

**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

CINDA SECURITIES 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：预期与现实的分化**

2025年3月9日

今年年初出口增速低于市场普遍预期，进口同比增长更是低于市场预期的温和增长。出口和进口双双不及预期，这与市场此前对外贸“开门红”的预期完全不同，现实与预期形成较明显的分化。

- **外贸“开门红”的市场预期源自两个信号。**我们认为，市场之所以对外贸有较强预期，主要是源两个方面的信号：一方面是，今年1-2月港口完成的集装箱吞吐量为近3年以来的新高，即使按照单月来看，今年1、2月的单月集装箱吞吐量也都高于前两年，这些港口数据表现强化了对外贸和出口的信心。另一方面是，市场观察到海外制造业景气度出现好转，再加上很多信号显示今年年初和2023年年初的表现类似，如果2025年开年复刻2023年同期，则市场预期今年年初出口同比为5%左右并不奇怪。
- **集装箱吞吐量表现较好而外贸偏弱的三种可能原因。第一种是外贸商品结构转向低附加值商品。**如果外贸的商品结构更多转向了低附加值商品，则商品结构转变可能带来外贸总价值的下降。**第二种是外贸商品受价格大幅走弱影响。**如果外贸商品价格回落较多，价格回落幅度大于数量增长幅度，则外贸价值可能回落。**第三种是集装箱的数据“失效”。**如果以上两种情况都不符合，那么还有一种可能就是集装箱的数据并非全部有效，可能存在“虚高”，这与吞吐量的统计方式有关。
- **前两种情况并不吻合，集装箱数据“失效”或是预期和现实分化的最主要原因。**今年前两月劳动密集型产品出口同比增速普遍下滑、主要的大宗商品进口数量下降幅度比进口均价的降幅更大，这些都显示与前两种情况并不吻合。**不排除部分商品价格走弱存在影响，但我们认为这不是预期和现实分化的主要原因。**而今年前两月多出的近500万标箱集装箱，其载货效率大打折扣，或是预期和现实分化的主因。当前进口弱于出口，集装箱随出口货物运往海外后，进口需求不足可能导致返程空箱增加，导致总吞吐量虚增、实际货物价值走低。
- **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、外贸较强的市场预期源自两个信号 ..... | 3 |
| 二、预期与现实分化的根源 .....      | 6 |
| 风险因素 .....              | 9 |

## 图 目 录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图 1: 今年 1-2 月集装箱吞吐量近 3 年最高 .....        | 3 |
| 图 2: 1-2 月欧美制造业景气度都有好转 .....            | 4 |
| 图 3: 今年 BDI 和 2023 年年初的表现较为吻合 .....     | 4 |
| 图 4: 今年韩国出口环比和 2023 年也较为相似 .....        | 5 |
| 图 5: 实际进出口总值增速转负 .....                  | 6 |
| 图 6: 今年 1-2 月货物吞吐量比去年同期多了 0.5 亿吨 .....  | 7 |
| 图 7: 今年 1-2 月和去年同期对比, 劳动密集型表现区别较大 ..... | 7 |
| 图 8: 今年年初的出口, 东盟有着最大的贡献 .....           | 8 |

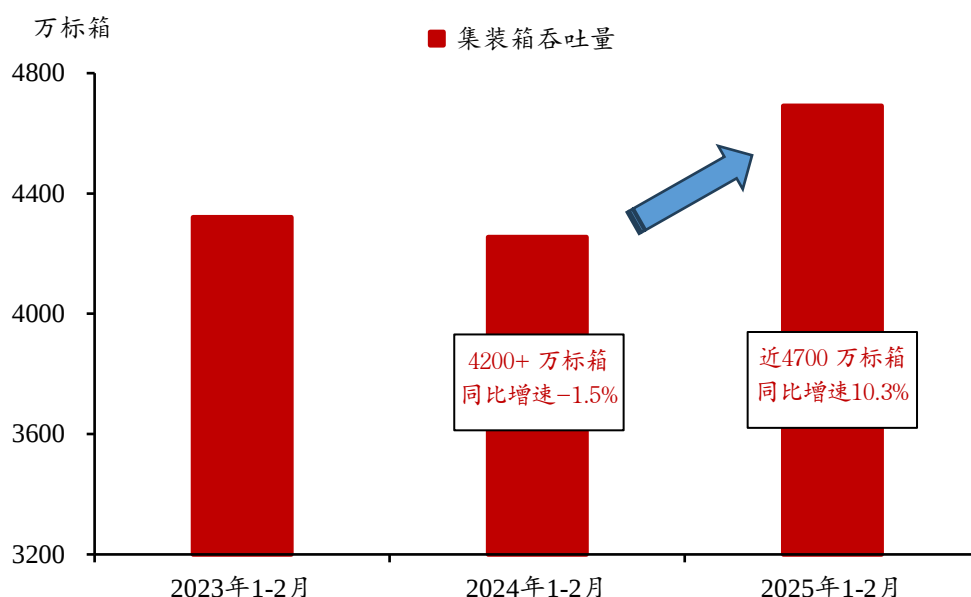
## 一、外贸“开门红”的市场预期源自两个信号

2025 年 1-2 月我国出口总额（按美元计价，下同）同比增长 2.3%至 5399.4 亿美元，低于市场普遍预期的增速，进口同比增长-8.4%，更是低于市场预期的温和增长。出口和进口双双不及预期，这与市场此前对外贸“开门红”的预期完全不同。

结合数据发布前的信号来看，我们认为，市场之所以对外贸有较强预期，主要是源两个方面的信号：

**一方面是，部分先行指标释放积极的出口信号。**今年 1-2 月港口完成的集装箱吞吐量为近 3 年以来的新高，与 2024 年同期走弱的趋势不同，不仅如此，即使按照单月的吞吐量情况来看，今年 1、2 月的单月集装箱吞吐量也都高于前两年。今年 1 月上海港集装箱吞吐量突破 500 万标箱，创造单月吞吐量历史新高。2025 年 1 月，深圳港外贸集装箱吞吐量 285.3 万标箱，比去年同期增长 15.5%，实现“开门红”。这些港口数据渲染了外贸较强的氛围，强化了对年初外贸和出口的信心。

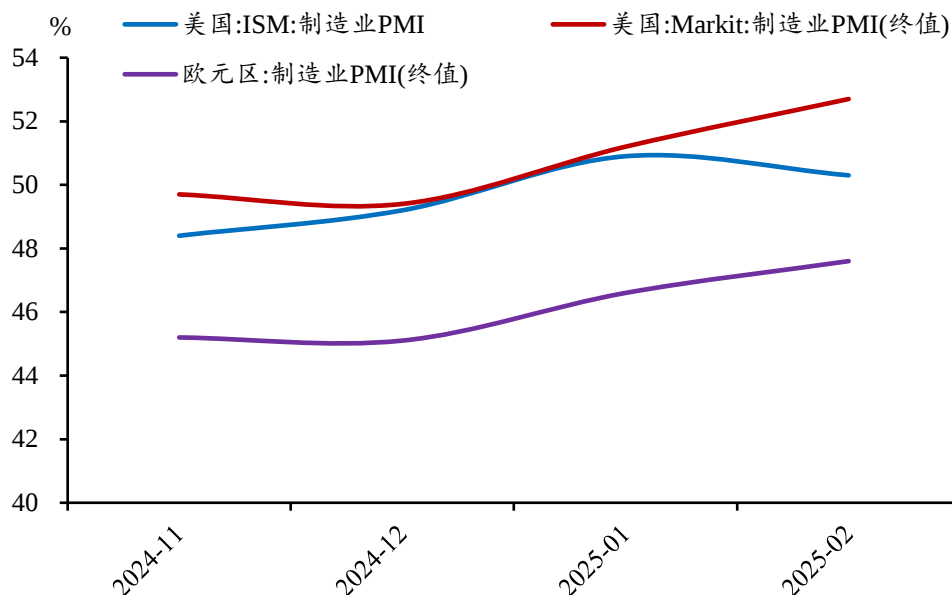
图 1：今年 1-2 月集装箱吞吐量为近 3 年最高



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**另一方面是，市场观察到海外制造业景气度出现好转。**今年年初以来，欧美制造业景气度都在改善的路上，欧洲制造业景气度虽然仍小于 50%，但较去年 11、12 月已经有了不小的改善。不仅如此，今年美国已经结束了过去 27 个月的制造业景气度收缩阶段。

图 2：1-2 月欧美制造业景气度都有好转

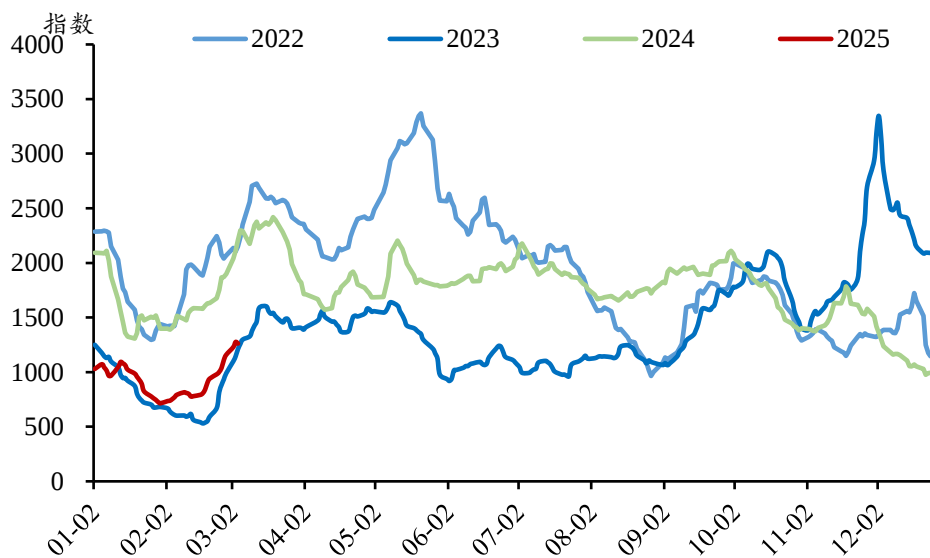


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

很多信号显示今年年初和 2023 年年初的表现类似，韩国今年年初的出口环比更接近 2023 年，波罗的海干散货运价指数（BDI）在 1 月触底反弹，BDI 的表现也与 2023 年的表现类似。如果 2025 年开年复刻 2023 年 1-2 月，则市场预期今年 1-2 月的出口同比为 5% 左右并不奇怪。

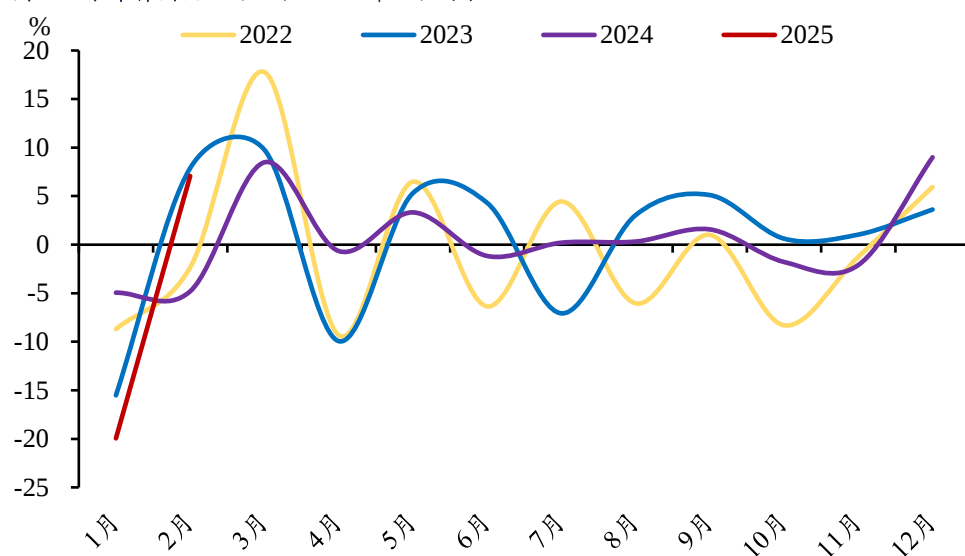
尽管基数因素可能导致今年 1-2 月出口同比读数边际下滑，但韩国 1-2 月的出口增速也较去年底边际回落。受诸如此类信号的影响，针对年初出口较 12 月的表现有所下滑，市场已有心理准备，但仍预期会出现不算弱的温和增长。

图 3：今年 BDI 和 2023 年年初的表现较为吻合



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：今年韩国出口环比和 2023 年也较为相似



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、预期与现实分化的根源

然而，海外制造业景气度好转，集装箱吞吐量也渲染了外贸较强的氛围，但实际外贸总值和增速都转弱，出口不及预期，进口也更弱，市场预期和实际现实形成较为明显的分化。

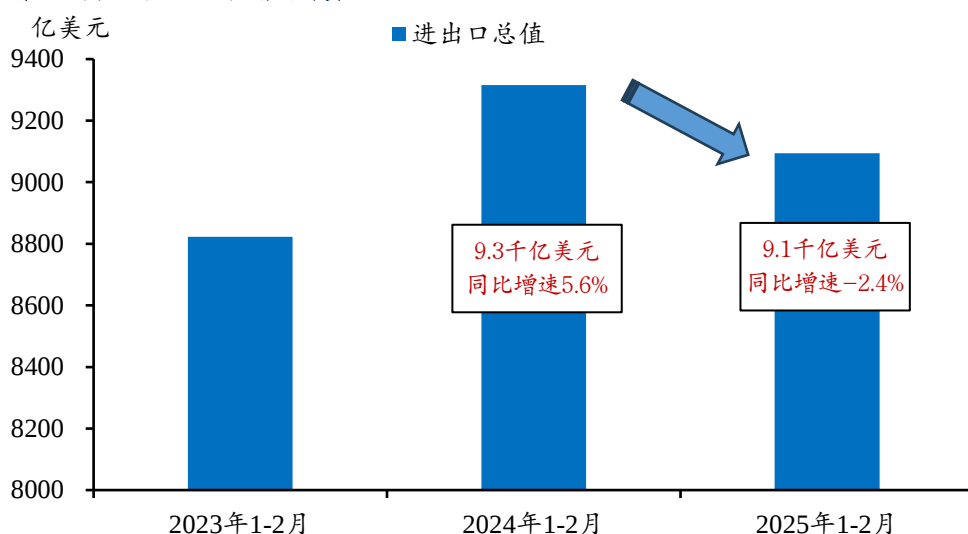
我们认为，在集装箱吞吐量表现较好而外贸偏弱的可能原因有三种：

**第一种是外贸商品结构转向低附加值商品。**吞吐量更多体现的是外贸（出口、进口，下同）的总体表现，而非结构，如果外贸的商品结构更多转向了低附加值商品，则商品结构转变可能带来外贸总价值的下降。

**第二种是外贸商品受价格大幅走弱影响。**集装箱吞吐量走强可能意味着外贸商品的数量增多，但如果外贸商品价格回落较多，价格回落幅度大于数量增长幅度，则外贸价值可能回落。

**第三种是集装箱的数据“失效”。**如果以上两种情况都不符合，那么还有一种可能就是集装箱的数据并非全部有效，可能存在“虚高”，这与吞吐量的统计方式有关。

图 5：实际进出口总值增速转负



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

根据年初外贸数据的表现，我们认为，前两种情况并不吻合，第三种情况或是预期和现实分化的最主要原因。

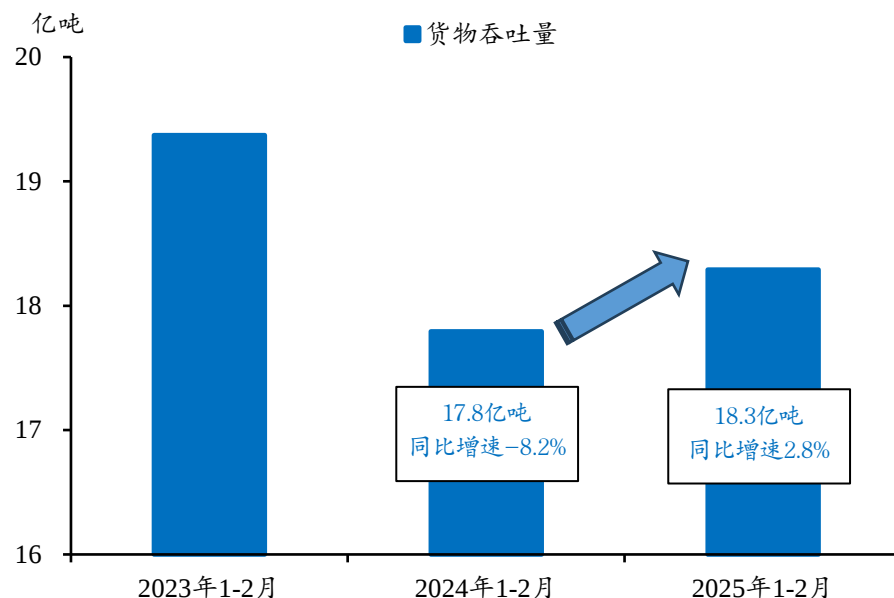
从港口表现来看，与 2024 年同期对比，集装箱吞吐量增加，货物吞吐量有增加，但幅度相对适中，进出口总值下降，尤其是进口。

**首先**，观察商品结构，集装箱用量增加、货物重量增加不多、总价值下降，说明商品更多是转向体积较大、较轻的低附加值产品，即更多转向劳动密集型产品，而非高附加值的机电产品。但今年前两月，劳动密集型产品出口同比增速普遍下滑，机电产品出口同比增速坚挺（图 7），进口中机电的占比也提升，**这些数据显示与第一种情况的转向低附加值商品相背。**

**其次**，由于出口总量仍有提升，外贸总值下降更多来自进口总量的受挫。由于我国进口主要是以能源类和原材料类大宗商品为主，今年前两月进口中，能源类和原材料类大宗商品进口同比下降速度均超过 10%，这明显拖累了进口的整体增长。我们观察进口中大宗商品的进口均价变化，原油、煤以及褐煤、钢材的进口数量下降幅度都比进口均价的降幅更大，**这些数据也显示与第二种情况的价格大幅走弱相背。**不排除部分商品价格走弱存在影响，但我们认为这不是预期和现实分化的主要原因。

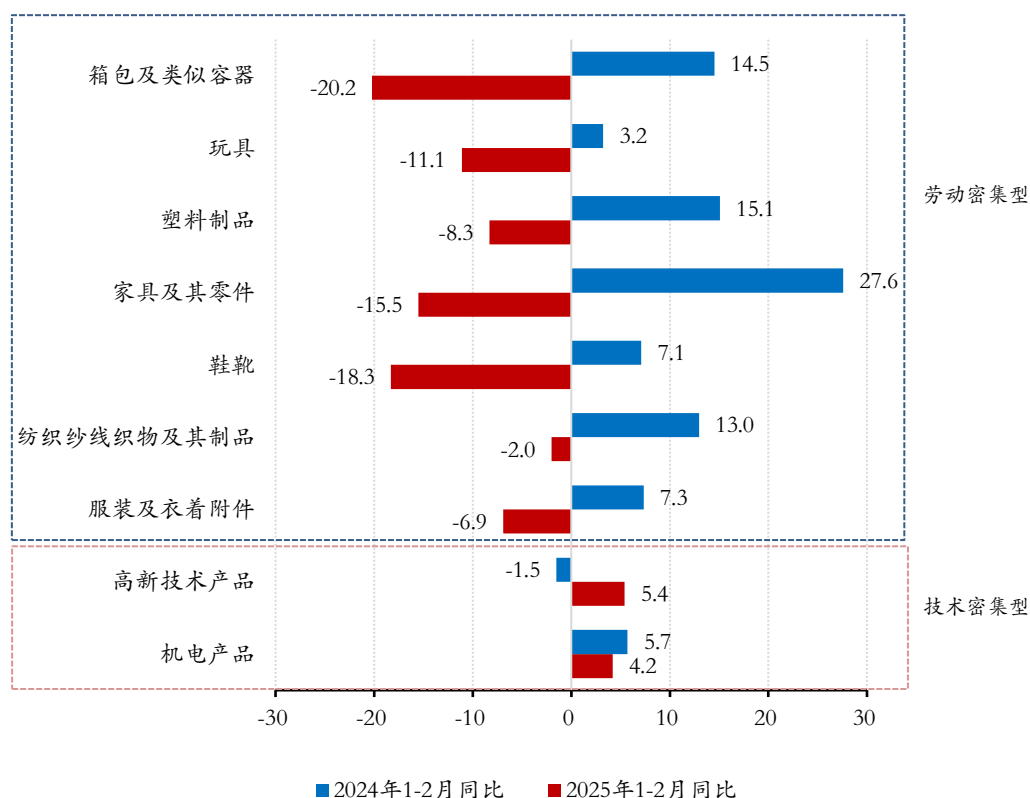
最后，集装箱吞吐量按固定的标准箱计算，无论箱子是否装载货物，只要进出港口均计入吞吐量的统计。前两月进口表现比出口还要弱，当集装箱随出口货物运往海外，但进口需求不足可能导致返程空箱增加。今年前两月集装箱吞吐量近 4700 万标箱，比去年同期多了近 500 万标箱，但是货物吞吐量仅多了 0.5 亿吨（图 6），边际来看，多的这 500 万标箱载货效率大打折扣。我们认为，可能是出口重箱占比高，但进口伴随少量空箱回流，导致总吞吐量虚增、而实际货物价值走低。

图 6：今年 1-2 月货物吞吐量比去年同期多了 0.5 亿吨



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：今年 1-2 月和去年同期对比，劳动密集型表现区别较大



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

除此以外，今年大家对于出口的担忧在于关税调整风险和全球贸易量的不确定性。今年年初美对华的关税已生效一部分，这或也对年初的出口有影响。

自特朗普第二任期以来，对中国加税了几次关税：

2月1日对从中国进口的所有商品加征10%的关税，2月4日生效；

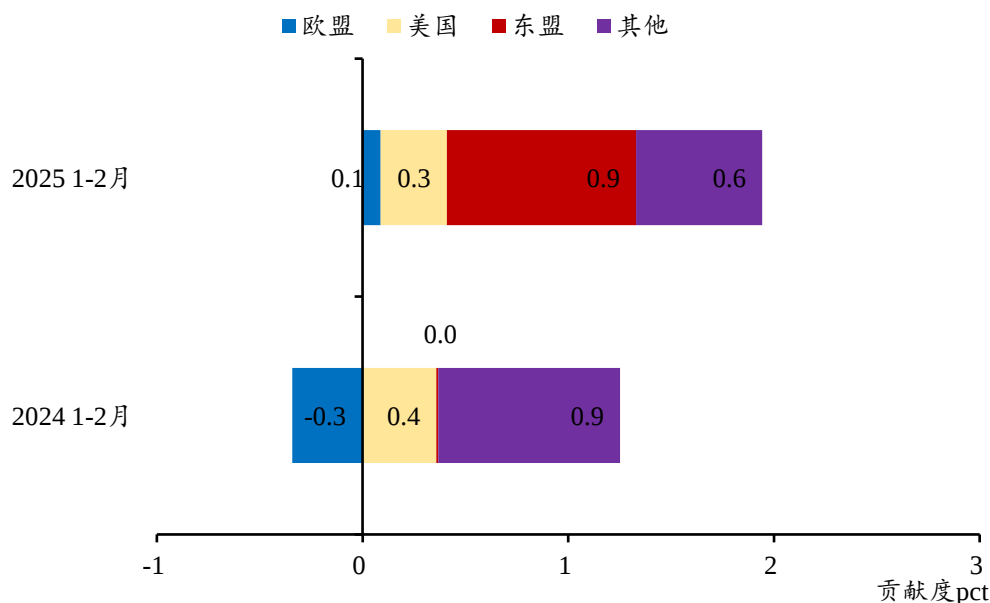
2月10日宣布对所有国家对美的钢铝出口加征25%关税，3月12日生效；

3月3日宣布自3月4日起对中国再加征10%关税。

2025年2月1日这一轮关税所涉及的商品范围广泛，而后续的关税措施未在1-2月期间生效。我们认为，今年1-2月对欧盟和东盟出口增速边际回升下，对美的出口增速却有所回落（与去年同期比较），这体现了关税2.0对年初出口的影响。

但关税2.0和关税1.0在实施方式上存在很大不同，它们对中国出口的影响大概率也会不同。关税1.0重点针对中国，加税幅度较大，中美对美出口大幅下降。而关税2.0对华加征10%后，接下来可能主要挥向其他国家，中美进入相对缓和期，中国出口有望保持较强韧性，增速可能下降但全年仍有可能保持正增长。

图 8：今年年初的出口，东盟有着最大的贡献



资料来源: ifind, 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）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出：</b> 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。