

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

CINDASECURITIES 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

出口脉冲、提前出货及关税影响

2025年4月15日

在关税等贸易政策不确定性逐步增加的环境下，我们认为3月出口实现超预期大涨的可持续性不强，后续出口可能即将面临下行压力。

- **第一，出口大超预期，我们认为这主要是出口商提前出货，其持续性不强。**3月出口同比12.4%，明显超过市场预期，经过3月的拉涨，后续增速回调的概率较大。我们认为，后续增速可能回调的主要原因是3月的涨幅主要是出口商提前出货拉动的，它的持续性并不高。对于进口，当前降幅显示进口增长动力仍弱，或是内需不振对进口的影响仍在。
- **第二，已生效的对美关税影响体现在哪？**3月对美出口方面已经生效的新增关税有20%，出口增速却在上升，关税的影响体现在哪里？第一，对美出口增速虽在上升，但近两个月的对美出口占比却跌破13%，这是2015年以来首次。第二，对东盟出口占比则明显提升。已经生效的对美关税已对我们的出口流向产生了影响，这部分出口或正在转向东盟等国家和地区。
- **第三，二季度中美之间直接贸易的下行压力会比较大。**我国一季度出口同比较好，但考虑到提前出货的潜在回落效应，我们预计二季度开始，出口的压力会比较大。一方面是当前的出口已经隐约显现出关税的影响。再加上3月的回升更多是提前出货的影响，后续增速回落的可能性较大。另一方面是中美之间更高的关税在4月开始生效，在更高关税影响逐渐体现下，二季度出口面临的下行压力会比较大。
- **第四，中国对美出口可能流向周围的关税暂缓地。**首先，对美出口占比下滑和对东盟占比提升，3月的出口国家占比调整为我们提供了后续转口力度可能比3月更大的信号。其次，美国对其他国家关税暂缓90天，提供了转口的条件。我们认为，在暂缓的这90天里（即二季度），中国对美的出口可能流向周围的关税暂缓地，再而转向美国。因此，二季度可以重点关注其他国家对中国的关税变化或进口额度。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

目录

一、贸易不确定性下，出口出现前置	3
二、已生效的关税影响体现在哪?	4
三、二季度的出口压力会比较大	6
四、中国对美的出口可能流向周围的关税暂缓地	8
风险因素	9

图目录

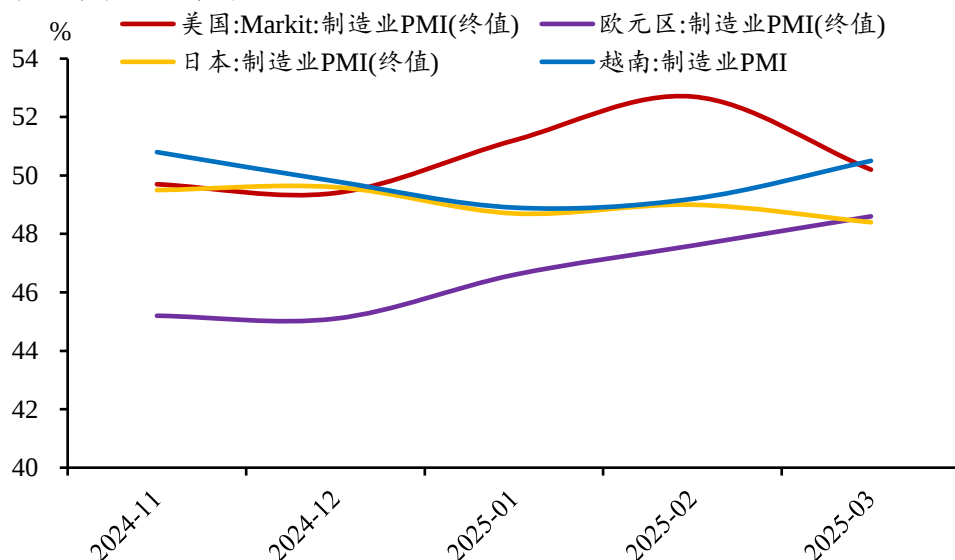
图 1: 海外制造业景气度分化	3
图 2: 对多个国家的出口普遍改善	3
图 3: 3 月出口增速明显提升，进口降幅收窄	4
图 4: 对美出口增速仍在上升	5
图 5: 2015 年以来，中国总出口中对美出口的比例首次跌破 13%	5
图 6: 对东盟出口占比明显提升	6
图 7: 一季度出口增速为 5.7%	7
图 8: 2025 年以来中美间新关税的变化	7
图 9: 美国初始的对等关税税率	8

一、贸易不确定性下，出口出现前置

3月出口同比12.4%，较1-2月表现提升10.1个百分点（图3），今年3月份的出口还有如此亮眼的表现，我们认为很大程度上是出口商提前出货的影响。

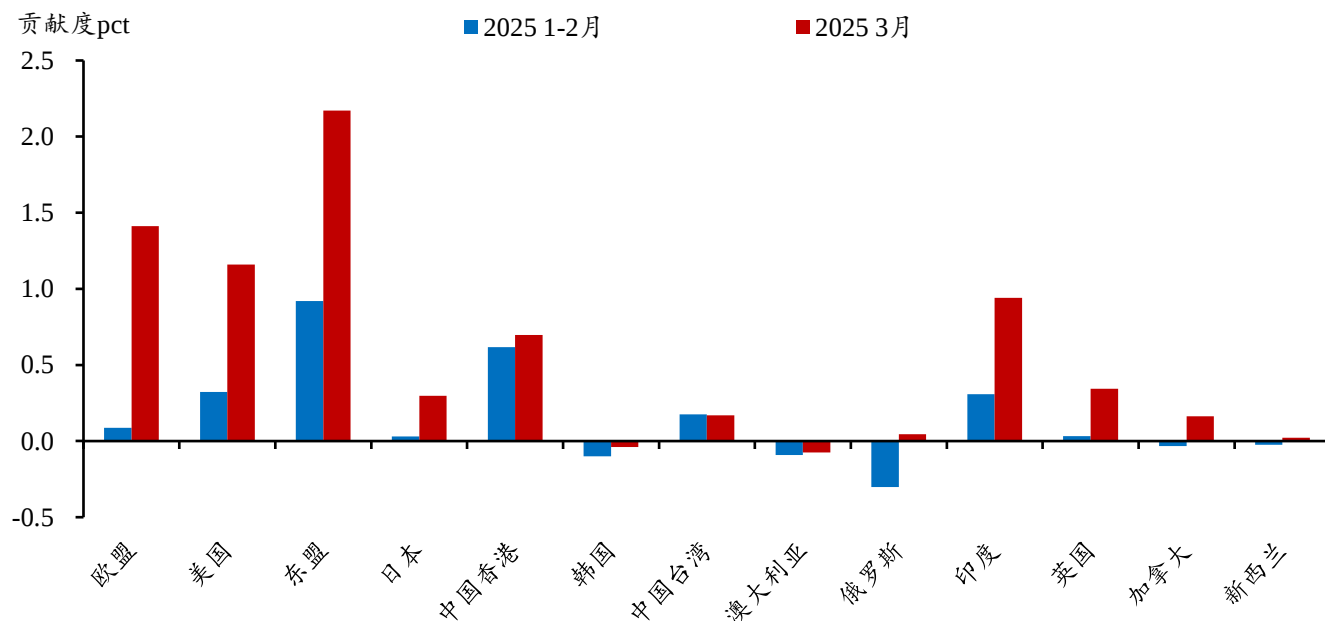
首先，外需层面有所分化，欧美日越景气度并非同步改善，但3月出口出现普遍向好。从海外需求来看，3月美国、欧元区、日本、越南Markit制造业PMI终值分别为50.2%、48.6%、48.4%、50.5%，2月表现分别为52.7%、47.6%、49.0%、49.2%。欧元区和越南景气度向好，而美国、日本景气度在回落，景气度存在分化。而3月中国对多个国家的出口，是呈现普遍向好的特征（图2）。

图1：海外制造业景气度分化



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图2：对多个国家和地区的出口普遍改善

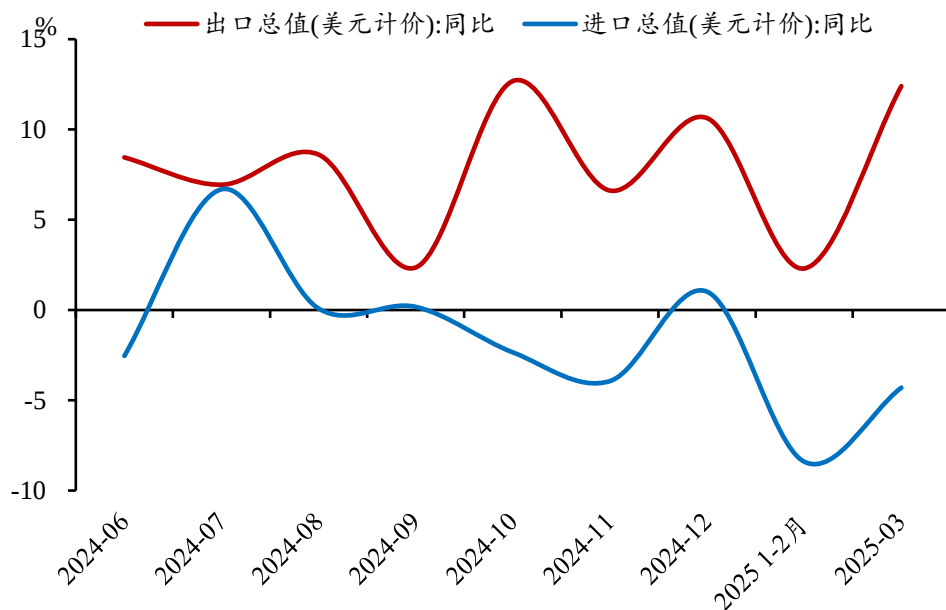


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

其次，4月的高关税压制未至，出口商出货前置支撑出口同比增速。美国在2025年3月3日宣布对中国商品加征10%关税，叠加2月1日的10%，总税率达到20%（图8）。不考虑前期的遗留关税，那么今年3月对美出口商品要额外承担20%的关税。我们认为，尽管已有部分关税生效，但企业或对4月的关税变动存在担忧，为避免更高的可能关税而出货。3月我国制造业新出口订单指数也上升了0.4个百分点，新出口订单的表现近11个月以来新高，这或部分和海外厂商提前囤货有关。

进口降幅明显收窄，但表现仍弱。3月进口同比-4.3%，降幅较1-2月收窄了4.1个百分点，但仍在负增长。中国制造业PMI进口分项指数1-2月平均为48.8%，3月表现进一步下降了1.3个百分点，回落至47.5%，创过去十年同期次低。我们认为，进口表现仍偏弱或是内需不振对进口的影响仍在。

图3：3月出口增速明显提升，进口降幅收窄



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

二、已生效的关税影响体现在哪？

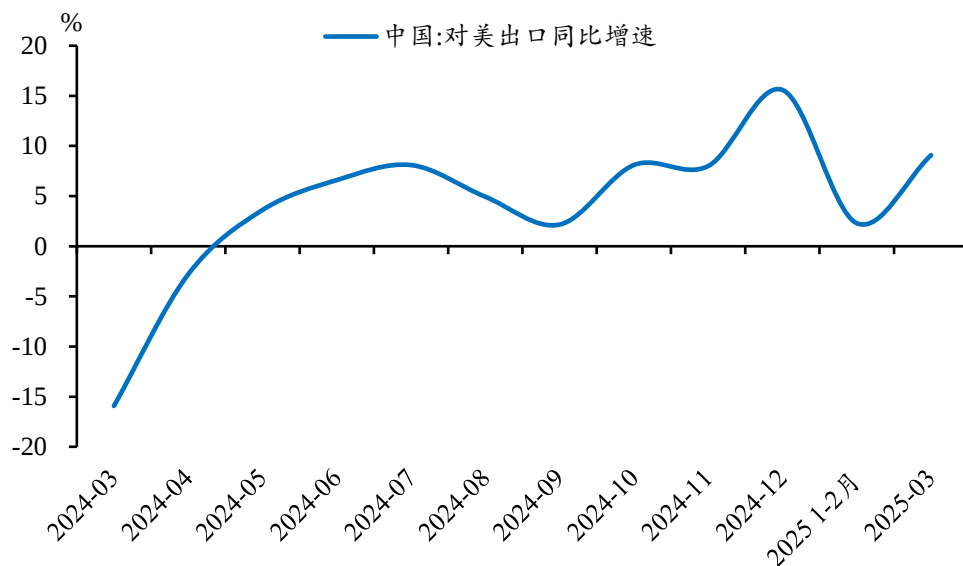
我们在前文已经提及，在3月对美出口方面已经生效的新增关税有20%，出口增速却在上升，有人疑惑关税的影响体现在哪里？

第一，对美出口增速虽在上升，但近两个月的对美出口占比却跌破13%，这是2015年以来首次。3月对美出口增速9.1%，较1-2月的增速（2.3%）继续上升（图4）。虽然对美出口增速上升，但实际上对美的出口占比已经在悄然回落。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%（图5）。

第二，对东盟出口占比则明显提升。对东盟的出口占比有所提升，为18.8%，没有突破2015年以来的最高值（18.9%），但已经相当接近（图6）。

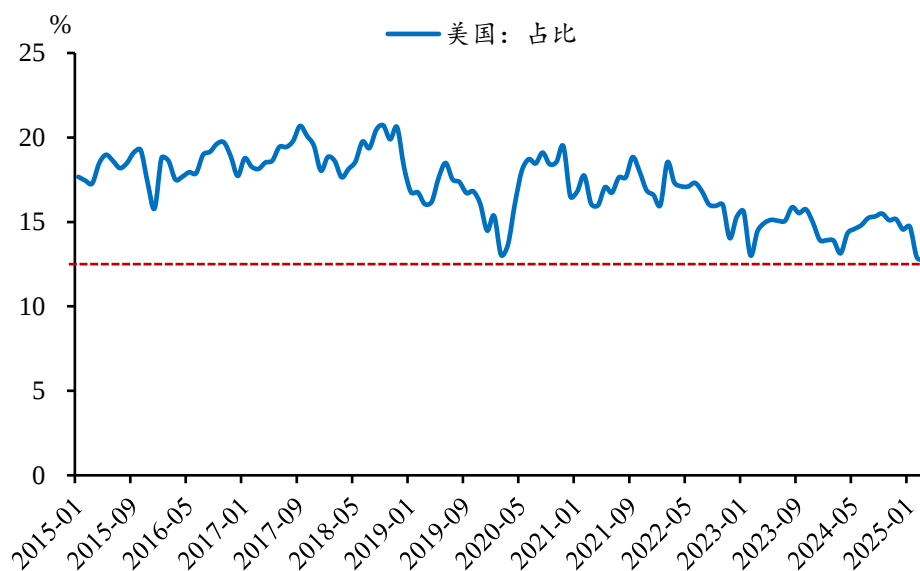
已经生效的对美关税已对我们的出口流向产生了影响，这部分出口或正在转向东盟等国家和地区。

图 4：对美出口增速仍在上升



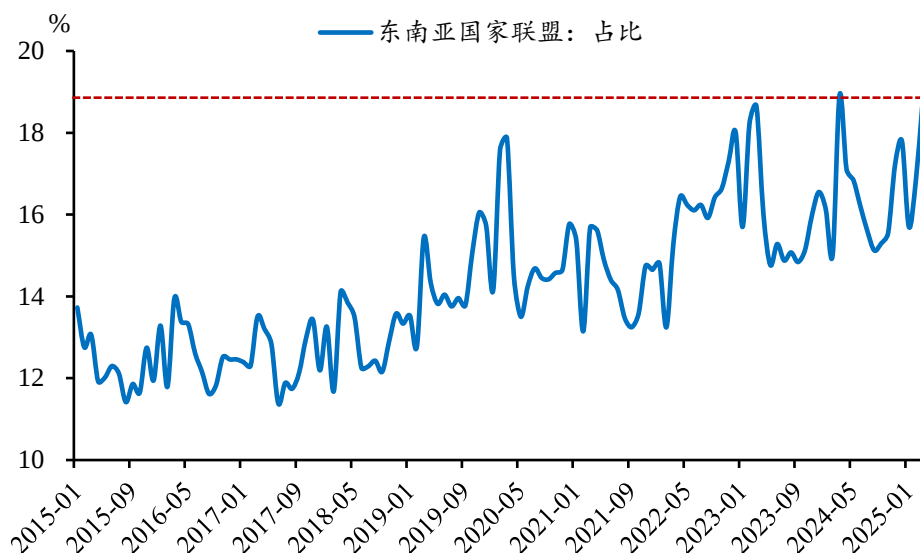
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 5：2015 年以来，中国总出口中对美出口的比例首次跌破 13%



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 6：对东盟出口占比明显提升



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

三、二季度的出口压力会比较大

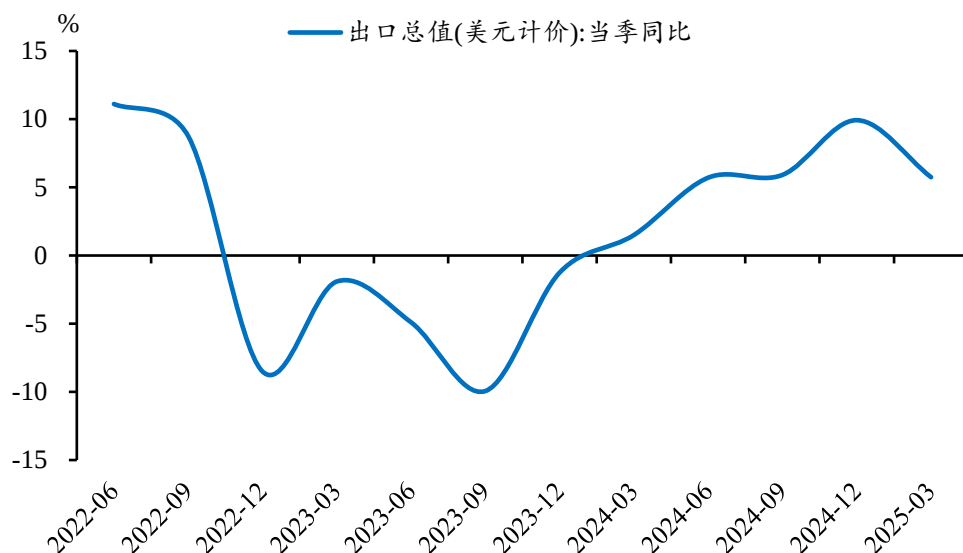
累计来看，我国一季度出口同比 5.7%，和去年一季度的 1.5% 相比（图 7），已经相当不错，但考虑到提前出货的潜在回落效应，我们预计二季度开始，出口的压力会比较大，出口增长势头或将趋弱。

一方面是当前的出口已经隐约显现出关税的影响。3 月美国对中国再加 10% 关税，叠加 2 月的 10%，共新增 20%。当前来看，这部分新增的关税已经对我们的出口产生影响，即对美的出口占比已经下滑，再加上 3 月的回升更多是提前出货的影响，后续增速回落的可能性较大。

另一方面是中美之间更高的关税在 4 月开始生效。3 月对美出口占比已有所回落，自 4 月 2 日以来，美国对中国加征关税又层层升高，且均为 4 月生效（图 8）。4 月 2 日关税细则落地后，我们认为，对美出口增速和出口份额或加速回落。

在更高关税影响逐渐体现下，我们认为二季度出口面临的下行压力会比较大。

图 7：一季度出口增速为 5.7%



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 8：2025 年以来中美间新关税的变化

时间	美国关税措施	新税率变化	中国反制措施
2025 年 2 月 1 日	特朗普签署行政令，以“芬太尼问题”为由对中国商品加征 10% 关税。	10%	中国宣布自 2025 年 2 月 10 日起，对美国煤炭、液化天然气加征 15% 关税，对原油、农业机械等加征 10% 关税。
2025 年 3 月 3 日	美国以“中国未履行贸易协议”为由，再次对中国商品加征 10% 关税。	20% (10%+10%)	中国宣布自 2025 年 3 月 10 日起，对美国鸡肉、小麦、玉米等农产品加征 15% 关税，对大豆、猪肉等加征 10% 关税。
2025 年 4 月 2 日	特朗普政府启动“对等关税”政策，对中国输美商品加征 34% 关税。	54% (20%+34%)	中国宣布自 2025 年 4 月 10 日起，对所有美国进口商品加征 34% 关税，并将 6 家美国企业列入不可靠实体清单。
2025 年 4 月 9 日	美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由 34% 提高至 84%	104% (20%+84%)	中国将对美加征关税税率从 34% 提高至 84%，并追加起诉美国违反国际贸易规则。
2025 年 4 月 10 日	美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%	145% (20%+125%)	中国宣布自 4 月 12 日起对美加征关税至 125%，并表示“若美方继续数字游戏，中方将不予理会”。

资料来源:ifind, 信达证券研发中心，表中未包含美国对全球普征的关税

四、中国对美的出口可能流向周围的关税暂缓地

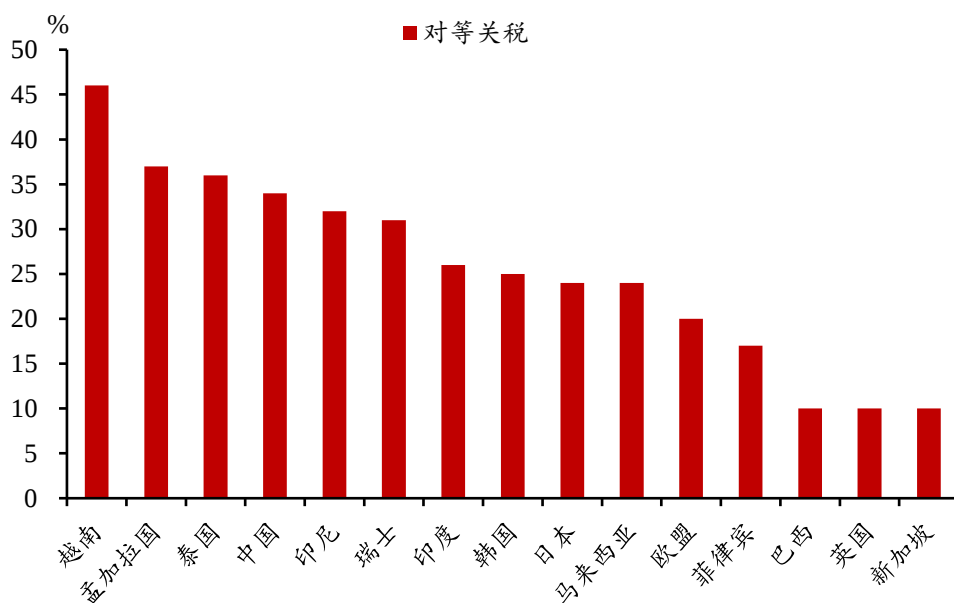
我们认为，在美国对其他国家暂缓对等关税期间，中国对美的出口可能流向周围的关税暂缓地。

首先，对美出口占比下滑和对东盟占比提升，已经提供了信号。今年3月中国出口的流向已经悄悄发生了变化——对美出口占比下滑和对东盟占比提升，且对美出口占比下滑已持续两个月。3月的出口国家占比调整为我们提供了后续转口力度可能比3月更大的信号。

其次，美国对其他国家关税暂缓 90 天，提供了转口的条件。特朗普政府于 2025 年 4 月 10 日宣布对约 75 个未采取报复行动的国家暂缓实施“对等关税”90 天，但中国、欧盟等因已实施反制被排除在外。而美国对东南亚等地区的关税豁免为中国企业的“第三国中转”打开了一道口子。

我们认为，在暂缓的这 90 天里（即二季度），中国对美的出口可能流向周围的关税暂缓地，再而转向美国。因此，二季度可以重点关注其他国家对中国关税变化或进口额度。

图 9：美国初始的对等关税税率



资料来源：财联社，信达证券研发中心

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。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。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

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。