



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

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

随着“对等关税”的变本加厉，二季度中国出口将真正迎来考验期。为何是二季度？一方面，3月出口可能因为今年的早春较1-2月回升，出口压力在宏观数据层面的体现或因此“延后”。另一方面，美国对华加征20%关税已落地、无任何豁免（作为对比，新增关税前的加权平均税率为12.3%），出口迟早会发生反馈，近期领导调研足迹、集运价格、韩国出口等领先指标已释放部分信号。而美国“对等关税”会否纳入东盟国家，进而对我国“转口”、“出海”等形成二次打压，则是已知压力外的“未知风险”，需要重点观察。

从领导调研足迹“见微知著”，“外贸形势严峻”已初见端倪。以2018年为参照，在中美贸易摩擦的背景下，领导调研足迹所反映的“稳外贸”诉求明显上升。今年两会后我们再次观察到相似信号，如3月18日至20日，李强总理在福建调研，提到“当前外贸形势严峻复杂”；3月23日在中国发展高层论坛上，总理提出“坚定不移推进开放合作”、“必要时推出新的增量政策”。

与2018年相比，本轮“稳外贸”的政策部署更加迅速，2024年11月6日特朗普初步确认胜选后，11月8日国常会就审议通过了《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》，今年2月进一步落地了《2025年稳外资行动方案》。

在经济数据层面，3月可能还观察不到出口的下行压力。从历史来看，春节时点靠前往年会压低1-2月出口、抬高3月出口表现；由于今年是“早春”，3月出口可能会较1-2月明显回升（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），并和去年形成“错位”（2024年恰好是“晚春”，3月出口环比较低），进一步放大出口同比读数。

港口货运量等微观数据可作为印证。3月以来，我国监测港口货物吞吐量、集装箱吞吐量持续上升，表现好于往年同期水平。

但价格层面的“负反馈”已经开始。量、价拆分来看，当前出口金额的正增长主要依靠数量拉动，出口价格累计同比于去年11月转负至-1%，今年2月降幅进一步扩大至-3.9%。价的走弱是对关税压力的反馈，伴随竞争加剧，企业可能被迫“以价换量”，而这会进一步加重我国制造业部门的负担。近年来，我国为保持住出口的全球市场份额付出了巨大努力，与其他主要的“生产型”经济体相比，我国PPI涨幅（折算为美元计价）最低。

对美出口的转弱“信号”也有所体现。若剔除春节效应，今年1-2月的出口实际上略好于“季节性”，但对美出口表现弱于“季节性”，可能已部分反映了关税的影响。3月以来，以美东航线为代表的集装箱运价指数持续下滑，或进一步预示我国对美出口的景气回落。

且关税冲击正在引发一系列“连锁反应”。

一是作为先行指标的韩国出口出现下行压力。今年3月，美国将韩国列入“敏感国家”清单，限制其获取半导体等关键技术，意图遏制中韩的高技术经贸合作；同时，韩国因对美贸易顺差较高，也是“对等关税”的重点施压对象。3月前20日，韩国对中、美出口累计同比分别由去年末的5.3%、7.3%明显下降至1.2%、

## 相关研究

1. 2025年1-2月财政数据点评：如何理解今年财政个税高增长？-2025/03/25
2. 海外政策跟踪：4月的新关税如何演绎？-2025/03/24
3. “美国不是例外”系列报告：美元的归途：破百的条件和时机？-2025/03/23
4. 财政动态观察系列（七）：生育补贴促消费的经济账-2025/03/20
5. 美联储2025年3月议息会议前瞻：美联储：犹豫的代价？-2025/03/19

2%。细分产品中,半导体出口显著回落,3月前20日累计同比由去年末的38.4%降至17.2%。

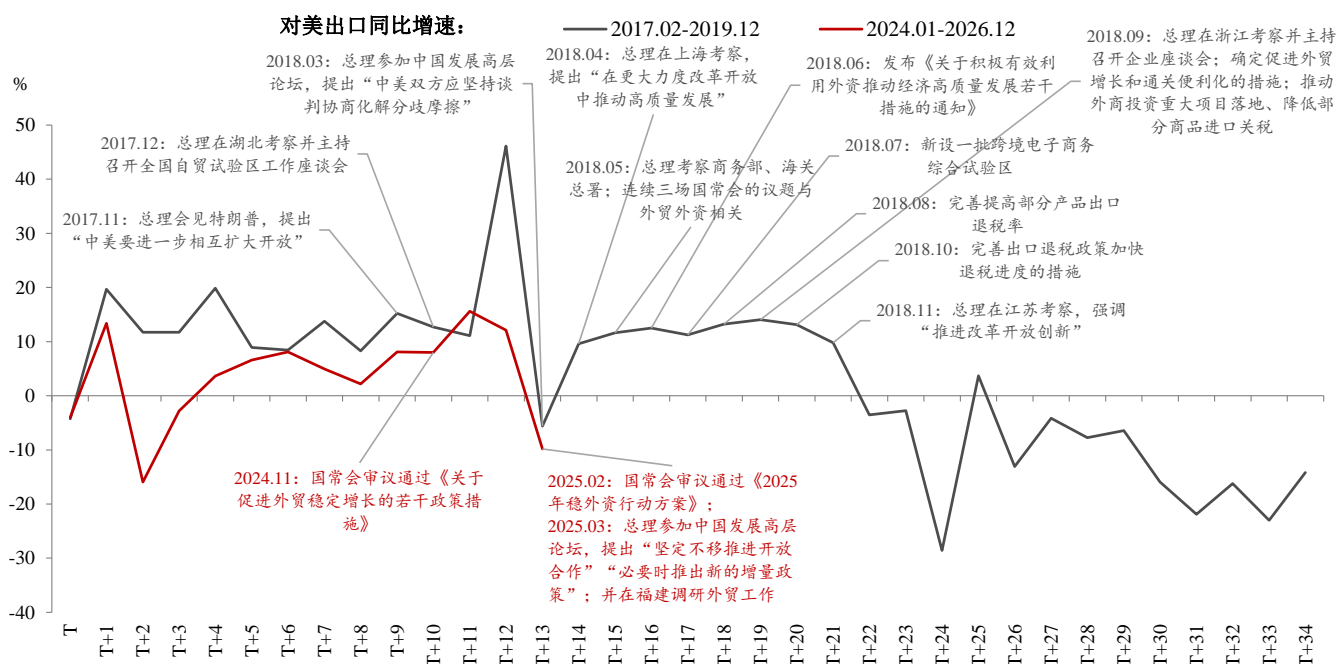
**二是以东盟为代表的“转口”贸易伙伴也受到了打击。**今年2月,美国宣布对钢、铝产品普遍加征25%的关税,尽管我国已不再是美国主要的钢铁进口国、受到的直接影响有限,但间接打击了以东盟为代表的“转口”贸易伙伴。1-2月,我国对越南出口的贱金属及制品同比大幅降至-7.1%,为拖累最大的分项;从越南视角看,1-2月自我国进口钢铁、向美国出口钢铁同比分别下降16.6%、46.7%。

➤ **美国“对等关税”会否进一步纳入东盟国家,可能是我国出口最大的“未知风险”。**一方面,东盟已超越美、欧成为我国最大的贸易伙伴,2024年其占我国出口份额升至16.4%,高于美国、欧盟的14.7%、14.4%。另一方面,从“高贸易顺差”的标准看,越南、马来西亚等东盟国家可能成为加征“对等关税”的对象。考虑到关税计算公式的高度不确定性,美国可能借此加大对于东盟的关税威胁、“转口”审查力度等。

➤ **倘若上述趋势延续,外需可能对二季度经济构成下行风险。**参考2018年经验,关税对于出口的冲击在四季度“显性化”,进而对经济增长形成边际上的明显拖累。随着美国额外加征20%关税落地,今年的出口下行压力可能会在二季度集中体现,“增量政策”对冲可能也会集中落地,包括货币政策的阶段性宽松、财政政策追加特别国债等。

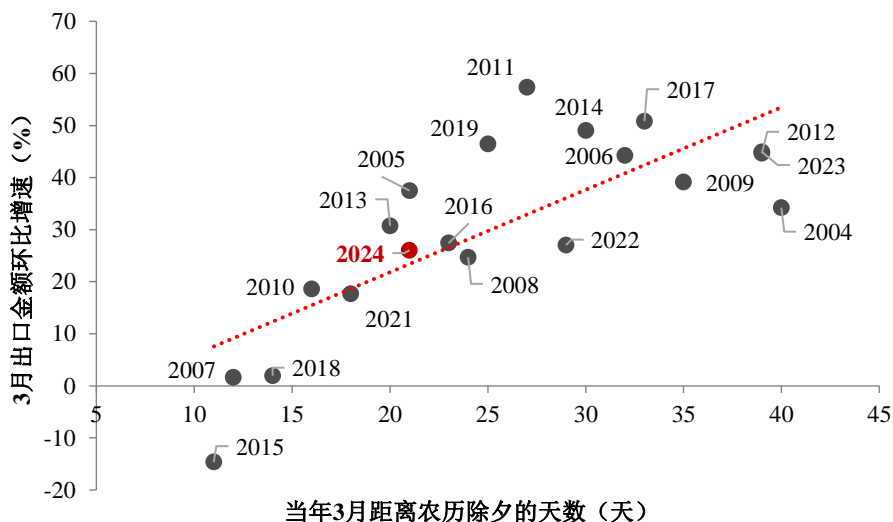
➤ **风险提示:**未来政策不及预期;国内经济形势变化超预期;出口变动超预期。

图1：以2018年为参照，领导调研足迹反映的“稳外贸”诉求上升



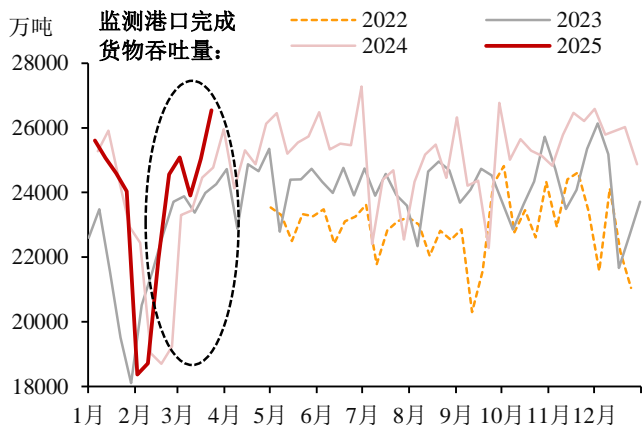
资料来源：中国政府网、iFind，民生证券研究院

图2：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



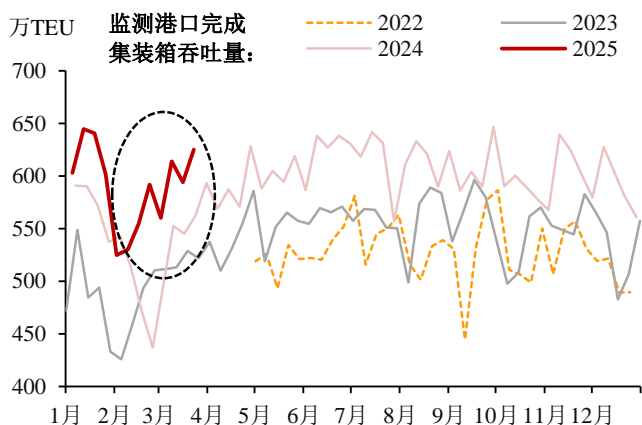
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：3月以来港口货物吞吐量延续上涨势头



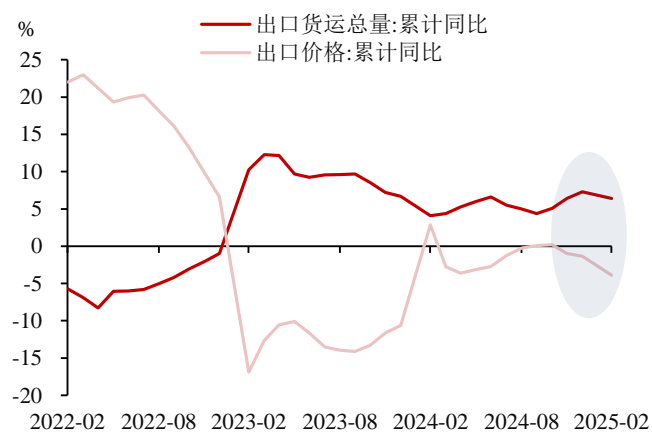
资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图4：3月以来港口集装箱吞吐量亦高于往年同期



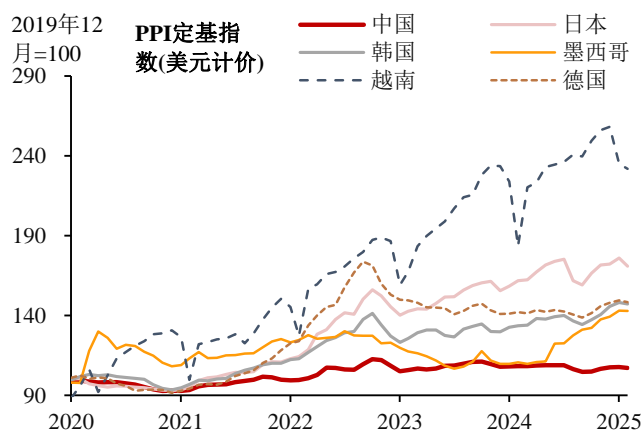
资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图5：去年11月以来，我国出口价格同比转负



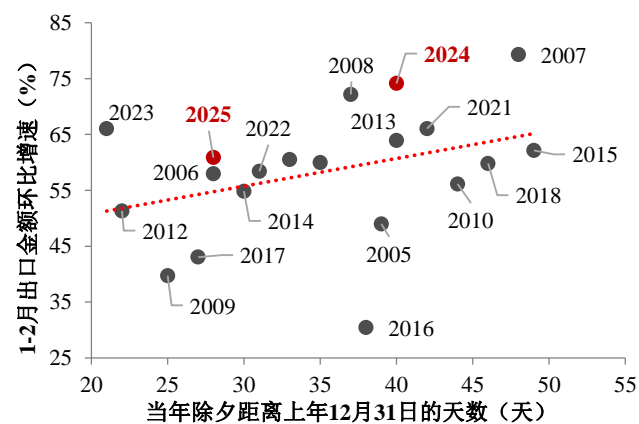
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：近年来，我国PPI涨幅低于其他“生产型”经济体



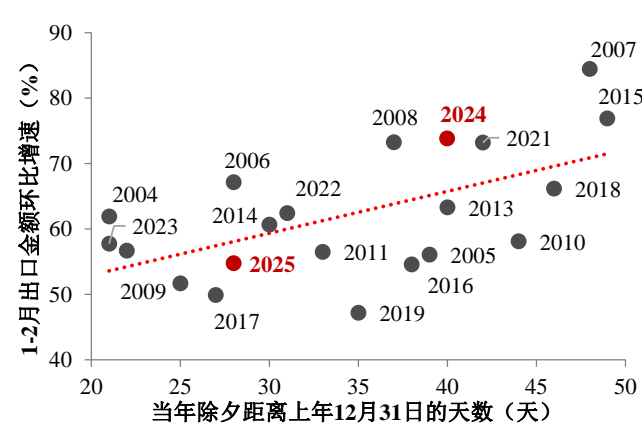
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：1-2月，我国总出口表现好于“季节性”



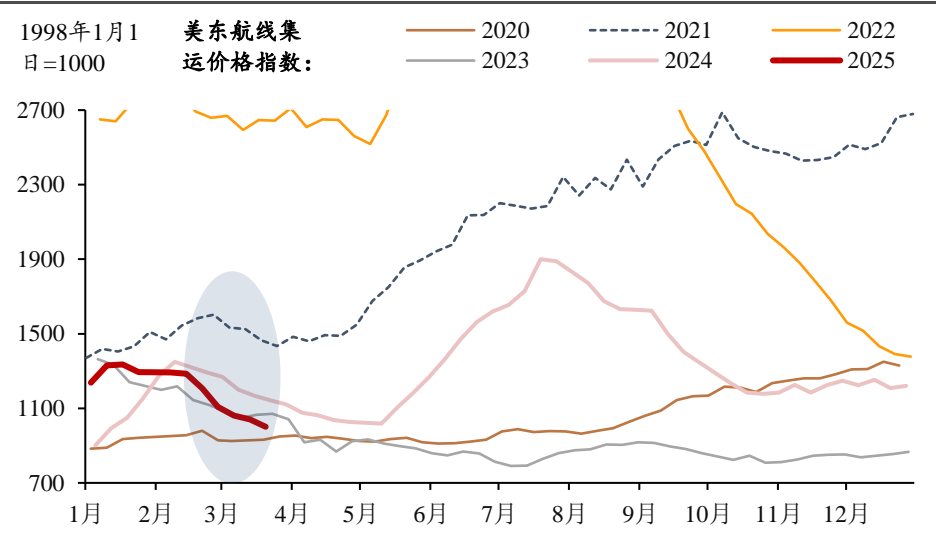
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：1-2月，我国对美出口弱于“季节性”



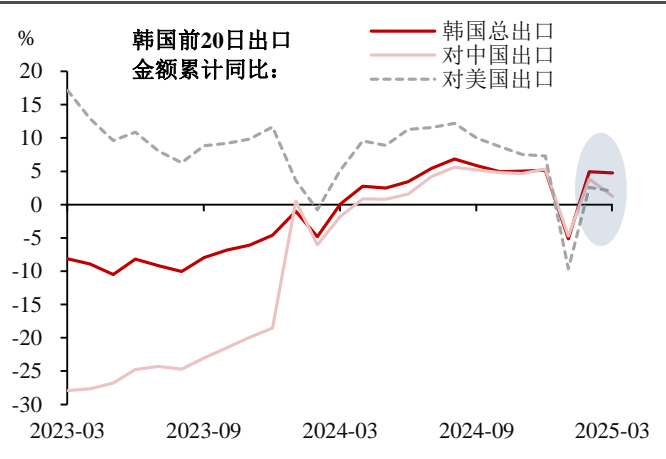
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：3月以来，我国对美出口的集运价格指数“超季节性”回落



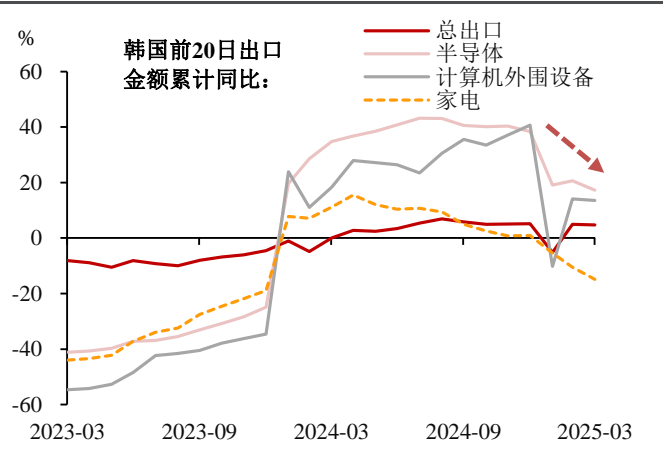
资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：3月，韩国对中、美出口均出现下滑



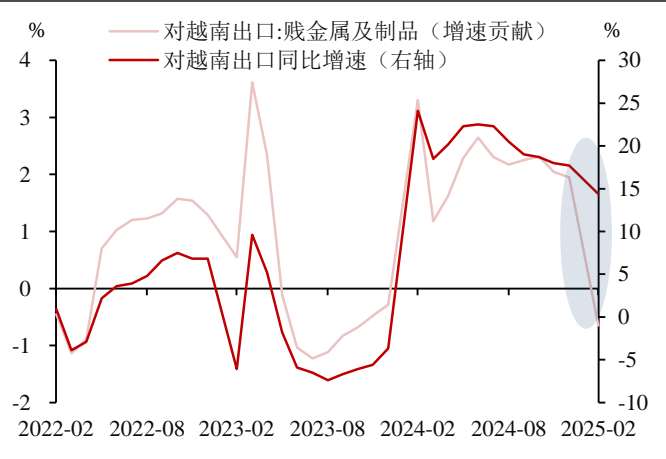
资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：3月，韩国半导体出口增速明显回落



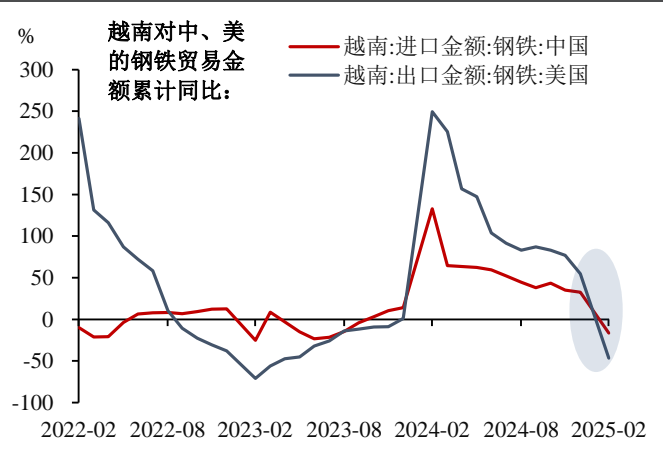
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：1-2月，我国对越南出口贱金属制品增速转负



资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：越南自中国进口、对美国出口钢铁增速大幅下滑



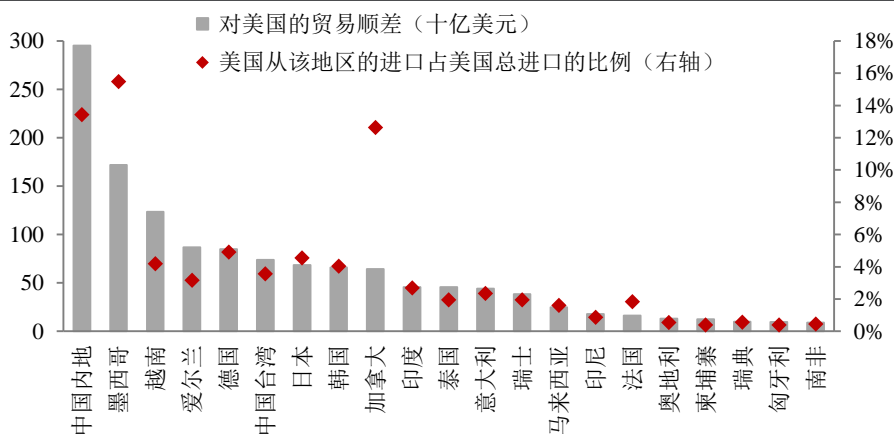
资料来源：Wind，民生证券研究院

图14：2017年以来，东盟占我国出口份额涨幅最高，已成为我国第一大贸易伙伴

国家/地区	出口份额变化(%, 202412较201712)	中国对不同国家/地区出口金额占比(%)									
		2024-12	2023-12	2022-12	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12		
东盟	-2.00	14.4	14.8	15.9	15.4	15.1	17.2	16.4	16.4		
德国	-0.15	3.0	3.0	3.3	3.4	3.4	3.2	3.1	3.1		
荷兰	-0.42	2.5	3.0	3.3	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0		
法国	0.02	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2		
意大利	0.00	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3		
美国	-4.32	14.7	14.8	16.4	17.2	17.4	16.8	19.2	19.0		
越南	1.39	4.5	4.1	4.1	4.1	4.4	3.9	3.4	3.1		
马来西亚	0.99	2.8	2.6	2.6	2.3	2.2	2.1	1.8	1.8		
泰国	0.70	2.4	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7	1.7		
新加坡	0.23	2.2	2.3	2.3	1.6	2.2	2.2	2.0	2.0		
印度尼西亚	0.61	2.1	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8	1.7	1.5		
菲律宾	0.05	1.5	1.6	1.8	1.7	1.6	1.6	1.4	1.4		
日本	-1.82	4.2	4.7	4.9	4.9	5.5	5.7	5.9	6.1		
中国香港	-4.20	8.1	8.1	8.4	10.4	10.5	11.2	12.1	12.3		
韩国	-0.45	4.1	4.4	4.6	4.4	4.3	4.4	4.4	4.5		
中国台湾	0.16	2.1	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9		
澳大利亚	0.15	2.0	2.2	2.2	2.0	2.1	1.9	1.9	1.8		
俄罗斯	1.33	3.2	3.3	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9		
印度	0.36	3.4	3.5	3.3	2.9	2.6	3.0	3.1	3.0		
英国	-0.30	2.2	2.3	2.3	2.6	2.8	2.5	2.3	2.5		
加拿大	-0.09	1.3	1.3	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4		
新西兰	-0.01	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2		
拉丁美洲	1.96	7.7	7.3	7.1	6.8	5.8	6.1	6.0	5.8		
巴西	0.74	2.0	1.7	1.7	1.6	1.3	1.4	1.4	1.3		
非洲	0.81	5.0	5.1	4.6	4.4	4.4	4.5	4.2	4.2		
南非	-0.05	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7		

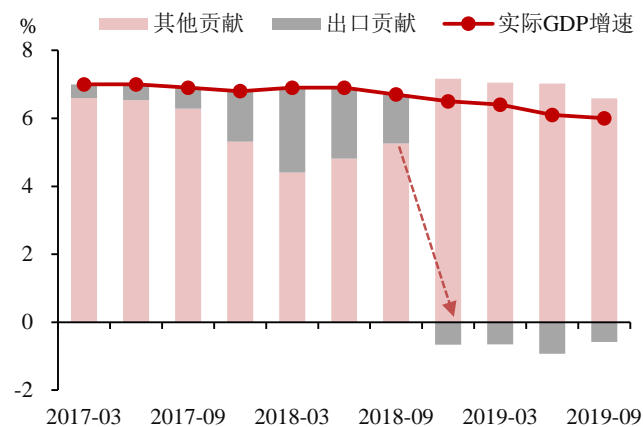
资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：对美贸易顺差额最高的国家及地区（2024年）



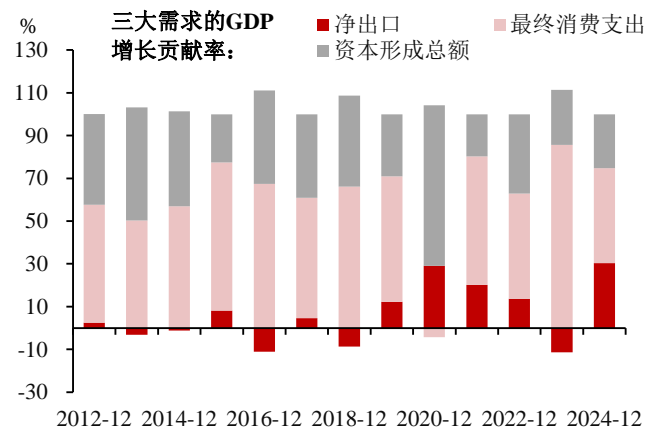
资料来源：美国普查局，民生证券研究院

图16: 2018年, “关税冲击”在四季度骤然体现



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图17: 2024年, 净出口对GDP增长贡献为近年最高



资料来源: Wind, 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。	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