

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《出口可能出现的变化及应对》 -
2025.04.07

宏观研究

抢出口叠加低基数效应推升出口超预期

● 核心观点

以美元计价，3月出口增速保持较高韧性，好于预期和季节性水平；从国别来看，我国对东盟、欧盟、美国的出口保持韧性是支撑出口超预期的主要原因。我们理解，虽然2月和3月美国对我国加征20%关税落地，但市场基于美国“对等关税”的不确定性，短期仍存在“抢出口”行为，同时叠加我国出口商品相对价格优势，支撑我国出口韧性。

站在当前时点，向后看：（1）展望4月出口，因所谓的“对等关税”已经落地，显著超市场预期，全球贸易体系面临重构风险，“抢出口”或已结束，我国出口或面临较为显著压力，4月我国出口增速或回落至-3%左右。（2）年内看，出口有望实现正增长。一是关注美国是否基于自身经济考虑，重新调整关税政策，甚至重新定调中美关系，如暂缓实施“对等关税”90天等；二是关注非美国国家加强合作，或部分对冲我国对美国出口增速的回落。重点观察我国对柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、加拿大转口贸易情况。若我国对以上国家出口增速有所回升，或指向我国转口贸易顺利推进，我们预期，我国年度出口仍有望维持正增长。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 “抢出口”与低基数支撑出口超预期	4
1.1 3月出口增速超预期	4
1.2 我国对东盟、欧盟、美国的出口保持较强韧性	4
1.3 “抢出口”和相对价格优势支撑我国出口增速韧性	5
2 3月进口增速符合预期，小幅回落	7
2.1 3月进口增速负增，基本符合预期	7
2.2 我国对美国、欧盟、巴西和俄罗斯进口较为明显放缓	7
3 展望：4月出口增速或承压，关注转口贸易变化	8
3.1 4月出口或明显承压，出口增速或回落至-3%左右	8
3.2 年内看，出口仍有望实现正增长	9
风险提示	12

图表目录

图表 1: 我国出口增速情况.....	4
图表 2: 2025 年 3 月出口增速好于季节性水平 (%)	4
图表 3: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区)	5
图表 4: 欧盟降息与我国对欧盟出口增速 (%)	6
图表 5: 欧元区制造业 PMI (%)	6
图表 6: 我国和日本 CPI 同比增速 (%)	7
图表 7: 日元兑人民币即期汇率.....	7
图表 8: 我国进口增速情况.....	7
图表 9: 2025 年 3 月进口增速弱于历史均值 (%)	7
图表 10: 进口同比拉动拆分 (按国别/地区)	8
图表 11: 柬埔寨对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	11
图表 12: 越南对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	11
图表 13: 泰国对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	11
图表 14: 印度尼西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (千美元, %)	11
图表 15: 印度对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	11
图表 16: 马来西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	11
图表 17: 加拿大对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	12
图表 18: 墨西哥对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	12

1 “抢出口”与低基数支撑出口超预期

1.1 3月出口增速超预期

以美元计价，3月出口增速保持较高韧性，好于预期和季节性水平，我们理解，主要是低基数效应、“抢出口”行为影响。

3月出口增速好于预期和季节性水平。3月当月出口同比增长12.4%，较上月回升9.4pct，好于wind一致预期，较wind一致预期3.48%高8.92pct；好于季节性水平，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值水平5.53%高6.86pct。

3月出口增速超预期走高存在低基数效应，剔除低基数效应扰动，3月出口增速边际放缓。从两年复合增速来看，3月复合增速为1.90%，较1月和2月累计复合增速4.65%低2.75pct¹。

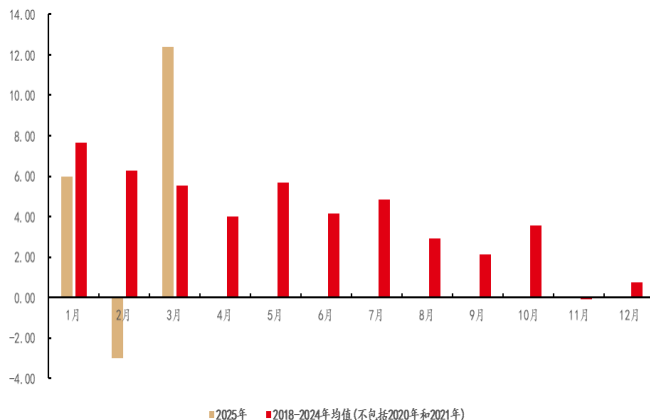
1-3月出口累计值为8538.51亿元，累计同比增长5.8%，好于2025年全年出口预期，较wind一致预期0.3%高5.5pct，达到2024年全年出口额的23.87%。鉴于4月开始，美国特朗普政府非理性的“对等关税”行为，未来出口压力或明显增大，未来出口增速或进一步承压。

图表1：我国出口增速情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：2025年3月出口增速好于季节性水平 (%)



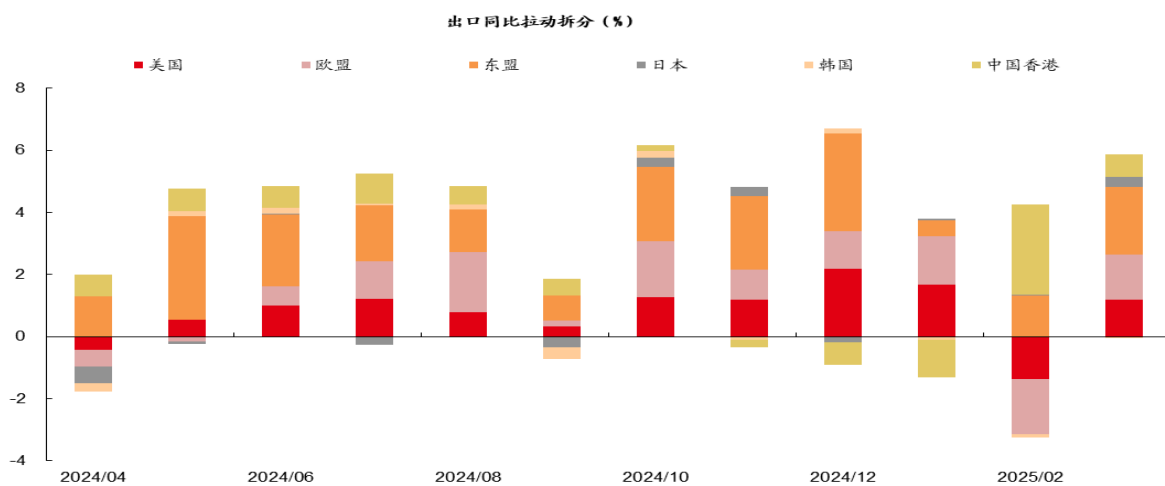
资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 我国对东盟、欧盟、美国的出口保持较强韧性

¹ 采用1月和2月累计值，主要是避免春节因素扰动影响。

从出口同比拉动作用分析，我国对东盟、欧盟、美国的出口保持韧性是支撑出口超预期的主要原因。3月，我国对主要贸易伙伴的出口同比拉动作用基本维持正向贡献，其中，我国对东盟、欧盟、美国出口同比拉动作用贡献分别为2.19%、1.44%和1.19%，合计贡献了5.13pct，成为我国出口增速超预期的主要支撑。此外，我国对日本、巴西、俄罗斯和南非出口同比拉动作用为正，分别为0.31%、0.21%、0.05%和0.04%。

图表3：出口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 “抢出口”和相对价格优势支撑我国出口增速韧性

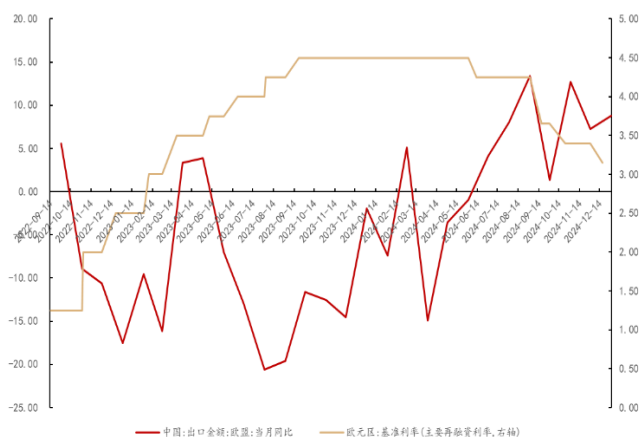
从国别来看，3月“抢出口”行为仍在、叠加我国出口商品相对价格优势，支撑我国出口韧性。向后看，“抢出口”或已接近尾声，短期我国出口商品相对价格竞争优势仍在。

第一，3月我国对美国出口拉动作用保持一定韧性，我们理解应是“对等关税”前“抢出口”行为，3月应是尾声，4月美国对我国非理性“对等关税”，未来对美国直接出口或承压。3月我国对美国出口的同比拉动作用为1.19%，好于2月，略低于1月的1.68%，应是2月和3月美国对我国加征20%关税落地，对出口产生一定影响，但鉴于4月美国非理性“对等关税”尚未落地，因我国出口商品存在价格竞争优势，或仍存在一定“抢出口”行为。

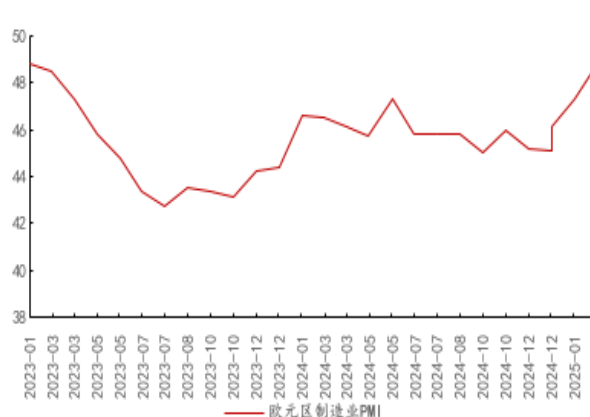
第二，3月我国对欧盟出口同比拉动作用保持较高增速，应是欧盟“抢出口”、欧洲央行降息和增加国防开支计划提振市场信心、我国出口商品存在价格竞争优势四重因素共同推动。3月，欧元区经济疲软态势并未显著改善，难言基本面支

撑我国对欧盟出口韧性。一是 3 月欧洲央行再次降息，提振市场信心，对我国出口增速产生支撑，在前期报告我们已经提示，欧洲央行降息与我国对欧盟出口增速存在较高相关性，这或是 3 月我国对欧盟出口增速回升的一个主要原因；二是欧洲增加国防支出计划，以及德国实施积极财政政策等，均提振市场信心，制造业景气度有所回升。3 月欧元区综合 PMI 初值升至 50.4%，为 2024 年 8 月以来阶段性高点，衡量工厂产出的指数(该指数被纳入综合 PMI)两年来首次出现扩张。该指数从 48.9%跃升至 50.7%，为 2022 年 5 月以来的最高水平。与此同时，3 月德国制造业 PMI 初值为 48.3%，高于预期 47%和前值 46.5%，制造业出现回暖迹象，这是德国制造业两年首次增产；三是市场预期美国对欧盟征收 20%左右的关税，3 月亦或存在“抢出口”行为；四是欧洲通胀仍处于目标水平之上，我国出口商品存在相对价格优势。

图表4：欧盟降息与我国对欧盟出口增速（%）



图表5：欧元区制造业 PMI（%）



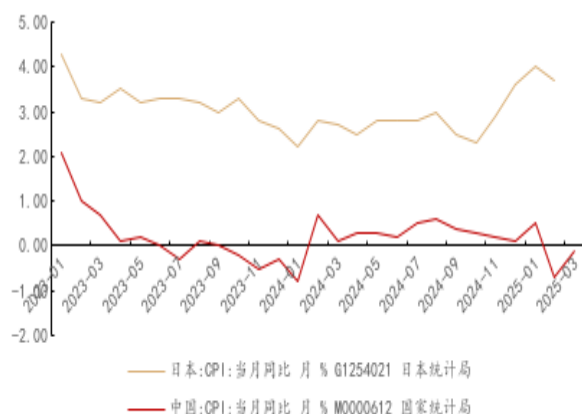
资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，新浪财经，中邮证券研究所

第三，我国对东盟出口同比拉动作用持续保持韧性，主要是东盟对我国存在一定产业依赖。东盟是出口导向型经济体，为规避美国当选总统特朗普无差别加征关税的影响，或亦存在“抢出口”，同时东盟对我国存在一定产业依存度，进而对我国产品需求较为明显增长。

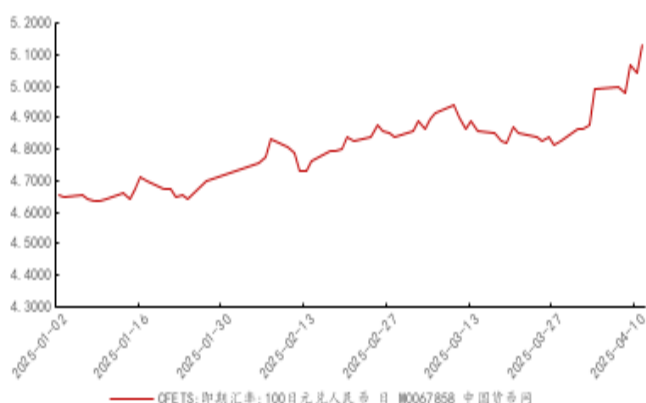
第四，我国对日本出口的同比拉动作用连续三个月为正贡献，或与日本价格高企、日元走强有关。日本国内物价水平持续走高，同时，日元相对人民币持续升值，凸显我国出口商品价格弹性。3 月我国 CPI 同比增速为-0.1%，而 2 月日本 CPI 同比增速高达 3.7%，日本通胀显著高于我国国内水平；自开年以来，日元相对人民币处于升值态势，自年初以来升值幅度达到 9.85%。

图表6：我国和日本 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：日元兑人民币即期汇率



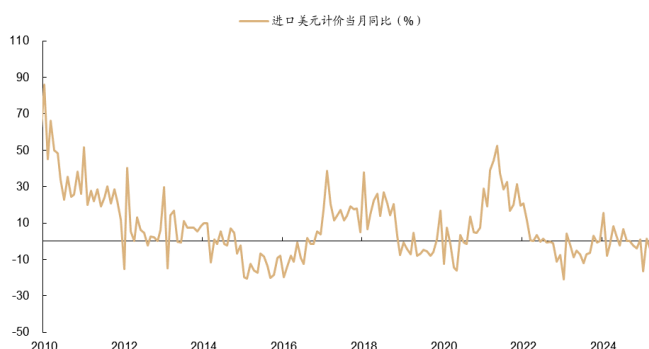
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 3月进口增速符合预期，小幅回落

2.1 3月进口增速负增，基本符合预期

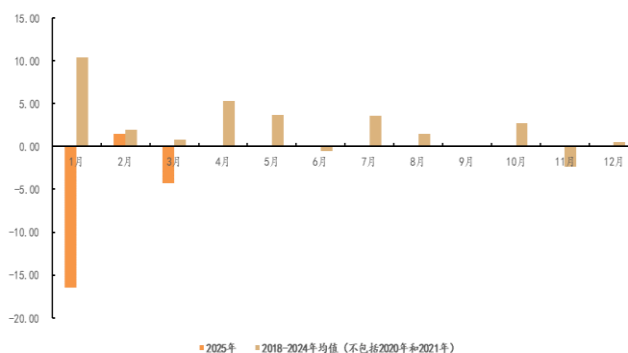
以美元计价，3月当月进口同比增速-4.3%，较前值下降 5.8pct，基本持平市场预期，较 wind 一致预期-4.25%仅低 0.05pct，略弱于季节性，较近五年同期均值水平 1.59%低 0.59pct。2024 年全年进口同比增速 1.1%。

图表8：我国进口增速情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：2025 年 3 月进口增速弱于历史均值 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

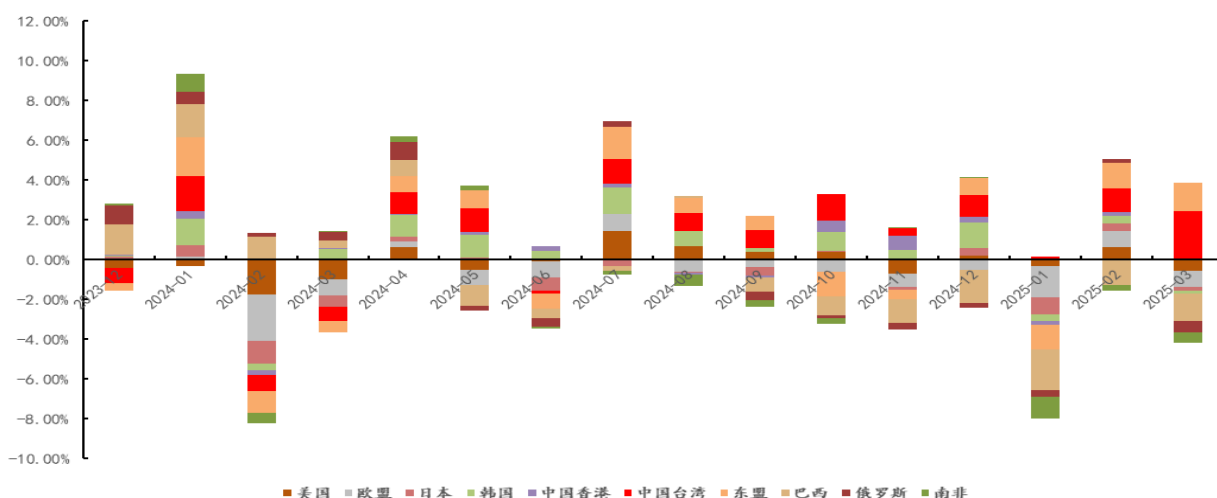
2.2 我国对美国、欧盟、巴西和俄罗斯进口较为明显放缓

从我国进口同比拉动作用来看，3月我国对主要贸易伙伴的进口同比拉动作用基本转负，其中，我国对美国、欧盟、巴西、俄罗斯、南非进口较为明显放缓。我国对美国、欧盟、巴西、俄罗斯和南非进口的同比拉动作用分别为-0.59%、-

0.8%、-1.4%、-0.57%和-0.52%，合计贡献了-3.88pct，成为我国进口增速放缓的主要原因。我国对东盟进口维持正增长，同比拉动作用为 1.41%。

从进口同比拉动作用边际变化来看，我国对东盟进口增速边际改善，我国美国、欧盟、日本、韩国、俄罗斯进口较为明显边际放缓。3 月我国对东盟进口同比拉动作用边际变化为 0.14%；我国对美国、欧盟、日本、韩国和俄罗斯进口同比拉动作用分别为-1.23%、-1.58%、-0.59%、-0.5%、-0.76%。

图表10：进口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：4 月出口增速或承压，关注转口贸易变化

3.1 4 月出口或明显承压，出口增速或回落至-3%左右

3 月出口超预期的主要原因是“抢出口”和我国出口商品保持相对竞争优势。站在当前时点，基于国别角度，展望 4 月出口，因所谓的“对等关税”已经落地，显著超市场预期，全球贸易体系面临重构风险，“抢出口”或已结束，我国出口或面临较为显著压力，4 月我国出口增速或回落至-3%左右。

一是美国对我国加征非理性关税，税率已经提高至 125%，我国对美出口或面临明显放缓。“对等关税”落地，或结束了全球对美“抢出口”行为。根据货运数据公司 Vizion 最新发布报告显示，美国进口订单在第一季度激增后出现了崩溃的迹象，2025 年 3 月 24 日—31 日与随后一周（4 月 1 日—8 日）的数据，全部的预订标准箱数量环比大幅下跌 49%，美国整体进口数量环比大幅下跌 64%。根

据前期测算，我国对美国出口增速或下降 40%-50%左右；二是欧洲“抢出口”行为亦将消退，4 月欧洲央行货币政策存在数据依赖，存在较大不确定性，欧洲经济仅呈现弱复苏迹象，或对我国出口欧盟支撑减弱。但在全球贸易不确定性上升背景下，中欧贸易关系或更加紧密。4 月 10 日，欧盟委员会宣布与中国达成重要共识，双方将启动以“最低进口价格”机制替代现行对华电动汽车关税的谈判，这一突破性进展标志着持续近半年的贸易争端出现实质性缓和，我国对欧盟新能源电动汽车出口或有所回升。整体来看，我国对欧盟出口增速或仍具有一定韧性。三是日本通胀仍维持阶段性高位，叠加日元升值预期，我国出口日本商品仍具有明显的相对价格竞争优势，短期我国对日本出口亦不会显著回落。四是鉴于东盟是出口导向型经济体，或因全球贸易摩擦升温，制约其经济发展，进而影响我国对东盟出口。但根据我们测算，因美国加征关税，对我国间接出口的影响相对有限，或导致全年我国出口增速下降 0.5%左右（详见报告《出口可能出现的变化及应对》），单月降幅或相对有限。

3.2 年内看，出口仍有望实现正增长

前期我们强调，后续我国出口或存在两种可能的演绎：一是美国基于自身经济考虑，重新调整关税政策，甚至重新定调中美关系（详见报告《出口可能出现的变化及应对》）。近期美国特朗普政府已经做出一定妥协，亦释放了积极信号，如 2025 年 4 月 9 日，美国总统特朗普在社交媒体宣布，对全球 75 个未采取报复措施的国家暂缓实施“对等关税”90 天；美国豁免手机、电脑、芯片等产品。此情形，主动权掌握在美国，后续需要跟踪观察。二是非美国国家加强合作，部分对冲我国对美国出口增速的回落。在该情形下，我国对出口掌握一定主动权，且在特朗普第一任期中，我国与东盟、欧盟贸易关系的升温，支撑了我国出口韧性，值得重点关注。

情形一：美国对我国加征超额非理性关税，如维持 125%关税税率不变，而对其他贸易国家征收 10%基准关税。在此情形下，我们理解，转口贸易在一定程度上会对冲非理性关税的影响，出口仍有可能好于预期。

2024 年美国进出口贸易额达到 7.3 万亿美元，占全球贸易额的 22.12%，进口贸易额在全球贸易额占比为 12.45%，非美国国家依赖美国经济，同时美国对世界其他国家依赖度相对较高。在经济全球化背景下，资本为追求利益最大化，制造

业资本向具有人口红利地区流动,进而追逐超额收益,导致了美国制造业空心化。即使本次美国特朗普政府的关税政策旨在推动制造业回流,且不论政策是否能达到预期效果,但年内肯定无法实现。从当前美国供需来看,美国通胀仍高于美联储目标水平,显示经济需求大于供给,供需缺口较为明显。根据美国国会预算办公室预测,短期美国自然失业率为 4.4%,3 月美国失业率为 4.2%,说明美国当前产能已经超过潜在产能水平,进一步提高产能空间相对有限。在此背景下,美国关税政策、移民政策无疑会对供给端产生负向影响,进一步加剧供需缺口。为弥补供需缺口,或继续从国外进口,或压降国内需求。我们理解,短期美国或正在从两方面着手进行调整,如美国计划减少财政支出,逐步实现从公共支出向私人支出转变,正是压降国内需求的方式,但因政策效果见效相对较慢,短期仍需要从国外进口商品和服务,弥补美国国内产能不足。

因此,美国存在产能缺口,即使美国对我国加征超额非理性关税,但我国出口商品具有相对价格优势,仍然可以通过转口贸易或类似转口贸易的方式,为主要贸易伙伴提供商品和服务。从历史经验来看,特朗普第一任期,因中美贸易紧张,2019 年我国对美国出口增速下滑,对美出口额占总出口额的比重为 16.72%,较 2018 年下降 2.57%,与此同时,我国对东盟和欧盟出口提速,出口贸易额占比分别为 17.12%和 14.41%,分别较 2018 年提升 0.57%和 1.47%,部分对冲了我国对美国出口增速回落。

从 2018 年和 2019 年我国出口中间品增速显著变化的国家来看,我国转口贸易重点国家是柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、加拿大。短期可重点关注我国对以上国家出口贸易变化情况。若我国对以上国家出口增速有所回升,或指向我国转口贸易顺利推进,我们预期,我国年度出口仍有望维持正增长。

图表11: 柬埔寨对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



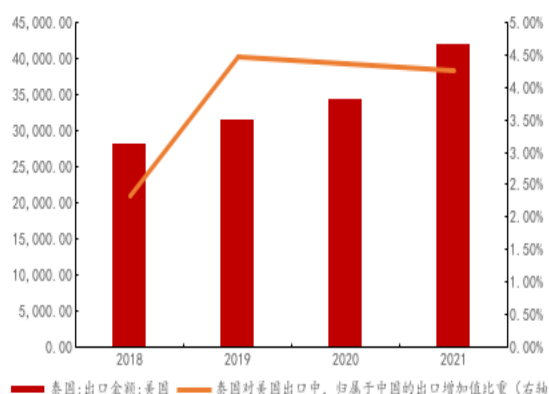
资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表12: 越南对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表13: 泰国对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



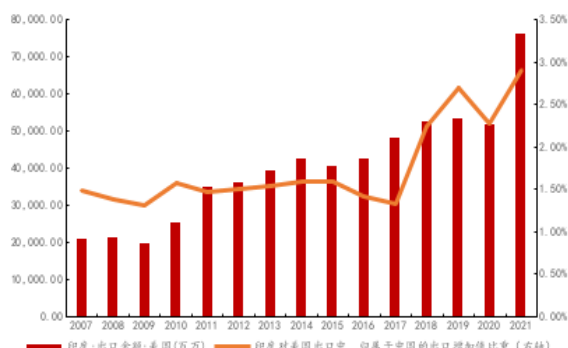
资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表14: 印度尼西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (千美元, %)



资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表15: 印度对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



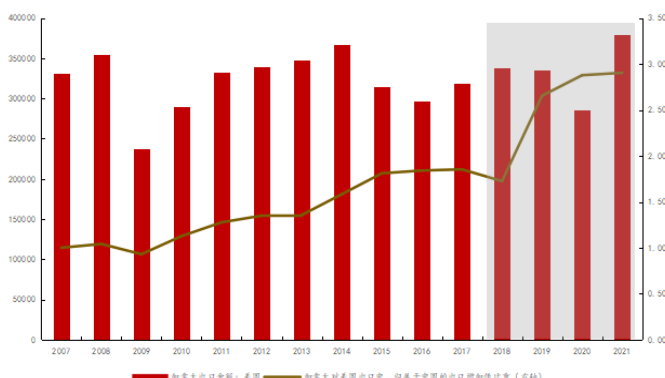
资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表16: 马来西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



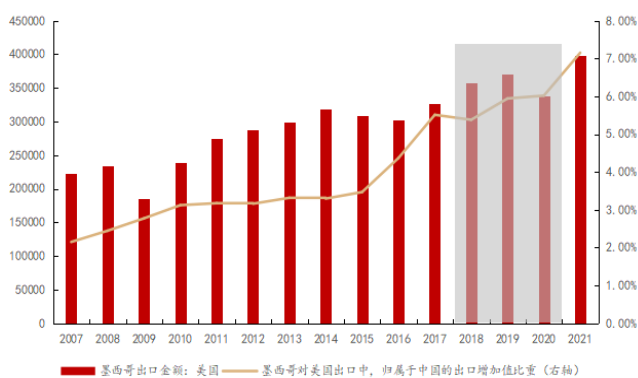
资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表17：加拿大对美国出口中，归属于中国的出口增加值比重（%）



资料来源：UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表18：墨西哥对美国商品出口中，归属于中国的出口增加值比重（%）



资料来源：UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

情形 2：随着欧盟增加国防计划和德国新债计划落地，支撑欧盟经济持续修复，我国对欧盟出口增速回升，亦会部分对冲中国对美国出口增速的回落。

从现实情况来看，得益于欧盟增加国防开支、德国新债计划提振市场，欧元区经济已经呈现弱复苏，欧元区 1 月工业产出好于预期和前值，欧元区 3 月投资者信心大幅回升。若德国新债计划、欧盟增加国防开支等及时落地，或带动欧元区经济持续修复。假设按照欧盟增加国防支出的计划方案，今后 4 年筹资 8000 亿欧元增加国防开支，且财政乘数为 0.5，则增加国防支出每年回或拉动经济增长 0.87 个百分点。若德国新债计划同步实施，预计拉动欧盟经济增速或超过 1 个百分点。因此，若预期兑现，欧盟经济修复态势持续，利好我国对欧盟出口，或部分对冲我国对美国出口下滑的影响。值得关注的是，德国的积极财政政策或在下半年落地，欧洲增加国防支出计划节奏亦尚未明确，需要关注相关政策落地情形。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048