

2025 年 03 月 08 日

外需周期性下行主导出口走向

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国 1-2 月出口同比+2.3%，前值+10.7%；1-2 月进口同比-8.4%，前值+1.0%。

● 外需周期性回落叠加基数影响，出口同比明显回落

1. 排除基数效应影响，出口并未断崖式下行。(1)1-2 月韩国出口同比-4.8%，较前值(+6.6%)回落，而越南仍保持韧性(出口同比+8.3%)；历史经验看，以半导体为主导的韩国出口对外需指引的领先性更强，我们认为从整体趋势看，外部领先指标指向外需周期性回落。(2)1-2 月我国出口同比+2.3%，较前值(+10.7%)明显回落，排除基数变化影响，1-2 月出口两年复合同比+4.6%、三年复合同比+0.1%，由此来看，1-2 月出口并非断崖式下行。但需要明确：自 2024 年 7 月后，外需周期性回落方向仍是确定的。

2. 地区结构看，对美国出口处于正常水平。从边际变化来看，除日本、印度外，对其他主要地区出口增速均边际回落。在 2024 年 12 月因抢出口导致的高基数下，2025 年 1-2 月出口美国环比-22.6%，略低于 2019 年-2024 年同期环比平均值(-21.8%)，与季节性环比的差值与其他地区相差并不大。因此，我们认为当前对美出口至少处于正常季节性水平，甚至仍存在少量规模的抢出口贡献。

3. 产品结构看，消费电子产品出口支撑作用较强。从边际变化来看，除消费电子产品外，其他多数产品出口同比均边际回落。

4. 量价拆分来看，1-2 月出口数量下降更为普遍。边际贡献方面，在纳入统计的 16 类产品中，10 类产品出口数量贡献边际回落，8 类产品出口价格贡献边际回落。

● 进口：同比有所回落

1-2 月进口同比明显回落，较前值回落 9.4 个百分点至-8.4%，主因基数变动及出口联动影响。后续来看，预计全球外贸或将进入下行周期，进口或周期性因素影响而同比承压。

● 外需的周期性下行或将成为未来出口主导因素

1. 若美国对华关税政策基本稳定，对美出口或将走弱。我们认为，若未来美国不再继续加征关税，则抢出口或将结束，对美出口或将走弱，若未来继续加征关税，部分产品或仍存在抢出口空间，但从 1-2 月对美出口数据看，抢出口对出口贡献作用已经明显降低。

2. 外需的周期性下行或将成为未来出口走向的主导因素。我们认为，相较于美国加征关税及加征前的抢出口扰动，外需的周期性对出口规模影响更大，综合当前海外经济数据，全球外贸或仍处于下行周期中，并将主导我国未来出口走向。

● 风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

相关研究报告

《蓄势应变，留有后手——2025 年政府工作报告学习》-2025.3.5

《相对客观地看待关税影响——宏观经济专题》-2025.3.5

《实施更加积极有为的宏观政策——宏观周报》-2025.3.2

目 录

1、外需周期性回落叠加基数影响，出口同比明显回落.....	3
1.1、排除基数效应影响，出口并未断崖式下行.....	3
1.2、地区结构看，对美国出口处于正常水平.....	3
1.3、产品结构看，消费电子产品出口支撑作用较强.....	4
2、进口：同比有所回落.....	6
3、外需的周期性下行或将成为未来出口主导因素.....	7
4、风险提示.....	7

图表目录

图 1：外部领先指标分化，韩国明显下行，越南保持韧性.....	3
图 2：排除基数变化影响，出口并非断崖式下行.....	3
图 3：从绝对贡献来看，我国出口同比为正主要由东盟、美国、印度、拉美支撑.....	4
图 4：从边际变化来看，我国对多数地区出口边际回落.....	4
图 5：在 2024 年 12 月因抢出口导致的高基数下，对美出口环比与季节性相差不大.....	4
图 6：从绝对贡献来看，我国 2025 年 1-2 月出口同比为正主要由消费电子、汽车等支撑.....	5
图 7：从边际变化来看，除消费电子产品外，其他多数产品出口同比均边际回落.....	5
图 8：2025 年 1-2 月出口为正主要为数量贡献支撑.....	5
图 9：边际贡献方面，16 类产品中，10 类产品出口数量贡献边际回落.....	6
图 10：边际贡献方面，16 类产品中，8 类产品出口价格贡献边际下降.....	6
图 11：近期国际大宗商品价格较为平稳.....	6
图 12：3 月前 6 天，二十大港口数据指向出口同比下行.....	7
图 13：3 月前 6 天，上海港集装箱传数据指向出口同比回升.....	7

事件：以美元计，中国 1-2 月出口同比+2.3%，前值+10.7%；1-2 月进口同比-8.4%，前值+1.0%。

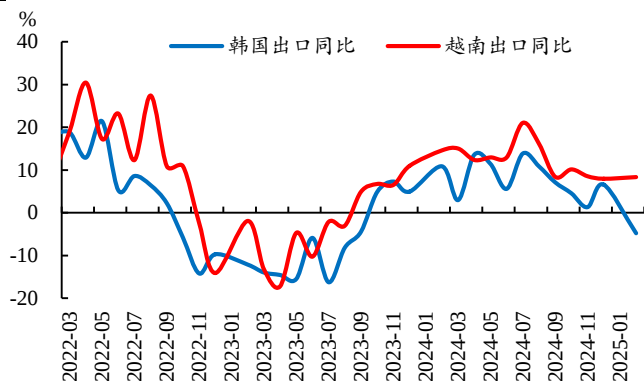
1、外需周期性回落叠加基数影响，出口同比明显回落

1.1、排除基数效应影响，出口并未断崖式下行

外部领先指标分化，韩国明显下行，越南保持韧性。1-2 月韩国出口同比-4.8%，较前值(+6.6%)回落，存在一定基数变化的影响；越南出口同比+8.3%，略高于前值(+8.0%)；历史经验看，以半导体为主导的韩国出口对外需指引的领先性更强，我们认为从整体趋势看，外部领先指标指向外需周期性回落。

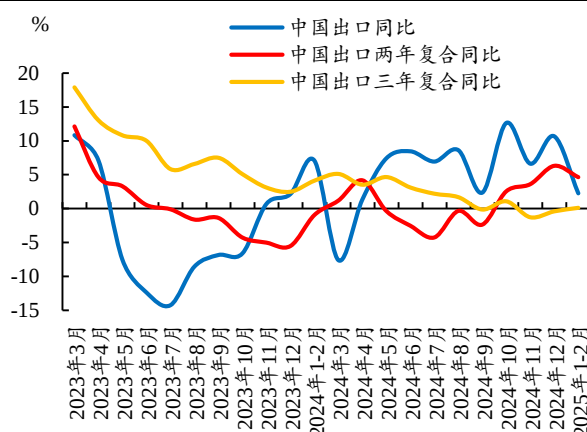
周期性影响外，基数变化同样影响我国出口读数。1-2 月我国出口同比+2.3%，较前值(+10.7%)明显回落，除受外需周期性回落影响外，同样受基数变化影响：2024 年 1-2 月出口同比+7.1%，较其前值(+2.1%)明显上行。排除基数变化影响，1-2 月出口两年复合同比+4.6%、三年复合同比+0.1%，由此来看，1-2 月出口并非断崖式下行。但需要明确，自 2024 年 7 月后，外需周期性回落方向仍是确定的。

图1：外部领先指标分化，韩国明显下行，越南保持韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2 月采取合并计算方式

图2：排除基数变化影响，出口并非断崖式下行

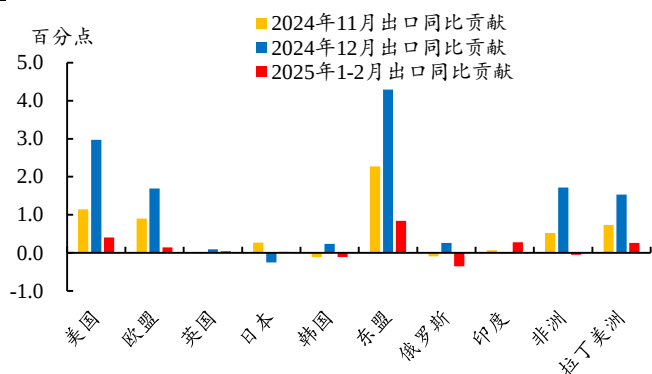


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应影响，1-2 月采取合并计算方式

1.2、地区结构看，对美国出口处于正常水平

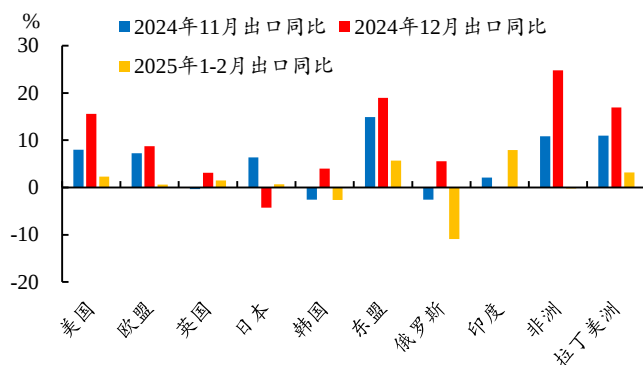
从绝对贡献来看，2025 年 1-2 月，我国出口同比为正主要由东盟、美国、印度、拉美支撑，分别拉动我国出口同比 0.8、0.4、0.3、0.3 个百分点；从边际变化来看，除日本、印度外，对其他主要地区出口增速均边际回落。

图3: 从绝对贡献来看, 我国出口同比为正主要由东盟、美国、印度、拉美支撑



数据来源: Wind、开源证券研究所

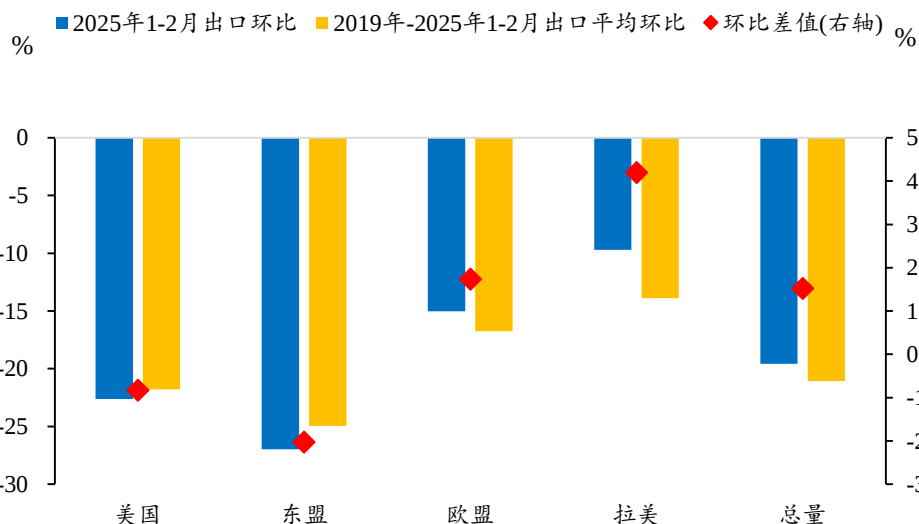
图4: 从边际变化来看, 我国对多数地区出口边际回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

对美出口处于正常水平, 在 2024 年 12 月因抢出口导致的高基数下, 2025 年 1-2 月出口美国环比-22.6%, 略低于 2019 年-2024 年同期环比平均值(-21.8%), 与季节性环比的差值与其他地区相差并不大。因此, 我们认为当前对美出口至少处于正常季节性水平, 甚至仍存在少量规模的抢出口贡献。

图5: 在 2024 年 12 月因抢出口导致的高基数下, 对美出口环比与季节性相差不大

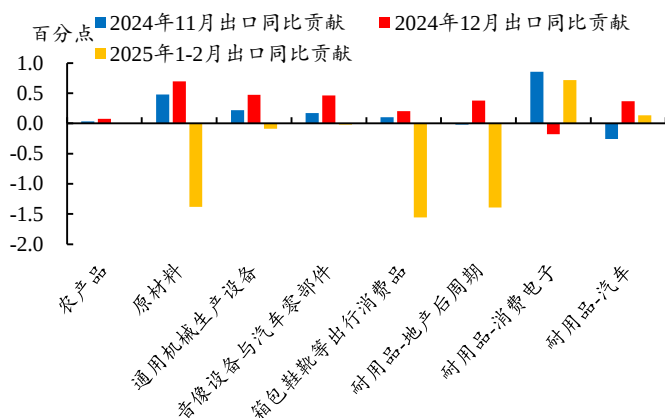


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、产品结构看, 消费电子产品出口支撑作用较强

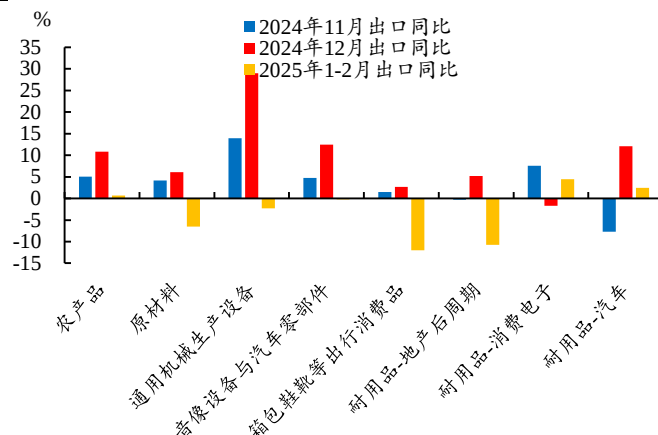
从绝对贡献来看, 2025 年 1-2 月同比为正主要由消费电子产品、汽车支撑。从边际变化来看, 除消费电子产品外, 其他多数产品出口同比均边际回落。

图6：从绝对贡献来看，我国 2025 年 1-2 月出口同比为正主要由消费电子、汽车等支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

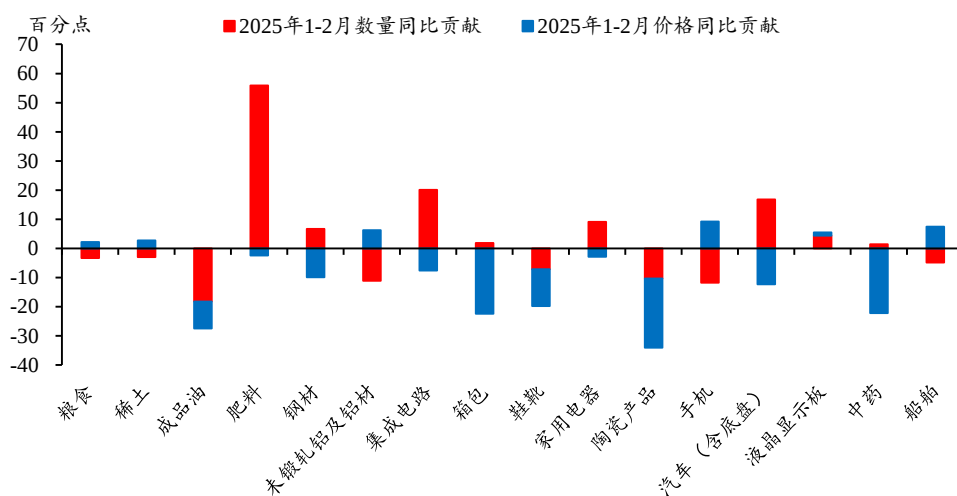
图7：从边际变化来看，除消费电子产品外，其他多数产品出口同比均边际回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

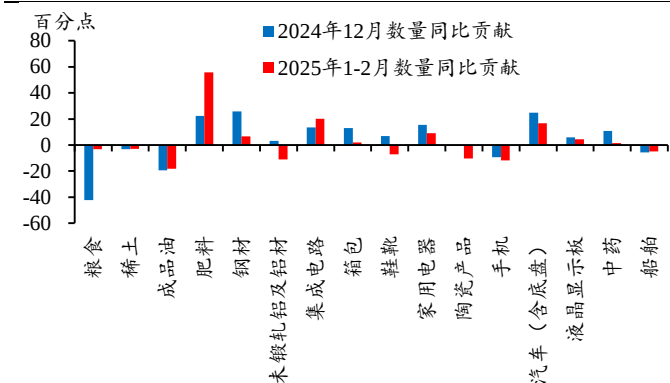
量价拆分来看，1-2 月出口数量下降更为普遍。将 1-2 月部分重点产品出口金额同比拆分为数量贡献与价格贡献。绝对贡献方面，1-2 月出口为正主要为数量贡献支撑；边际贡献方面，在纳入统计的 16 类产品中，10 类产品出口数量贡献边际回落，8 类产品出口价格贡献边际回落。

图8：2025 年 1-2 月出口为正主要为数量贡献支撑



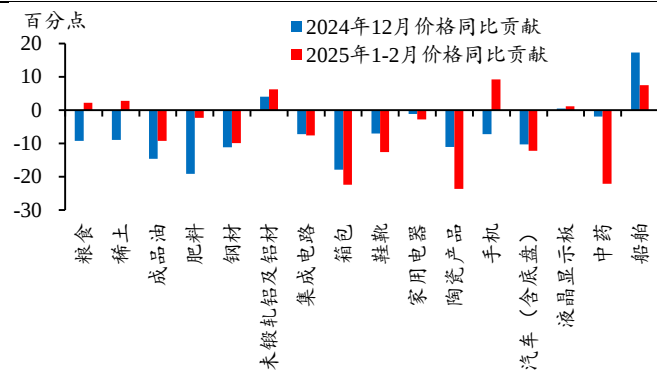
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：边际贡献方面，16类产品中，10类产品出口数量贡献边际回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：边际贡献方面，16类产品中，8类产品出口价格贡献边际下降



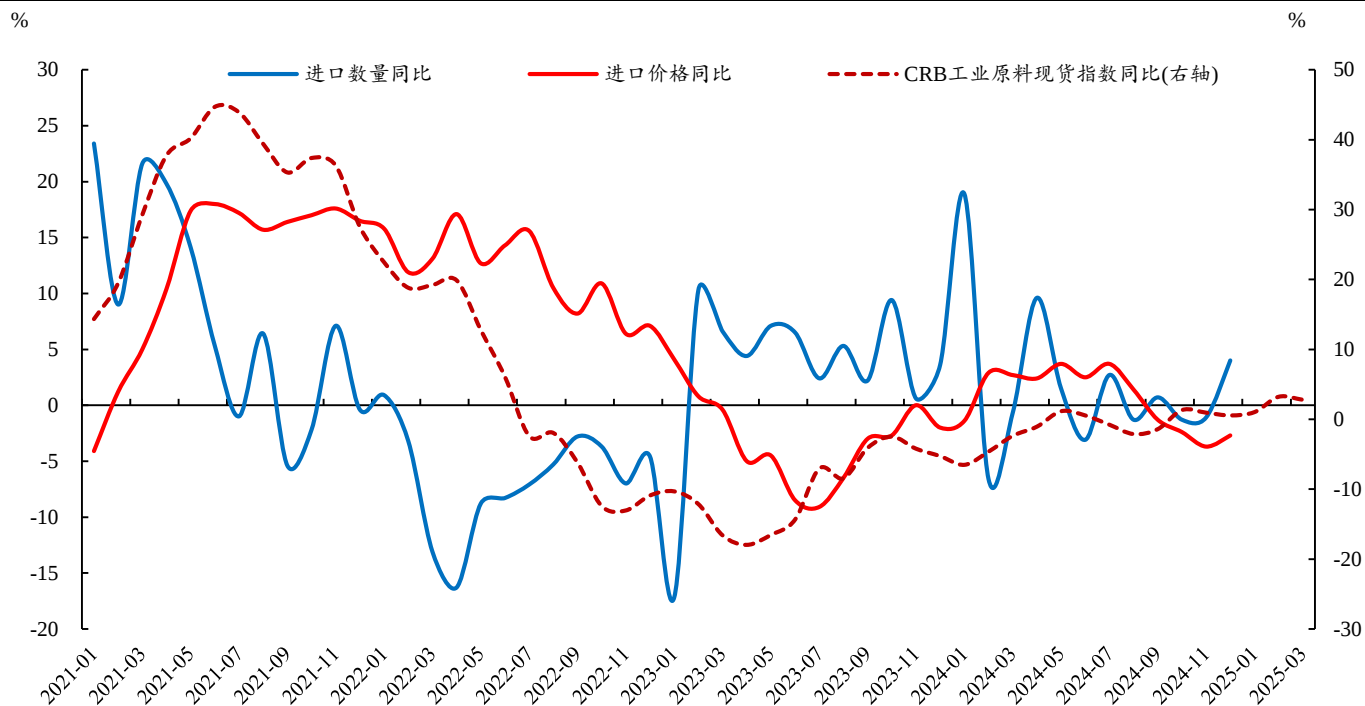
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、进口：同比有所回落

1-2月进口同比明显回落，较前值回落9.4个百分点至-8.4%，主因基数变动及出口联动影响。

后续来看，进口或受周期性因素影响而同比承压。

图11：近期国际大宗品价格较为平稳



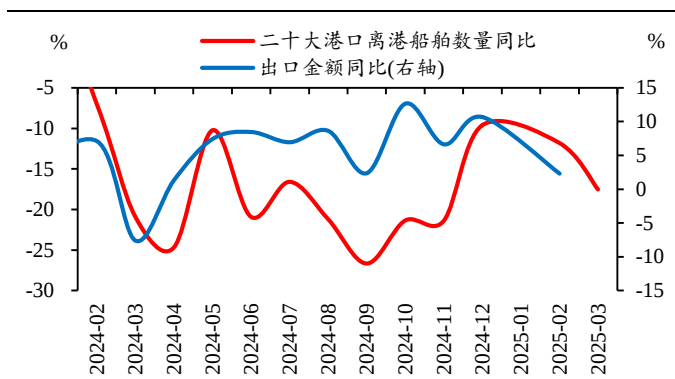
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、外需的周期性下行或将成为未来出口主导因素

(1)若美国对华关税政策基本稳定，对美出口或将走弱。我们认为，若未来美国不再继续加征关税，则抢出口或将结束，对美出口或将走弱，若未来继续加征关税，部分产品或仍存在抢出口空间，但从 1-2 月对美出口数据看，抢出口对出口贡献作用已经明显降低，关于关税对我国出口具体影响，可参考《关税影响有何预期差？》。

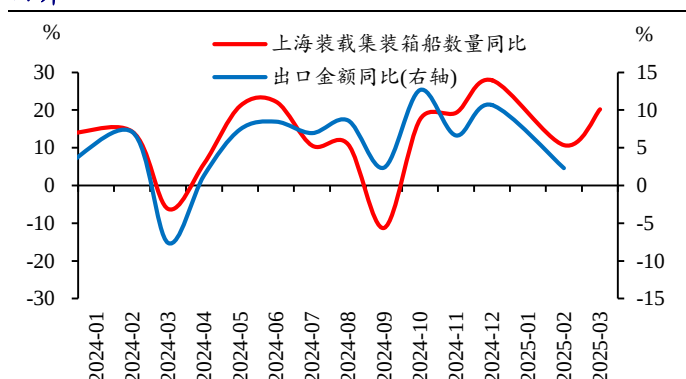
(2)外需的周期性下行或将成为未来出口走向的主导因素。我们认为，相较于美国加征关税及加征前的抢出口扰动，外需的周期性对出口规模影响更大，综合当前海外经济数据，全球外贸或仍处于下行周期中，并将主导我国未来出口走向。

图12：3月前6天，二十大港口数据指向出口同比下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：3月前6天，上海港集装箱传数据指向出口同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

外需回落超预期，政策变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn