

3月贸易数据点评——

出口为何大超预期？

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、基数因素叠加抢出口效应，出口同比明显超出市场预期
- 2、量价及政策因素限制进口回升空间

- 中国3月出口（以美元计价，下同）同比增长12.4%，市场预期增长3.5%，1-2月增长2.3%。
- 中国3月进口同比下降4.3%，市场预期下降4.3%，1-2月下降8.4%。
- 中国3月贸易顺差1026.4亿美元，市场预期783.0亿美元，1-2月为1705.2亿美元。

图表1：贸易数据主要分项

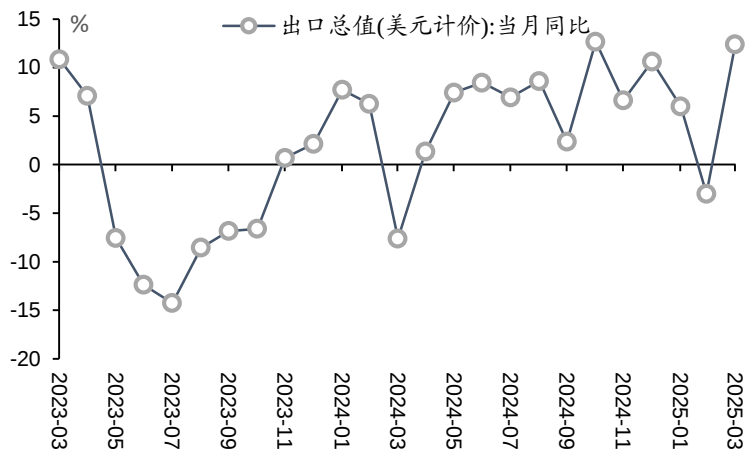
(%)	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
进出口差额（亿美元）	1026.4	317.2	1388.0	1046.4	972.2	957.6	817.2	914.8	854.1	989.5	814.5	720.0	585.9
出口总值	12.4	-3.0	6.0	10.6	6.6	12.7	2.4	8.6	6.9	8.5	7.4	1.3	-7.6
进口总值	-4.3	1.5	-16.5	1.0	-3.9	-2.3	0.2	0.1	6.7	-2.5	2.1	8.3	-2.0
出口商品:													
劳动密集型产品	10.0	-29.5	4.6	6.6	4.4	7.9	-7.4	-2.1	-2.8	-0.1	0.3	-9.1	-23.2
地产后链产品	11.8	-18.8	-3.5	5.2	0.2	8.4	-6.6	-0.1	1.5	6.2	10.0	-1.5	-15.5
机电产品	13.4	12.1	7.9	13.7	3.0	11.9	10.0	7.5	7.5	1.5	-8.8	0.3	0.9
汽车(包括底盘)	1.6	12.1	-7.7	3.9	25.7	32.7	13.8	12.6	16.6	28.8	28.4	52.0	27.9
高新技术产品	7.3	4.3	6.4	9.1	-1.1	9.1	11.5	6.3	8.1	3.1	-2.7	-1.4	2.8
出口对象:													
东盟	11.6	8.8	3.2	18.9	14.9	15.8	5.5	9.0	12.2	15.0	22.5	8.1	-6.3
欧盟	10.3	-11.5	10.8	8.8	7.2	12.7	1.3	13.4	8.0	4.1	-1.0	-3.6	-14.9
美国	9.1	-9.8	12.1	15.6	8.0	8.1	2.2	4.9	8.1	6.6	3.6	-2.8	-15.9
日本	6.7	0.5	0.8	-4.2	6.3	6.8	-7.1	0.5	-6.0	0.9	-1.6	-10.9	-7.8
俄罗斯	1.9	-23.5	-0.7	5.5	-2.5	26.7	16.6	10.4	-2.8	3.5	-2.0	-13.6	-15.7
进口商品:													
农产品	-18.0	-12.1	-15.1	-4.9	3.3	3.4	-5.2	-14.3	-13.5	-5.8	-17.2	-6.9	-10.0
机电产品	7.5	6.7	-1.7	2.4	4.9	8.6	15.2	-0.2	9.1	11.5	1.6	2.2	4.2
高新技术产品	13.1	12.8	2.4	8.8	9.8	13.0	18.1	5.5	12.6	15.1	4.4	1.4	8.1
大豆	金额	-46.5	-34.1	-22.5	33.0	38.8	14.7	-11.2	-10.5	-32.8	-5.9	-33.7	-19.1
	数量	-36.8	-19.2	-9.7	56.8	59.0	29.7	1.3	8.2	-15.0	18.0	-19.1	-6.9
原油	金额	-3.7	-13.3	-4.7	-24.9	-10.7	-4.2	7.9	0.2	-1.9	14.1	-3.5	-4.5
	数量	4.8	-1.1	14.3	-8.7	-0.6	-7.0	-3.1	-10.8	-8.7	5.5	-6.2	0.6
铁矿砂	金额	-27.0	-11.6	-19.6	-14.5	-8.0	-9.4	10.8	2.8	-4.0	5.7	7.5	48.6
	数量	-6.7	11.5	-0.9	4.5	2.9	-4.7	10.0	2.2	6.1	12.6	0.5	11.0
集成电路	金额	3.5	9.6	3.7	10.3	11.0	11.1	14.9	-0.1	17.3	15.8	2.0	-3.4
	数量	11.2	13.0	12.6	14.4	16.9	14.5	16.3	9.4	15.2	20.2	5.8	6.0
进口对象:													
东盟	9.8	8.9	-8.8	5.4	-3.0	-7.3	4.2	5.0	11.1	-4.8	6.1	5.3	-3.9
欧盟	-7.5	8.0	-16.4	-4.9	-6.6	-6.1	-3.5	-5.3	7.1	-6.8	-6.8	2.5	-7.3
美国	-9.5	9.7	-5.4	2.6	-11.2	6.6	6.7	12.2	24.1	-1.7	-7.8	9.3	-14.3
日本	-3.1	6.9	-15.6	6.3	-2.5	0.8	-7.1	-1.3	-4.9	-10.6	1.6	3.9	-8.5
韩国	-1.8	5.7	-5.7	19.7	7.1	14.5	2.6	12.2	21.0	6.3	18.8	18.4	8.4

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、基数因素叠加抢出口效应，出口同比明显超出市场预期

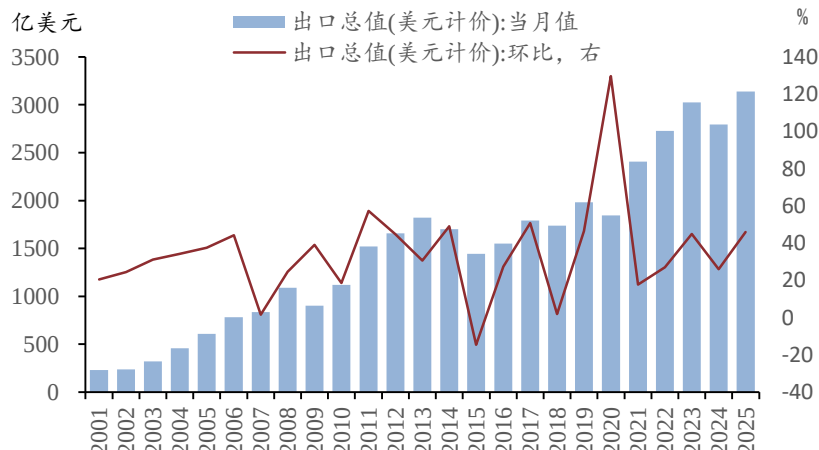
► **出口增势大超预期。**3月出口（以美元计价）同比增长2.3%，较今年1-2月增速大幅上行10.1个百分点，也显著超出市场一致预期。如何理解本月出口同比的明显反弹？我们认为有去年同期基数走低、抢出口两方面因素的影响，两者分别对应着春节错位以及规避对等关税加征风险的逻辑。一则去年春节较晚开启，这影响了去年3月国内生产以及出口订单交付，形成较低基数。可以看到2024年3月出口同比下滑超7个百分点，环比表现也弱于季节性水平。剔除基数影响后，我们测算本月出口两年平均增速为1.9%；二则本月出口环比上涨46%，高于过去10年历史同期平均涨幅。对等关税加征预期下的“抢出口”可能仍部分支撑国内出口。关税是重要的外生变量，对等关税加征靴子于4月初落地，因此本月出口还未反映这一因素的负面扰动，但加征预期或在一定程度上引起出口节奏的前置。

图表2：出口同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表3：2001-2025年3月出口总值及环比



资料来源：iFinD，太平洋证券

1、基数因素叠加抢出口效应，出口同比明显超出市场预期

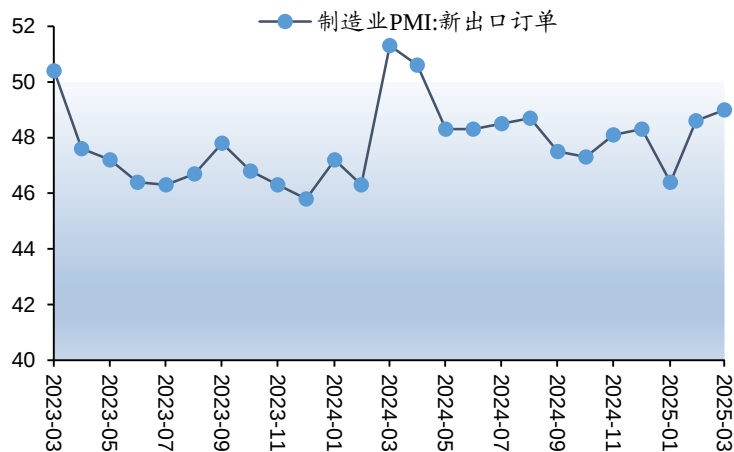
➤相关高频数据表明外需存在韧性，但支撑有限，并非出口同比明显反弹的主因。

一则，全球制造业景气度边际下行，降至收缩区间。据中国物流与采购联合会发布，3月份全球制造业PMI为49.6%，较上月下降0.4个百分点，制造业修复力度有所减弱；

二则，从韩国、越南出口来看，两者维持同比增长。其中韩国出口同比仅小幅上行，越南出口同比上月脉冲式走高，本月则明显回落。

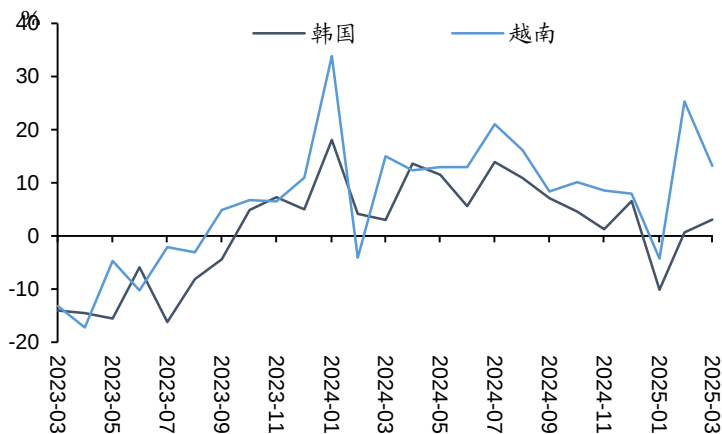
三则，国内制造业PMI中的新出口订单指数在收缩区间内延续增长趋势。

图表4：中国制造业PMI新出口订单指数



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表5：韩国及越南出口情况



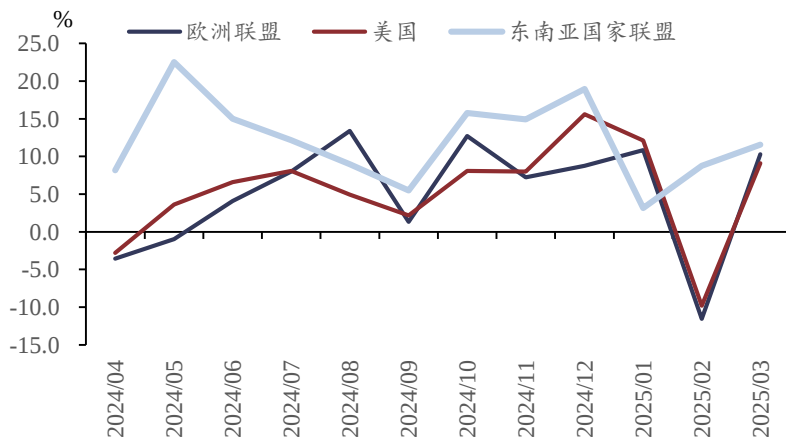
资料来源：iFinD，太平洋证券

1、基数因素叠加抢出口效应，出口同比明显超出市场预期

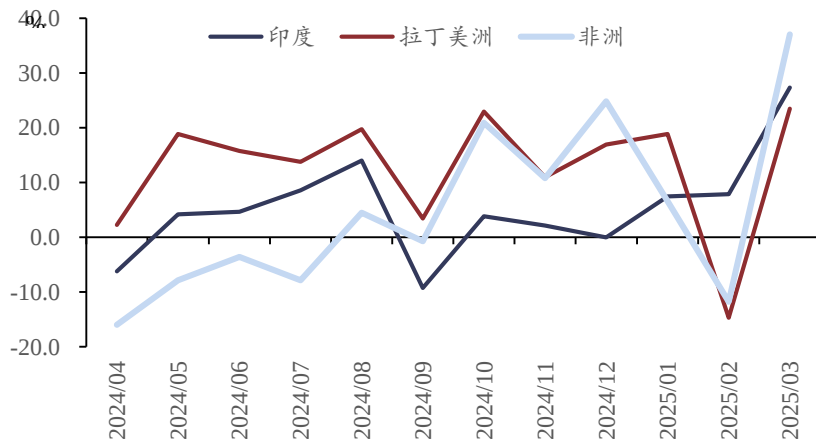
► **重点出口对象中**，对三大贸易伙伴出口同比均有反弹，对新兴市场出口边际回升更为明显。3月我国对东盟、欧盟及美国出口同比分别较前值（1-2月累计同比，下同）上行5.9、9.7、6.8个百分点。其中对美出口表现相对平稳，同比并未出现大幅回升，环比上行程度也符合季节性。对此我们可以从以下两方面理解。一方面2月、3月美国对华加征关税分别落地（合计20%），这部分关税对出口的限制性效应应在本月对美出口中或有体现。另一方面4月“对等关税”落地的预期或催生“抢出口”行为。两者综合作用下，本月对美出口并未出现大幅波动。相比而言，对非洲、印度、拉美这些新兴市场的出口反弹幅度更大，尤其是对于非洲出口，3月当月同比相比前值回升幅度超出37个百分点。除了去年基数较低外，对等关税落地前转口贸易活跃度攀升可能也提供了一定支撑。

图表6：对三大贸易伙伴的出口当月同比

图表7：对重要新兴市场出口当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券



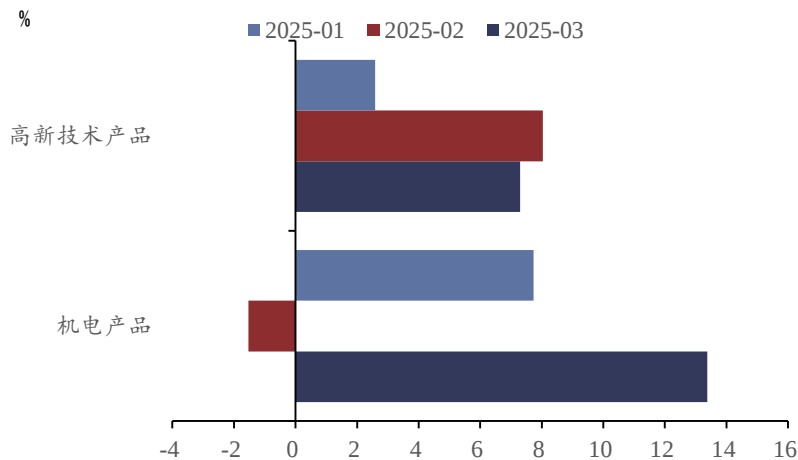
资料来源：iFinD，太平洋证券

1、基数因素叠加抢出口效应，出口同比明显超出市场预期

➤主要出口商品中，

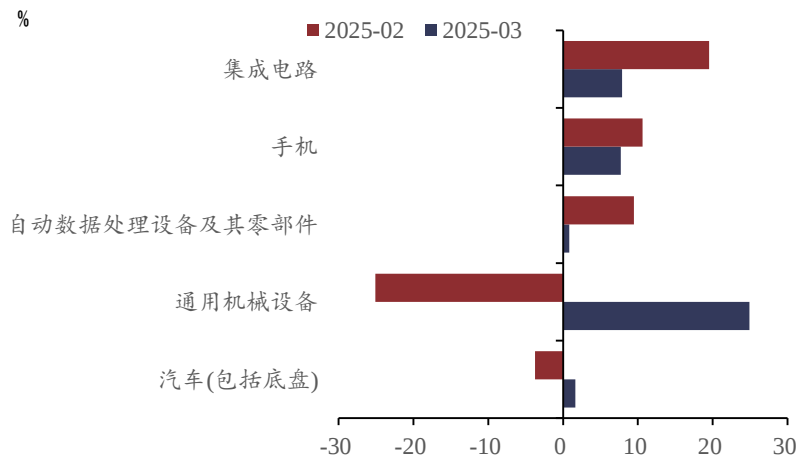
- **机电产品占比小幅下行。**3月机电产品出口同比增长13.4%，高新技术产品同比增长7.3%，相比前值均有上行。结合同比增速以及出口总额占比来看，机电及高新技术产品对于整体出口的贡献依旧居前。但从边际变化上来说，本月机电产品出口占比相较年初2个月有小幅下行，结构上，与转口贸易相关的通用机械设备、汽车零部件同比反弹相对明显，但整体机电同比回升幅度弱于“抢出口”相关的低附加值产品，这也侧面说明了“抢出口”逻辑对于本月整体出口的驱动。

图表8：高新技术产品及机电产品出口当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表9：部分机电产品出口当月同比

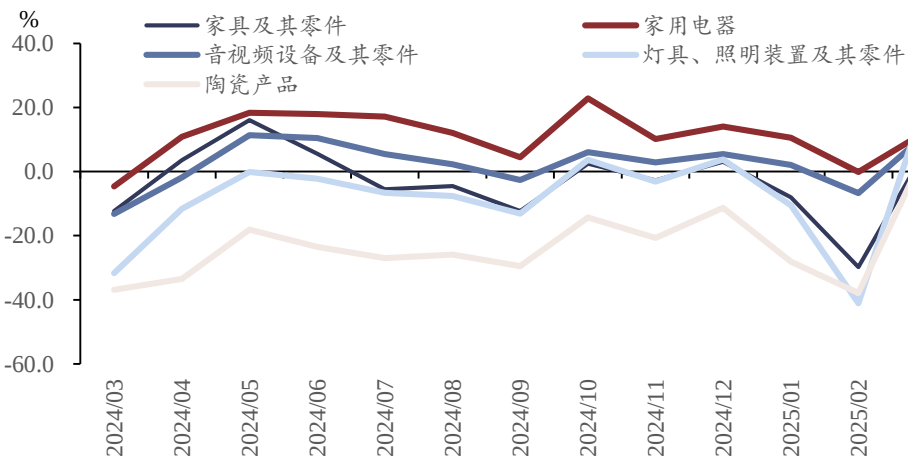


资料来源：iFinD，太平洋证券

1、基数因素叠加抢出口效应，出口同比明显超出市场预期

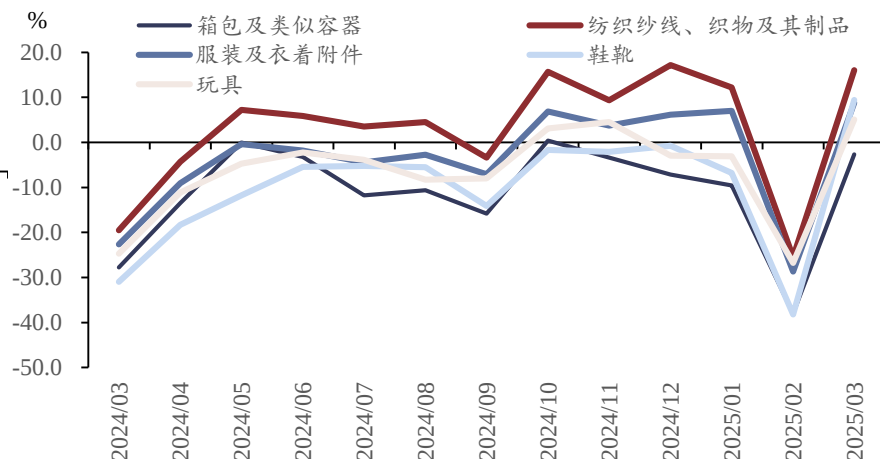
➤地产后周期品及劳动密集型产品出口同比反弹较为明显。3月劳动密集型产品以及地产后周期品同比均由负转正，且回升至10%以上。其中灯具照明装置、鞋靴、服装和纺织纱线等出口同比较前值上行相对明显。对于上述品类同比的边际变化，“抢出口”或为主因。一方面上述品类附加值低，可替代性强，另一方面以上产品对美出口依赖度不低，所以关税加征对其冲击较大，对等关税实际落地前也会有更为明显的“抢出口”效应。

图表10：地产后周期产品出口当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表11：劳动密集型产品出口当月同比

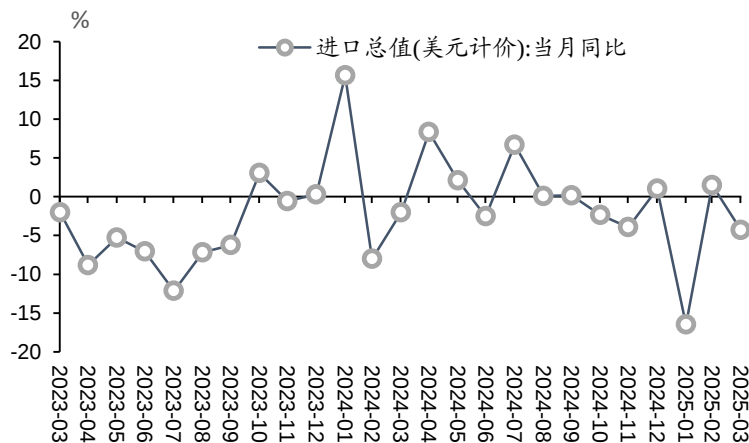


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、量价及政策因素限制进口回升空间

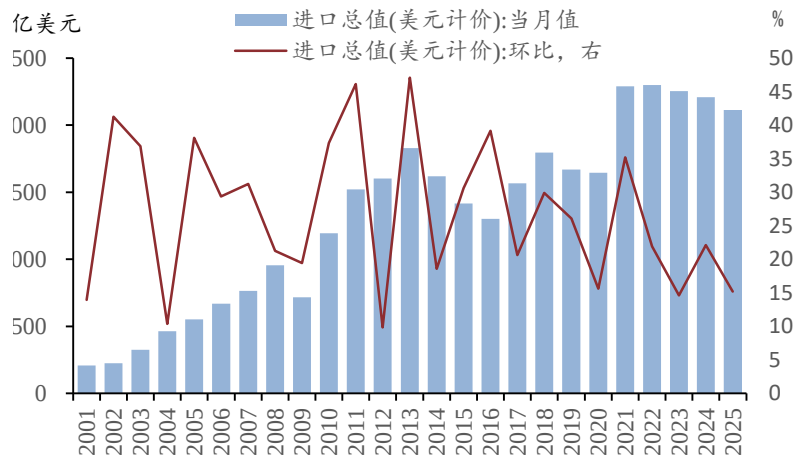
➤ **多因素影响进口反弹。**3月进口同比下降4.3%，基本符合市场预期，较1-2月8.4%的跌幅有所收窄，但仍未摆脱负增区间。环比而言，本月进口环比上涨15.2%，表现弱于季节性。本月进口可能是去年基数、国内需求、大宗价格以及关税政策等多方面因素综合作用的结果。一则，去年同期基数走低，这有助于进口同比的抬升；二则，国内需求仍处于修复阶段，再加上关税的不确定性，生产企业有关工业原材料的进口需求或较为有限；三则，3月部分国际大宗商品价格下跌，价格因素对于进口总额同比同样形成拖累；四则，3月我国对原产于美国的部分进口商品加征关税，这一反制措施或传导至进口。

图表12：进口同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表13：2001-2025年3月进口总值及环比



资料来源：iFinD，太平洋证券

2、量价及政策因素限制进口回升空间

具体品类来看，工业原材料以及农产品类是主要拖累。比较而言，本月对进口拖累较为明显的一方面是工业原材料，铁矿砂及其精矿煤及褐煤、成品油、天然气、钢材，进口金额同比降幅均在15个百分点以上。另一方面，本月农产品进口回落也相对显著，大豆进口总值的同比大幅下降至-47%左右。这可能受到我国关税反制政策的影响。自2025年3月10日起，我国对原产于美国的部分进口商品加征关税。其中对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税；对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税。

图表14：2025年1-3月全国进口重点商品量值

商品名称	计量单位	1至3月累计			2024年1至3月累计			单位：百万美元 累计比去年同期±%		
		数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价
农产品	-	-	44,432.9	-	-	52,741.3	-	-	-15.8	-
肉类（包括杂碎）	万吨	164.6	6,004.3	36.5	167.9	5,989.2	35.7	-2	0.3	2.3
干鲜瓜果及坚果	万吨	222.5	4,711.3	21.2	211.5	5,382.0	25.4	5.2	-12.5	-16.8
粮食	万吨	2,270.2	9,704.3	4.3	3,835.8	16,507.0	4.3	-40.8	-41.2	-0.7
大豆	万吨	1,710.9	7,906.1	4.6	1,857.6	10,402.5	5.6	-7.9	-24	-17.5
食用植物油	万吨	154.8	1,851.8	12.0	180.7	1,792.3	9.9	-14.4	3.3	20.6
铁矿砂及其精矿	万吨	28,531.2	28,276.2	1.0	30,946.7	38,977.0	1.3	-7.8	-27.5	-21.3
铜矿砂及其精矿	万吨	710.8	17,167.0	24.2	698.0	16,514.8	23.7	1.8	3.9	2.1
煤及褐煤	万吨	11,484.6	9,343.2	0.8	11,589.3	12,055.7	1.0	-0.9	-22.5	-21.8
原油	万吨	13,524.7	74,970.0	5.5	13,734.2	81,605.5	5.9	-1.5	-8.1	-6.7
成品油	万吨	935.8	5,801.0	6.2	1,205.6	7,267.5	6.0	-22.4	-20.2	2.8
天然气	万吨	2,941.8	13,856.3	4.7	3,269.6	16,501.2	5.0	-10	-16	-6.7
稀土	吨	24,679.1	260.4	0.0	35,696.6	377.6	0.0	-30.9	-31	-0.2
医药材及药品	吨	73,162.3	11,166.1	0.2	78,029.5	11,979.0	0.2	-6.2	-6.8	-0.6
肥料	万吨	383.2	1,167.3	3.0	416.5	1,394.9	3.3	-8	-16.3	-9.0
美容化妆品及洗护用品	吨	79,957.9	3,903.2	0.0	74,212.3	4,028.2	0.1	7.7	-3.1	-10.1
初级形状的塑料	万吨	706.2	10,307.7	14.6	720.0	10,567.4	14.7	-1.9	-2.5	-0.6
天然及合成橡胶（包括胶乳）	万吨	218.3	4,305.6	19.7	180.6	2,820.8	15.6	20.9	52.6	26.3
原木及锯材	万立方米	1,390.6	2,856.2	2.1	1,555.5	3,164.7	2.0	-10.6	-9.7	1.0
纸浆	万吨	963.9	5,994.5	6.2	917.9	5,716.1	6.2	5	4.9	-0.1
纺织纱线、织物及其制品	-	-	2,285.6	-	-	2,697.2	-	-	-15.3	-
钢材	万吨	155.0	2,570.1	16.6	174.8	2,870.7	16.4	-11.3	-10.5	0.9
未锻轧铜及铜材	万吨	130.3	12,440.7	95.4	137.5	12,131.8	88.2	-5.2	2.5	8.2
机电产品	-	-	225,570.6	-	-	216,445.2	-	-	4.2	-
机床	台	17,867.0	1,390.4	0.1	14,430.0	1,494.6	0.1	23.8	-7	-24.9
自动数据处理设备及其零部件	-	-	23,906.1	-	-	12,920.2	-	-	85	-
二极管及类似半导体器件	亿个	1,169.1	5,398.7	4.6	1,142.4	5,273.6	4.6	2.3	2.4	0.0
集成电路	亿个	1,312.5	88,344.8	67.3	1,214.3	85,626.0	70.5	8.1	3.2	-4.5
汽车（包括底盘）	万辆	9.5	4,939.4	521.0	15.6	8,907.8	569.5	-39.4	-44.5	-8.5
汽车零部件	-	-	4,624.8	-	-	6,160.9	-	-	-24.9	-
空载重量超过2吨的飞机	架	68.0	4,303.5	63.3	34.0	1,676.5	49.3	100	156.7	28.3
液晶平板显示模组	万个	26,209.6	2,599.0	0.1	33,156.7	2,963.0	0.1	-21	-12.3	11.0
医疗仪器及器械	-	-	2,703.3	-	-	3,036.1	-	-	-11	-
高新技术产品	-	-	179,197.9	-	-	164,157.8	-	-	9.2	-

资料来源：海关总署，太平洋证券整理

风险提示

- 增量政策落地不及预期；
- 外部贸易环境变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。