

君研海外·追踪贸易流—— 关税剧变下的宏观需求及贸易行为研究

国泰君安期货研究所
海外宏观、集运研究

戴璐：Z0021475

郑玉洁：Z0021502

日期：2025年05月20日

The background features a dark blue color with faint, semi-transparent financial charts, including bar graphs and line plots, overlaid on a grid of small dots. The text is centered in the upper half of the image.

关税政策剧变下 宏观经济趋势和需求节奏如何演变

01

关税现状：中美双方公布日内瓦经贸会谈联合声明

中美联合声明呈现超预期积极进展，双边关税税率皆显著下降，给出90天豁免期

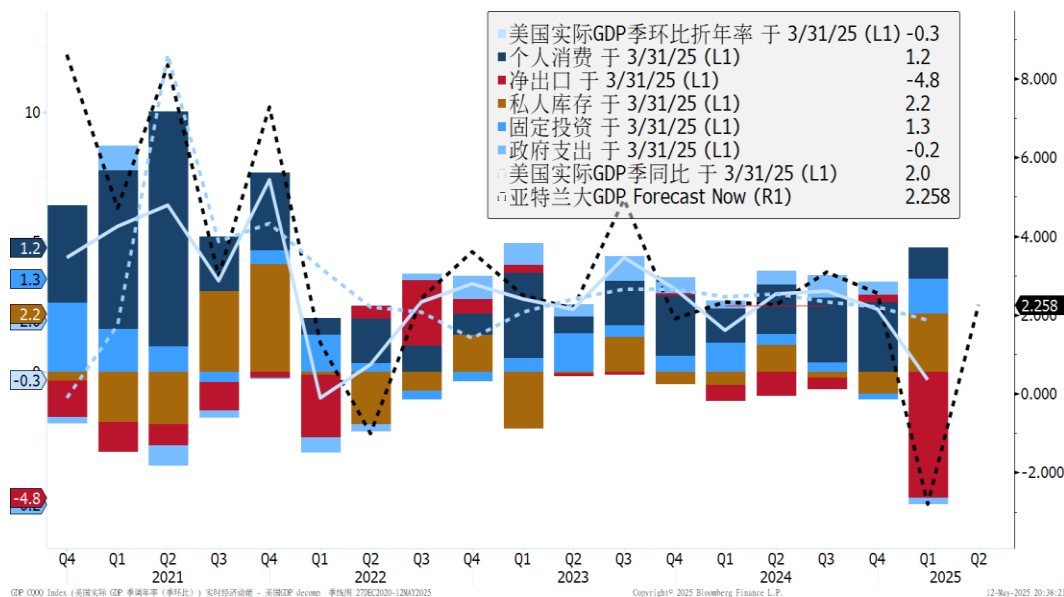
	美国对华关税调整	中国对美关税调整
4月2日-4月10日：对等关税不断升级	145%（含34%基础关税+50%报复性关税+41%追加惩罚性关税+20%芬太尼关税）	125%（叠加基础关税后，部分商品综合税率达49%-125%）
4月11-4月25：部分豁免边际缓和	美国对原产于中国的部分电子产品豁免125%的“对等关税”，豁免清单所覆盖商品总额约占中国出口19%。	未经官方确认的消息称中国已悄然开始对总额达到约400亿美元得商品(包括药品和工业化学品等)进行关税豁免，占中国对美进口24%。
5月12日：中美会谈联合声明	暂停24%关税（90天） 保留10%基础关税，未提及芬太尼 关税取消4月8-9日行政令加征的84%-104%关税	暂停24%关税（90天） 保留10%基础关税 取消4月5-6号公告加征的84%-125%关税
美国对中国关税现状	232关税范围的产品（行业类关税）= 25%（232）+ 20%(芬太尼关税) 301关税范围的产品（特朗普1.0）= 7.5%至25%不等（301）+ 20%(芬太尼关税) + 10%（对等关税） 同时在301和232关税范围 = 7.5%至25%（301）+ 25%（232）+ 20%(芬太尼关税) 不在301和232关税范围 = 10%(对等关税) + 20%(芬太尼关税) *美国对原产于中国的部分电子产品豁免对等关税 *当前中美在芬太尼问题进展决定芬太尼关税的去留，目前双方承诺采取“Aggressive Actions”治理芬太尼流动	
中国对美国关税现状	从125%下调至10%（90天）	

关税现状：美国关税政策时间表

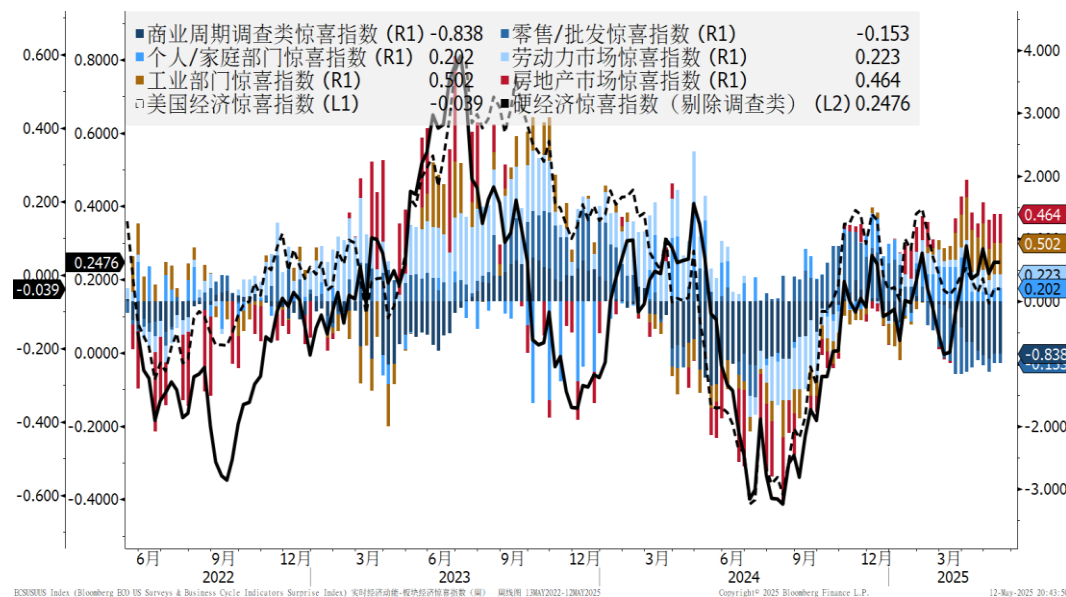
关税	已实施或威胁	使用或预测使用的法规*	生效日期或预计生效日期 (*)	后续行动
10% 中国关税	已实施 (2025年2月1日)	《国际紧急经济权力法》	2025年2月4日	通过互惠关税提高
额外10% 中国关税	已实施 (2025年3月3日)	《国际紧急经济权力法》	2025年3月4日	因报复性关税提高
25% 加拿大/墨西哥关税 (能源类10%)	已实施 (2025年3月4日)	《国际紧急经济权力法》	2025年3月4日	符合USCMA的汽车制造商豁免一个月 (3月5日及3月26日), 其他USCMA商品于3月7日豁免
25% 铝/钢关税	已实施 (2025年2月10日、11日)	《232条款》	2025年3月12日	USCMA下符合优惠条件的商品于4月29日豁免
对等关税	已实施 (2025年4月2日)	《国际紧急经济权力法》	2025年4月9日	2025年4月9日暂停90天, 改用基准关税, 电子产品豁免
25% 汽车关税	已实施 (2025年3月26日)	《232条款》	2025年4月3日	符合USCMA的汽车制造商豁免一个月 (3月5日及3月26日), 其他USCMA商品于3月7日豁免
25% 汽车零部件关税	已实施 (2025年3月26日)	《232条款》	2025年5月3日	若车辆在美国组装, 给予3.75% MSRP抵免
10% 基准关税	已实施 (2025年4月2日)	《国际紧急经济权力法》	2025年4月5日	
25% 药品、芯片关税	威胁 (2025年2月18日)	《国际紧急经济权力法》*	2025年第二季度*	
农业关税	威胁 (2025年3月3日)	《国际紧急经济权力法》*	2025年第二季度*	
航运费用	威胁 (2025年2月27日)	《301条款》	2025年下半年*	
25% 购买委内瑞拉石油/天然气国家关税	威胁 (2025年3月24日)/已实施 (2025年4月2日)	《国际紧急经济权力法》	2025年4月2日	
电子产品及半导体关税	威胁 (2025年4月14日)	《国际紧急经济权力法》	2025年第二季度*	
太阳能板关税	威胁 (2025年4月21日)	《1930年关税法》	2025年第二季度*	
关键矿产关税	威胁 (2025年4月15日)	《1930年关税法》	2025年第二季度*	
中重型卡车关税	威胁 (2025年4月22日)	《232条款》	2025年下半年*	
铜、木材关税	威胁 (2025年2月25日、3月1日, 调查于2025年4月15日启动)	《232条款》	2025年下半年*	
电影关税	威胁 (2025年5月4日)	《232条款》*	2025年下半年*	

经济动能：美国经济动能边际放缓，预期弱现实存韧性

美国2025 Q1 实际GDP受净出口影响进入负值，但实时GDP在Q2转正



美国经济指标中调查类和零售批发普遍低于预期，硬数据表现维持韧性

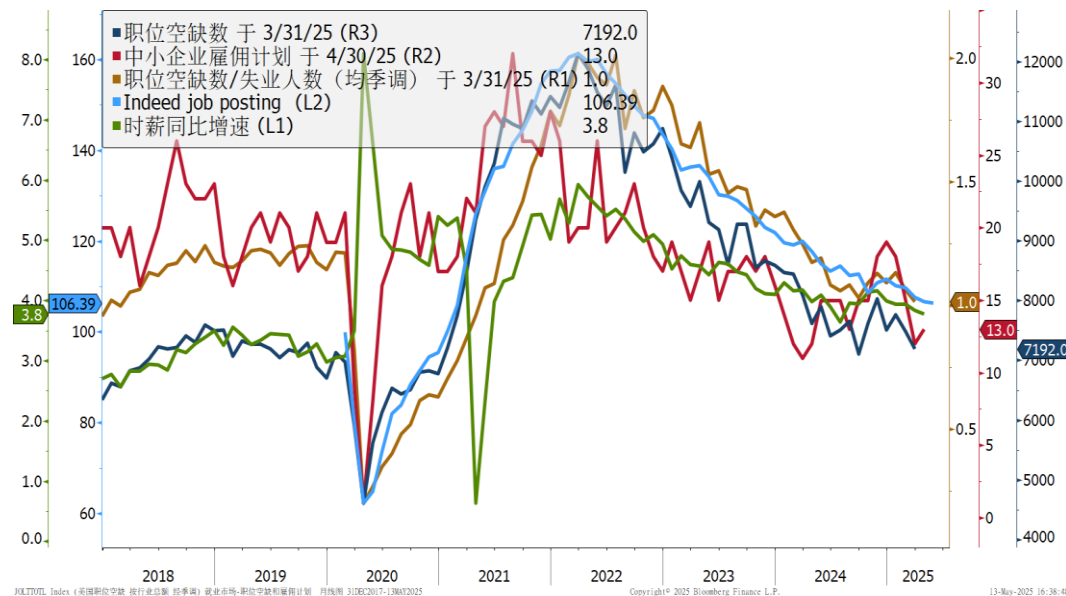
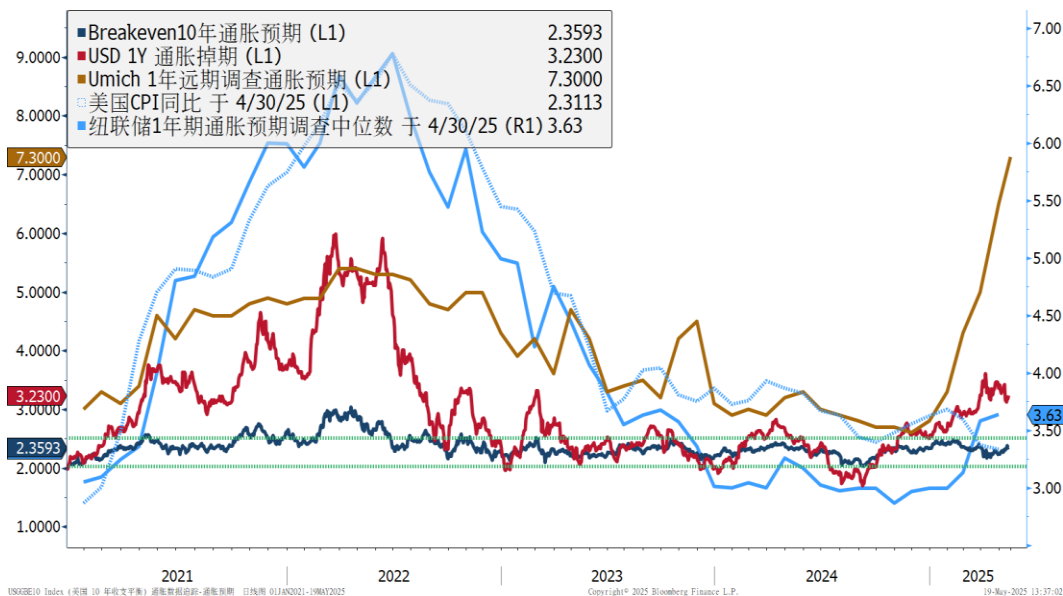


- ◆ 美国经济动能自2024年下半年以来呈边际下行态势，2025 Q1 受关税政策剧烈扰动，美国GDP数据大幅回落，其中“抢进口”导致的净出口分项-4.8%拖累是主要因素，库存分项2.2%也为2021 Q4 以来最高读数。国内消费的部分仍旧展示了韧性（即剔除国际贸易和库存因素的GDP仍旧超出预期），其中个人消费1.2%，固定资产投资1.3%，但按照最终国内私人消费口径衡量，Q1同比增长3%，基本较去年表现持平。
- ◆ 从数据结构上看，呈现出“**预期数据差、现实数据韧性**”，软数据如调查类、情绪类指标明显大幅走弱，成为经济惊喜指数中的主要拖累项。而去除调查类数据的“硬数据”目前呈现了一定韧性。这一数据结构特征也定调了呈现在资产价格表现上的显著“强现实、弱预期”结构，如大宗商品中普遍呈现出的Back结构。

二元目标：通胀预期现实分歧巨大，就业需求端延续放缓

关税剧变下，现实通胀和长端通胀预期稳定，消费者预期和短端预期抬升

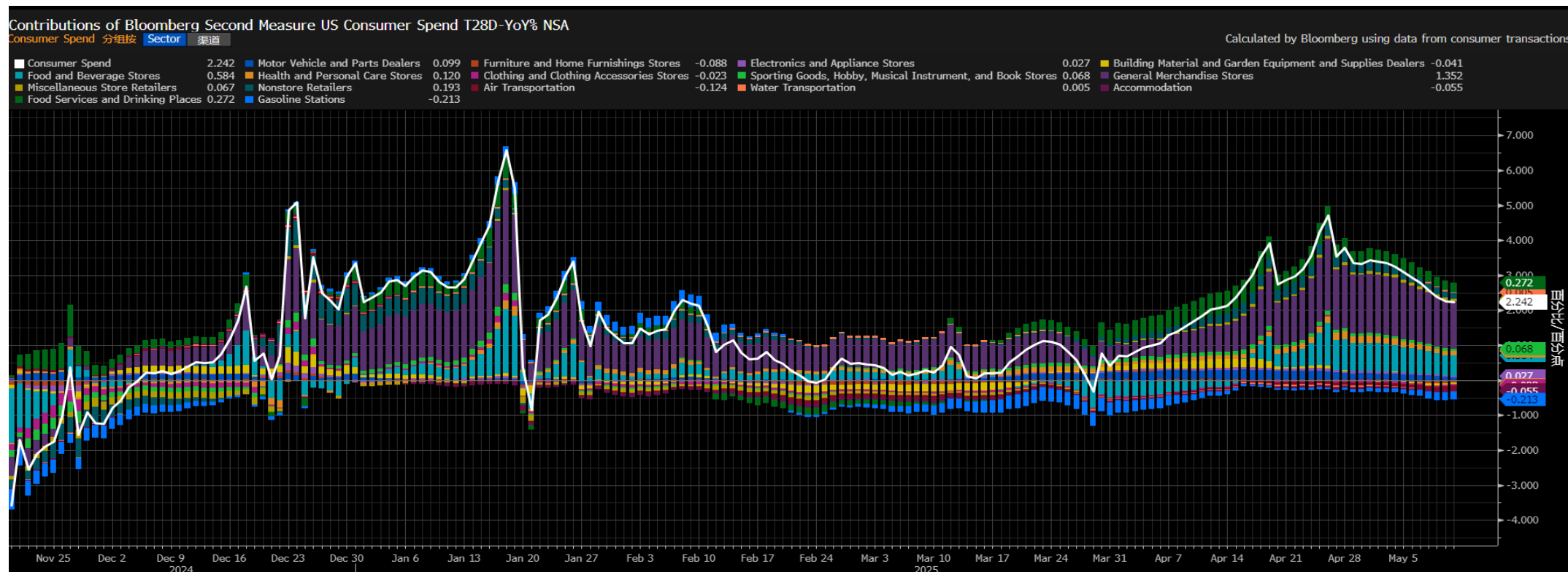
美国经济指标中调查类和零售批发普遍低于预期，硬数据表现维持韧性



- ◆ 从通胀-就业二元目标角度看，经历关税剧变，美国通胀呈现预期和现实、长端和短端的强烈分化。其中，现实CPI同比增速稳定，连续三个月低于预期值，其中能源价格偏低、服务通胀下行时主要拖累项。而预期类如消费者通胀预期等抬升剧烈创下历史新高，显示通胀预期强烈的主观性。同时10年期通胀预期相对稳定甚至略有下行，但1年期通胀掉期则为阶段性高位。**展望未来，若静态维持当前关税水平，美国通胀指标将呈现以消费预期和短端预期回落，向现实端和长短预期回归。**
- ◆ 就业端，从非农月度增幅看依旧维持了韧性，6个月平均月增19.3万人，高于2024年平均15.3万。但从需求端数据看，如职位空缺、中小企业雇佣计划、Indeed网站职位公布数维持下行趋势，时薪同比增速作为就业供需因素的结果也在逐步放缓。**从最终需求趋势角度看，就业数据方向仍承压。**当然，变量是关税政策和贸易环境稳定后，企业招聘需求是否回升？仍旧应以高频数据验证。

高频需求：美国高频消费支出同比在4月底有所回落

Bloomberg Second Measure 消费支出同比（日频、28日平均同比）



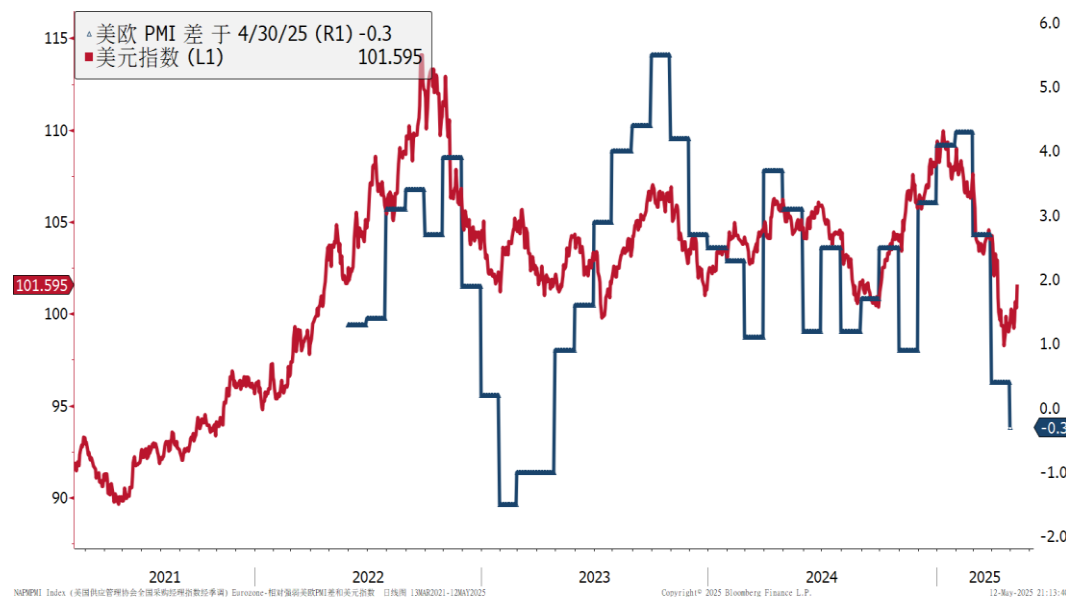
- ◆ 参考Bloomberg Second Measure 美国消费支持高频数据可以更为精准的追踪美国消费需求动能，数据显示美国高频消费支出同比在4月有一定“抢消费”迹象，但在四月底达到小高峰后有所回落。

相对强弱：非美强于美国，“美国例外”逻辑有所逆转

Q2 开始，欧元区、中国经济惊喜指数表现超越美国经济惊喜指数



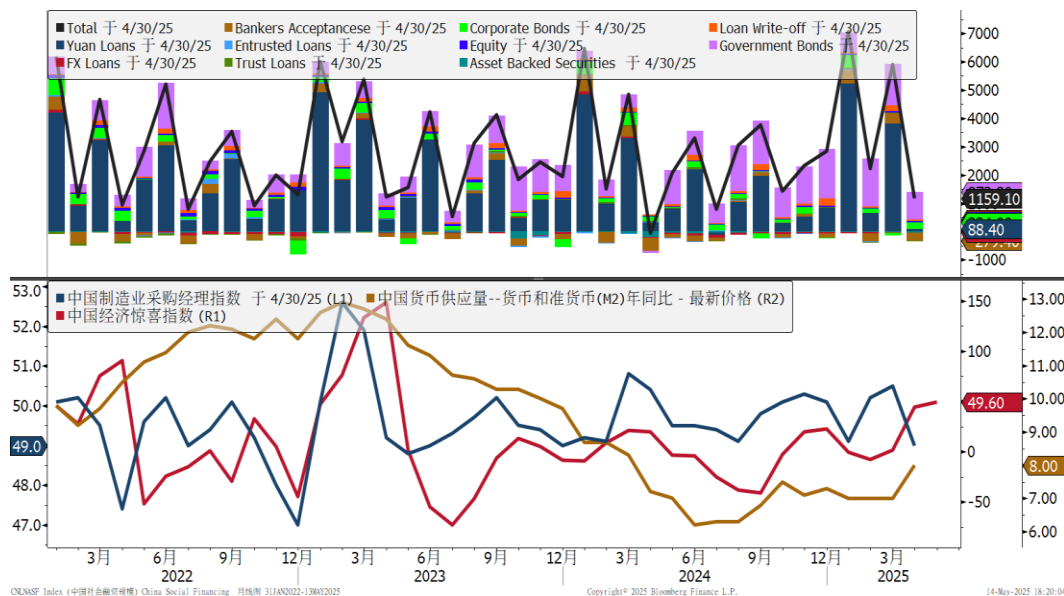
美欧PMI之差急剧收敛为负值，“美国例外”逻辑有所逆转



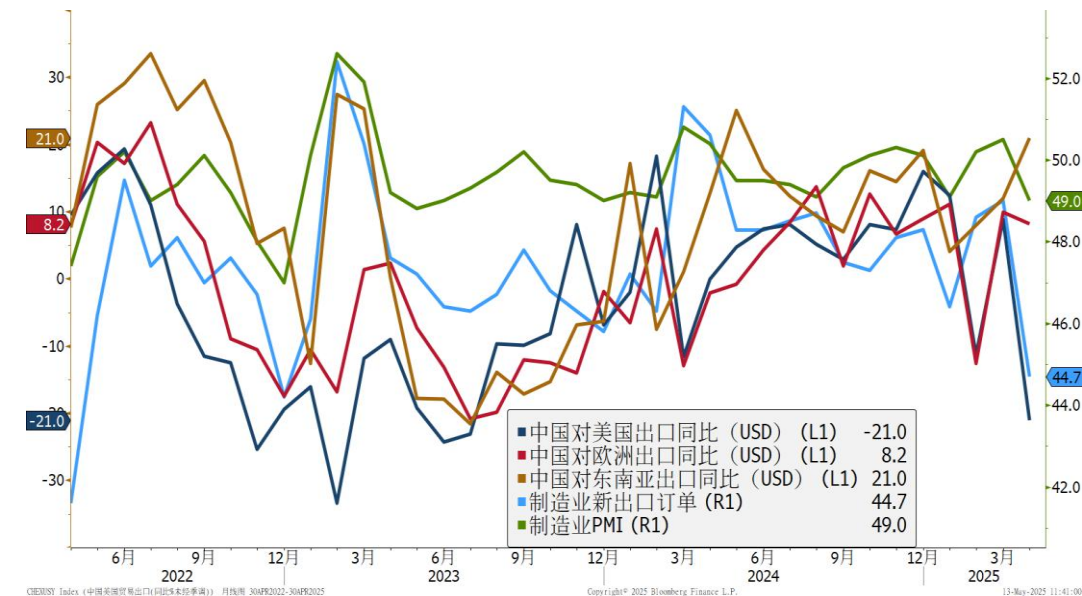
- ◆ 对比中、美、欧三大经济体，2025年中国经济惊喜指数明显上行，美国经济惊喜指数震荡偏弱，欧元区在4.2关税日前偏强、关税日后显著回落，但近期反弹动能强于美国。从经济数据的是否超预期的“二阶导”看，非美强于美国，贡献“美国例外”逻辑进一步逆转。美欧PMI差快速收敛至负值区域，美国经济相对非美的增速差缩窄也贡献了美元指数整体偏弱。
- ◆ **“美国例外”逆转的背景：** 1) 美国宏观经济动能边际下行，相对强弱逻辑逊色于非美； 2) 政策混乱：同样伤害美国经济展望的确定性，包括关税政策对供应链和物价的扰动、财政政策在扩张和紧缩中摇摆、市场对美国政经环境稳定性和确定性出现动摇，并衍生出对美元资产的重估意愿； 3) 微观动能缺乏：美股估值过高，而宏观缺乏稳定环境，微观企业营收、利润和前瞻指引缺乏进一步叙事，美股持有风险-收益比面临重估，美元资产占全球资产配置比重有所下行。

中国经济：Q1具备韧性，Q2回落，再给90天外需验证

Q1 中国经济整体表现超预期，财政发力迹象明显，经济



中国对美出口大幅回落，对东南亚和欧洲显著反弹，整体出口订单回落

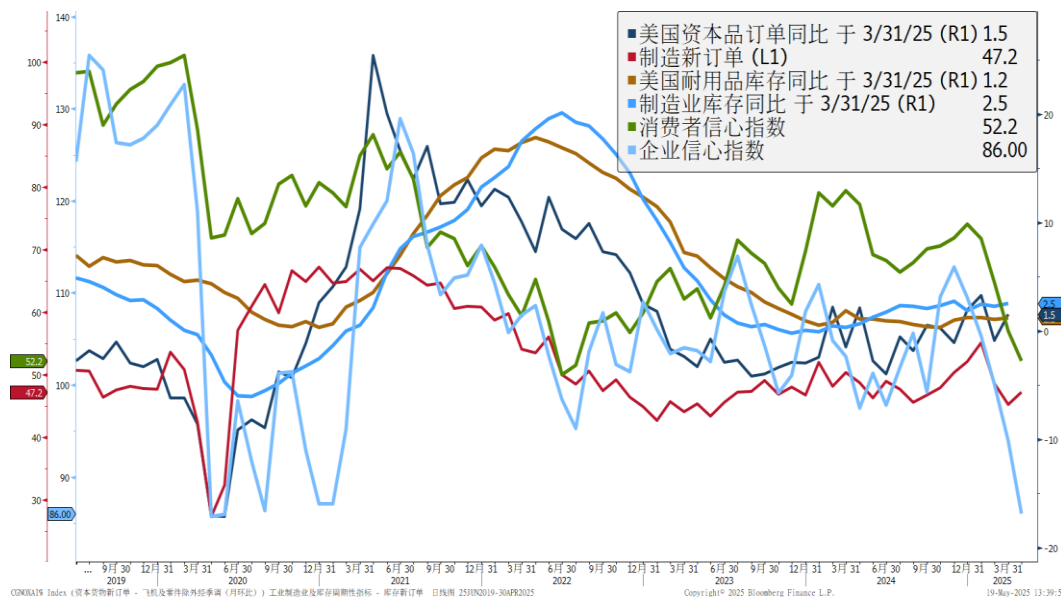
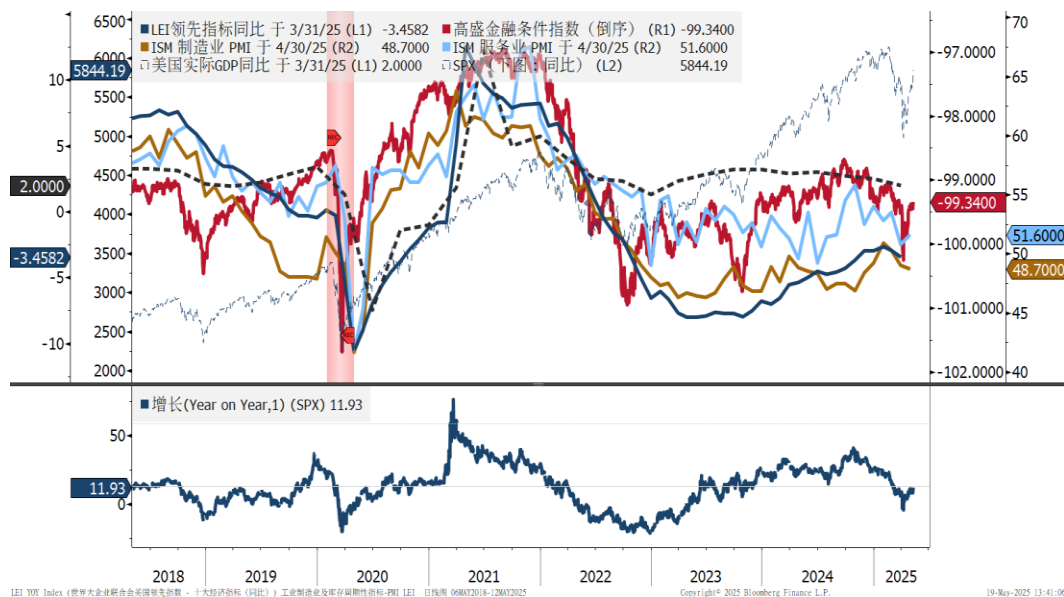


- ◆ “抢出口”效用 + 国内逆周期政策使得中国 Q1 经济表现超预期，4月分开始外部需求整体下行，但区域分化明显，对美出口同比下滑至-21%，但对东南亚21%、对欧洲8.2%皆大幅上行。对美出口仍旧显著拖累整体4月外需，中国PMI制造业新出口订单下滑至44.7，整体PMI也进入到收缩区域。
- ◆ 从外部需求看，对美下跌，对欧、东南亚、非洲等地明显上升，5月份维度看外需整体表现具备总量韧性，考虑到中美关税申明后90天豁免期，4月份下行的新出口订单有望回升，**后90天“抢出口”动能较2024年9月份至2025年4月份力度相比如何，是当前对宏观需求判断的核心问题。**

制造业、库存周期：前瞻指标回落，但观察后续是否有改善

美国金融条件指数有所收紧，传导至周期指标回落，但幅度上尚不深

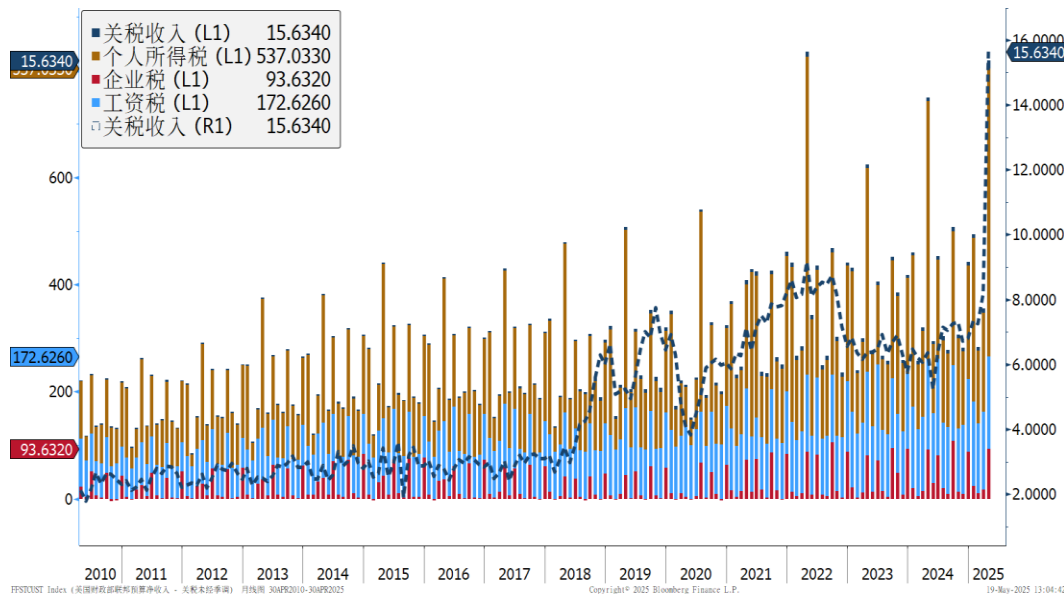
消费者信心和企业信心指数快速下滑，观察联合声明后是否有企稳反弹



- ◆ 从制造业、库存周期看：1) 金融条件指标 (FCI, 衡量股市、利率、信用利差和流动性等) 对周期具有领先意义, 于2024底至4月初明显走弱, 传导至周期指标走弱, 但4月中旬有明显反弹, 但年内趋势仍旧维持下行。
- ◆ 2) 消费者信心和企业信心指标走弱, 企业资本开支意愿大幅下滑, 传导至资本品订单同比作为制造业先行指标疲弱, 而近期关税下降后是否会改善消费者和企业家信心, **从逻辑上看应有正面贡献, 故而近期需要关注前期承压的消费和企业调查类“软数据”是否改善。**

关税收入和市场情绪：4月关税收入激增，但难改收支大局

4月美国政府收入中关税收入激增，但关税收入占比政府收入仍旧微小



贸易政策不确定指数与短端通胀预期相关，近期两者改善有助于特朗普支持率回升



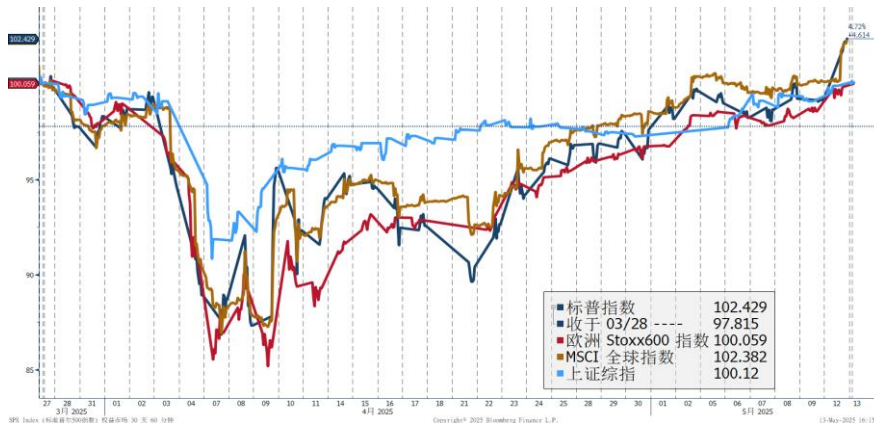
- ◆ 4月美国财政收入中关税收入激增，近乎翻倍，录156亿美元。但尽管关税收入大幅提升，关税收入占比美国财政收入仍旧微小，个人所得税、工资税和企业税等是美国财政收入主要来源。这意味着，剧烈提升关税并不能为平衡美国财政收支带来本质变化，相反，若因贸易政策导致经济预期和动能下行，并使得就业部门受损，反而会使得权重更大的关键税源减少。
- ◆ 4月中旬，全球贸易不确定性指数和美国短端通胀预期见顶回落，风险情绪反弹，特朗普支持率有所回升。

市场反应：权益市场收复失地，防御转进攻，滞胀忧虑缓解

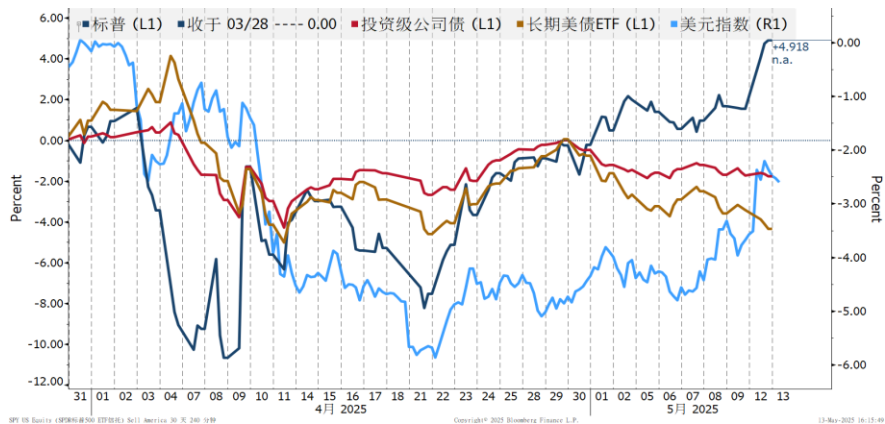
全球贸易不确定指数在4月初触到顶峰后回落，跨市场波动率伴随回落



全球主要宽基指数悉数收复4.2“关税日”后失地



美股收复失地，贸易环境边际稳定缓和了剧烈“去美元化”的忧虑，美元指数有所企稳反弹，长期美债和企业债尚低于“关税日”



权益板块内部，4月底从“防御性”配置转为“进攻型”配置，高盛“滞胀”一揽子指数回落

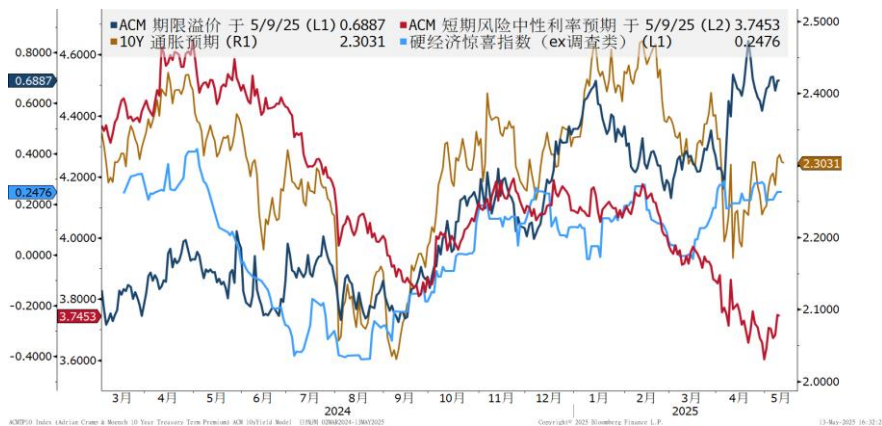


市场反应：美债频繁受供给端因素冲击，商品呈现Back结构

全球主要央行中，对2025年年底货币政策预期较“关税日”前变化不大，市场计价给出联储全年2-3次降息空间



ACM模型中，短期中性利率偏低，但硬数据韧性等因素导致期限溢价偏高，10Y美债整体收益率录在偏高位置



现实需求具有韧性但预期疲弱，商品价格结构上出现普遍的Back结构，故虽预期剧变，但商品方向“进退两难”



商品相对强弱看，金/银、铜、油比整体伴随贸易政策不确定指数抬升，但比价回落幅度目前看滞后于贸易前景缓和

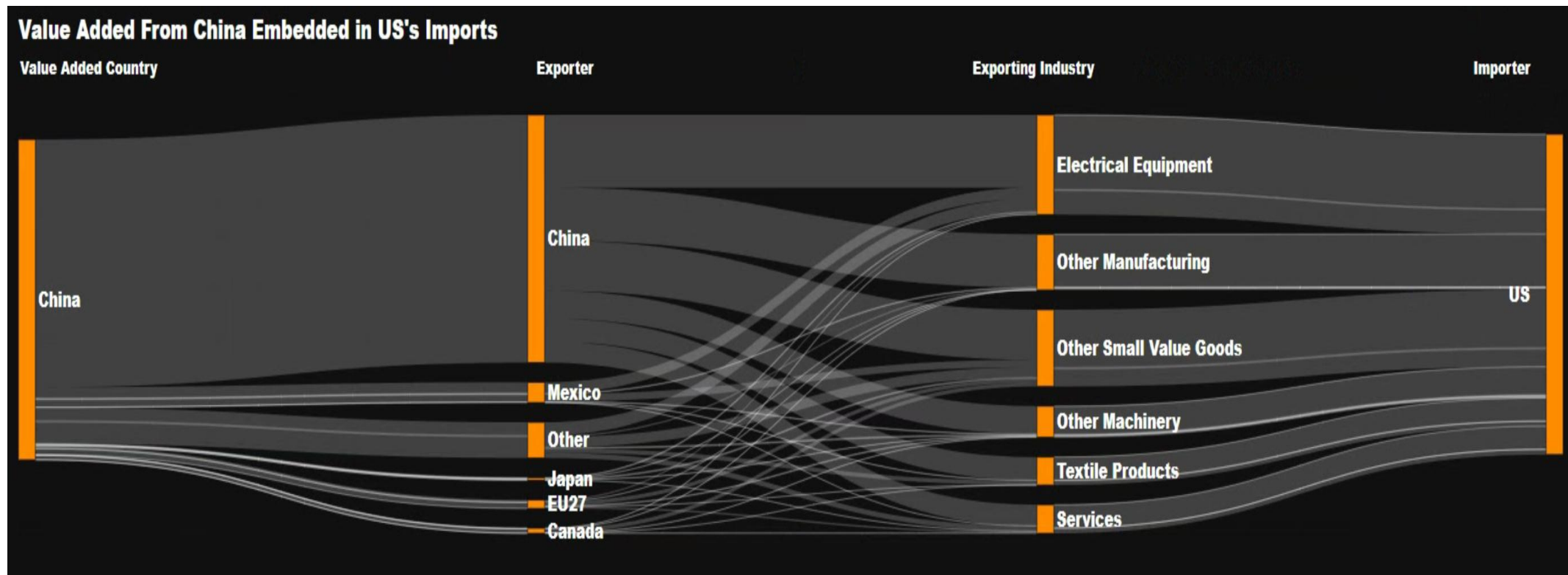


关税政策剧变下 供应链和贸易流如何应对

02

从美国贸易流中源自中国价值链增加值理解中美贸易关系

在美国进口贸易流中，来自于中国的价值链增加值占据显著地位，中美“贸易脱钩”短期不具备现实意义



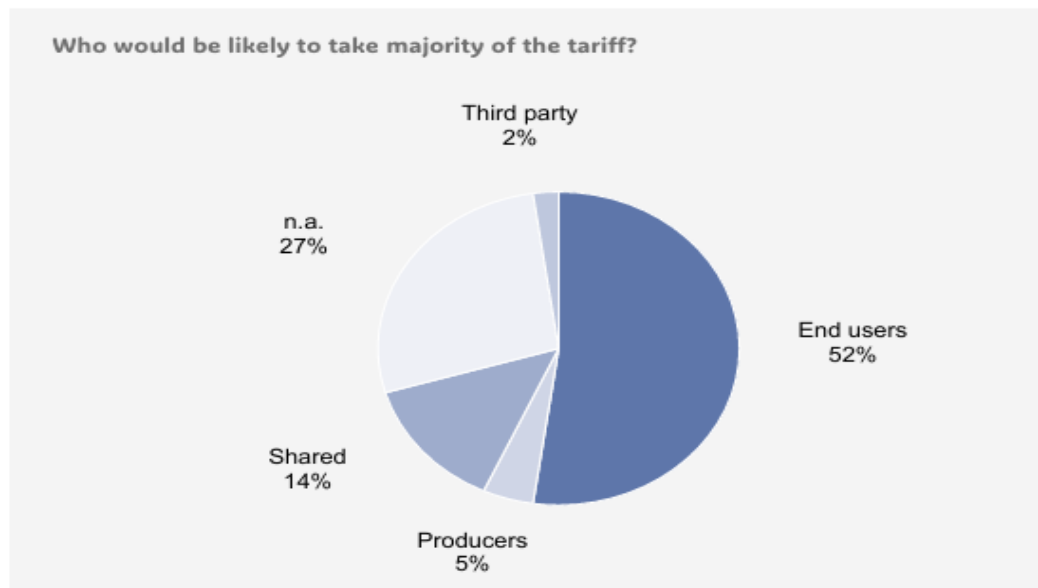
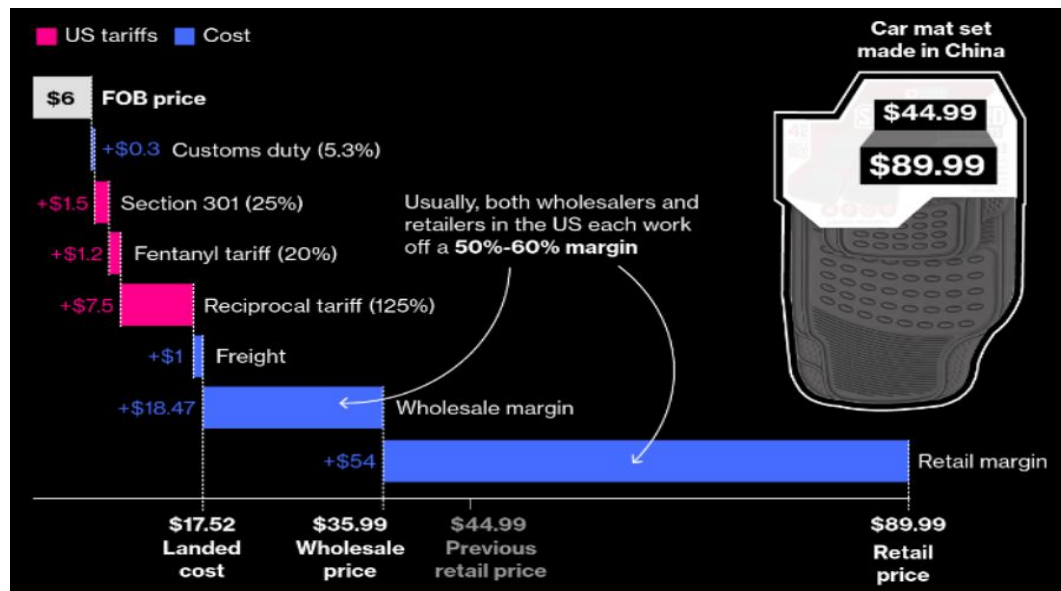
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

- ◆ 中国直接出口美国价值链增加值约为4500亿美元，占比美国进口价值链中中国增加值总额77%，通过对其地区贸易流的间接增加值，在美国总进口中，中国价值链增加值约为5840亿美元。
- ◆ **现实背景一：**这意味着中美贸易和供应链连接融合之深，使得中美短时间内的“贸易脱钩”不具备现实意义，也解释了特朗普对中国关税只能“高拿轻放”，边际缓和寻得双方政治和经济诉求的平衡点是必然之径。美财长贝森特表示，中美本次重要成果是建立了“日内瓦机制”，即双方保持沟通，避免再现前期关税不断升级的局面，中美再度从“剧烈脱钩”转为“缓慢脱钩”。

从美国消费品涨价的构成上理解本轮贸易战的最后承担者

前期极端关税背景下，美国终端消费涨价传导的成分拆分

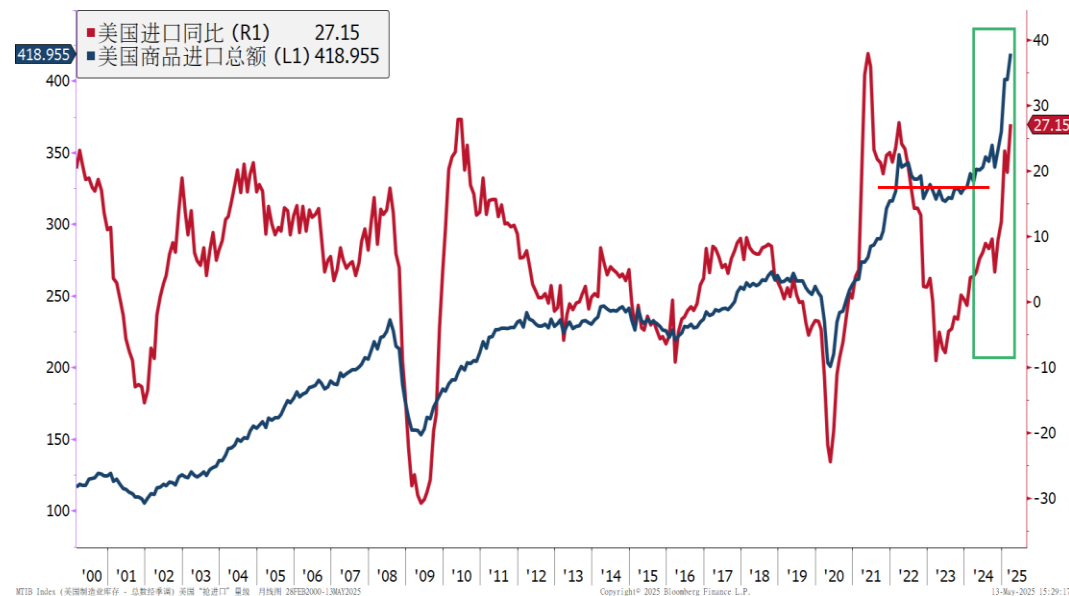
高盛贸易链调查显示过半的美国企业认为关税成本最终将由消费者承担



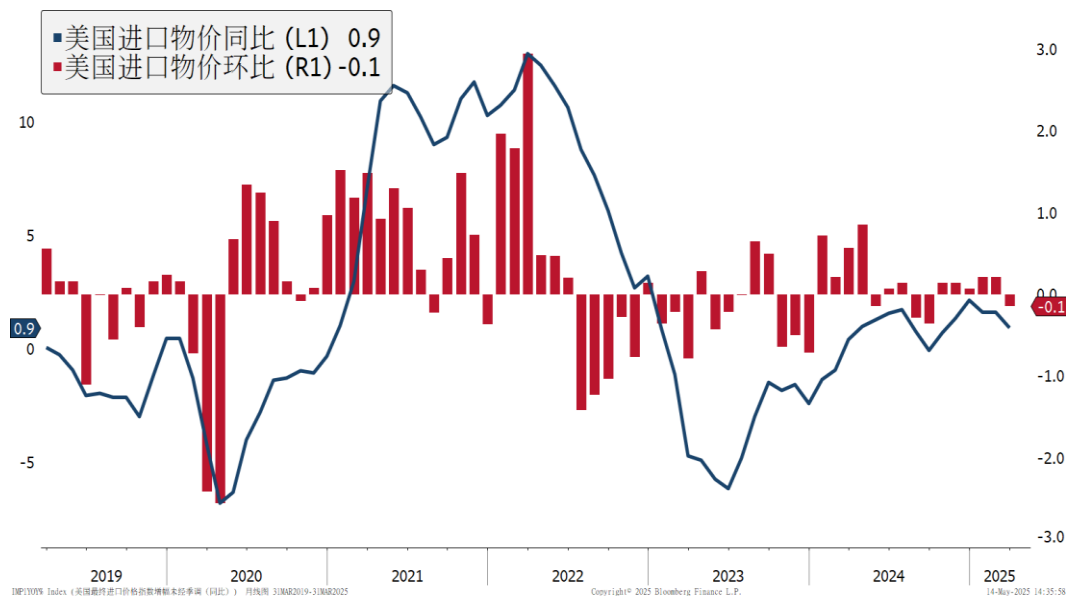
- ◆ 左图以汽车脚垫为例，显示在承担301关税+芬太尼关税+对等关税后，最终呈现给美国消费者价格从44.99美元提升至89.99美元，其中到港价格仅为6美元，全部完税后为17.52美元，而美国批发商和美国零售商为了保持50%-60%利润（Trade Margin），才使得基数效应（从7-8美元上升至17.52美元）传导至终端价格如此剧烈，较关税几乎翻倍。而于此同时，高盛周度贸易流调查报告显示，过半美国企业认为前期极端关税的承担方为美国消费者，仅有5%认为由制造者（中国）承担——中国制造业利润率已处较低位置。
- ◆ **现实背景二：**关税成本承担恐怕只能是美国消费者+美国企业。关税对非美构成需求冲击，对美国构成成本-通胀冲击，而前期终端消费品提价后的成本分项中，来自关税的占比并不高，更大的比例是未来满足美国批发和零售商的利润需求（远超中国出口制造业利润）。这样的提价逻辑，又认为美国消费者将最终承担，并不符合和当前美国宏观经济趋势判断，价格传导或将不畅，最终企业将会缩减利润空间。

美国进口视角：2个月消费品超额进口，进口价格变化不显著

自去年9月至今年3月，美国进口同比和商品进口总额快速上升



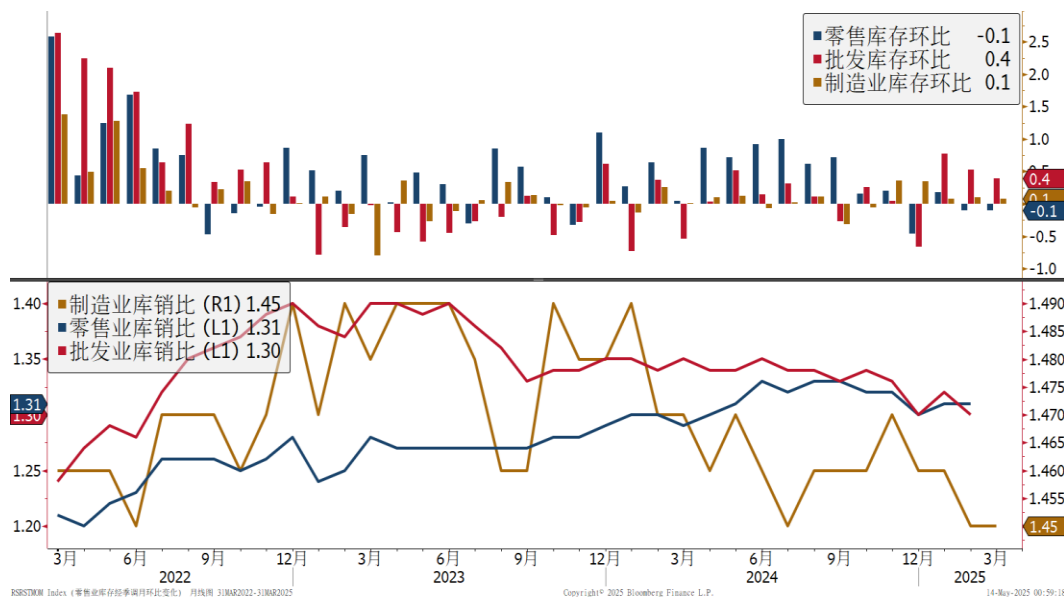
消费者信心和企业信心指数快速下滑，观察联合声明后是否有企稳反弹



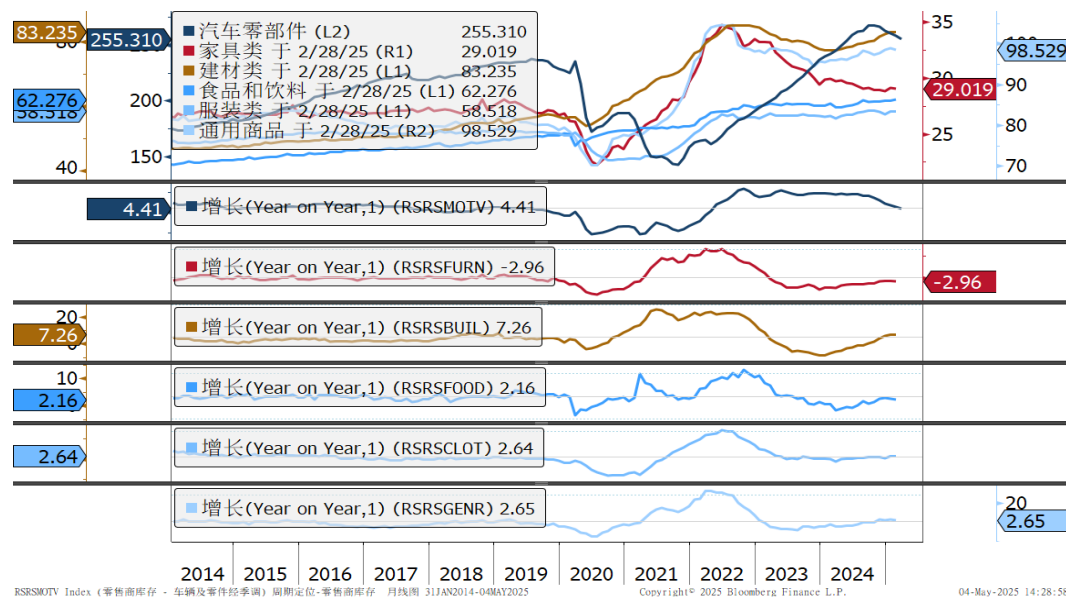
- ◆ 自去年9月以来（实体经济开始规划关税风险），美国进口（尤其是消费品）同比增速快速上行。我们采用此期间美国“超额进口”概念作为分析路径： $2024年9月至2025年3月期间的美国商品超额进口额 = (202409-202503) 进口额 - (202109-202409三年月度平均) 进口额 * 7个月 = 3422亿$ 。
- ◆ 我们曾大致匡算4月份后中国对美放缓，去年9月至今超额进口总量约3500亿美元。1) 相对于多出1个月的美国商品进口额；2) 相当于2个月的美国商品销售额中来自于进口部分（美国零售销售中商品消费占比70-85%，其中对进口的依赖比重大致在25-35%）。
- ◆ **基本结论：**1) 美国自去年9月份以来的“超额进口”，较正常情况下多为美国商品消费大约多补了2个月的进口库存。2) 2个月的进口库存为美国消费品物价提供缓冲；3) 中美联合申明给出90期限，5月份后超额进口或仍有动力，关注高频物流数据。

美国库存视角：过去两个季度尚未形成明显库存上升

美国批发、零售和制造业库存环比变化及库销比趋势



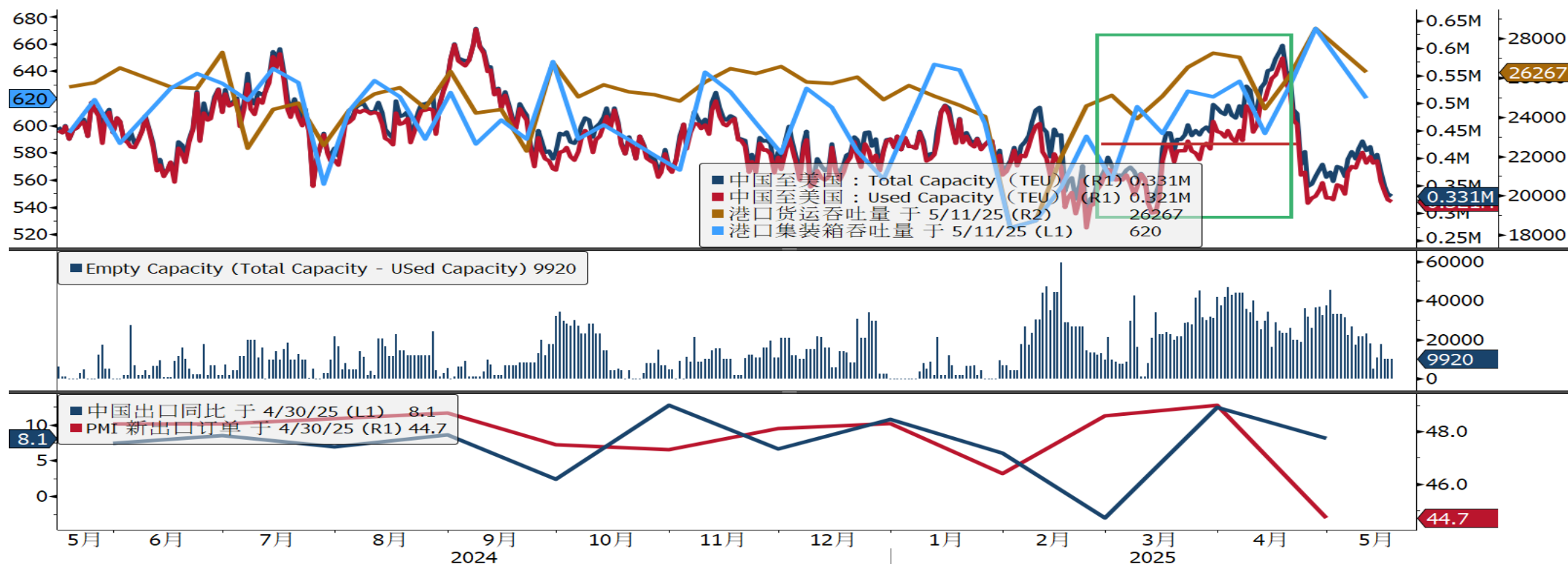
美国零售端库存分项库存形成力度尚未出现明显扰动



- ◆ 理论上，美国企业的补库时间节点是：1) 2024年9月，特朗普胜率显著领先，特朗普2.0交易开启之后；2) 等待4.2对等关税之前；3) 4.2后对非中国国家关税豁免期。中国芬太尼关税的时间点企业并不能预期，4.2对等关税的概念和幅度也超出市场预期，后续中美双向升级也完全难以预判，因此企业既有补库意愿、又有准备时间的节点是2024年9月后，4.2对等关税节点前后事实上企业难以做出及时反应。
- ◆ 从批发、零售和制造业库存环比变化看（截止3月），批发业2025年Q1库存环比增加，制造业2024Q4库存环比增加，零售业变化不显著维持常态季节性补库为主，三者库销比皆有所下行。从零售端分项板块的库存绝对量和同比趋势看，整体没有体现出明显基于关税节奏出现强补库行为。

中美物流视角：中美航运有所反弹，以高频物流数据探需求

中国-美国物流（日度）、中国港口货运数据（周度）及出口宏观指标



TRVSDCVW Index (Dry Cargo Vessel TEU CN to US) 中国到美国货物海运量VS整体运量 日线图 16MAY2024-19MAY2025

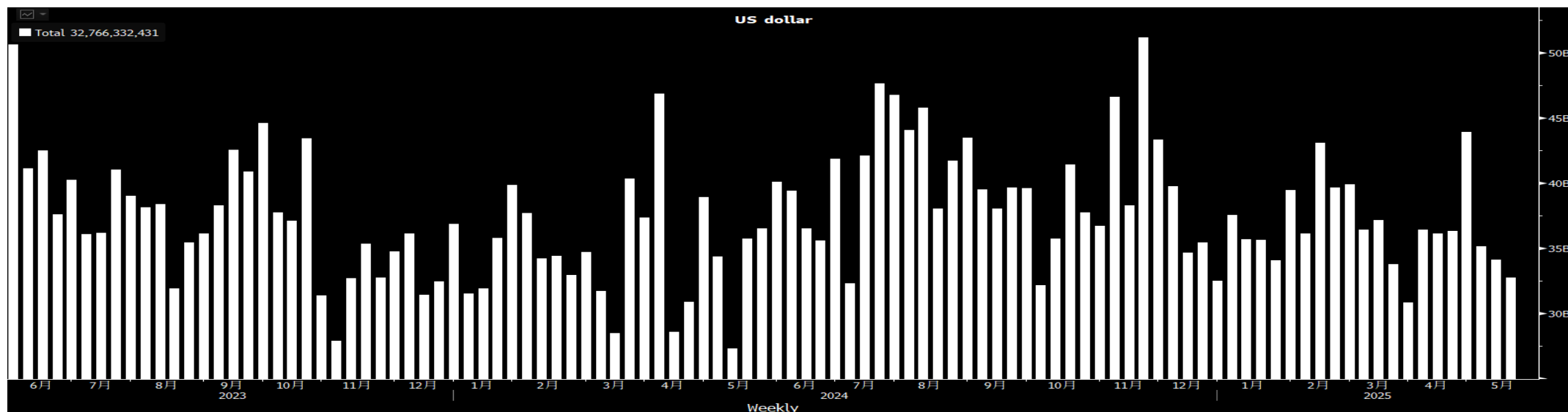
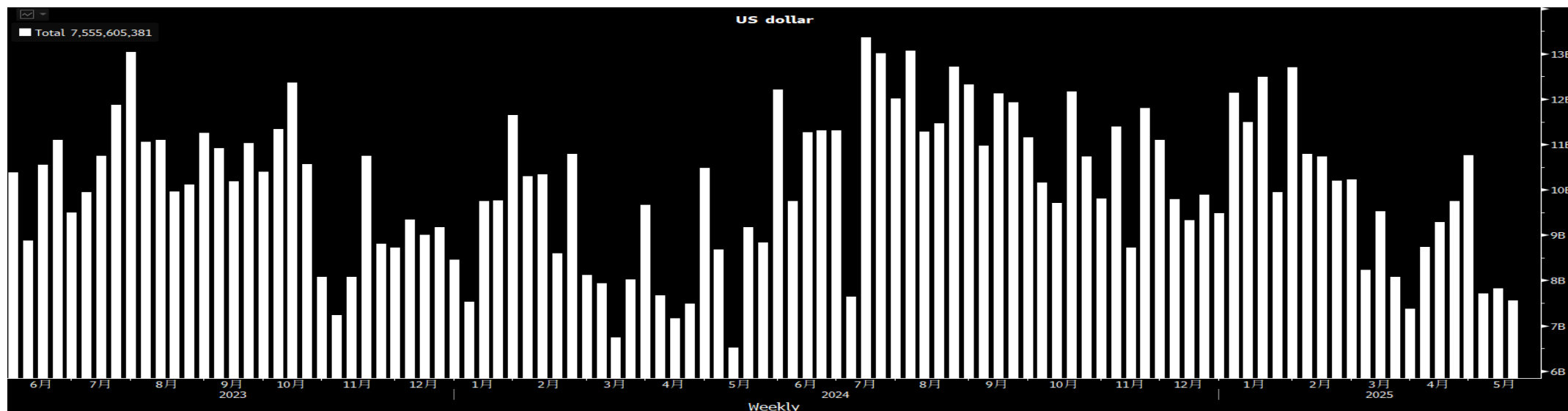
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

19-May-2025 13:22:44

◆ 从物流角度看，去年9月份至今年4月中旬，中国至美国航运以及中国港口货运整体水平明显高于过去同期水平，春节后，中国整体航运反弹力度明显更快，直至中美航运4月中旬快速回落，并于5月初触底反弹。日内瓦联合声明后，中美日频航运改善并不显著，反而在近期掉头向下。

到港物流视角：美国进口提单周度数据较4月出现明显下滑

上图：美国-中国进口提单周度数据（USD）， 下图：美国总体进口提单周度数据（USD）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

从集运看贸易：
以美线集装箱运输视角
高频追踪美国补库行为

03

美国库存周期定位：中性补库周期的下半场

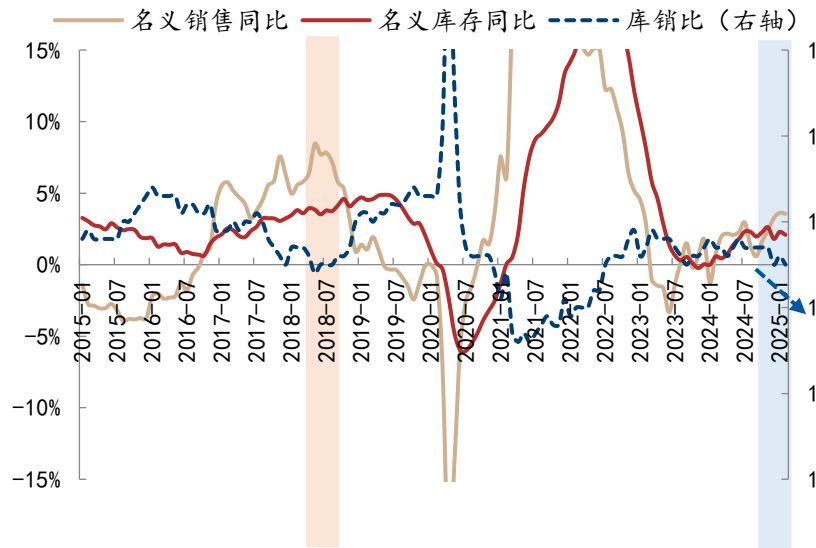
◆ 在2024年1月名义库存同比迎来拐点后，1月实际库存同比增速见底回升夯实了美国库存周期的底部，至今美国补库周期已持续了15个月。

◆ 从美国名义库销比水平来看（2月），2024 Q4至2月销售增速整体快于库存增速，库销比从1.37下行至1.35，与2018年6-8月持平。批发商、零售商、制造商库销比相较2018年彰显差异（或与疫情扰动有关）：制造商明显高于2018年同期，零售商显著低于2018年同期，批发商略高于2018年同期。考虑到3-4月美国进口同比增速与1-2月基本持平，而美国销售同比动能平稳，预计3-4月名义库销比延续下跌趋势，库存面临紧缺压力。

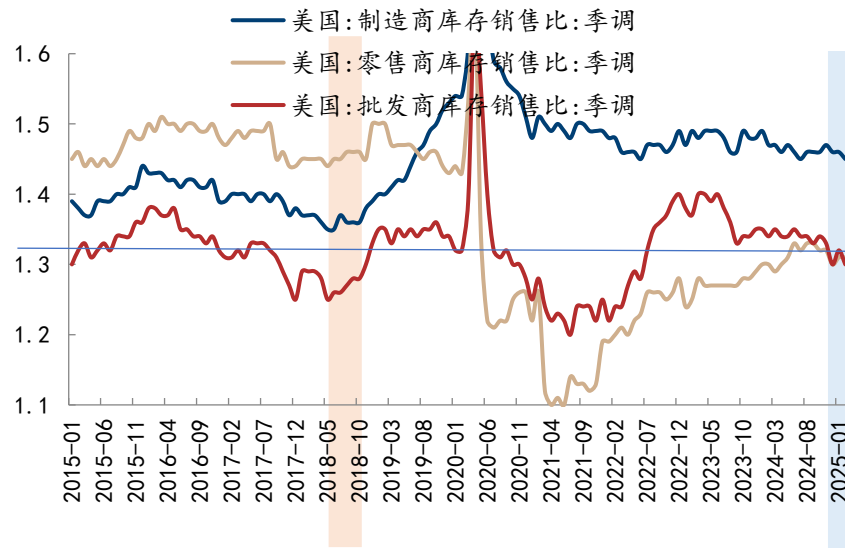
◆ 年度级别来看，2024年美国进口箱量同比增长12.6%，2025年1-4月同比增速亦保持在12%附近，低于2021年补库周期（≈17%），高于2017-18年补库周期（≈7%）。

◆ 自去年9月以来（实体经济开始规划关税风险），美国进口同比增速维持相对高位，11月触及顶点。在此期间，美国“超额进口箱量”=（202409-202504）进口箱量-（202109-202409三年月度平均）进口箱量*8个月 = 162万TEU，相当于多出0.7个月的美国进口箱量。

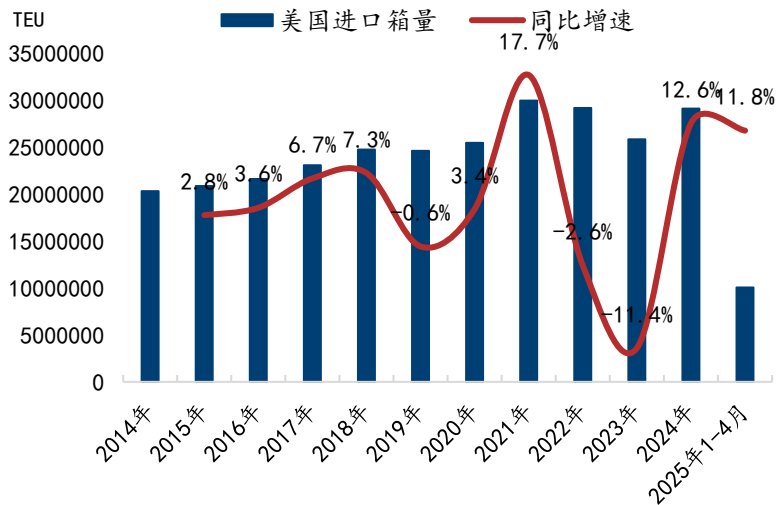
2024 Q4至今美国销售增速整体快于库存增速，库销比下行



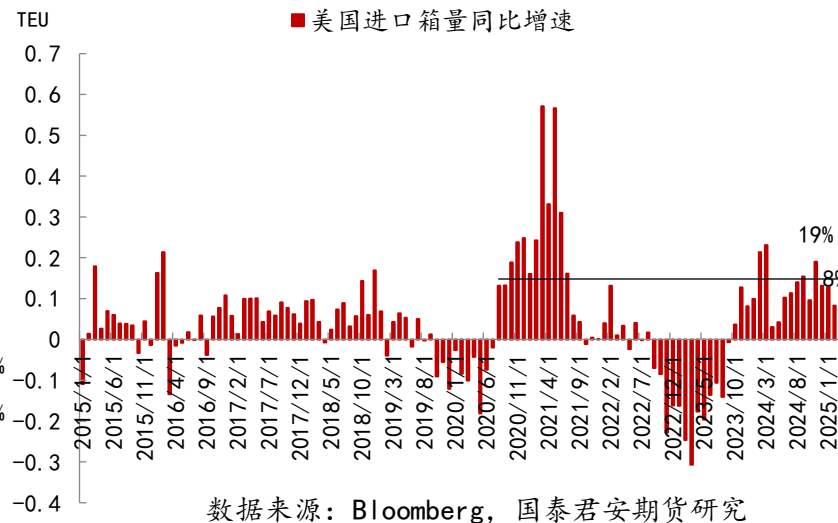
美国名义库销比：制造商明显高于2018年同期，零售商显著低于2018年同期，批发商略高于2018年同期



2024年、2025年1-4月美国进口箱量同比增速在12%附近



去年9月至今年4月，美国进口同比增速位于8-19%区间



数据来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

美国对华关税短期难言轻易结束

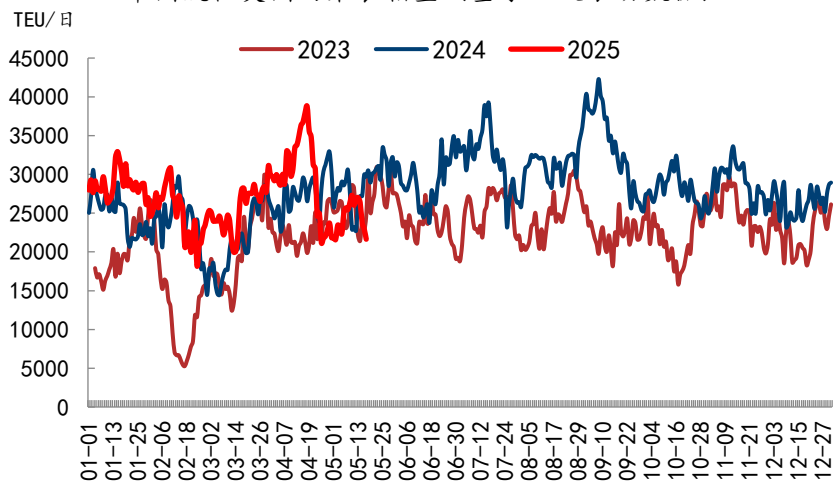
◆ 以彭博根据AIS测算的美线货量数据来看，4月下旬中国出口美国货量减少46%，5月17日货量数据与3月上旬基本持平。美线短期以关税前存量订单出运为主，订舱爆舱有货代囤积和炒作舱位的水分，需关注6月上旬美线退关率以及新订单的出运计划。

◆ 90天关税豁免期从5月14日持续到8月14日，按美国清关时间算。考虑到美西2周、美东3-4周的运输时间，最晚7月底中国这边的发运窗口期关闭，意味着6-7月存在抢运预期。由于美线每年备货关键时间及旺季一般是7-9月，不排除今年旺季前置、时间缩短的可能。从中美博弈角度来看，4月初关税战爆发时未有缓冲期，美国贸易商准备并不充分；此次中美快速达成一致，或与美国库存走弱有关。在接下来的3个月窗口期美国或进行补库，为后续谈判谋求更多时间来换空间。

◆ 美线运费从21周（5月19日-5月25日）开始上涨，FAK美西3091美元/FEU，美东4069美元/FEU。6月上旬美线船东坚决推涨，目前市场趋同，美西、美东推涨价位分别在6000、7000美元/FEU附近，快要触及去年旺季的价格。

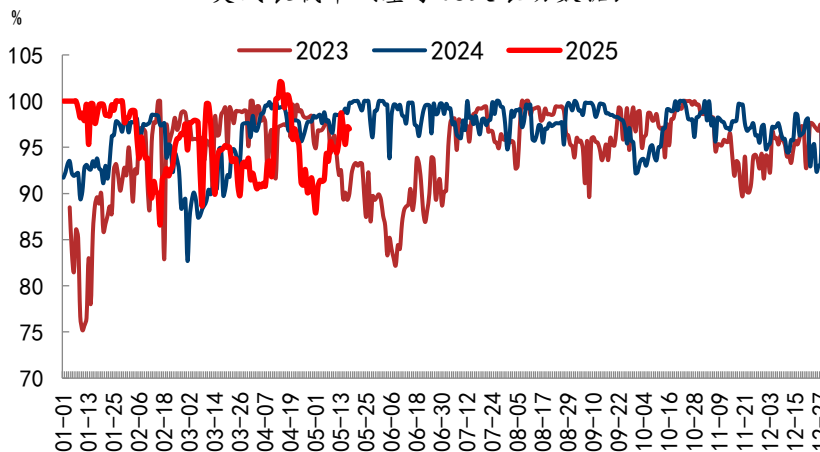
短期以关税前存量订单出运为主，预计出到6月中旬

中国发往美国的集装箱量（基于15天滚动数据）

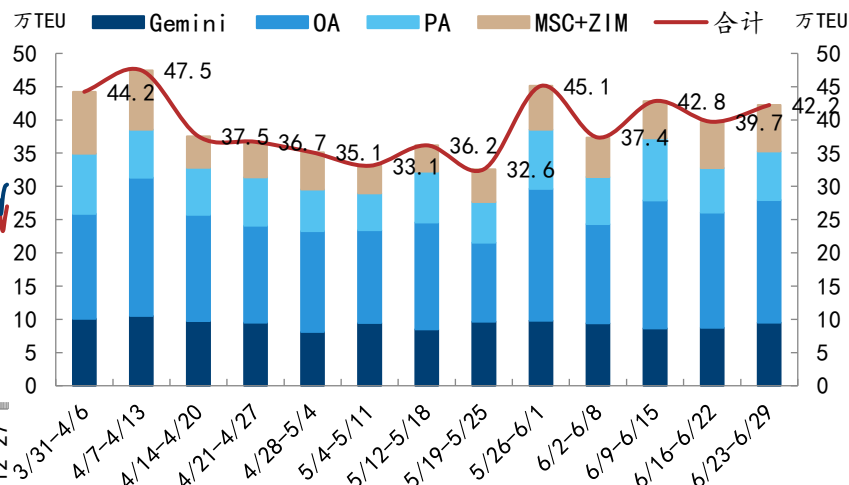


美线装载率自5月初触底反弹，5月中旬回升到97成附近

美线装载率（基于15天滚动数据）

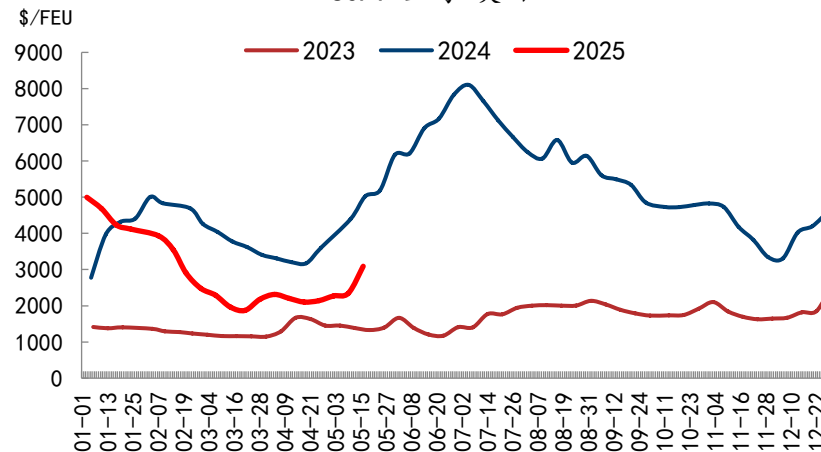


船东拉船回美线，调整周期在3-4周；最快航线5月底回归，大部分航线6月陆续回归（5月20日更新）



第21周美西FAK报3091 \$/FEU，环比+31.7% (744 \$/FEU)

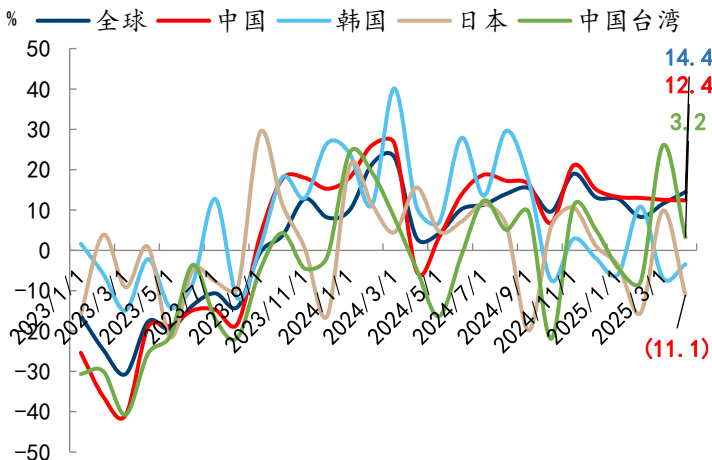
SCFI 上海-美西



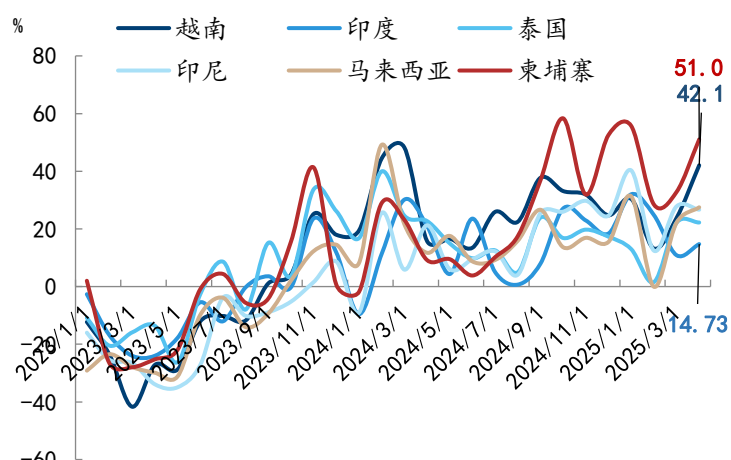
美国进口视角：4月美国对东南亚国家进口箱量增速明显上升

- ◆ 美国海关海运进出口提单数据显示，4月美国进口集装箱量增速平稳，对东盟国家维持高增。4月美国进口集装箱总量为253.2万TEU，同比增速+14.5%。对中国进口箱量为91.1万TEU，同比增速+12.4%。对越南、柬埔寨等东盟国家进口箱量增速快速上升。
- ◆ 统计2024年美国分行业进口箱量，货量排名前五的行业分别为家具、核反应堆&机械设备、塑料制品、电机电气、汽车。

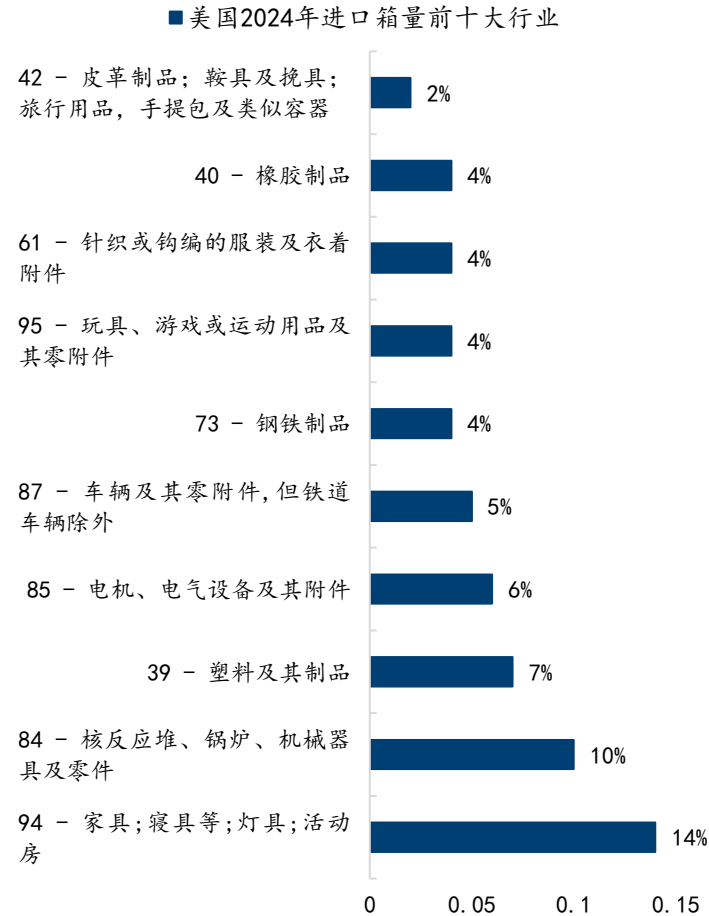
美国自主主要亚洲国家&地区进口箱量增速



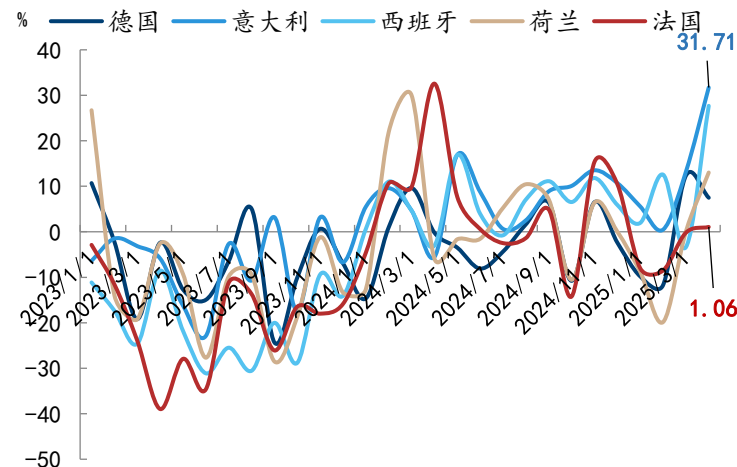
美国自东南亚和南亚国家进口箱量增速



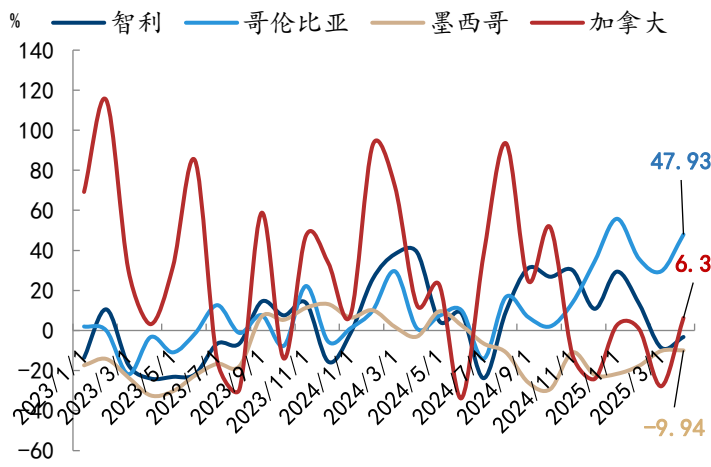
前五大行业进口约占美国进口总箱量的40%



美国自主主要欧洲国家进口箱量增速



美国自主主要美洲国家进口箱量增速

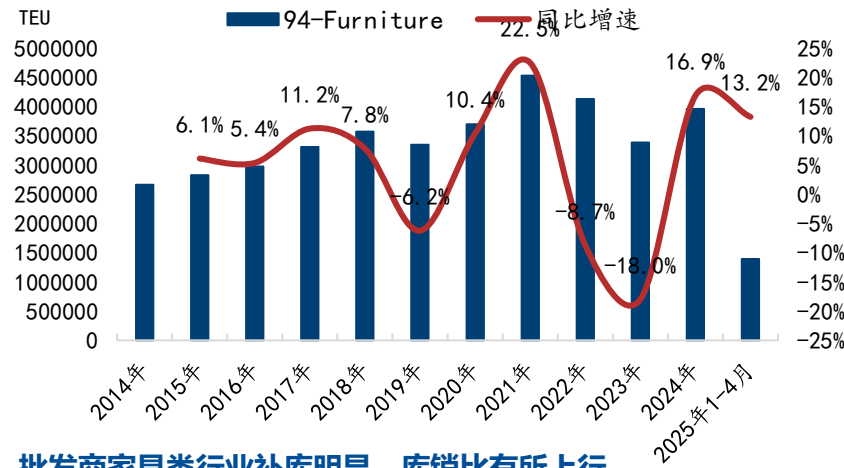


资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

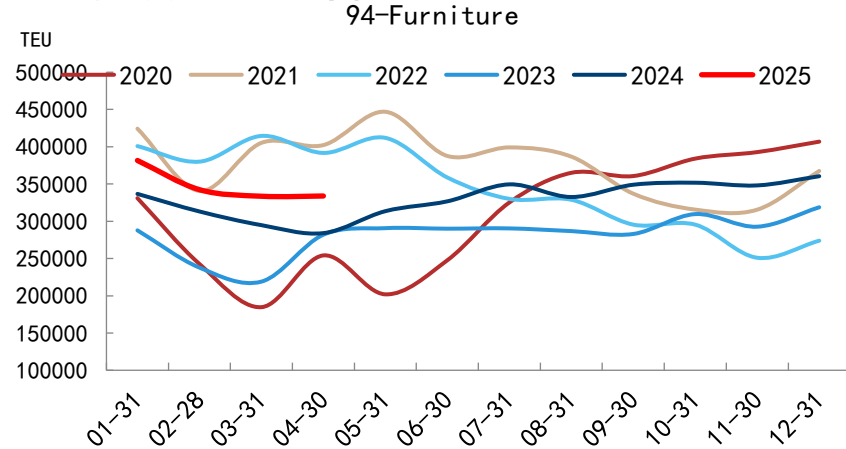
美国分行业进口视角1：94-家具

- ◆ 2024年，94-家具进口货量占美国总进口比例达14%，货量排名第一。2025年1-4月家具进口箱量同比上涨13.25%，维持10%+的高速增长。
- ◆ 美国批发商家具及家居摆设行业在2022年下半年-2023年处于去库阶段，2022、2023年美国进口家具箱量分别同比下滑8.7%、18%；经历1年半的去库周期后，家具行业库销比从2.3下降到1.8附近。2024年开始补库，一直持续到今年3月份；库销比从1.8回升到2.1附近。考虑到3-4月美国进口家具同比增速高于1-2月，而批发商销售同比动能平稳，**预计3-4月名义库销比延续上涨，下半年补库动能有可能减弱。**
- ◆ 中国的家具份额在2024年是54.43%，2025年跌到51.94%。份额主要流失到越南、马来西亚、印尼，印度、泰国、柬埔寨；其中越南的份额从2024年的23.54%涨到2025年的26.77%。

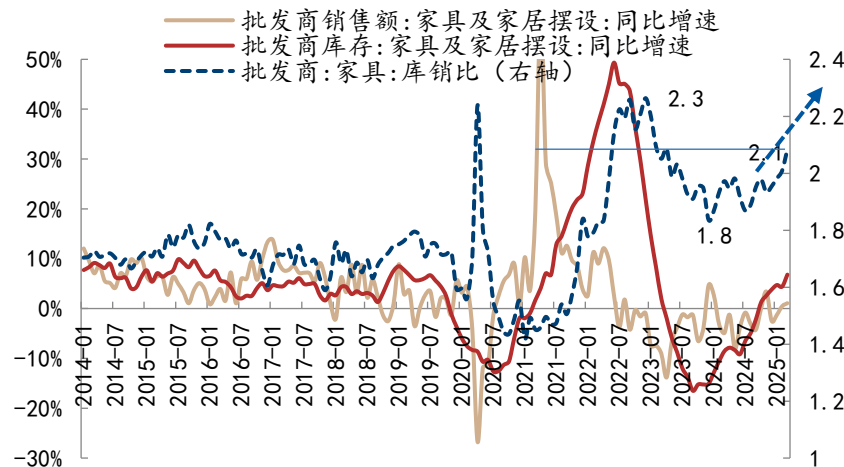
2025年1-4月，美国进口家具类箱量同比+13.2%



94章家具类商品进口季节性



批发商家具类行业补库明显，库销比有所上行



2025年1-4月，中国占美进口家具份额下滑，越南等东南亚国家回升

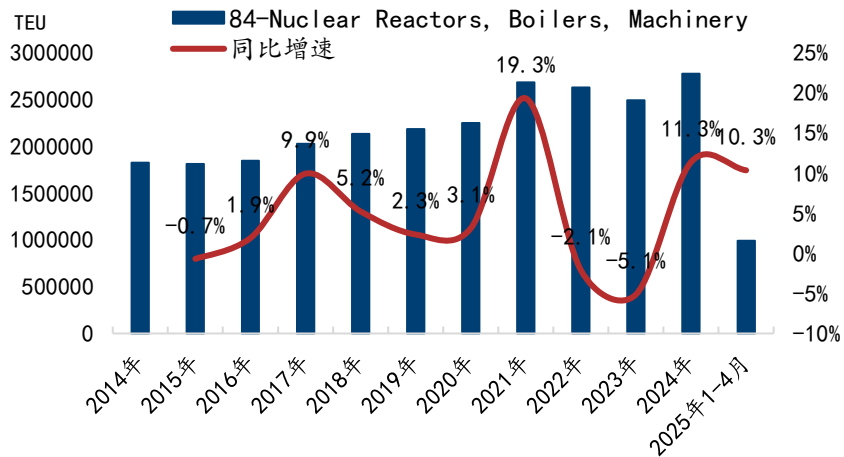
进口国家	2025 1-4月		2024 1-4月		2019 1-4月		2018 1-4月	
	TEU	%	TEU	%	TEU	%	TEU	%
中国	722748	51.94	668856	54.43	720654	66.50	778930	70.13
越南	372486	26.77	289187	23.54	160843	14.84	142300	12.81
马来西亚	46108	3.31	36490	2.97	35835	3.31	32691	2.94
印度尼西亚	37523	2.70	31247	2.54	23523	2.17	21990	1.98
印度	28088	2.02	24476	1.99	18608	1.72	16465	1.48
泰国	25884	1.86	17249	1.40	4808	0.44	4332	0.39
意大利	20561	1.48	19050	1.55	16157	1.49	15200	1.37
中国台湾	18439	1.33	19562	1.59	18592	1.72	15601	1.40
韩国	17147	1.23	17669	1.44	7080	0.65	5983	0.54
柬埔寨	16561	1.19	8385	0.68	3020	0.28	1038	0.09
全球	1391517		1228727		1083638		1110762	

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

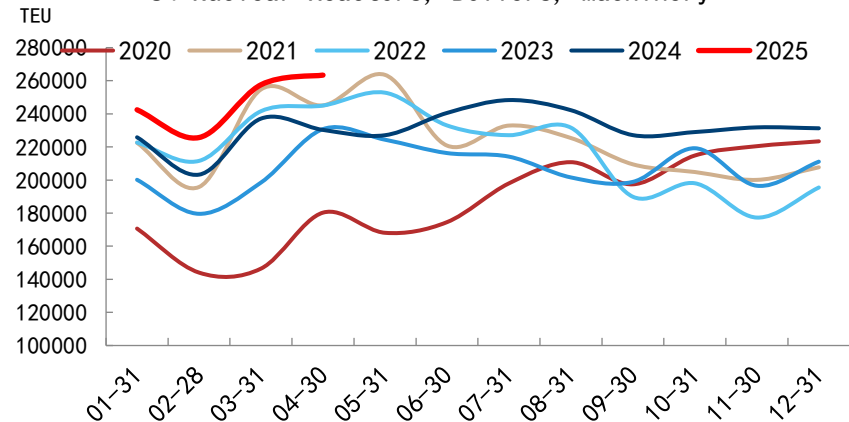
美国分行业进口视角2：84-核反应堆、锅炉、机械器具及零件

- ◆ 2024年，84-核反应堆、锅炉、机械器具及零件进口货量占美国总进口比例达10%，货量排名第二。2025年1-4月核反应堆、锅炉、机械器具进口箱量同比上涨10.3%，维持10%+的高速增长。
- ◆ 美国批发商机械设备在2022年Q4至2024上半年一直处于主动去库阶段（库存降、销售降），2023年进口箱量下滑5.1%，2024年下半年开始进入被动去库阶段（库存降、销售增），进口增加，2024年进口箱量上涨11.3%。从库销比来看，当前行业库销比在2.9附近。考虑到3-4月美国进口家具同比增速高于1-2月，而批发商销售同比动能平稳，**预计3-4月名义库销比延续上涨，下半年去库动能或增强。**

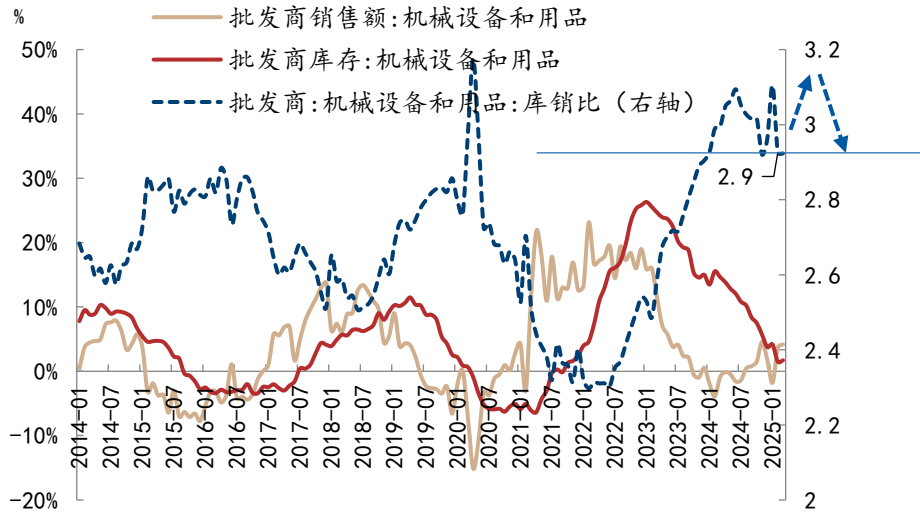
2025年1-4月，美国进口核反应堆、机械器具箱量同比+10.3%



84章核反应堆、锅炉、机械器具及零件进口季节性



批发商机械设备2024年下半年开启被动去库，库销比高位震荡



2025年1-4月，中国占美进口（核反应堆、锅炉、机械器具及零件）份额上涨，韩国、日本份额下滑

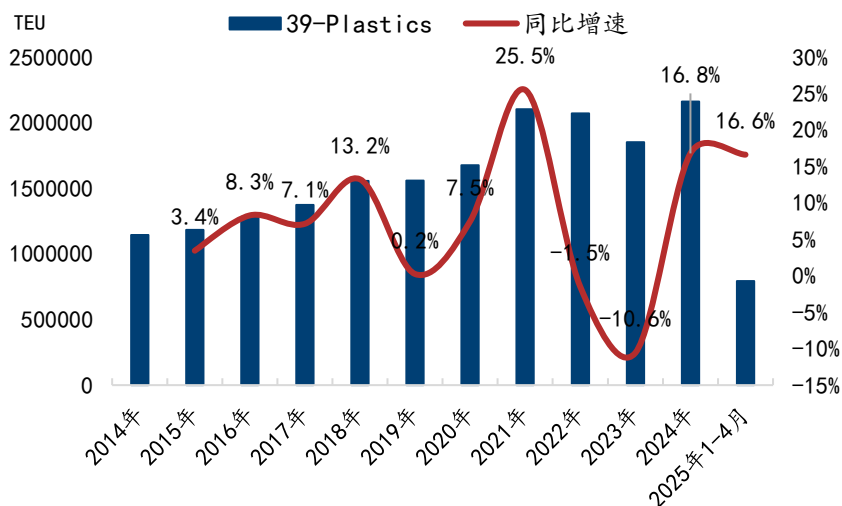
进口国家	2025 1-4月		2024 1-4月		2019 1-4月		2018 1-4月	
	TEU	%	TEU	%	TEU	%	TEU	%
中国	447374	45.23	369978	41.27	324788	43.75	332213	49.44
韩国	92911	9.39	109421	12.20	64065	8.63	54579	8.12
泰国	74396	7.52	56767	6.33	33020	4.45	21234	3.16
越南	68726	6.95	45932	5.12	46962	6.33	14313	2.13
德国	52095	5.27	50876	5.67	42296	5.70	38446	5.72
日本	48600	4.91	53893	6.01	52310	7.05	48956	7.29
印度尼西亚	37523	3.79	31247	3.49	23523	3.17	21990	3.27
印度	27149	2.74	23254	2.59	11253	1.52	10857	1.62
意大利	28876	2.92	29400	3.28	26131	3.52	22038	3.28
中国台湾	23412	2.37	23235	2.59	22082	2.97	20143	3.00
全球	989121		896531		742343		671978	

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

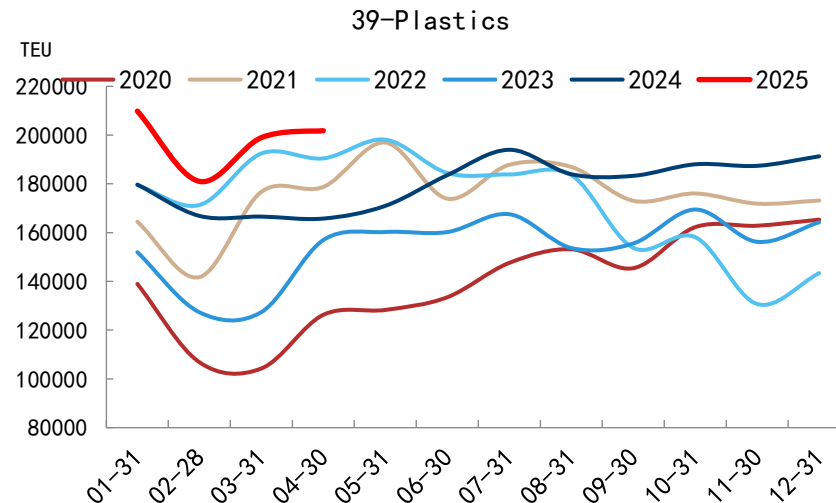
美国分行业进口视角3：39-塑料及其制品

◆ 2024年，39-塑料及其制品进口货量占美国总进口比例达7%，货量排名第三。2025年1-4月39章塑料及其制品进口箱量同比上涨16.6%，与2024年全年进口增速基本持平，维持高增长。

2025年1-4月，美国进口塑料及制品箱量同比+16.6%



39章塑料及其制品进口季节性



2025年1-4月，中国占美进口塑料及其制品份额维持平稳

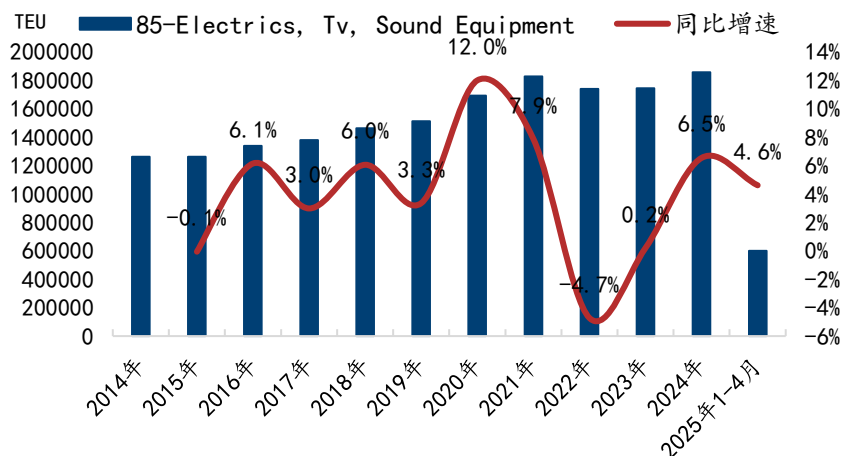
进口国家	2025 1-4月		2024 1-4月		2019 1-4月		2018 1-4月	
	TEU	%	TEU	%	TEU	%	TEU	%
中国	395232	49.93	339813	50.06	236623	46.52	231050	47.88
越南	78514	9.92	54426	8.02	15417	3.03	10533	2.18
韩国	50569	6.39	45907	6.76	32398	6.37	27219	5.64
中国台湾	36245	4.58	33546	4.94	30947	6.08	26735	5.54
泰国	24420	3.09	18288	2.69	11348	2.23	10047	2.08
德国	22113	2.79	21038	3.10	25484	5.01	24632	5.10
日本	21764	2.75	23038	3.39	19996	3.93	27294	5.66
印度	21504	2.72	17205	2.53	9989	1.96	9220	1.91
印度尼西亚	4514	0.57	3139	0.46	2311	0.45	2327	0.48
意大利	7994	1.01	5984	0.88	6959	1.37	6537	1.35
全球	791547		678859		508636		482569	

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

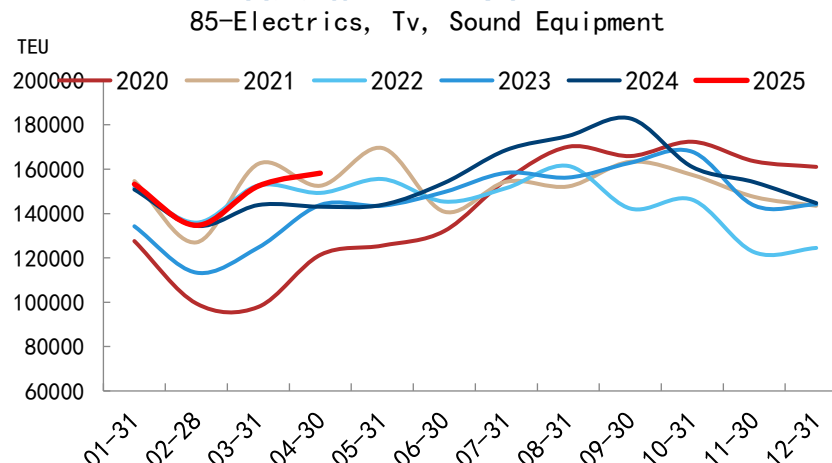
美国分行业进口视角4：85-电机、电气设备及其附件

- ◆ 2024年，85-电机、电气设备及其附件进口货量占美国总进口比例达6%，货量排名第四。2025年1-4月85-电机、电气设备及其附件进口箱量同比上涨4.6%。
- ◆ 美国批发商电机、电气设备行业在2022年下半年-2023年处于去库阶段，2022、2023年美国进口家具箱量分别同比-4.7%、+0.2%；经历1年半的去库周期后，电机、电气设备行业库销比从1.37下降到0.96附近。2024年开始补库，一直持续到今年3月份；但由于销售增速偏高，库销比维持在低位1附近。考虑到3-4月美国进口电机电气设备同比增速显著高于1-2月，但销售增速仍然偏高，**预计3-4月名义库销比低位震荡，下半年有强补库动能。**

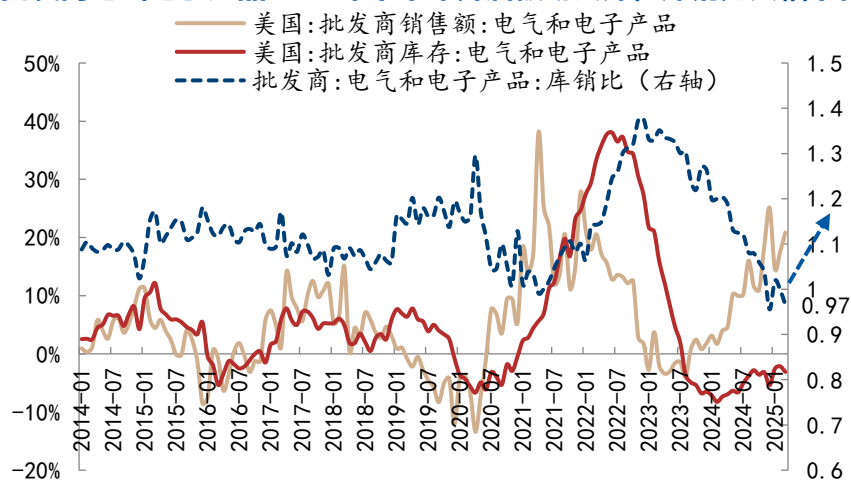
2025年1-4月，美国进口电机电气设备箱量同比+4.6%



85-电机、电气设备及其附件进口季节性



批发商电气电子产品2024年下半年开启被动去库，库销比大幅下行



2025年1-4月，中国占美进口电气电子产品份额上涨，越南、泰国份额下滑

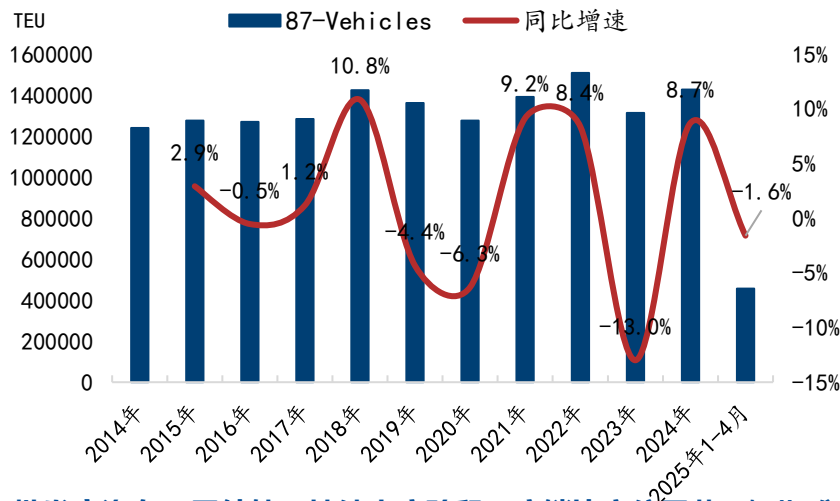
进口国家	2025 1-4月		2024 1-4月		2019 1-4月		2018 1-4月	
	TEU	%	TEU	%	TEU	%	TEU	%
中国	272610	45.54	243378	42.53	256343	58.78	264854	64.19
越南	95512	15.96	97499	17.04	19021	4.36	10860	2.63
韩国	37262	6.23	35320	6.17	18663	4.28	17523	4.25
泰国	27775	4.64	44199	7.72	12997	2.98	11913	2.89
印度	24282	4.06	14383	2.51	5472	1.25	4277	1.04
德国	15830	2.64	15061	2.63	10706	2.45	9317	2.26
中国台湾	15664	2.62	12961	2.27	16188	3.71	14327	3.47
日本	10921	1.82	10281	1.80	14728	3.38	12446	3.02
印度尼西亚	9952	1.66	6587	1.15	2374	0.54	2284	0.55
意大利	5918	0.99	5049	0.88	3225	0.74	2321	0.56
全球	598575		572228		436111		412608	

资料来源：Bloomberg, 国泰君安期货研究

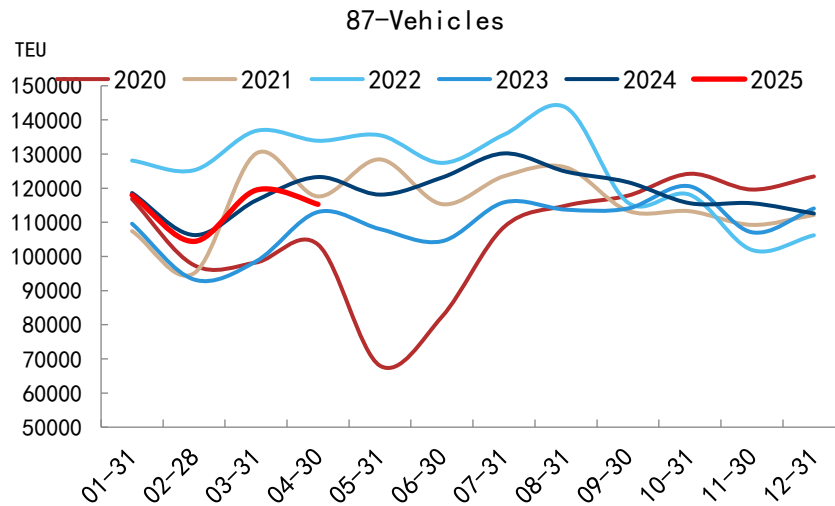
美国分行业进口视角5：87-车辆及其零附件

- ◆ 2024年，87-车辆及其零附件进口货量占美国总进口比例达5%，货量排名第五。2025年1-4月87-车辆及其零附件进口箱量同比下降1.6%。
- ◆ 美国汽车行业自2022年Q4开始进入主动去库阶段（销售降，库存降），一直持续至今；**预计下半年难以出现大规模补库。**

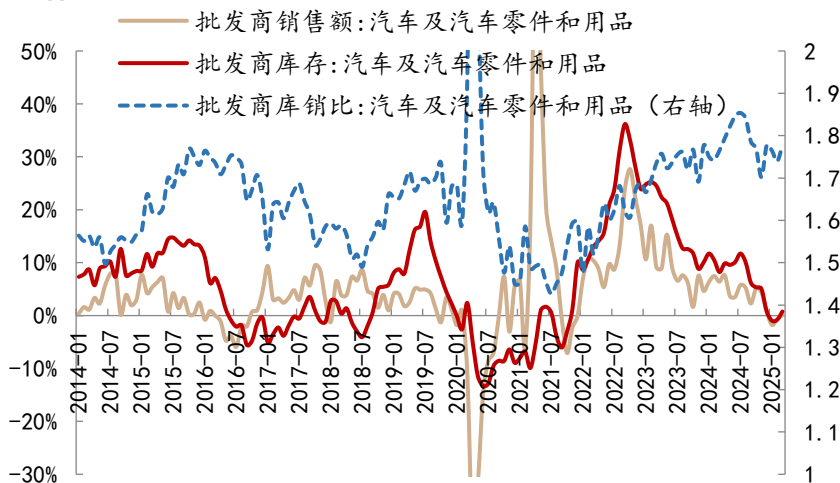
2025年1-4月，美国进口车辆及其零附件箱量同比-1.6%



87-车辆及其零附件进口季节性



批发商汽车及零件处于持续去库阶段，库销比高位震荡，短期难言强补库驱动



2025年1-4月，中国占美进口车辆及零附件份额维持平稳

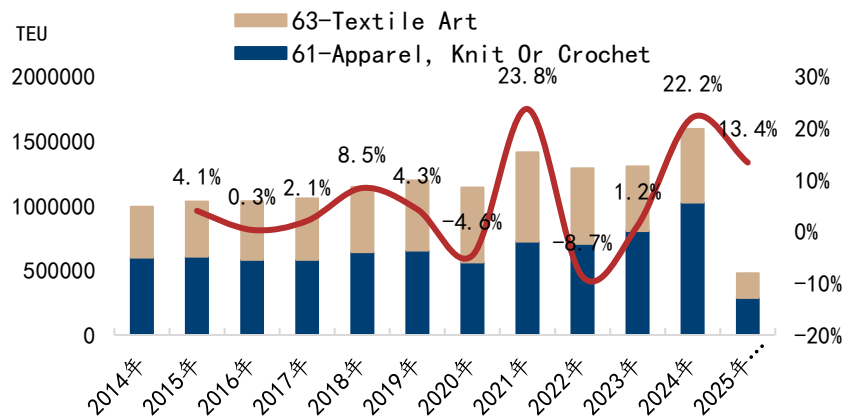
进口国家	2025 1-4月		2024 1-4月		2019 1-4月		2018 1-4月	
	TEU	%	TEU	%	TEU	%	TEU	%
中国	173489	37.96	163716	35.24	183002	41.08	204528	46.44
韩国	71360	15.61	81357	17.51	51341	11.53	40817	9.27
日本	49711	10.88	56826	12.23	48608	10.91	43867	9.96
德国	28187	6.17	31105	6.70	32764	7.35	32610	7.40
中国台湾	28529	6.24	25820	5.56	32804	7.36	32843	7.46
印度	19117	4.18	18068	3.89	12942	2.91	13514	3.07
泰国	16163	3.54	11845	2.55	7343	1.65	6240	1.42
越南	16000	3.50	9139	1.97	9492	2.13	6158	1.40
意大利	4901	1.07	5357	1.15	5637	1.27	5934	1.35
英国	2689	0.59	3417	0.74	4122	0.93	5041	1.14
全球	457085		464544		445470		440453	

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

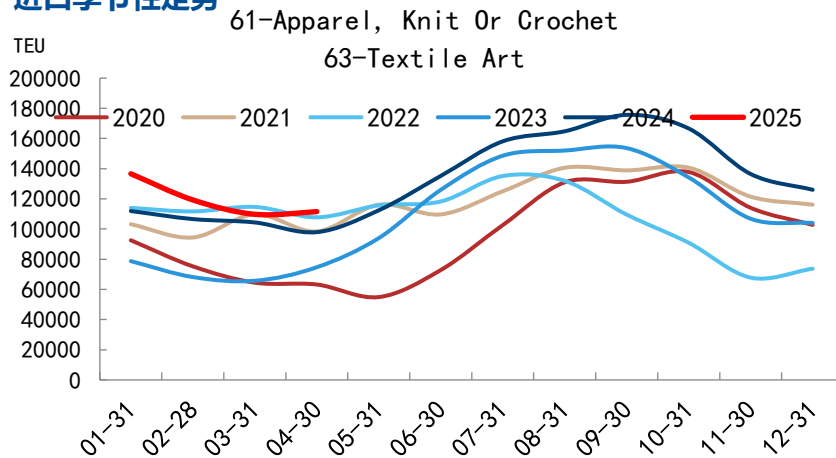
美国分行业进口视角6：61和63-纺织服装

- ◆ 2024年，61和63-纺织服装进口货量占美国总进口比例达6%。2025年1-4月61和63-纺织服装进口箱量同比上涨13.4%。
- ◆ 美国批发商纺织服装行业在2022年下半年-2023年处于去库阶段，2022、2023年美国进口家具箱量分别同比-8.7%、+1.2%；经历1年半的去库周期后，纺织服装行业库销比从2.91下降到2.06附近。2024年开始补库，一直持续到今年3月份；但由于销售增速偏高，库销比有所下行。考虑到3-4月美国进口服装同比增速显著低于1-2月，销售增速维持维稳，**预计3-4月名义库销比低位震荡，下半年有望迎来中性强度的补库。**

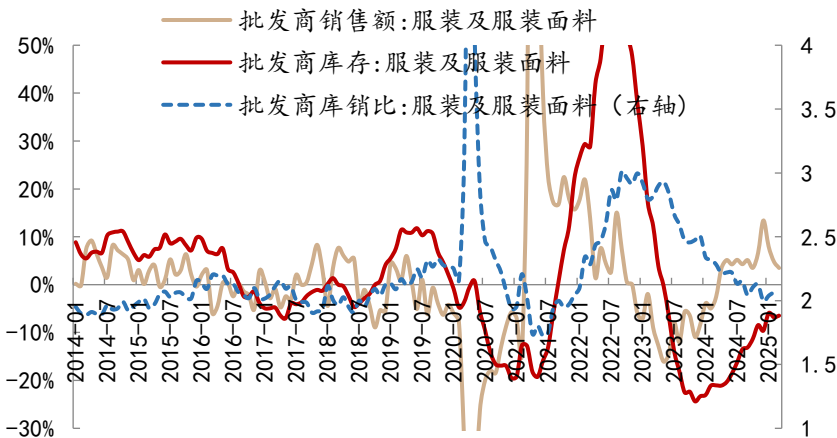
2025年1-4月，美国进口纺织服装箱量同比+13.4%



61-针织或钩编的服装及衣着附件和63 其他纺织制成品；成套物品 进口季节性走势



批发商服装及面处于主动补库阶段，库销比有触底迹象



2025年1-4月，中国占美进口纺织服装份额维持平稳

进口国家	2025 1-4月		2024 1-4月		2019 1-4月		2018 1-4月	
	TEU	%	TEU	%	TEU	%	TEU	%
中国	104969	36.52	96293	36.71	57323	32.22	56387	33.76
越南	51079	17.77	48270	18.40	29939	16.83	25389	15.20
柬埔寨	13884	4.83	11330	4.32	6953	3.91	8402	5.03
印尼	14435	5.02	13445	5.13	9503	5.34	9271	5.55
印度	7478	2.60	5033	1.92	8761	4.92	7406	4.43
泰国	3079	1.07	2326	0.89	3032	1.70	2244	1.34
新加坡	1945	0.68	1298	0.49	1328	0.75	1185	0.71
韩国	1462	0.51	1311	0.50	967	0.54	744	0.45
菲律宾	927	0.32	1017	0.39	2105	1.18	1876	1.12
中国台湾	706	0.25	643	0.25	580	0.33	548	0.33
全球	287432		262296		177889		167034	

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

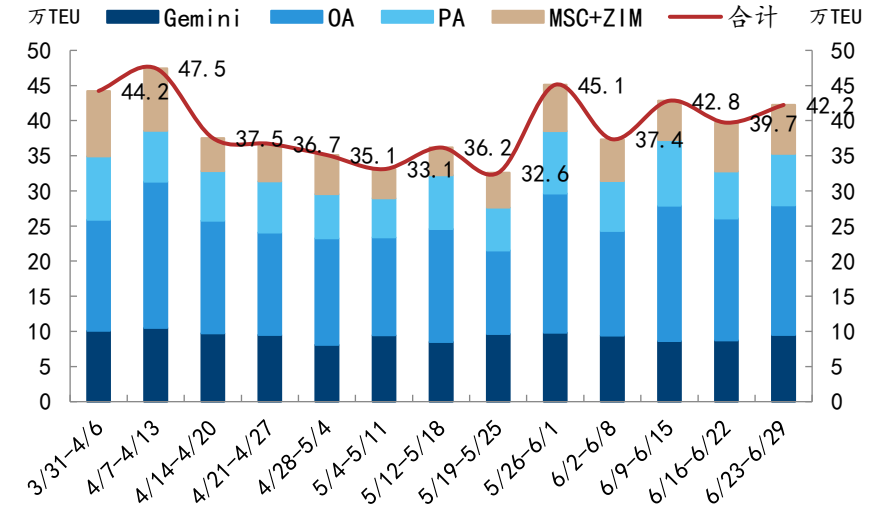
美线集装箱运力: 6月周均运力环比+11% (平均每周+4.1万TEU)

三大联盟以及 (MSC+ZIM) 合计理论运力高值或在48~50万 TEU/周, 6月份运力目前回升到 41万 TEU/周

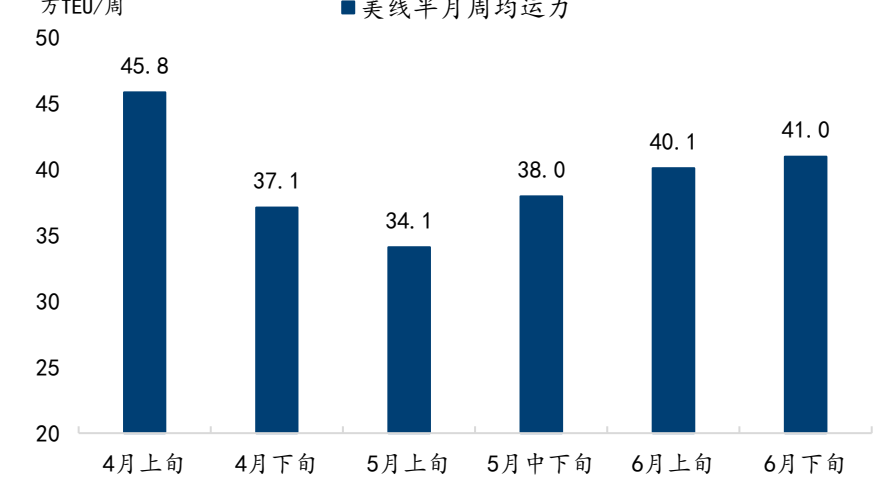
注: 运力统计未考虑德翔、森罗、合德以及其他美线新玩家

主要航司	航线代码	2025-14 3/31-4/6	2025-15 4/7-4/13	2025-16 4/14-4/20	2025-17 4/21-4/27	2025-18 4/28-5/4	2025-19 5/4-5/11	2025-20 5/12-5/18	2025-21 5/19-5/25	2025-22 5/26-6/1	2025-23 6/2-6/8	2025-24 6/9-6/15	2025-25 6/16-6/22	2025-26 6/23-6/29
马士基	TP1 / WC3	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	TP6 / WC1 (每周出航)	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	TP9 / WC2	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	TP11 / US1	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
赫伯罗特	TP5 / WC4	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	TP7 / WC5	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	TP12 / US2	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	TP16 / US4	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
中远 / OOCL / CPV	SEA3	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	SEA4	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	SEA5	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	SEA6	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
长荣	CFW	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	CFW2	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	CFW3	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	CFW4	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
达飞	CFX	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	CFX2	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	CFX3	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18
	CFX4	4/4	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18	4/18

供应端: 周度运力 (更新于5月20日)



供应端: 周均运力 (更新于5月20日)



资料来源: Bloomberg, 公司官网, 国泰君安期货研究

Special report on Guotai Junan Futures

结论：

04

结论：

◆ 对关税的判断：

- 1) 中-美之间，我们倾向于认为后续再度升级的概率并不大，美国对中国平均关税年内稳定在30-50%区域，4.2-5.12期间“贸易交锋”之后，双方获得的共识是中-美双方经贸关系难以“剧烈脱钩”，将再度转向“缓慢脱钩”。
- 2) 美-其他国家之间，我们反而认为不确定性较高。

◆ 全球宏观经济趋势：

- 1) 不具备需求-通胀-库存向上的宏观环境，美国经济动能核心指标仍维持边际下行态势，尽管关税边际缓和带来宏观情绪转暖，但需求没有被新增创造，而是节奏的前置——这是宏观的顶；
- 2) 但关税缓和降低了短期需求崩塌+衰退风险，叠加逆周期政策，部分Back结构+低库存+低利润现状——形成宏观的底；
- 3) 若关税缓和背景下通胀稳定，则下半年美国存在温和降息（2-3次）+温和财政刺激（减税）的组合，可能形成宏观利多驱动，但“且行且看”，节点可能在H2不在近端。

◆ 从物流角度看贸易和需求节奏：

- 1) 从美国进口金额和进口箱量看，超额进口约0.7-1.0个月，对应到美国零售、批发和制造业库存上看整体有限。日内瓦联合申明后，Q2-Q3存在季节性补库需求，但力度或有限，不排除今年旺季前置、时间缩短的可能。
- 2) 存在地区和行业分化：美国对东南亚进口偏强，行业中电机、电气设备及附件+纺服等补库动能偏强。
- 3) 物流高频数据成为追踪需求端最领先的数据参考之一，预计wk23（6.2-6.8）开始货量迎来反弹，短期以关税前存量订单出运为主，预计出到6月中旬。在供应端，最新船期数据显示6月美线运力环比回升11%，平均每周增加4.1万TEU。

◆ 对商品需求的影响：

近端需求避免崩塌但整体补库并不强劲，大宗商品宏观需求端维持偏弱，结构、库存等等因素给予支撑，Back结构或延续。但关注需求前置后若后继乏力，而中美宏观政策未及时对冲，则会形成负反馈。时间节点关注在6月下旬左右需求反馈。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

THANK YOU

FOR WATCHING