

出口初现降温迹象，山雨欲来尚需绸缪

事件点评

国际贸易数据点评（2025.1-2）

投资要点

- ◆ **剔除春节提前导致的暂时性偏低效应，1-2月出口同比增速下滑至6.0%左右，特朗普对华加征关税开始导致初步的出口降温现象。**1-2月出口（美元计价，下同）同比增长2.3%，较2024年12月增速下滑达8.4个百分点。但由于春节提前至1月，节后生产复工和出口低位恢复期集中分布于整个2月，从而与春节在2月10日的2024年相比，2025年出口将呈现较为明显的2月偏弱、3月偏强的特征。基于我们团队率先构建的出口春节调整定量模型，调整掉2025年春节提前至1月所导致的1-2月暂时性偏低效应之后，1-2月出口同比增速为6.0%，较2024年12月下滑4.7个百分点，趋势幅度有所收窄，但考虑到特朗普对华新一轮加征关税的第一步操作在2月初才确定，1月出口或仍在2024年12月的抢出口尾部，2月单月出口下滑可能较深。1-2月进口同比-8.4%，较12月增速大幅下滑9.4个百分点，主要反映高基数造成的增速波动、以及加工贸易中间品进口的初步降温态势。1-2月货物贸易顺差暂时性上冲至高达1705亿美元。
- ◆ **对美以及东盟、欧盟等协同生产地出口大幅降温；对非美最终需求地和转口港出口替代性暂时走高。**2月初以来，美国对华分两步加征20%针对性关税，第一步措施已经在2月数据中体现，1-2月对美出口同比（春节调整后，本段口径同）增速下滑达8.9个百分点至6.7%。此外美国政府延迟宣布对墨加两个同处自贸区协定内的长期合作伙伴也加征高额关税，并威胁对欧盟、以及按商品类别对包括汽车和半导体在内的高端耐用消费品实施更广泛的关税措施，表现出较强的产业链孤立主义倾向。这对我国近数年来主动构建的域外协同生产链条产生潜在趋势性冲击，1-2月对东盟、欧盟出口同比增速分别较2024年12月大幅下滑9.7、3.9个百分点。突然发起的关税冲击将部分货物挤出至主要消费地和转口贸易港，对中国香港、印度、日本、英国出口同比增速分别较2024年12月上行18.2、11.6、8.6、3.0个百分点，这种短期内目的地置换所导致的局部高增能否持续尚需继续观察。
- ◆ **受特朗普第一任期内对华加征关税影响较小的中端商品类别本轮受到的冲击较大，半导体电子等尚能全球协同生产绕过关税的类别出口维持坚挺，但风险正在提升。**从出口商品主要类别来看，特朗普新一轮关税壁垒政策造成的冲击是非对称的，首当其冲的是此前基本不受关税影响的纺织服装鞋帽箱包家具玩具、其他机电产品等；而此前已经被加征关税的领域降温幅度稍小，如家电音视频照明、汽车及零部件等；国际生产分工细密、尚能绕过不利关税环境的半导体电子产业链逆势有所走强，但全球非美产能均已暴露于美国的新一轮普遍性关税威胁之中，未来出口不确定性仍在提升。
- ◆ **进口增速大跌，体现基数走高和加工贸易中间品进口降温的共同影响，后者对出口有一定领先性。**1-2月进口（美元计价）同比-8.4%，较2024年12月下滑达9.4个百分点，除基数走高导致增速回落的月度波动之外，也注意到集成电路等加工贸易中间品进口快速降温，而后者对于在我国加工贸易出口具有一定的领先指示性。
- ◆ **1-2月数据显示出口初现降温迹象，考虑到特朗普关税措施已经走到第三步并可能进一步升级，出口冲击最为剧烈的时期可能还未到来。**孤立主义导致全球增长放缓的预期下，山雨欲来之际如何未雨绸缪？投资和消费内需政策力度要大速度要快。特朗普第二任期关税措施较数年前更具破坏性，短短一个多月已经祭出“三板斧”：一是对华不区分产品类别短期加码两轮累计20%加征关税，可能直接抑制我对美出口；二是对墨加、欧盟等美国传统国际贸易盟友亦罕见加征或威胁加征高额关税，这可能导致我国与欧、墨等协同对美生产难度提升，可能冲击我国中间品出口；三是计划按商品类别不分原产地对进口汽车、半导体等广泛加征关税，这可能导致我国与东盟等域外协同生产链条脆弱性大幅提升，可能进一步导致我国中间品、资本品出口降温。山雨欲来，1-2月出口数据中的小幅下滑迹象仅是初步表征，冲击最为剧烈的时期尚未到来。逆全球化已经出现走向极端的苗头，净出口对今年经济增长的拉动作用可能较去年明显下降，两会已经提出超市场预期的财政扩张方案，无论是见效更快的投资、还是久久为功的消费，内需促进型政策都需果断行动，布局靠前，方能力保5%进取的增长目标顺利实现。
- ◆ **风险提示：**关税壁垒加速提升导致出口增长低于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

扩财政促内需的含金量正在上升——《政府工作报告》解读 2025.3.5

两会聚焦：五大看点 2025.3.4

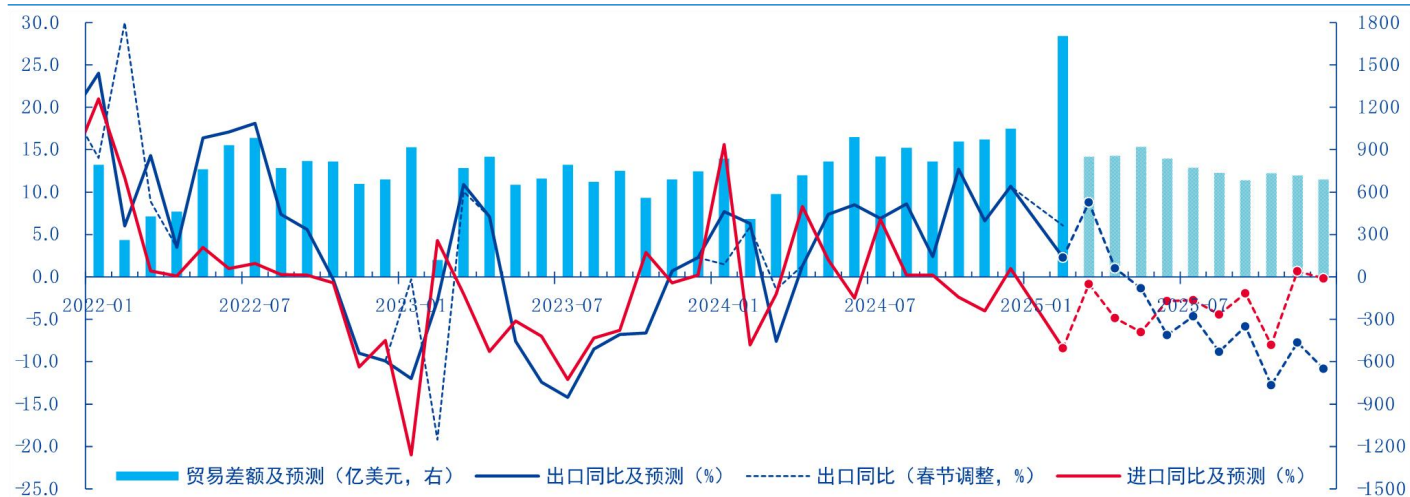
PMI节后反弹，投资好于消费——PMI点评（2025.2） 2025.3.2

LPR四度持平，十债利率升至1.7%，释放何种信号？——华金宏观·双循环周报（第95期） 2025.2.21

信贷创纪录“开门红”，年初集中还是全年趋高？——金融数据速评（2025.1） 2025.2.14

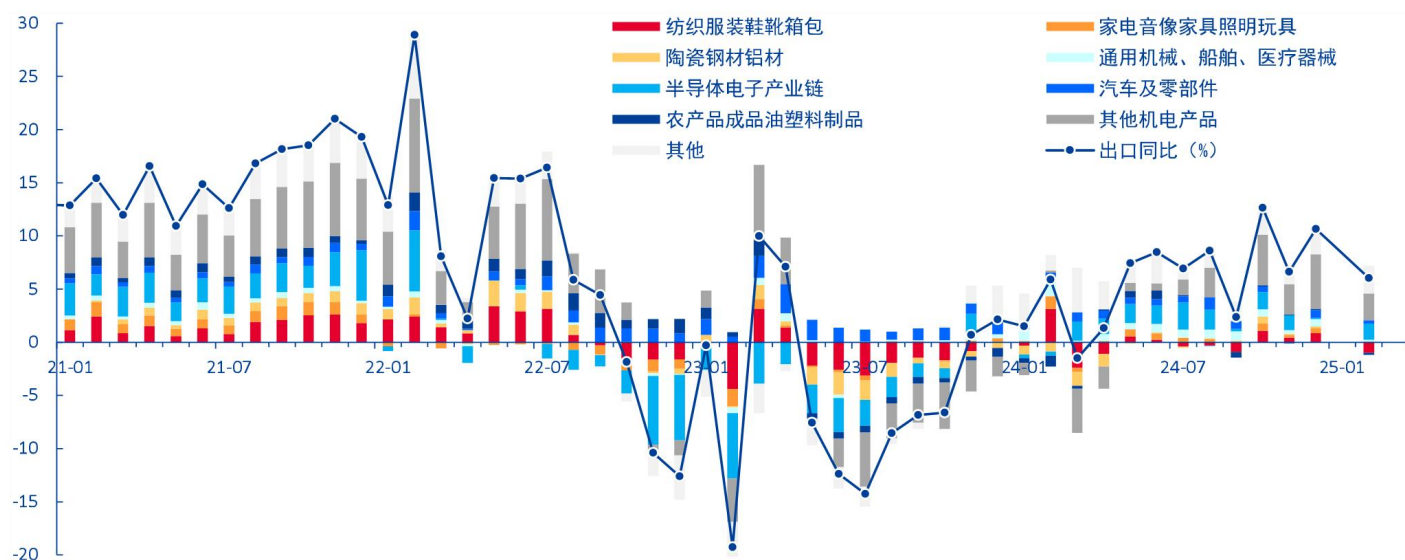


图 1：进出口同比、货物贸易差额及预测



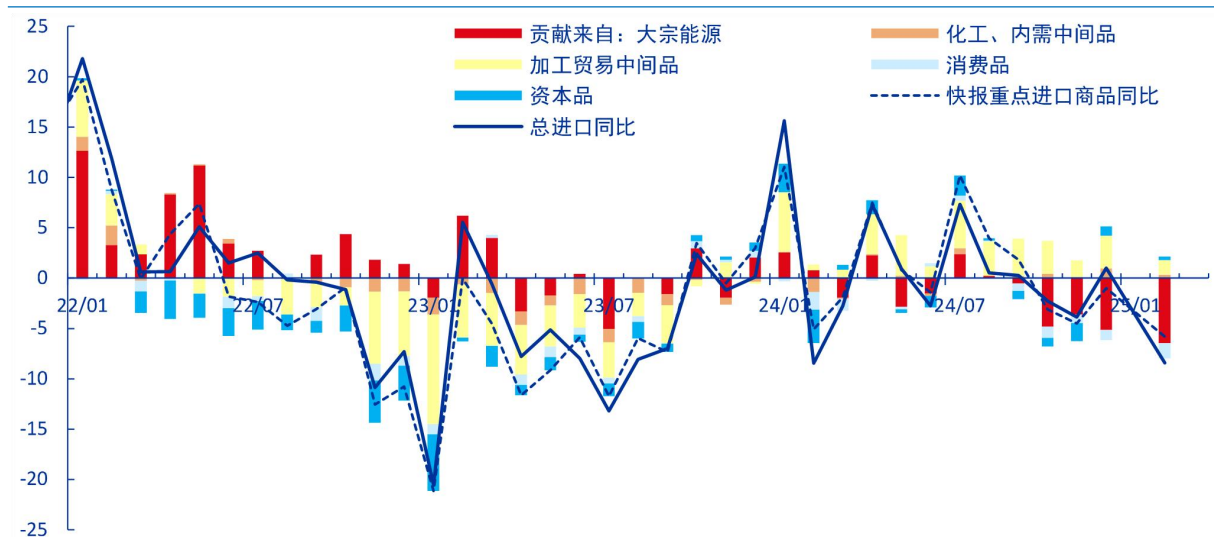
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：出口同比及重点商品大类贡献（春节调整，%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：进口重点商品同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn