言，豁免的产品规模在 1000 亿美元左右（更多细节请参考《关税豁免的“减震”信号有多强？》）。一方面，清单豁免可一定程度缓解中国对美出口压力；单季来看，可拉动整体出口同比回升 2.8 个百分点。另一方面，清单

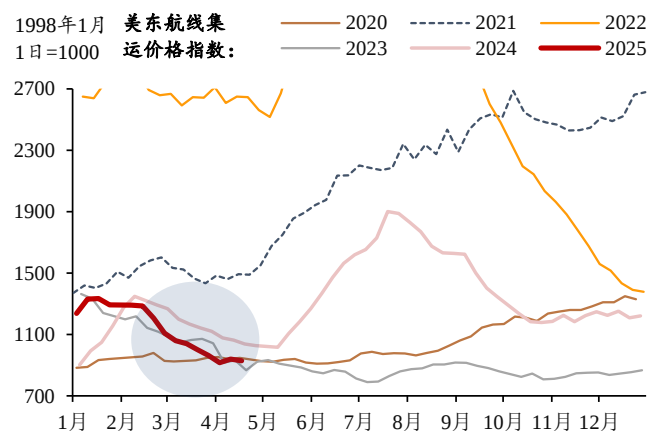
相关研究

1. 2025 年 3 月财政数据点评：财政“一季报”成色几何？ - 2025/04/19
2. 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
3. 2025 年 3 月金融数据点评：央行周末“加班”透露的信号？ - 2025/04/17
4. 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
5. 2025 年 3 月经济数据点评：5.4% 后如何破逆风局？ - 2025/04/16

新增多项电子产品，有利于相关商品的“转口”出货，作为先行指标的韩国出口正在反馈这一变化。

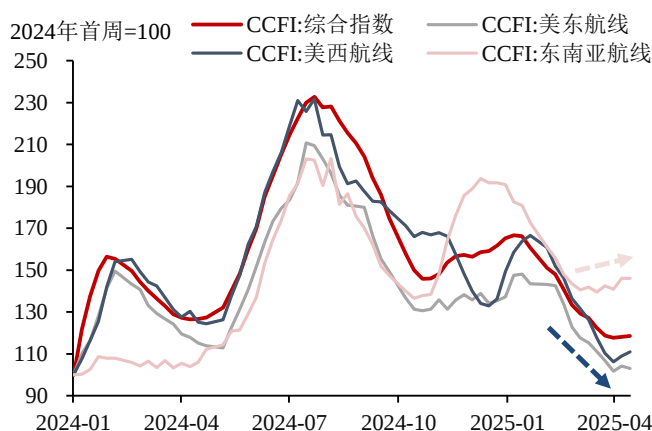
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期；美国贸易政策超预期。

图1：4月，美东航线运价几乎降至2020年来同期最低



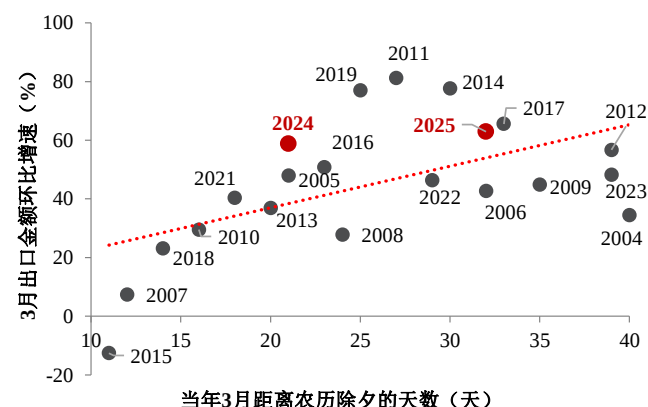
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：相较其他航线，近期美国航线运价跌幅明显走阔



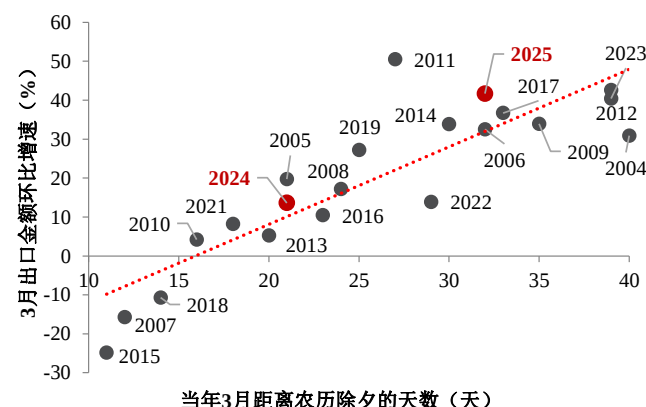
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：3月，我国对东盟出口表现高于季节性



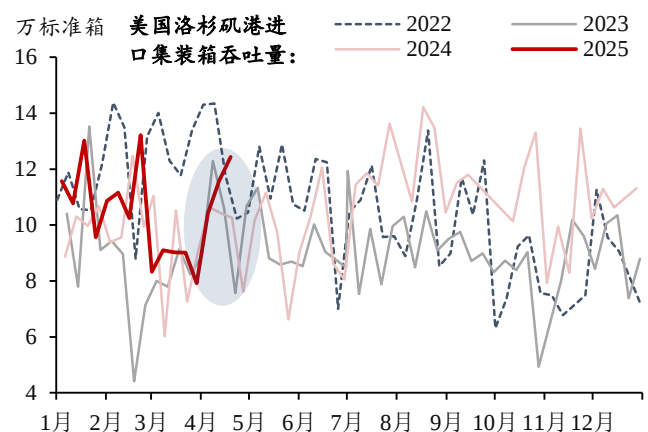
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：3月，我国对欧盟出口表现亦高于季节性



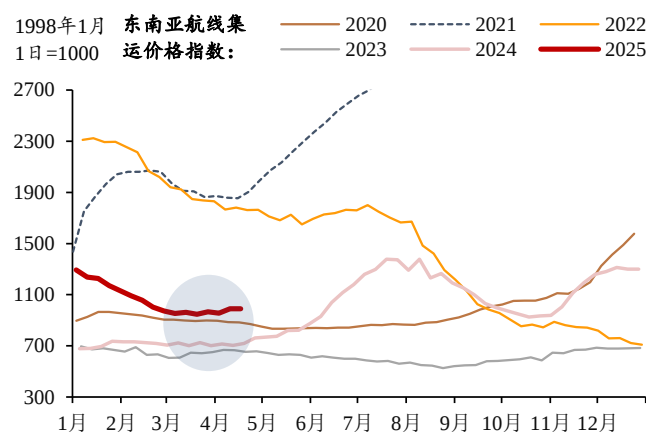
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：4月19日，洛杉矶集装箱进口量创历史同期新高



资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：4月以来，东南亚航线集运价格出现反弹迹象

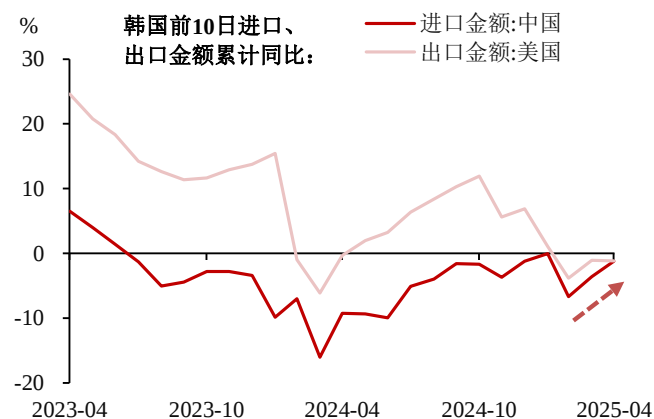


资料来源：iFind，民生证券研究院

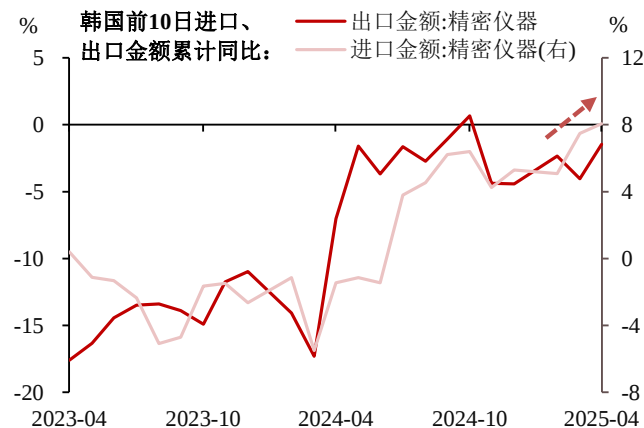
图7：本轮清单豁免的产品规模约占中国对美出口的 18%左右

本轮清单豁免产品出口规模测算					
代码	产品	2024对美出口金额 (亿美元)	占中国对美出口比重 (%)	占中国总出口比重 (%)	对美出口依赖度 (%)
8471	自动数据处理设备(如计算机、服务器)	412.2	7.9	1.2	25.7
8473.30	打印设备零件及附件	44.4	0.8	0.1	13.4
8486	半导体制造设备零件(如晶圆传输装置)	7.0	0.1	0.0	13.5
8517.13.00	有线电话通信设备	351.5	6.7	1.0	26.5
8517.62.00	无线通信设备(如基站组件)	70.8	1.3	0.2	18.0
8523.51.00	固态存储设备(如SSD硬盘)	2.9	0.1	0.0	15.4
8524	数据存储介质(如光盘、磁带)	10.8	0.2	0.0	2.4
8528.52.00	平板显示器(LCD/LED面板)	35.9	0.7	0.1	30.4
8541.10.00	二极管	1.2	0.0	0.0	4.7
8541.21.00	晶体管(耗散功率<1W)	0.5	0.0	0.0	3.7
8541.29.00	晶体管(其他类型)	1.7	0.0	0.0	2.7
8541.30.00	晶闸管、双向可控硅等半导体开关器件	0.1	0.0	0.0	1.8
8541.49.10	光敏半导体器件(如光耦)	0.4	0.0	0.0	5.7
8541.49.70	发光二极管(LED)				
8541.49.80	其他半导体光电器件				
8541.49.95	未列名半导体器件				
8541.51.00	集成电路(处理器/控制器)	0.1	0.0	0.0	13.1
8541.59.00	其他集成电路(存储器、逻辑电路等)	2.4	0.0	0.0	60.2
8541.90.00	半导体器件零件	0.1	0.0	0.0	1.1
8542	集成电路、电子组件及要件	22.2	0.4	0.1	1.4
汇总		964.3	18.4	2.7	16.0

资料来源：trade map，民生证券研究院

图8：4月，韩国自中国进口上升、对美出口走平


资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：4月，韩国精密仪器进、出口额边际上升


资料来源：Wind，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