



3 月出口：从已知看未知

2025 年 04 月 14 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

➤ **事件：**4 月 14 日，中国海关总署公布 3 月外贸数据。按美元计，3 月出口金额同比 12.4%、预期 3.5%、前值-3%；进口金额同比-4.3%、预期-4.3%、前值 1.5%。

➤ **如我们在前期报告《关税下的出口：已知压力和未知风险》中所指出的，3 月还观察不到出口的下行压力，“早春”、低基数等因素将推高当月出口同比。但在关税升级后，后续出口将进入“新范式”。如何看待出口的已知变化和未知风险？**我们围绕以下四个问题展开回答：

➤ **Q：3 月出口大超预期，源自哪些因素？**

➤ **A：“季节性”脉冲是核心原因。**基于历史经验，春节时点靠前往往往会压低 1-2 月出口、抬高 3 月出口表现（可参照 2006、2014、2017 年等春节时点与今年相近的年份，3 月出口环比均为历史较高水平）。今年不仅是“早春”，而且和去年形成“错位”（2024 年恰好是“晚春”，3 月出口环比较低），这些因素共同放大了 3 月出口同比读数。从实际数据看，3 月出口环比略高于“季节性”水平。

其次，“对等关税”落地前夕，出现了一部分“抢出口”需求。这一因素可能解释了 3 月出口好于“季节性”的这部分。**一方面**，3 月外需是边际回落的，全球制造业 PMI 较上月下滑 0.3 个百分点至 50.3%。**另一方面**，从国别上看，主要是对一些“转口”贸易区域的出口增速大幅反弹，3 月东盟、拉美、非洲的出口贡献最高，合计拉动我国出口同比抬升 4.8 个百分点。

➤ **Q：二季度，出口增速的下行幅度可能有多大？**

➤ **A：基于关税升级的现实背景、出口高频的最新变化，我们预计出口下行压力将在二季度“显性化”。微观信号之一**，根据 4 月 14 日交通运输部最新发布的物流数据，港口货运量显著下滑。**微观信号之二**，4 月以来我国对美出口“转弱”迹象进一步强化，美东航线的集装箱运价指数降至 2020 年以来同期最低。

二季度出口同比可能下挫至-5%至-10%。参考 2018 年经验，当年 7、8、9 月加征关税集中落地后，中国出口增速在 Q4 明显下滑（Q3 11.7%，Q4 3.9%）。结合本轮关税的时点，我们预计 Q2 出口就会发生明显“负反馈”。幅度上，参考我们在报告《关税风暴：政策对冲的经济账》中的测算方法，预计二季度出口同比降至-5%至-10%。

➤ **Q：二季度，出口“上行动能”是否存在、有哪些？**

➤ **A：关税豁免的信号，预示着关税力度往后是会下降的。**参考我们在报告《关税豁免的“减震”信号有多强？》中的梳理，美国最新的关税豁免，新增了自动数据处理设备、显示器等电子产品，中国与其他国家一致、平等享受豁免。**且这一轮豁免的整体规模不小，产品规模约在 1000 亿美元左右，这意味着年内出口压力会有一定程度的缓解。**

“抢出口”、“出口转移”等具备一定持续性。**一方面**，关税暂缓 90 天，可能为东盟等转口贸易伙伴留出集中备货的时间窗口。**另一方面**，近年来中非签署多边框架协定、国别合作备忘录，这有利于我国衣帽鞋、机械设备等产品的外贸市场

相关研究

1. 美国政策点评：关税豁免的“减震”信号有多强？-2025/04/13
2. “美国不是例外”系列：如期而至的流动性危机——写在美债汇三杀之时-2025/04/12
3. 2025 年 3 月通胀数据点评：消费和关税的“正、负反馈”-2025/04/12
4. 经济动态跟踪：增量政策的愿望清单-2025/04/10
5. 经济动态跟踪：政策前奏：三条主线-2025/04/06

开拓。从最新运价表现看，东南亚航线集装箱运价企稳改善，非洲航线保持韧性。

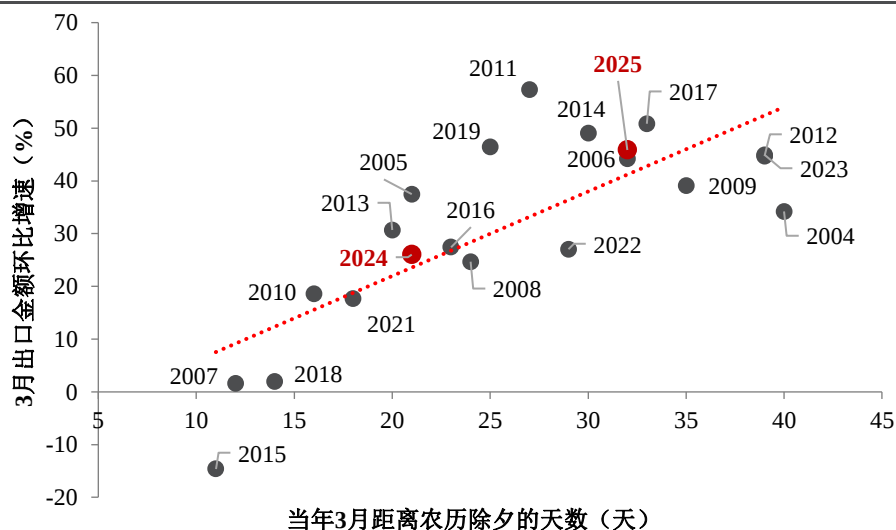
➤ **Q：增量储备政策如何对冲？**

➤ **A：预计政策将着力应对外部冲击下的就业风险。**正如今年两会期间总书记在参加江苏代表团审议时强调“抓好就业这个最基本的民生”，中美摩擦让稳就业的重要性进一步凸显。我国制造业部门外贸依存度近 13%，是政策的重点帮扶对象，尤其包括计算机通信、电气机械、汽车等高技术制造业。

增量的储备政策，可能包括再贷款、财政贴息、减税降费等。2024 年，我国机电设备、车辆及运输设备的对美出口敞口（对美出口占该行业总出口比重）分别为 14.6%、8.6%。若美国按照最新税率执行对华加征关税、直接冲击企业外贸营收（暂不考虑转口贸易冲击等间接影响），增量政策对于相关行业的支持力度或不低于 1.2 万亿元。

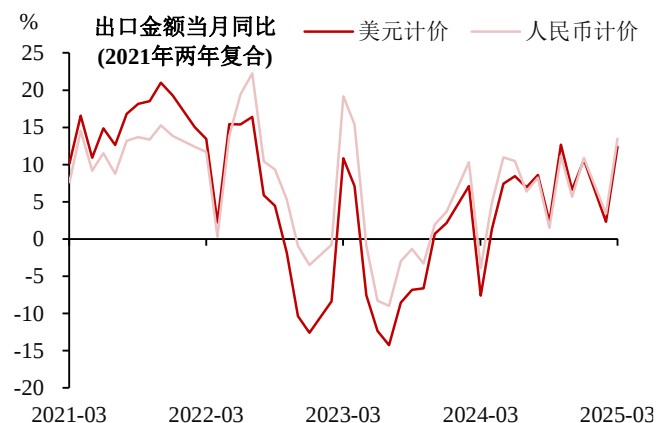
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：春节时点靠前的年份，当年3月的出口通常会迎来更大幅度反弹



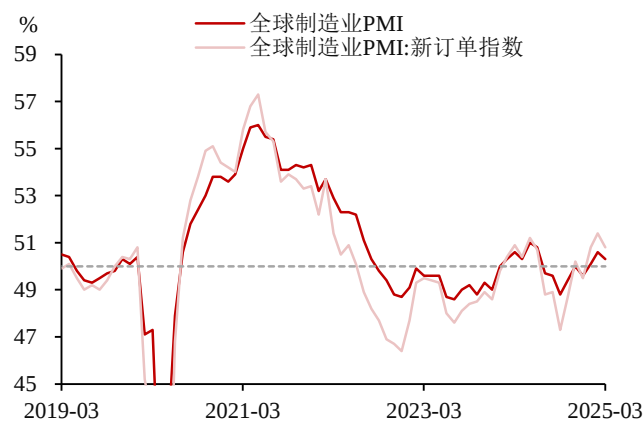
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：3月出口同比增速大幅反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：3月“外需”边际回落



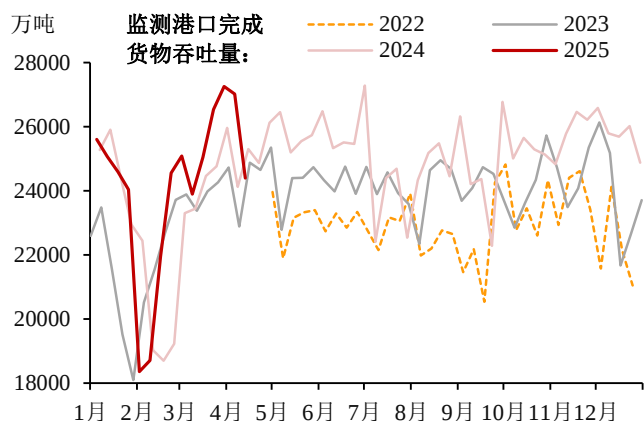
资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图4：3月，主要是对一些“转口”贸易区域的出口增速大幅反弹

国家/地区	较上月变化	中国对不同国家/地区出口当月同比 (%)						较上月变化	不同国家/地区出口增速贡献 (%)					
		2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09		2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
欧盟	9.7	10.3	0.6	8.8	7.2	12.7	1.3	1.3	1.4	0.1	1.2	1.0	1.8	0.2
德国	8.8	11.9	3.1	12.5	12.9	19.8	9.7	0.3	0.3	0.1	0.4	0.4	0.6	0.3
荷兰	-2.5	-2.9	-0.4	-1.6	-6.7	-1.3	-12.8	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.3
法国	5.8	4.6	-1.2	10.7	1.7	20.3	12.5	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2
意大利	12.0	8.4	-3.6	6.2	23.0	7.6	-8.6	0.2	0.1	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.1
美国	6.8	9.1	2.3	15.6	8.0	8.1	2.2	0.8	1.2	0.3	2.3	1.2	1.2	0.3
东盟	5.9	11.6	5.7	18.9	14.9	15.8	5.5	1.3	2.2	0.9	3.4	2.6	2.5	0.8
越南	4.5	18.9	14.4	13.9	12.8	15.6	8.1	0.4	1.1	0.7	0.6	0.6	0.7	0.4
马来西亚	-8.7	-2.7	6.0	19.3	28.3	24.7	12.6	-0.2	-0.1	0.2	0.6	0.9	0.7	0.3
泰国	15.7	27.8	12.1	28.5	22.0	16.9	8.7	0.5	0.9	0.3	0.7	0.6	0.4	0.2
新加坡	7.4	-6.4	-13.8	6.4	5.7	6.6	-2.2	0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
印度尼西亚	18.1	24.6	6.5	51.0	20.3	28.1	12.5	0.3	0.5	0.1	1.3	0.5	0.6	0.2
菲律宾	6.0	9.3	3.3	8.0	2.8	4.2	-8.6	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.1
日本	6.0	6.7	0.7	-4.2	6.3	6.8	-7.1	0.3	0.3	0.0	-0.2	0.3	0.3	-0.3
中国香港	0.1	7.8	7.7	-7.6	-2.7	2.1	5.7	0.1	0.7	0.6	-0.6	-0.2	0.2	0.6
韩国	1.7	-0.9	-2.6	4.0	-2.6	5.0	-9.2	0.1	0.0	-0.1	0.2	-0.1	0.2	-0.3
中国台湾	-0.5	7.9	8.4	14.1	6.4	2.9	-1.6	0.0	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0
澳大利亚	0.6	-4.2	-4.8	-12.3	0.5	2.2	-7.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.1
俄罗斯联邦	12.8	1.9	-10.9	5.5	-2.5	26.7	16.6	0.3	0.0	-0.3	0.2	-0.1	1.0	0.6
印度	19.4	27.3	7.9	0.0	2.1	3.8	-9.3	0.6	0.9	0.3	0.0	0.1	0.1	-0.3
英国	14.8	16.3	1.5	3.1	-0.3	8.1	-7.6	0.3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.2
加拿大	15.5	12.9	-2.6	-0.7	-2.9	19.1	-5.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.1
新西兰	22.5	10.6	-11.9	1.1	-7.9	18.3	-23.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
拉丁美洲	20.3	23.5	3.2	16.9	11.0	22.9	3.4	1.5	1.7	0.3	1.2	0.8	1.8	0.3
巴西	20.3	12.2	-8.1	5.6	10.1	24.5	8.6	0.4	0.2	-0.2	0.1	0.2	0.5	0.2
非洲	37.2	37.0	-0.2	24.8	10.8	20.9	-0.7	2.1	2.0	0.0	1.4	0.6	1.1	0.0
南非	15.2	6.3	-8.9	9.9	12.2	11.2	-13.9	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1

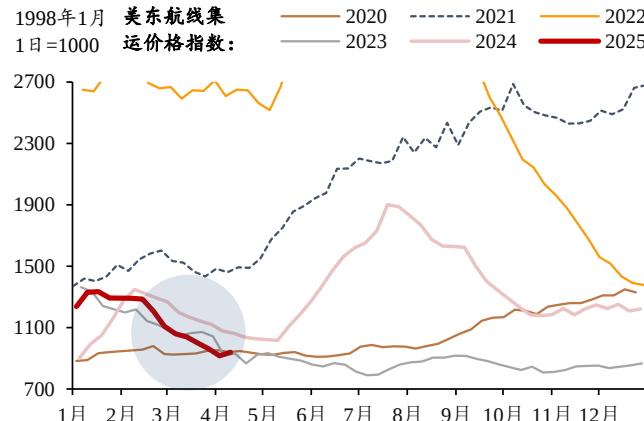
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：4月以来，港口货运量大幅回落



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图6：4月，美东航线运价降至2020年以来同期最低



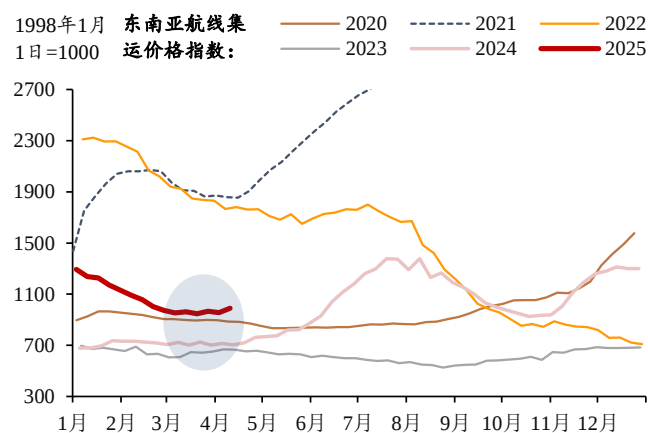
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：3月“抢出口”带动机电产品出口增速反弹，该项占总出口比重高、后续可能受益于“关税豁免”

类别		主要出口商品		出口总值 占比	同比增速			同比拉动		
			边际变化	2025-03	2025-02	2024-12	边际变化	2025-03	2025-02	2024-12
农产品			2.9%		3.0	12.1			0.1	0.4
中间品&资本品	成品油		1.0%	4.0	-20.8	-24.8	-31.2	0.0	-0.2	-0.2
	稀土及其制品:稀土		0.0%	-24.5	-24.9	-0.4	-11.9	0.0	0.0	0.0
	肥料		0.2%	-26.1	26.5	52.6	-1.1	-0.1	0.0	0.0
	钢材		2.3%	2.5	-6.4	-3.9	11.8	-0.1	-0.1	-0.1
	未锻轧的铝及铝材		0.6%	10.4	4.9	-5.5	7.2	0.1	0.0	0.0
	塑料制品		2.9%	15.6	7.3	-8.3	4.2	0.5	0.2	-0.2
	纺织纱线、织物及其制品		3.9%	18.1	16.1	-2.0	17.2	0.7	0.6	-0.1
消费品	中药材及中式成药		0.0%	5.4	-15.6	-21.0	8.6	0.0	0.0	0.0
	陶瓷产品		0.6%	37.3	6.9	-30.4	-11.3	0.2	0.0	-0.2
	箱包及类似容器		0.8%	17.5	-2.7	-20.2	-7.1	0.1	0.0	-0.2
	服装及衣着附件		3.9%	15.7	8.8	-6.9	6.2	0.6	0.3	-0.3
	鞋靴		1.2%	27.8	9.5	-18.3	-0.7	0.3	0.1	-0.2
	家具及其零件		1.9%	22.7	7.2	-15.5	3.1	0.4	0.1	-0.3
	玩具		0.9%	16.2	5.1	-11.1	-2.9	0.2	0.0	-0.1
机电产品	机电产品		59.9%	9.2	13.4	4.2	12.1	5.5	8.0	2.5
	通用机械设备		2.0%	26.9	24.9	-2.0	29.0	0.5	0.5	0.0
	自动数据处理设备零件		5.6%	9.7	0.8	10.5	9.5	-0.5	0.0	0.6
	手机		3.3%	11.0	7.7	-3.3	-15.8	0.3	0.2	-0.1
	家用电器		2.8%	6.2	12.5	6.3	14.1	0.2	0.4	0.2
	音视频设备及其零件		1.0%	12.9	11.9	-1.0	5.5	0.1	0.1	0.0
	电子元件:集成电路		4.8%	4.0	7.9	11.9	5.3	-0.2	0.4	0.6
	汽车和汽车底盘		3.0%	0.9	1.6	2.5	12.1	0.0	0.1	0.1
	汽车零部件		2.7%	11.9	12.5	0.6	15.6	0.3	0.3	0.0
	船舶		1.2%	0.3	1.9	2.2	10.5	0.0	0.0	0.0
	平板显示模组:液晶		0.8%	7.6	13.2	5.6	6.3	0.1	0.1	0.0
	医疗仪器及器械		0.5%	5.3	9.7	4.4	16.3	0.0	0.1	0.0
	灯具、照明装置及零件		1.0%	44.4	22.7	-21.7	3.8	0.5	0.2	-0.2
	高新技术产品			24.6%	1.9	7.3	5.4	4.3	0.5	1.8

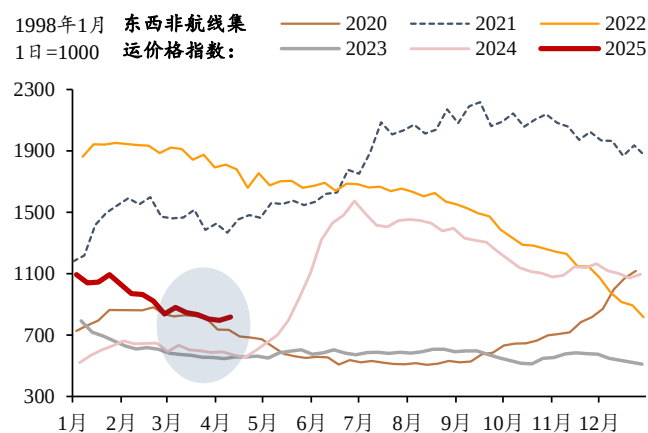
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：4月，东南亚航线集装箱运价企稳改善



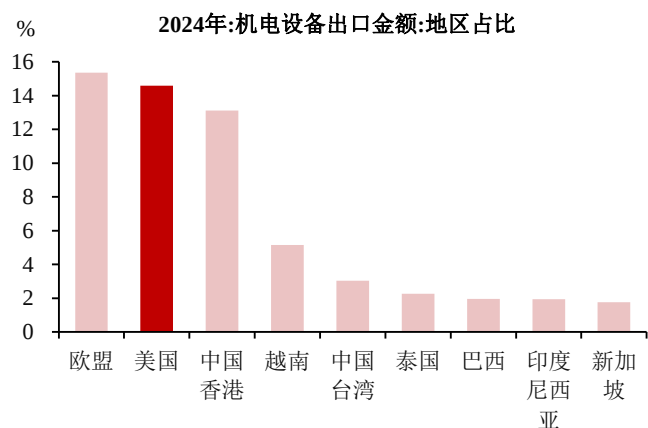
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：4月，非洲航线运价保持韧性



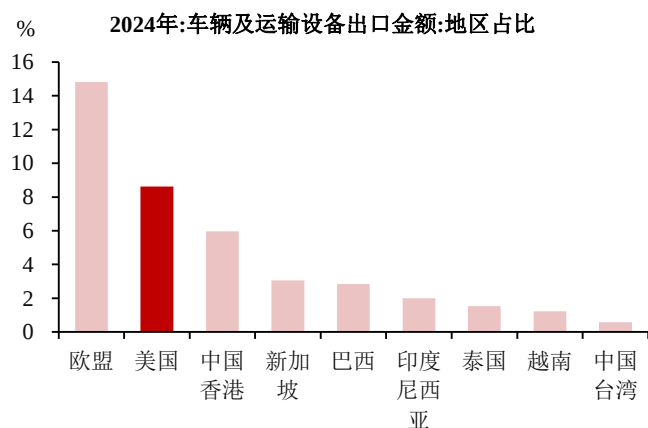
资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：2024 年，机电设备对美出口敞口为 14.6%



资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：2024 年，车辆及运输设备对美出口敞口为 8.6%



资料来源：iFind，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