

2025 年 05 月 10 日

4 月出口远超预期，初步验证“全球贸易动态平衡”

固定收益研究团队

——事件点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（分析师）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790523110002

● 4 月出口数据超预期，对美出口大幅下行

4 月中国出口同比+8.1%，出口增速超预期。4 月出口表现与交通运输部港口高频数据一致：只有 4 月中旬的当周冲击较大，之后已经明显回升。4 月中国出口同比也与韩国出口同比表现一致：4 月韩国出口同比 3.7%，高于 3 月的 3.1%。中国对美出口已经大幅下行。市场认为 4 月出口超预期是因为贸易争端还未体现，但并非如此，4 月对美出口同比大幅下行超过 20%，已经体现带来的冲击。

● 市场测算的出口拖累或有一定偏差

市场测算出口冲击，都是用 2019 年对美出口下行的弹性系数，方法是：

- (1) 2019 年对美出口下降 12%，当时关税是 10% 左右，所以弹性系数 1 左右；
- (2) 现在关税远超 50%，按照 1 的弹性系数，所以对美出口下降 50-70%；
- (3) 中国对美出口每年 5200 亿美元，约 3.8 万亿人民币，按照下滑 50%-70%，拖累 1.9 万亿-2.6 万亿，占中国 135 万亿 GDP 的 1.4-2%。

这就是市场所谓的贸易争端拖累中国 GDP1.0-2.0% 的来源。

上述测算最大的问题是：2019 年中国对美出口确实大幅下降，但是中国 2019 年总出口增速，远高于其他国家。2019 年中国出口同比 0.5%，显著高于 2019 年韩国的 -10%、德国的 -4.5%。2019 年贸易争端针对的是中国，不是韩国、德国，但中国出口却远好于韩国、德国。

我们认为，2019 年全球各国（包括中国）总出口较 2018 年下行，根源是全球制造业 3-4 年周期性，即 2012、2015-2016、2019、2022-2023 是出口下行周期低点。中国 2019 年出口下行，是源于周期性下行，而不是中美贸易争端。用 2019 年对美出口下行静态测算的贸易争端影响是错误的，要看的是总出口，而不是对美出口；与其他国家 2019 年总出口对比，中美贸易争端的影响几乎可以忽略不计。

● “全球贸易动态平衡”模型

我们提出，“全球贸易动态平衡”模型：美国从中国进口大幅下降——美国总需求不会大幅下降——美国难以自己生产——美国从其他国家进口大幅上升——其他国家原本自产自销的产品卖给美国——其他国家生产难以弥补自己的缺口——其他国家从中国进口大幅增加。

上述逻辑推演，一种解释是：2019 年，中国对美出口，确实大幅下行；但是，2019 年中国总出口增速，却好于没有贸易争端的其他国家。

另外一种解释是“转出口”的常态化。如果关税战的最终结果是：中美互相高关税，比如 50%；美国与其他国家相对低关税，比如 10-20%；那么还是 2019 年之后的类似情况：中国会常态化增加对其他国家出口，同时其他国家会常态化增加对美出口，结论不变，还是全球贸易达成新的动态平衡。

两种解释是一样的，贸易争端最终对中国的拖累，只取决于美国总需求下降多少；美国总需求下降 50-70%，可能性较小。中国对美出口大幅下行，但是中国总出口增速不一定显著下行，对 GDP 的拖累，可能远远小于市场预期的 1.5-2.0%。

● 提示关注债市收益率上行，看多转债市场

“5.7”发布会表明，政策的“底线思维”比我们预期的还要强：对内，要确保实现全年目标；对外，要向全球以及美国证明，中国并不依赖美国需求，增加中美谈判的底气。

对于转债：内需加速回升的概率很大；外需好于市场预期的概率也很大；因此，我们看好转债，转债表现或类似 2020-2021：节奏上，外部冲击大跌—震荡上涨—加速、新高；结构上，先涨内需，后涨外需。

当前债市定价的是：出口必然大幅下行（实际不一定）——经济必然大幅下行（实际内需可能超预期+外需可能好于预期）——迟早会大幅降息（实际难度或很大）；因此，我们提示债市风险：债市将出现，2025 年的第二次“自我校正”（潘行长对一季度债市的评论）。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期；历史表现不代表未来。

相关研究报告

《债市将出现 2025 年第二次“自我校正”——事件点评》-2025.5.8

《政策未超预期，经济或超预期——事件点评》-2025.4.27

《从上交所 3 号指引修订看城投债信用分化——事件点评》-2025.4.10

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（underperform）	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（underperform）	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

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

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

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