

2025年05月11日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪
lijiah@longone.com.cn

关税豁免期内出口可能仍有韧性

——国内观察：2025年4月进出口数据

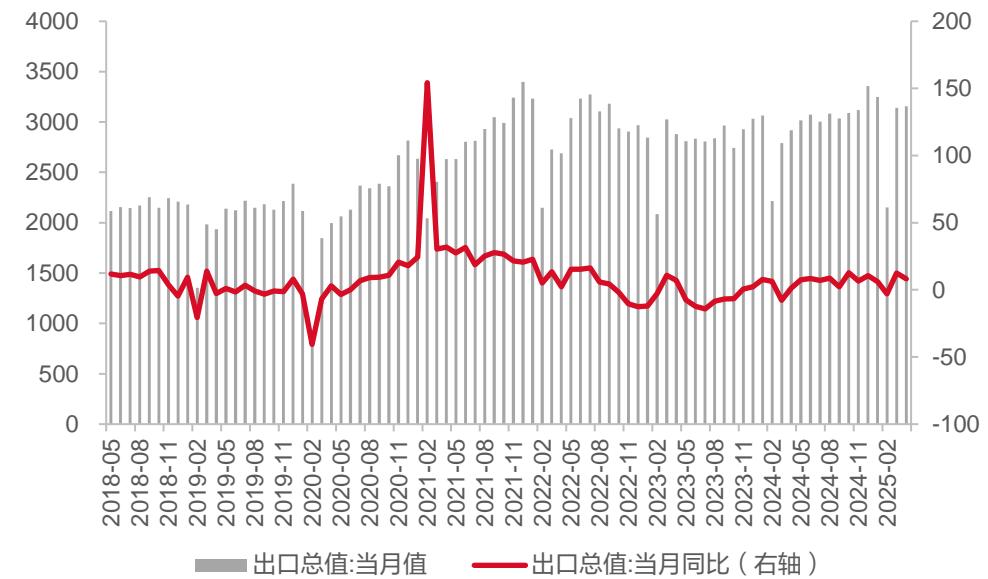
投资要点

- 事件：5月9日，海关总署发布2025年4月外贸数据。2025年4月，以美元计价，出口同比8.1%，前值同比12.4%；进口同比-0.2%，前值同比-4.3%；贸易差额961.8亿美元，较去年同期增加241.94亿美元。
- 核心观点：4月受美国关税政策影响，出口增速较上月有所放缓，但“转出口”、部分国家为了“抢出口”而进行“抢进口”、出口结构多元化的影响，出口规模创同期新高，增速回落的幅度也明显好于市场预期。后续来看，4月进出口数据并未能完全显现美国关税政策的影响，90天豁免期内以上支撑可能会延续，但三季度后不确定性仍然较强，一方面关注中美贸易谈判的进展，另一方面关注美国与其他国家的贸易谈判结果。内需方面，关注一揽子金融政策落地以及大力提振内需政策落地情况。
- 出口增速回落，但仍明显超预期。4月出口同比增速虽较3月有所放缓，但仍明显超出市场预期，且出口规模3156.92亿美元，创同期历史新高。总体来看，美对华加征超高关税冲击背景下，出口仍表现出色，主要原因可能有以下两点：一是美国虽然对华加征关税达145%，但对于其他国家在90天对等关税豁免期，中国对东盟出口持续增加，或有“抢转口”原因在；二是新兴市场的拓展，包括“一带一路”共建国家、南美市场，或抵消了部分美国市场下滑的影响，不过也需要注意正是因为有豁免期的存在，其他地区也可能进行抢进口、抢生产、抢出口。短期来看，仍需关注后续中美贸易谈判的进展。
- 外需整体处于荣枯线以下。4月，欧元区制造业PMI、日本制造业PMI分别回升0.4个、0.3个百分点至49.0%、48.7%；美国ISM制造业PMI回落0.3个百分点至48.7%，延续回落趋势。美欧日制造业PMI皆略低于荣枯线。摩根大通全球制造业PMI为49.8%，较3月回落了0.5%，跌落至收缩区间。
- 对东盟出口增速回升明显，对美国出口增速大幅回落。4月，我国对东盟、日本出口有不同程度的回升，当月同比分别较3月回升9.25、1.04个百分点至20.8%、7.77%。对美国、欧盟出口有不同程度的回落，当月同比分别较前值回落30.12、2.03个百分点至-21.03%、8.27%。环比来看，对东盟、日本、欧盟强于季节性，环比分别为2.32%、-4.37%、8.5%，高于近4年同期均值-2.13%、-5.58%、3.56%；而美国弱于季节性，环比增长大幅下跌至-17.57%，弱于近4年同期均值4.6%。从拉动的角度，欧日4月拉动1.57pct，东盟拉动3.62pct，美国拖累3.07pct，合计整体较3月下降3.07pct；其他地区拉动5.97pct，前值7.2pct，出口结构仍显多元化。整体来看，在美国关税强烈冲击下，“抢出口”效应变为“转出口”。
- 机电产品、农产品、高新技术产品出口增速均回落。机电产品、农产品、高新技术产品当月同比均有不同程度的下降，较上月分别回落3.3个、7.4个、0.8个百分点至10.1%、3.0%、6.5%。主要产品中，船舶、集成电路、钢材均有明显回升，产业链优势仍然较为明显；3月表现较好的纺织纱线及其制成品、汽车零部件均有不同程度的回落。
- 进口增速持续回升，“关税战”影响下仍相对偏弱。4月进口金额2195.12亿美元，规模处于2021年以来同期次低。环比来看，4月进口环比3.9%，高于去年同期的0.41%，高于4年同期均值-4.48%，强于季节性。主要大宗商品中，成品油进口降幅持续扩大，主要受价格下跌影响，粮食、大豆、铁矿砂进口增速降幅虽有收窄但仍在两位数以上。芯片进口增速大幅回落但仍处相对高位，存在抢进口的可能。总体来看，进口增速降幅虽收窄，但绝对

规模仍处于低位，内需需政策呵护。后续关注一揽子金融政策落地以及大力提振内需政策落地情况。

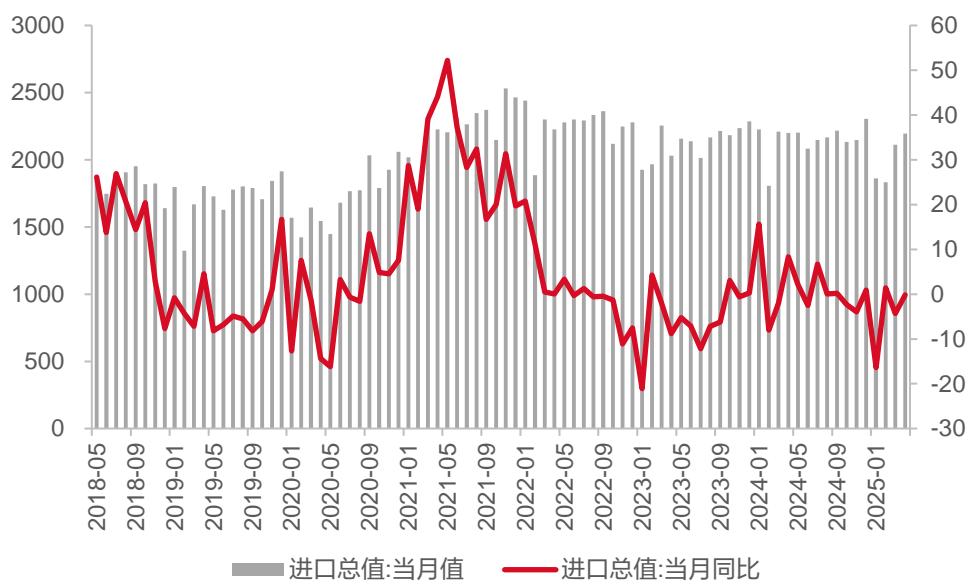
- 风险提示：国内政策落地不及预期；中美贸易谈判不及预期。

图1 以美元计价出口金额及同比增速，亿美元，%（右轴）



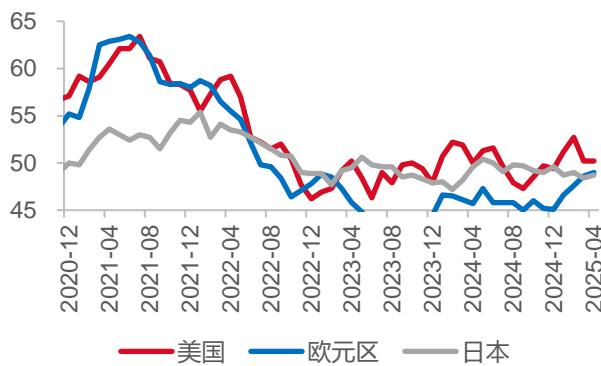
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图2 以美元计价进口金额及同比增速，亿美元，%（右轴）



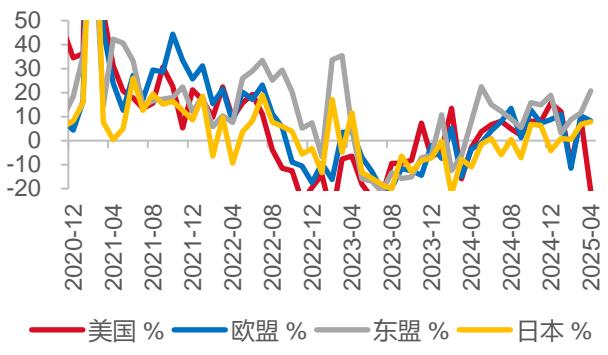
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图3 美、欧、日制造业 PMI



资料来源：Wind, 东海证券研究所

图4 对美国、欧盟、东盟、日本出口增速, %



资料来源：Wind, 东海证券研究所

图5 韩国出口当月同比, %



资料来源：海关总署, 东海证券研究所

图6 部分产品出口金额增速及出口数量增速, %

产品	金额			数量		
	2025-04	2025-03	环比变化	2025-04	2025-03	环比变化
粮食	48.9	31.1	17.8	54.3	60.2	-5.9
船舶	36.1	1.9	34.1	67.8	70.4	-2.7
集成电路	20.2	7.9	12.3	17.6	25.1	-7.5
通用机械设备	17.0	24.9	-7.9			
液晶显示板	16.0	13.2	2.9	15.7	14.4	1.3
音视频设备及其零件	12.0	11.9	0.2			
陶瓷产品	12.0	6.9	5.1	13.3	21.6	-8.3
医疗仪器及器械	8.4	9.7	-1.3			
未锻轧铝及铝材	7.0	4.9	2.1	-0.4	-1.2	0.8
汽车零配件	6.3	12.5	-6.2			
汽车(包括底盘)	4.4	1.6	2.7	11.6	15.9	-4.3
水产品	3.7	17.8	-14.1	10.8	22.3	-11.5
纺织纱线、织物及其制品	3.2	16.1	-12.9			
钢材	1.3	-6.4	7.7	13.4	5.8	7.7
鞋靴	-0.2	9.5	-9.7	6.1	16.5	-10.4
服装及衣着附件	-1.2	8.8	-10.0			
塑料制品	-1.2	7.3	-8.6			
自动数据处理设备及其零部件	-1.7	0.8	-2.5			
成品油	-2.0	-20.8	18.8	10.1	-12.9	23.0
家用电器	-2.9	12.5	-15.4	1.2	19.9	-18.7
灯具、照明装置及其零件	-3.1	22.7	-25.8			
玩具	-6.5	5.1	-11.6			
家具及其零件	-7.8	7.2	-14.9			
箱包及类似容器	-9.1	-2.7	-6.5	8.5	27.1	-18.5
肥料	-10.8	26.5	-37.2	20.7	26.9	-6.2
手机	-21.4	7.7	-29.1	-5.9	1.1	-7.0
中药材及中式成药	-23.8	-15.6	-8.3	-7.3	-0.2	-7.1
稀土	-34.4	-24.9	-9.6	4.8	20.3	-15.5

资料来源：海关总署，东海证券研究所

图7 分产品进口金额增速及进口数量增速, %

产品	金额			数量		
	2025-04	2025-03	环比变化	2025-04	2025-03	环比变化
天然及合成橡胶(包括胶乳)	53.2	44.2	9.0			
铜矿砂及其精矿	48.9	12.1	36.8			
自动数据处理设备及其零部件	47.7	129.9	-82.2			
机床	28.4	-1.5	29.9			
食用植物油	19.5	26.7	-7.2			
肥料	19.0	-8.8	27.8			
集成电路	11.1	3.5	7.5			
美容化妆品及洗护用品	7.9	-10.2	18.1			
未锻轧铜及铜材	6.6	8.7	-2.0			
二极管及类似半导体器件	-0.1	8.4	-8.5			
肉类(包括杂碎)	-1.8	-4.0	2.1			
初级形状的塑料	-3.1	-9.8	6.8			
原油	-9.5	-3.7	-5.8			
纺织纱线、织物及其制品	-9.6	-22.2	12.6			
药材及药品	-11.2	-0.5	-10.7			
纸浆	-11.5	-0.8	-10.7			
铁矿砂及其精矿	-12.2	-27.0	14.9			
天然气	-13.9	-20.8	6.9			
液晶显示板	-15.5	-7.9	-7.6			
钢材	-21.5	-15.2	-6.2			
空载重量超过2吨的飞机	-21.7	165.9	-187.6			
原木及锯材	-22.2	-12.2	-9.9			
汽车零配件	-28.1	-27.9	-0.2			
干鲜瓜果及坚果	-28.6	-22.2	-6.4			
汽车(包括底盘)	-29.0	-32.4	3.4			
大豆	-38.4	-46.5	8.1			
煤及褐煤	-39.0	-30.3	-8.7			
成品油	-39.2	-27.3	-11.9			
粮食	-41.2	-54.7	13.5			

资料来源：海关总署，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089