



如何看待“抢出口”不及预期？

2025 年 03 月 08 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：**3 月 7 日，中国海关总署公布 1-2 月外贸数据。按美元计，1-2 月出口金额同比 2.3%、预期 3.3%、前值 10.7%；进口金额同比-8.4%、前值 1%。

➤ **2 月出口表现不及预期，原因之一或是“抢出口”提前透支了部分需求。**

第一，开年以来外需表现并不差。1-2 月全球制造业 PMI 及新订单指数持续扩张，然而国内出口金额仅同比增长 2.3%、低于市场预期的 3.3%，较去年末出现大幅下滑。

第二，从我国出口结构来看，主要是对欧盟、美国等“抢出口”对象出口增速大幅回落。去年三季度末至四季度，欧盟、美国自我国进口增速明显回升，且在一段时间内持续高于其他国家和地区，“抢出口”发酵。年初以来欧、美制造业景气回升较多，但我国对其出口增速明显回落，说明问题可能不在于需求端，而是前期“抢出口”导致节奏前置。

第三，东盟、拉美等“转口”贸易伙伴也受到了牵连。特朗普自竞选以来不断针对我国第三方转口贸易施压，可能也在去年末提前透支了一部分转出口需求，同时加重了企业在今年初的观望情绪。1-2 月，我国对东盟、拉美出口增速分别下降 13.2、13.7 个百分点至 5.7%、3.2%。

第四，反映至商品层面，主要是机电产品造成拖累。机电产品在我国总出口中占比最高、接近 60%，同时技术含量相对更高，是我国对欧、美“抢出口”，以及通过东南亚、拉美“转口”的主要商品类别。1-2 月，我国机电产品出口增速大幅下滑 7.9 个百分点至 4.2%。

➤ **原因之二或来自竞争压力加剧背景下的“以价换量”。**一方面，国内产业“内卷”的竞争格局未变。另一方面，为应对美、欧加征关税，企业或被迫降价以维持市场份额，这可能是市场尚未充分预估的“风险点”，即关税对于出口的冲击可能在实质性落地之前就开始显现。

➤ **此外，年初以来人民币汇率贬值压力扩大，也在一定程度上拖累了出口增速表现。**1-2 月，美元兑人民币汇率中枢为 7.29、去年同期为 7.18，汇率贬值对于出口增速的拖累在 1.6 个百分点左右。作为参照，1-2 月人民币口径的出口金额同比增长 3.4%、高出美元口径 1.1 个百分点。

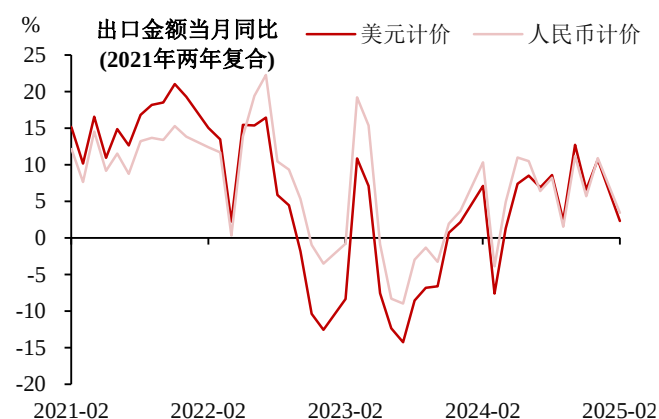
➤ **对于国内宏观政策而言，可能已经到了“与不确定性抢时间”的关键窗口。**3 月以来，特朗普对华加征关税“翻倍”至 20%，同时意在打造包含其盟友在内的关税同盟，目前已出现墨西哥向白宫递交“投名状”、提议对中国采取与美国类似关税的迹象，关税潜在风险仍在不断扩散。考虑到政府工作报告特别强调政策要前置发力，国内宏观政策可能已经到了要“出招”的时间节点。

➤ **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。

相关研究

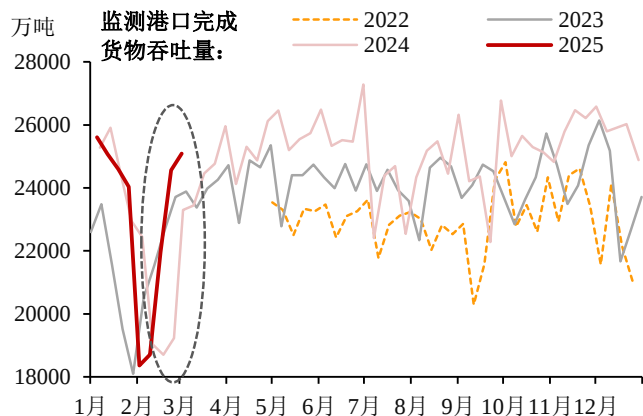
- 1.2025 年财政预算案点评：今年预算报告的“新鲜事” -2025/03/07
- 2.美国政策跟踪：政府裁员如何影响美国就业？ -2025/03/06
- 3.2025 年政府工作报告点评：政府工作报告：哪些新变化？ -2025/03/05
- 4.美国政策点评：特朗普关税措施升级的 5 个问题 -2025/03/04
- 5.美国财政研究专题：美国财政分析框架指南 -2025/03/04

图1：1-2月出口同比增速明显回落



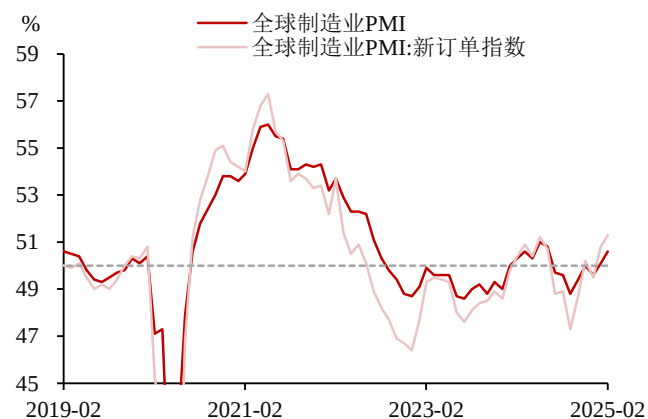
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：高频数据反映的出口“数量”表现稳定



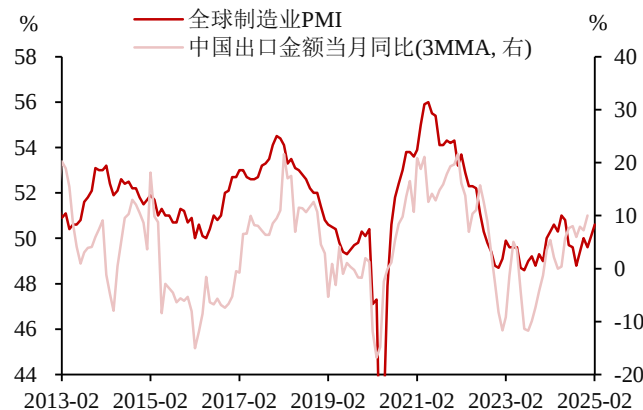
资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图3：年初以来全球制造业景气回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：全球制造业景气与我国出口表现关联度较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：结构上看，以欧、美为代表的发达经济体景气回升较多

制造业PMI	2月 月度变化	1月 月度变化	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
全球	0.5	0.5	50.6	50.1	49.6	50.0	49.4	48.7	49.6	49.7	50.8
发达经济体											
美国ISM	-0.6	1.7	50.3	50.9	49.2	48.4	46.9	47.5	47.5	47.0	48.3
美国Markit	1.5	1.8	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9	49.6	51.6
欧元区	1.0	1.5	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0	45.8	45.8	45.8
德国	1.5	2.5	46.5	45.0	42.5	43.0	43.0	40.6	42.4	43.2	43.5
法国	0.8	3.1	45.8	45.0	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44.0	45.4
意大利	1.1	0.1	47.4	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	45.7
西班牙	-1.2	-2.4	49.7	50.9	53.3	53.1	54.5	53.0	50.5	51.0	52.3
荷兰	1.6	-0.2	50.0	48.4	48.6	46.6	47.0	48.2	47.7	49.2	50.7
希腊	-0.2	-0.4	52.6	52.8	53.2	50.9	51.2	50.3	52.9	53.2	54.0
日本	0.3	-0.9	49.0	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8	49.1	50.0
韩国	-0.4	1.3	49.9	50.3	49.0	50.6	48.3	48.3	51.9	51.4	52.0
英国	-1.4	1.3	46.9	48.3	47.0	48.0	49.9	51.5	52.5	52.1	50.9
加拿大	-3.8	-0.6	47.8	51.6	52.2	52.0	51.1	50.4	49.5	47.8	49.3
新兴市场											
中国	1.1	-1.0	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5
印度	-1.4	1.3	56.3	57.7	56.4	56.5	57.5	56.5	57.5	58.1	58.3
越南	0.3	-0.9	49.2	48.9	49.8	50.8	51.2	47.3	52.4	54.7	54.7
巴西	2.3	0.3	53.0	50.7	50.4	52.3	52.9	53.2	50.4	54.0	52.5
墨西哥	-1.5	-0.7	47.6	49.1	49.8	49.9	48.4	47.3	48.5	49.6	51.1

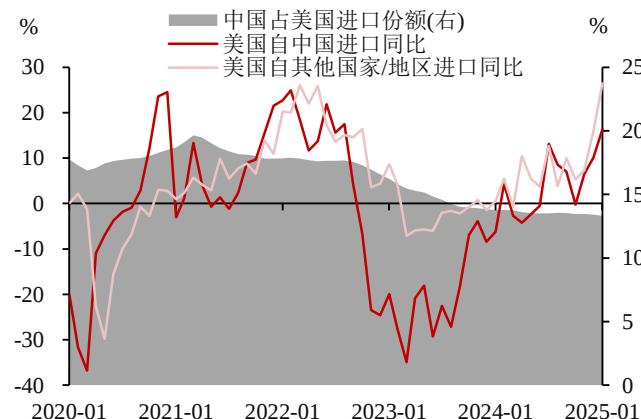
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：分国家和地区来看，1-2月我国对东盟、美国、欧盟出口构成主要拖累

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（%）				
		2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09		2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
欧盟	-8.2	0.6	8.8	7.2	12.7	1.3	-1.1	0.1	1.2	1.0	1.8	0.2
德国	-9.4	3.1	12.5	12.9	19.8	9.7	-0.3	0.1	0.4	0.4	0.6	0.3
荷兰	1.2	-0.4	-1.6	-6.7	-1.3	-12.8	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.3
法国	-11.9	-1.2	10.7	1.7	20.3	12.5	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2
意大利	-9.8	-3.6	6.2	23.0	7.6	-8.6	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.1
美国	-13.3	2.3	15.6	8.0	8.1	2.2	-1.9	0.3	2.3	1.2	1.2	0.3
东盟	-13.2	5.7	18.9	14.9	15.8	5.5	-2.4	0.9	3.4	2.6	2.5	0.8
越南	0.5	14.4	13.9	12.8	15.6	8.1	0.0	0.7	0.6	0.6	0.7	0.4
马来西亚	-13.3	6.0	19.3	28.3	24.7	12.6	-0.5	0.2	0.6	0.9	0.7	0.3
泰国	-16.4	12.1	28.5	22.0	16.9	8.7	-0.4	0.3	0.7	0.6	0.4	0.2
新加坡	-20.2	-13.8	6.4	5.7	6.6	-2.2	-0.4	-0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
印尼	-44.5	6.5	51.0	20.3	28.1	12.5	-1.2	0.1	1.3	0.5	0.6	0.2
菲律宾	-4.7	3.3	8.0	2.8	4.2	-8.6	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.1
日本	4.9	0.7	-4.2	6.3	6.8	-7.1	0.2	0.0	-0.2	0.3	0.3	-0.3
中国香港	15.3	7.7	-7.6	-2.7	2.1	5.7	1.2	0.6	-0.6	-0.2	0.2	0.6
韩国	-6.6	-2.6	4.0	-2.6	5.0	-9.2	-0.3	-0.1	0.2	-0.1	0.2	-0.3
中国台湾	-5.7	8.4	14.1	6.4	2.9	-1.6	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0
澳大利亚	7.5	-4.8	-12.3	0.5	2.2	-7.5	0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.1
俄罗斯	-16.4	-10.9	5.5	-2.5	26.7	16.6	-0.5	-0.3	0.2	-0.1	1.0	0.6
印度	7.9	7.9	0.0	2.1	3.8	-9.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1	-0.3
英国	-1.6	1.5	3.1	-0.3	8.1	-7.6	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.2
加拿大	-1.9	-2.6	-0.7	-2.9	19.1	-5.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.1
新西兰	-13.0	-11.9	1.1	-7.9	18.3	-23.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
拉丁美洲	-13.7	3.2	16.9	11.0	22.9	3.4	-0.9	0.3	1.2	0.8	1.8	0.3
巴西	-13.7	-8.1	5.6	10.1	24.5	8.6	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.5	0.2
非洲	-25.0	-0.2	24.8	10.8	20.9	-0.7	-1.4	0.0	1.4	0.6	1.1	0.0
南非	-18.8	-8.9	9.9	12.2	11.2	-13.9	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1

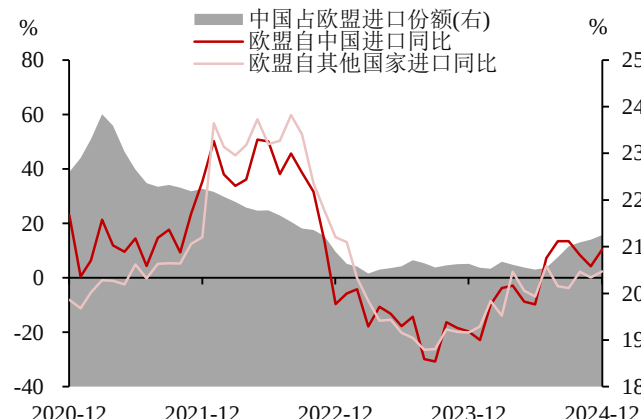
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：2024 年以来美国自我国进口增速持续回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：2024 年下半年欧盟自我国进口增速明显上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：分商品类别看，1-2 月机电产品出口增速回落较多、边际拖累较大

类别		主要出口商品	出口总值占比	边际变化	同比增速			同比拉动	同比拉动		
					2025-02	2024-12	2024-11	边际变化	2025-02	2024-12	2024-11
农产品			2.9%	9.1	3.0	12.1	7.4	-0.3	0.1	0.4	0.2
中间品&资本品	成品油	1.2%	6.4	-24.8	-31.2	-15.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	
	稀土及其制品:稀土	0.0%	11.5	-0.4	-11.9	-34.9	0.0	0.0	0.0	0.0	
	肥料	0.2%	53.7	52.6	-1.1	-6.7	0.1	0.1	0.0	0.0	
	钢材	2.3%	15.7	-3.9	11.8	2.6	-0.3	-0.1	0.3	0.1	
	未锻轧的铝及铝材	0.6%	12.7	-5.5	7.2	40.1	-0.1	0.0	0.0	0.3	
	塑料制品	3.0%	12.5	-8.3	4.2	3.4	-0.4	-0.2	0.1	0.1	
	纺织纱线、织物及其制品	4.0%	19.2	-2.0	17.2	9.3	-0.8	-0.1	0.7	0.4	
消费品	中药材及中式成药	0.0%	29.6	-21.0	8.6	-9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	
	陶瓷产品	0.6%	19.1	-30.4	-11.3	-20.7	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	
	箱包及类似容器	1.0%	13.1	-20.2	-7.1	-3.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	
	服装及衣着附件	4.4%	13.1	-6.9	6.2	3.8	-0.6	-0.3	0.3	0.2	
	鞋靴	1.3%	17.6	-18.3	-0.7	-2.1	-0.2	-0.2	0.0	0.0	
	家具及其零件	1.9%	18.6	-15.5	3.1	-2.7	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	
	玩具	1.1%	18.2	-11.1	-2.9	4.5	-0.1	-0.1	0.0	0.0	
机电产品	机电产品	59.4%	7.9	4.2	12.1	7.9	-4.7	2.5	7.2	4.8	
	通用机械设备	1.8%	11.0	-2.0	29.0	14.0	-0.6	0.0	0.5	0.2	
	自动数据处理设备零件	5.8%	1.0	10.5	9.5	16.2	0.1	0.6	0.5	1.0	
	手机	3.8%	12.5	-3.3	-15.8	-0.6	0.4	-0.1	-0.5	0.0	
	家用电器	2.8%	17.8	6.3	14.1	10.1	-0.2	0.2	0.4	0.3	
	音视频设备及其零件	1.0%	16.5	-1.0	5.5	2.8	-0.1	0.0	0.1	0.0	
	电子元件:集成电路	4.5%	16.6	11.9	5.3	11.0	0.3	0.5	0.2	0.5	
	汽车和汽车底盘	3.3%	19.6	2.5	12.1	-7.7	-0.3	0.1	0.4	-0.2	
	汽车零配件	2.6%	15.0	0.6	15.6	5.5	-0.4	0.0	0.4	0.1	
	船舶	1.2%	18.3	2.2	10.5	6.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	
	平板显示模组:液晶	0.8%	10.7	5.6	6.3	10.7	0.0	0.0	0.0	0.1	
	医疗仪器及器械	0.6%	11.9	4.4	16.3	9.7	-0.1	0.0	0.1	0.1	
	灯具、照明装置及零件	1.2%	15.5	-21.7	3.8	-3.2	-0.3	-0.3	0.0	0.0	
高新技术产品		24.7%	1.1	5.4	4.3	6.4	0.3	1.3	1.0	1.7	

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