2021 年 04 月 11 日

出口形势，全景展望

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

2021 年，出口形势的判断，是宏观研判最核心的因素之一，然而市场分歧一直较大。本文对此作了全面深入分析，可供参考。

● **2020 年出口高增的原因：受益海外产需缺口下的“替代效应”**

2020 年，中国出口持续高增，并成为全球少数几个出口正增长的经济体之一。受疫情爆发等拖累，2020 年全球出口增速大幅下滑至-9.2%，刷新 2016 年以来新低。主要经济体中，法国、英国、美国、加拿大的出口增速均回落至-10%以下。然而，与全球及美、英等的出口表现完全不同，中国出口全年同比增长了 3.6%。

中国出口表现亮眼，与“替代效应”的支持息息相关。凭借最早走出疫情、最先复工复产，中国在 2020 年快速成为承接全球需求的生产中心。在不断替代其他生产受疫情压制的经济体的产能过程中，中国出口在全球的份额大幅提升了 1.1 个百分点。出口份额的提升，最终拉动中国出口 6.5 个百分点、贡献率超过 150%。

● **“替代效应”未来演绎路径：衰减已经开始，影响加速显现**

伴随应对疫情的能力不断提升，美、欧及主要生产型经济体的产能均已进入修复通道；疫苗的加速推广，有望推动产能修复速度进一步加快。通过不断提升应对疫情的能力，美、欧以及主要生产型经济体从 2020 年 3 季度起，纷纷开始加快复工复产。疫苗的加速推广，将有利于复产进一步加速。从疫苗接种情况来看，美国最快有望在 6 月上旬接近群体免疫，英、欧以及其他生产型经济体也将逐步跟上。

目前，主要经济体的产能利用率水平均已恢复至疫情爆发前的 90%以上；同时，中国新出口订单的表现也较为疲软。Wind 数据显示，美国产能利用率水平已达疫情爆发前的 96.2%；同时，韩国、德国、意大利、法国分别达到 98.8%、98.8%、97.1%、93.8%，产能恢复相对较慢的日本也已超过 90%。海外产需缺口收窄下，中国出口的领先指标制造业 PMI 新出口订单指数，已经连续多个月表现疲软。

● **出口形势展望：“替代效应”拖累出口增速，但结构分化会加大**

随着海外主要经济体复产加快、导致替代效应不断衰减，中国 1-2 月出口及此前表现强势的部分行业的出口，已较高点回落。剔除基数影响后，中国 1-2 月出口的复合增速为 15.2%，不及 2020 年 11 月、12 月的 20.6%、18.1%。国别层面，2020 年增长最快的对美国、欧盟出口，1-2 月的复合增速也见顶回落。前期受替代效应支持较大的塑料橡胶、杂项制品等行业的出口增速，同样较前期高点下滑。

中性情景下，2021 年出口全年增速或达到 15%上下，分季度来看，呈现逐季下滑态势。综合考虑主要经济体的疫苗推广进度，以及全球经济的复苏节奏等，替代效应对中国出口的支持将在下半年明显减弱。中性情景假设下，中国 2021 年 1-4 季度出口增速将分别为 54%、21%、5%、-5%，全年增速在 15%上下。悲观、乐观情景下，中国出口增速仍然将逐季下滑，全年增速分别达到 4%、27%左右。

● **风险提示：**病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

相关研究报告

目 录

1、 出口形势，全景展望 4
1.1、2020 年出口高增的原因：受益海外产需缺口下的“替代效应” 4
1.2、“替代效应”未来演绎路径：衰减已经开始，影响加速显现 6
1.3、出口形势展望：“替代效应”拖累出口增速，但结构分化会加大 9
2、 大类资产回溯：全球主要股指多数上涨 12
3、 重点关注：美国 3 月零售销售 14
4、 数据跟踪：美国 3 月非制造业 PMI 远超预期 14
4.1、 美国数据 14
4.1.1、 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 远超预期，新订单、商业活动等分项表现亮眼 14
4.1.2、 美国 2 月贸易逆差创历史新高，批发销售环比增速回落 15
4.1.3、 当周 EIA 原油库存减幅超预期，当周初请失业金人数小幅反弹 15
4.2、 欧洲数据 16
4.2.1、 欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数远超预期，2 月失业率维持不变 16
5、 风险提示 16

图表目录

图 1： 2020 年，中国是少数几个出口正增长的经济体 4
图 2： 2020 年，中国出口表现好于大部分生产型经济体 4
图 3： 疫情爆发后，中国对美国、欧盟出口快速恢复 4
图 4： 2020 年，对美欧出口大增，持续支撑中国出口表现 4
图 5： 疫情爆发后，中国率先走出疫情、开启复工复产 5
图 6： 美国对中国进口，领先总进口及对欧盟进口等反弹 5
图 7： 美国疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增 5
图 8： 欧盟疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增 5
图 9： 2020 年，中国在全球出口中的份额大幅提升 6
图 10： 产能替代效应，对中国对美、欧出口的贡献较大 6
图 11： 结合 2019 年的出口份额测算显示，产能替代效应对中国 2020 年出口的同比拉动高达 6.5 个百分点 6
图 12： 美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复 7
图 13： 德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复 7
图 14： 韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的 96%以上 7
图 15： 美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种 7
图 16： 美国、欧盟的疫苗接种量领跑 7
图 17： 疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善 8
图 18： 美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫 8
图 19： 美国零售销售同比增速在 2 月出现回落 8
图 20： 美国居民储蓄率出现快速跳升、回落 8
图 21： 美国最新公布的进口数据中，与“宅经济”及地产后周期相关的商品进口增速，已明显回落 9
图 22： 中国对美国、欧盟最新出口增速回落 9
图 23： 中国对日本、韩国最新出口增速回落 9
图 24： 中国对美国纺织品等行业的出口增速回落 10
图 25： 中国对欧盟机电等行业的出口增速回落 10

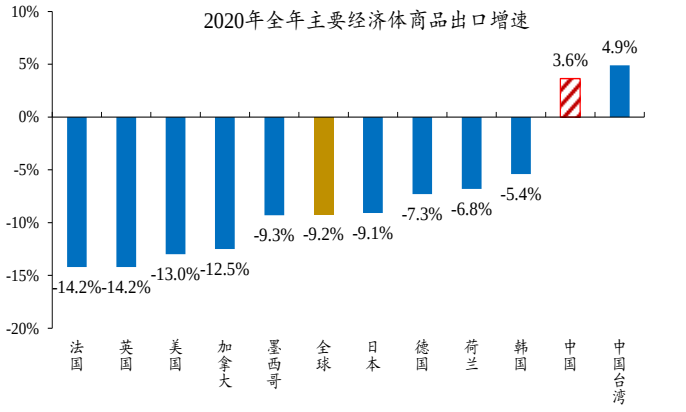
图 26：中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势.....10
图 27：中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间.....11
图 28：中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间.....11
图 29：疫情改善下，美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快.....11
图 30：当周，美元、英镑下跌，欧元上涨.....12
图 31：当周，美元指数震荡下跌.....12
图 32：当周，主要国家 10Y 国债收益率表现分化.....13
图 33：当周，10Y 美债收益率震荡下行.....13
图 34：当周，全球主要股指多数上涨.....13
图 35：当周，纳斯达克上涨、恒指下跌.....13
图 36：当周，WTI、Brent 原油价格双双下跌.....13
图 37：当周，COMEX 黄金价格反弹.....13
图 38：美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 远超预期.....15
图 39：美国 3 月非制造业新订单、就业等分项表现亮眼.....15
图 40：美国 2 月贸易逆差创历史新高.....15
图 41：美国 2 月批发销售环比增速回落.....15
图 42：美国当周 EIA 原油库存减幅超预期.....16
图 43：美国当周初请失业金人数小幅反弹.....16
图 44：欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数远超预期.....16
图 45：欧元区 2 月失业率维持不变.....16

1、 出口形势，全景展望

1.1、2020 年出口高增的原因：受益海外产需缺口下的“替代效应”

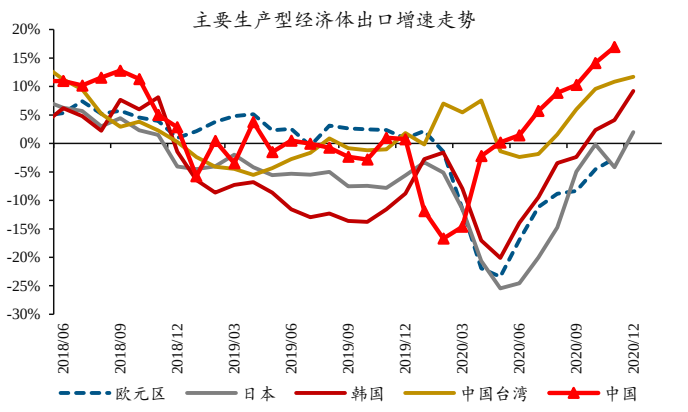
2020 年，中国出口持续高增，并成为全球少数几个出口正增长的经济体之一。回顾 2020 年，受新冠疫情等影响，全球出口增速大幅下滑至-9.2%，刷新 2016 年以来新低。主要经济体中，法国、英国、美国、加拿大的出口增速均回落至-10%以下，德国、荷兰、韩国的出口也出现明显萎缩。与上述经济体相比，中国出口的表现可谓“出类拔萃”，全年出口同比增长 3.6%，成为全球少数几个出口正增长的经济体之一。

图1：2020 年，中国是少数几个出口正增长的经济体



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

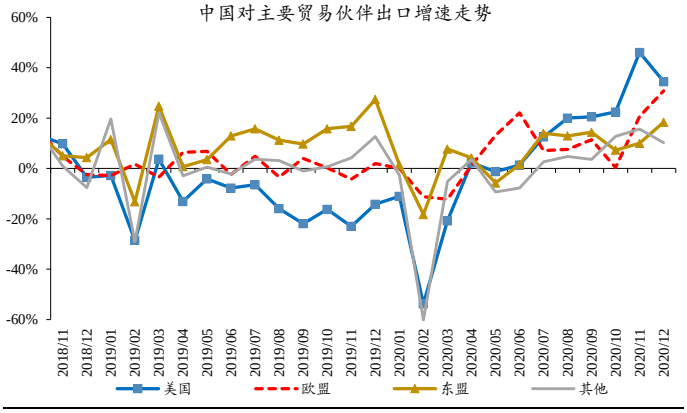
图2：2020 年，中国出口表现好于大部分生产型经济体



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

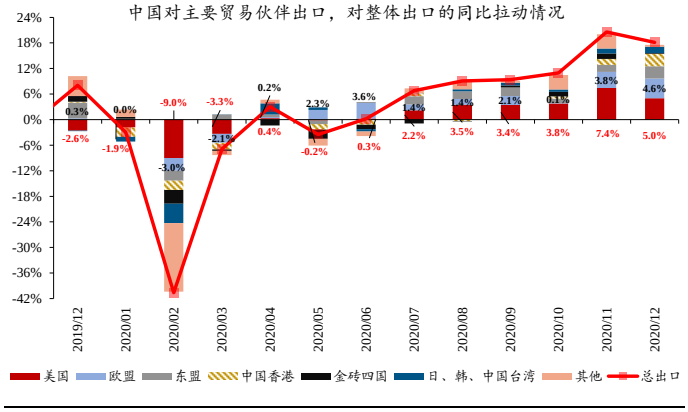
国别视角来看，对美国、欧盟出口大增，是中国出口表现亮眼的核心支撑。2020 年 1 月至 2 月，受国内爆发疫情、停工停产等影响，中国出口出现明显回落。但随后自 3 月起，伴随对美国、欧盟的出口快速恢复，中国出口增速止跌反弹、快速抬升。截至 2020 年 12 月，中国对美国、欧盟出口增速分别由前期低点-54%、-12%升至 35%、31%，对中国总出口的同比拉动率分别达到了 5%、4.6%（贡献率合计过半）。

图3：疫情爆发后，中国对美国、欧盟出口快速恢复



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

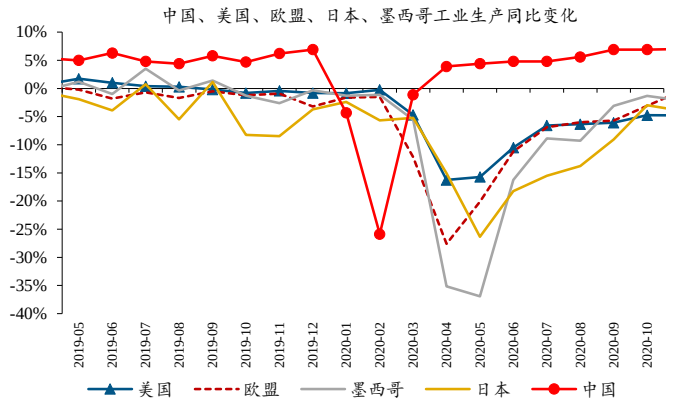
图4：2020 年，对美欧出口大增，持续支撑中国出口表现



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

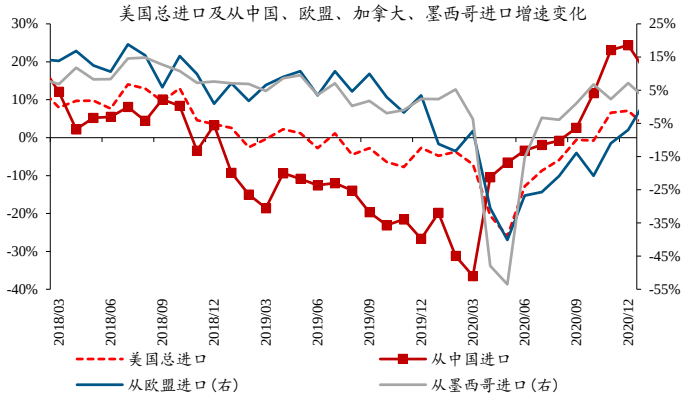
中国对美、欧的出口大增，除了与美、欧自身需求逐步修复相关外，还受到产能替代效应的支持。2020 年，不同于美国、欧盟及其他主要经济体，中国最早“走出”疫情，率先复工复产，快速成为承接全球需求的生产中心。Trade map 数据显示，美国、欧盟的进口中，来自中国的占比不断提升，并且绝对水平远超 2019 年同期。与中国情况相反，受停工停产等影响，墨西哥、加拿大、欧盟在美国进口中的占比，以及美国、日本、英国在欧盟进口中的占比，均出现明显回落。

图5：疫情爆发后，中国率先走出疫情、开启复工复产



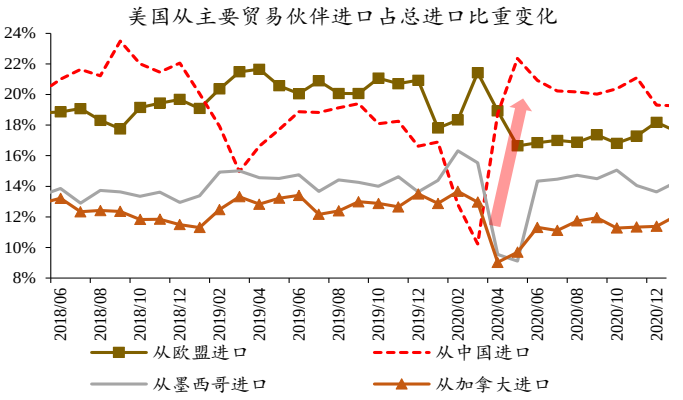
数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

图6：美国对中国进口，领先总进口及对欧盟进口等反弹



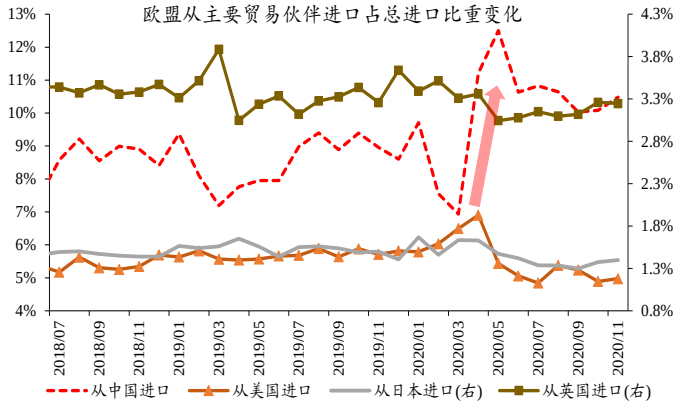
数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

图7：美国疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

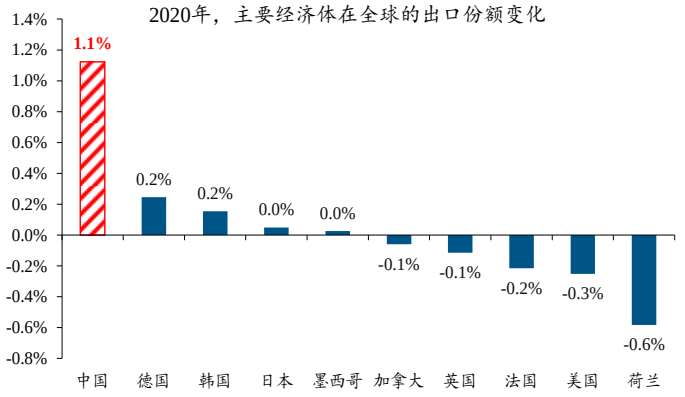
图8：欧盟疫情爆发后，进口中来自中国的份额大增



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

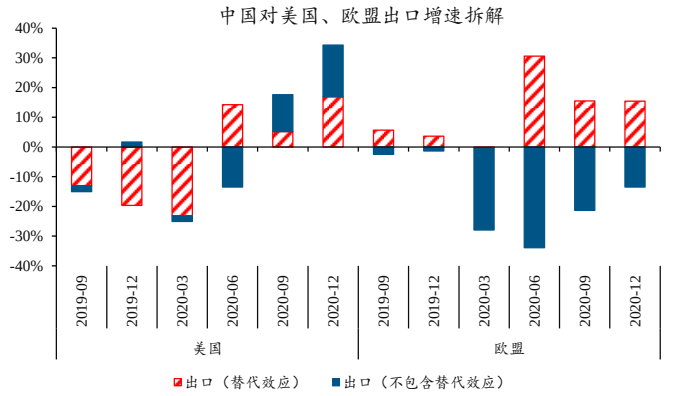
测算结果显示，产能替代效应，对中国 2020 年总出口增长的贡献率超过 150%。凭借更早复工、更快复产，中国 2020 年在全球出口中的份额大幅提升了 1.1 个百分点。跟踪中国对美国、欧盟的出口走势来看，产能替代效应、即出口份额提升，也是中国对美、欧出口增长的重要驱动力。结合 2019 年的出口份额测算显示，产能替代效应对中国 2020 年出口的同比拉动高达 6.5 个百分点，而需求效应的拉动是-2.9%。其中，2-4 季度，替代效应对中国出口的同比拉动分别高达 20、11、10 个百分点。

图9：2020 年，中国在全球出口中的份额大幅提升



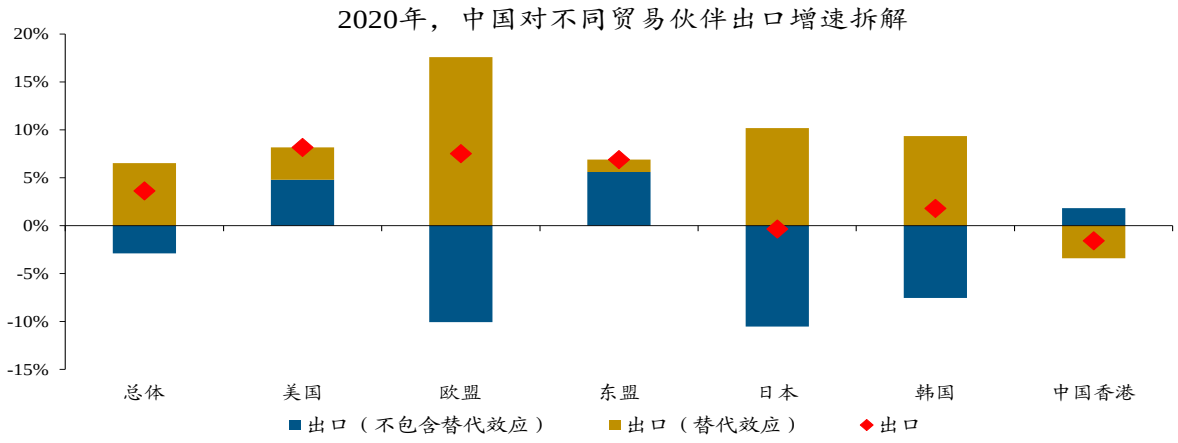
数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

图10：产能替代效应，对中国对美、欧出口的贡献较大



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

图11：结合 2019 年的出口份额测算显示，产能替代效应对中国 2020 年出口的同比拉动高达 6.5 个百分点

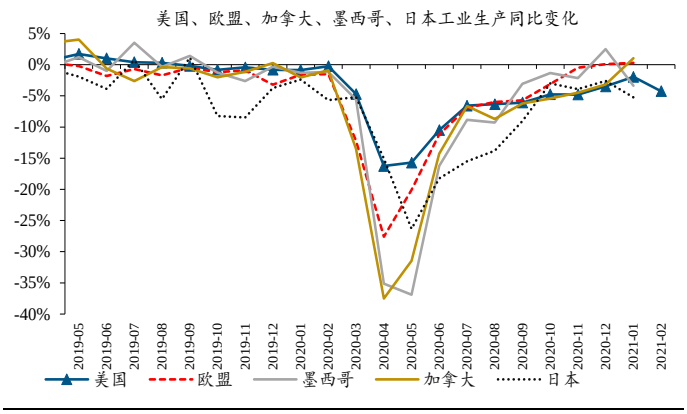


数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

1.2、“替代效应”未来演绎路径：衰减已经开始，影响加速显现

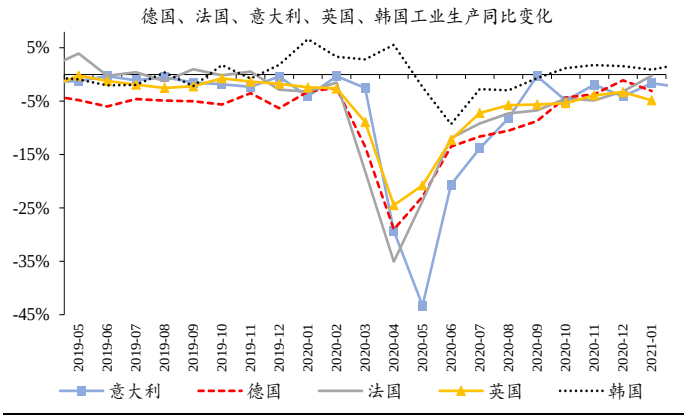
伴随应对疫情的能力不断提升，美国、欧盟以及主要生产型经济体的产能均已进入修复通道。疫情爆发后，美国、欧盟，以及墨西哥、加拿大、韩国、日本等生产型经济体在一段时间内均处于停工停产状态。随后的疫情反复，也拖累了上述经济体的复工复产进程。不过，从 2020 年 3 季度起，在不断提升应对疫情的能力后，美国、欧盟以及墨西哥、加拿大等纷纷开始加快推进复工复产工作。Wind 数据显示，韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的 96%以上。

图12：美国、欧盟、墨西哥、日本的工业生产正在恢复



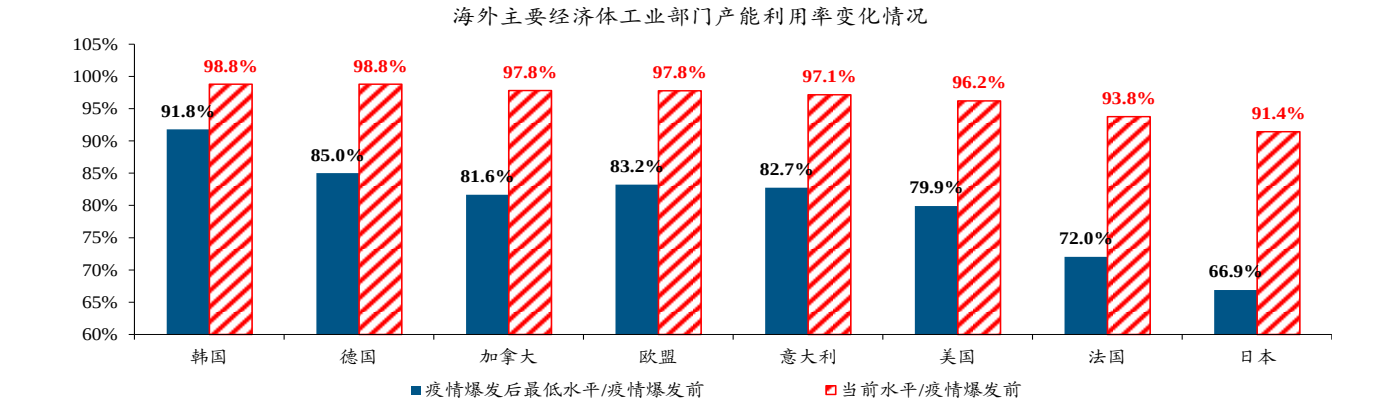
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：德国、意大利、英国、韩国的工业生产正在恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

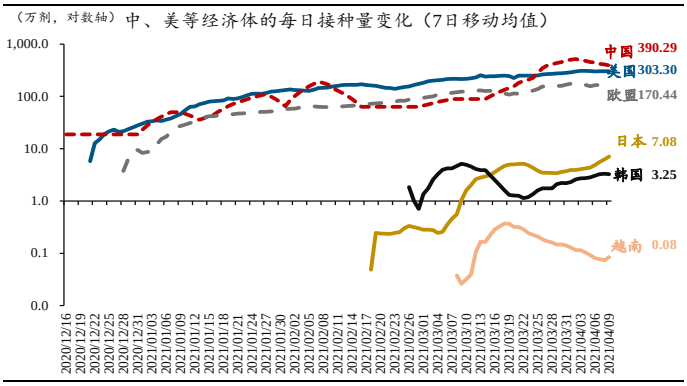
图14：韩国、加拿大、欧盟、美国的产能利用率水平，均已恢复至疫情爆发前水平的96%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所（将疫情爆发前的产能利用率设定为100%，进行标准化处理）

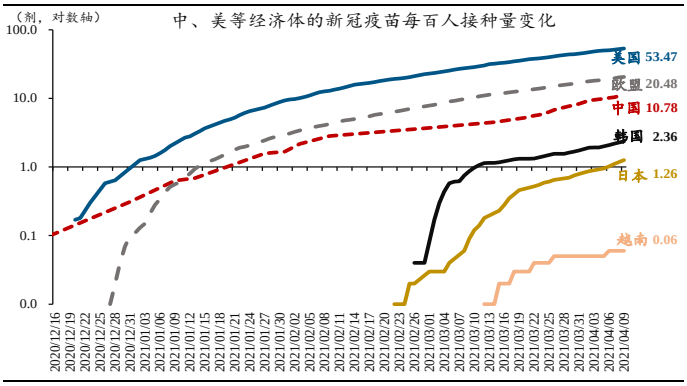
疫苗的大范围推广，有望推动美国、欧盟以及主要生产型经济体的产能进一步加速修复。2020年12月以来，美国、欧盟、英国、墨西哥、加拿大、韩国等先后开启疫苗接种工作。从实际效果来看，疫苗推广速度持续领跑的美国、英国，疫情形势都已出现明显改善，工业生产等线下经济活动随之纷纷加速修复。基于疫苗供应及接种情况来看，美国、英国和欧盟分别有望在6月、7月和10月前后接近群体免疫目标。疫苗大范围推广、疫情加速改善，将有助于美、欧等产能加速修复。

图15：美国、欧盟、韩国、日本正在推进疫苗接种



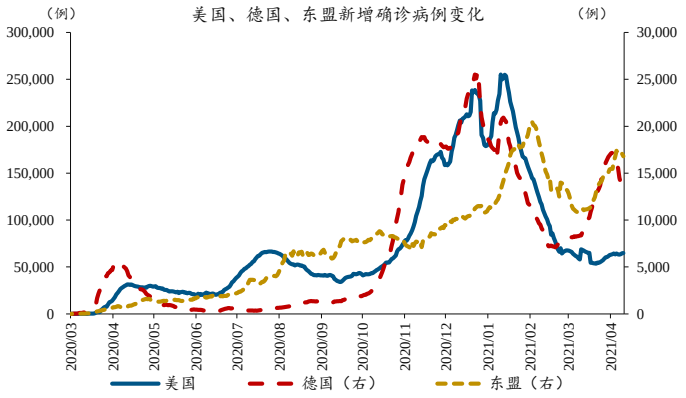
数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图16：美国、欧盟的疫苗接种量领跑



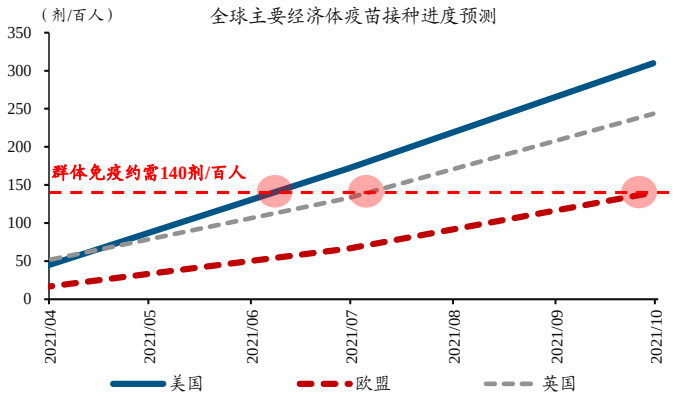
数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

图17：疫苗推广领跑的美国，疫情形势加速改善



数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

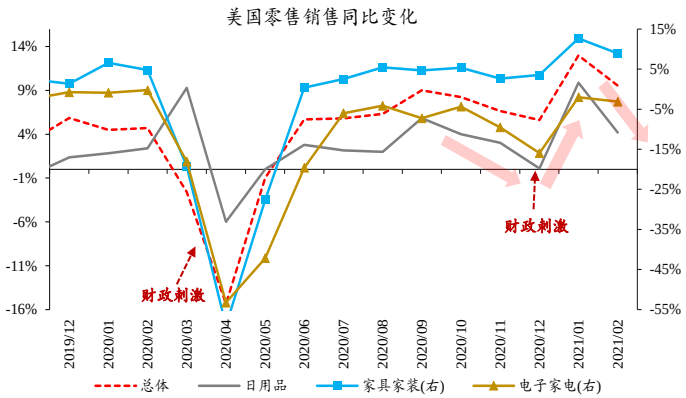
图18：美国、英国、欧盟或将先后实现群体免疫



数据来源：Wind、Our Data In World、开源证券研究所

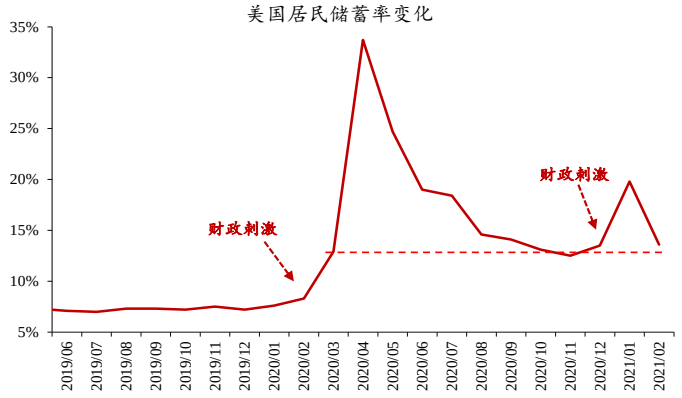
产能恢复的同时，美国、欧盟等在疫情爆发后持续、大幅增长的商品消费需求，开始出现走弱迹象。疫情爆发后，美国、欧盟等的商品消费持续大幅增长。这一方面，与实施了大规模的财政刺激有关；同时，如电子音像设备、杂项制品等商品的消费，还受到“宅经济”相关需求以及低利率环境催生的地产后周期相关需求爆发的推动。不过，Wind 数据显示，伴随疫情形势改善、财政刺激的边际拉动作用减弱，以及利率持续上行，美国的商品消费开始出现走弱迹象。美国最新公布的进口数据中，与“宅经济”及地产后周期相关的商品进口增速，已明显回落。

图19：美国零售销售同比增速在 2 月出现回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：美国居民储蓄率出现快速跳升、回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：美国最新公布的进口数据中，与“宅经济”及地产后周期相关的商品进口增速，已明显回落

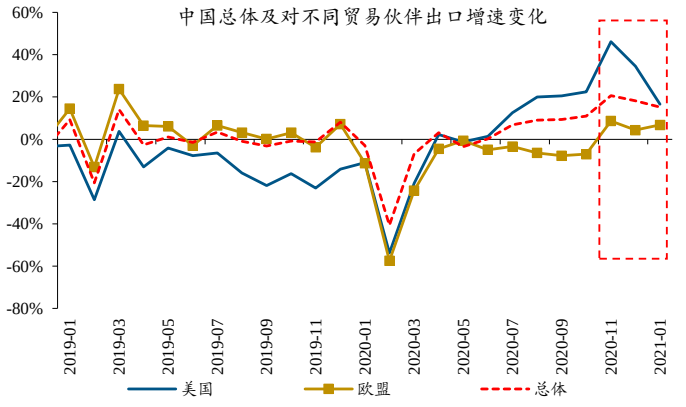
不同类型商品进口增速变化		2021/01	2020/12	2020/11	2020/10	2020/09	2020/08	2020/07	2020/06	2020/05	2020/04	2020/03	2020/02	2020/01
防疫物资相关	纺织品和编织品	14.4%	21.9%	28.2%	13.8%	19.9%	8.4%	0.0%	-8.0%	-29.6%	-17.6%	-6.4%	-3.2%	-7.3%
	纺织产品	26.9%	42.9%	38.5%	47.8%	88.2%	85.9%	96.6%	105.4%	114.8%	74.2%	-14.7%	-11.6%	-10.7%
	塑料橡胶	17.7%	24.0%	23.6%	14.3%	11.6%	6.0%	-2.7%	-9.2%	-21.9%	-9.2%	-9.3%	-6.1%	-5.5%
“宅经济”及地产后周期相关	食品	6.6%	9.2%	11.5%	6.8%	12.4%	6.6%	1.9%	9.5%	5.8%	1.9%	5.4%	4.7%	2.1%
	饮料	7.9%	18.3%	24.4%	-1.4%	4.9%	11.1%	-8.7%	-18.1%	-28.8%	-15.2%	-2.9%	7.1%	9.7%
	家具	12.5%	14.7%	25.7%	17.1%	19.9%	13.9%	-0.4%	-13.6%	-33.6%	-15.1%	-14.6%	-5.7%	-0.5%
	杂项制品	13.4%	23.6%	25.3%	14.7%	7.6%	-5.6%	-15.4%	-10.6%	-44.2%	-39.4%	-23.9%	-5.3%	-7.2%
	计算机电子	11.7%	15.0%	14.5%	3.1%	4.4%	1.9%	4.6%	4.3%	-14.2%	-11.3%	-8.7%	-8.8%	-8.1%
	电气设备	13.1%	20.4%	16.7%	12.0%	10.4%	4.7%	3.2%	-1.5%	-20.4%	-15.7%	-7.5%	-2.3%	-0.9%
	汽车等运输设备	-0.9%	5.6%	0.6%	1.2%	-6.4%	-13.8%	-17.8%	-37.4%	-67.1%	-57.0%	-13.8%	-5.7%	-5.9%
线下居民出行、企业资本支出相关	石油和煤	-25.6%	-35.9%	-41.9%	-45.5%	-34.1%	-49.1%	-53.2%	-49.6%	-67.5%	-62.5%	-28.2%	-14.5%	-4.3%
	化学品	14.3%	11.4%	5.6%	0.9%	4.0%	-1.8%	-9.9%	8.2%	-5.3%	0.9%	15.3%	8.9%	-3.2%
	机器	2.0%	6.9%	5.5%	-4.2%	-6.3%	-12.6%	-14.9%	-17.3%	-26.2%	-22.8%	-8.5%	-7.9%	-8.0%
	服饰及配件	-15.9%	-13.0%	-1.5%	-4.0%	-8.7%	-15.2%	-23.0%	-29.1%	-52.6%	-44.3%	-17.5%	-10.0%	-11.2%

数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

1.3、出口形势展望：“替代效应”拖累出口增速，但结构分化会加大

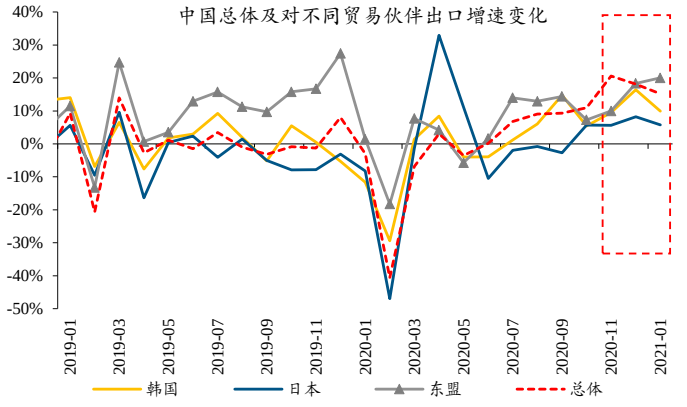
伴随替代效应衰减，中国 1-2 月总体出口及对美国、欧盟的出口增速，均已较前期高点回落。中国最新公布的 1-2 月出口的复合平均增速(为剔除基数影响)为 15.2%，较 2020 年 11 月、12 月的 20.6%、18.1%有所下滑。国别视角来看，中国 1-2 月对美国出口的复合平均增速为 16.6%，远不及前值的 34.5%；中国 1-2 月对欧盟出口的复合平均增速也仅达到 6.8%，不及前期高点 8.6%。

图22：中国对美国、欧盟最新出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

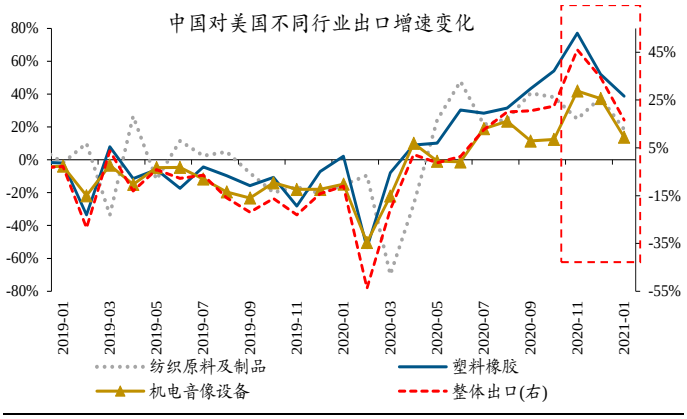
图23：中国对日本、韩国最新出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

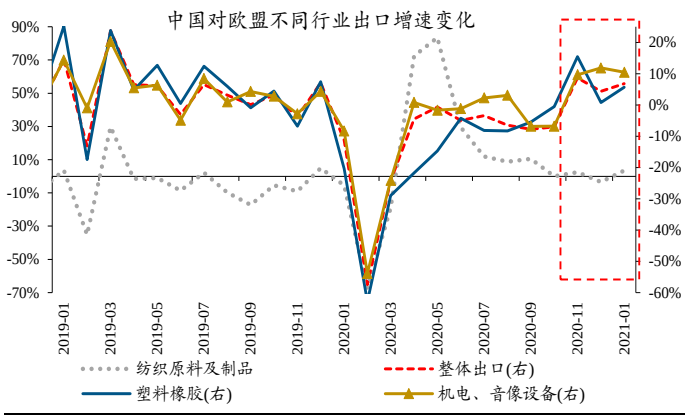
中国对美欧的行业出口中，替代效应已大幅衰减的行业，出口增速也已较前期高点明显下滑。以中国对美国的行业出口为例，纺织原料及制品、塑料橡胶、机电音像设备等行业的出口（对应美国防疫、宅经济等需求），前期均受到替代效应的支持。但 2020 年 11 月以来，伴随替代效应持续衰减等，中国对美国的这些行业的出口增速均较前期高点明显回落。

图24：中国对美国纺织品等行业的出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

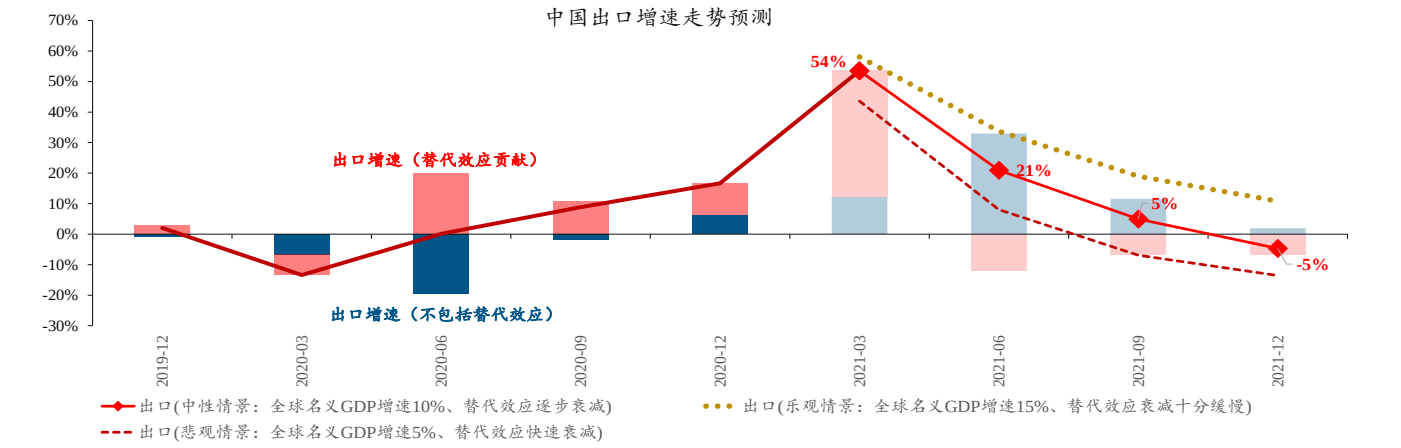
图25：中国对欧盟机电等行业的出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势。中性情景下，假设 2021 年全球经济稳步改善，名义 GDP 增速达到 10%左右；同时，伴随主要经济体疫苗加速推广、产能逐渐恢复正常，中国出口中的替代效应将逐步衰减。结果是，中国 2021 年 1-4 季度出口增速将分别为 54%、21%、5%、-5%，全年增速在 15%上下。悲观、乐观情景假设下，中国出口增速仍然将逐季下滑，全年增速分别达到 4%、27%左右[①]。

图26：中性情景下，2021 年中国全年出口增速或达到 15%左右，分季度来看，呈现逐季下滑走势

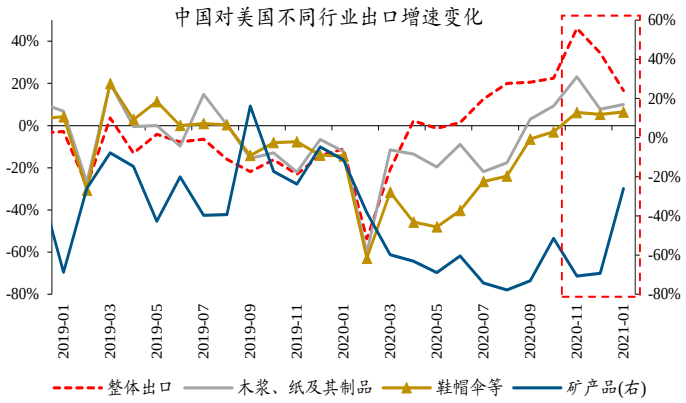


数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

行业层面，服务于海外主要经济体工业生产、资本开支及居民外出等线下经济活动相关的行业出口，或拥有更大的改善空间。由于海外主要经济体前期的工业生产、资本开支及居民外出等相关经济活动一直受到疫情反弹压制，中国的鞋帽伞、服装服饰、化学原料、矿产品等行业的出口表现较弱。在疫苗大规模推广、推动海外主要经济体各类线下经济活动修复加快的背景下，中国上述行业的出口表现值得重点关注。从数据来看，2020 年 4 季度以来，中国对美、欧的鞋帽伞、矿产品等行业的出口已连续多个月快速改善。

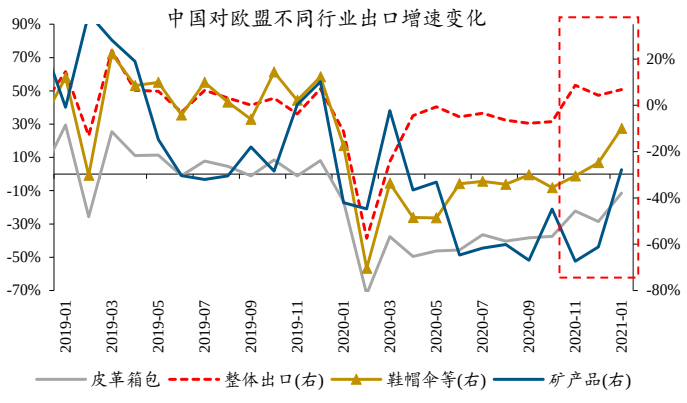
[①] 悲观情景下，假设中国出口中的替代效应快速衰减；同时，全球名义 GDP 增速在 5%左右。乐观情景下，假设中国出口中的替代效应衰减十分缓慢；同时，全球名义 GDP 增速在 15%上下。

图27：中国对美国鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间



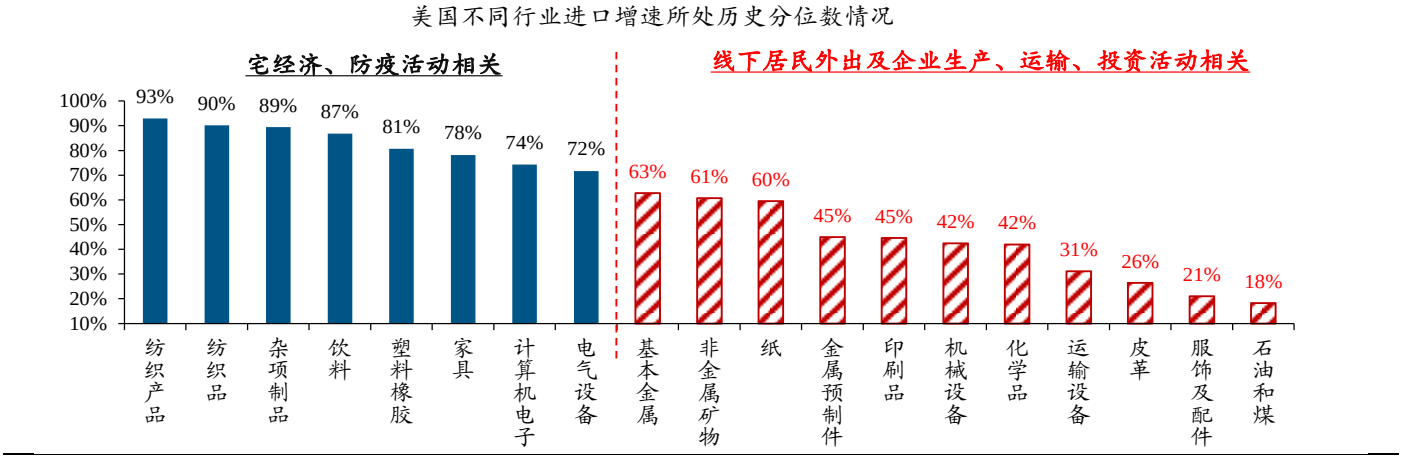
数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

图28：中国对欧盟鞋帽伞等行业的出口拥有改善空间



数据来源：Wind、开源证券研究所（1-2 月出口使用复合增速）

图29：疫情改善下，美国与各类线下经济活动相关的行业进口的修复趋显著加快



数据来源：Wind、Trade map、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）受疫情爆发等拖累，2020 年全球出口增速大幅下滑至-9.2%，刷新 2016 年以来新低。主要经济体中，法国、英国、美国、加拿大的出口增速均回落至-10%以下。然而，与全球及美、英等的出口表现完全不同，中国出口全年同比增长了 3.6%。

（2）中国出口表现亮眼，与“替代”效应的大力支持息息相关。凭借最早走出疫情、最先复工复产，中国不断地替代其他生产受疫情压制的经济体的产能，出口随之在全球的份额大幅提升了 1.1 个百分点。出口份额的提升，最终拉动了中国出口 6.5 个百分点、贡献率超过 150%。

（3）通过不断提升应对疫情的能力，美、欧以及主要生产型经济体从 2020 年 3 季度起，纷纷开始加快复工复产。疫苗的加速推广，将有利于复产进一步加速。从疫苗接种情况来看，美国最快有望在 6 月上旬接近群体免疫，英、欧以及其他生产型经济体也将逐步跟上。

（4）最新产能数据显示，美国产能利用率水平已达到疫情爆发前的 96.2%；同时，韩国、德国、意大利、法国分别达到 98.8%、98.8%、97.1%、93.8%，产能恢复相对较慢的日本也已超过 90%。海外产需缺口收窄下，中国出口的领先指标制造业 PMI 新出口订单指数，已经连续多个月表现疲软。

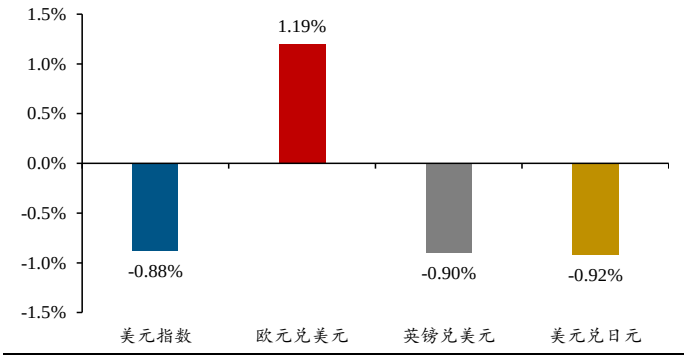
（5）随着海外主要经济体复产加快、导致替代效应不断衰减，剔除基数影响后，中国 1-2 月出口复合增速为 15.2%，不及 2020 年 11 月、12 月的 20.6%、18.1%。国别层面，2020 年增长最快的对美国、欧盟出口，1-2 月的复合增速也见顶回落。前期受替代效应支持较大的塑料橡胶、杂项制品等行业的出口增速，同样较前期高点下滑。

（6）综合考虑主要经济体的疫苗推广进度，以及全球经济的复苏节奏等，替代效应对中国出口的支持将在下半年明显减弱。中性情景假设下，中国 2021 年 1-4 季度出口增速将分别为 54%、21%、5%、-5%，全年增速在 15%上下。悲观、乐观情景假设下，中国出口增速仍然将逐季下滑，全年增速分别达到 4%、27%左右。

2、 大类资产回溯：全球主要股指多数上涨

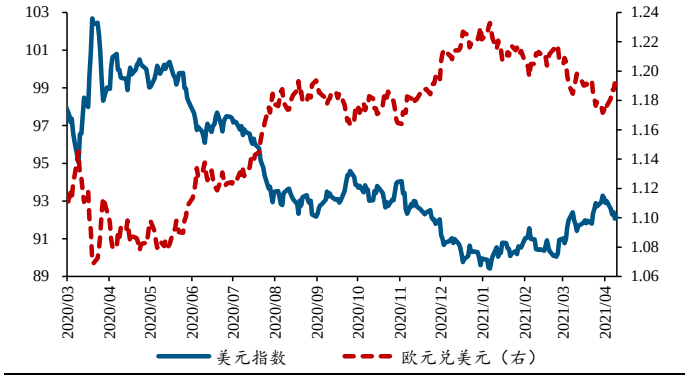
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），美元、英镑下跌，欧元上涨。美元指数下跌 0.88%至 92.18。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别上涨 1.19%、下跌 0.9%至 1.19、1.37；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.92%至 109.67。

图30：当周，美元、英镑下跌，欧元上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

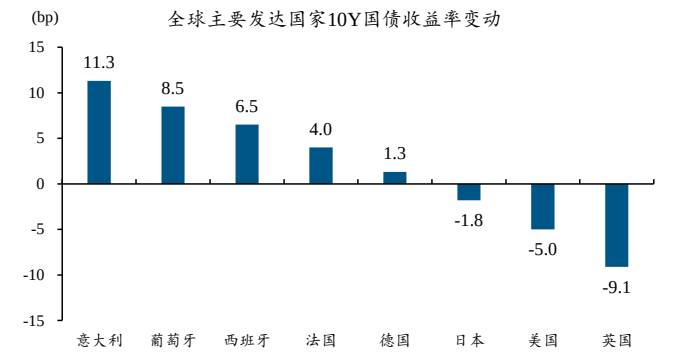
图31：当周，美元指数震荡下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

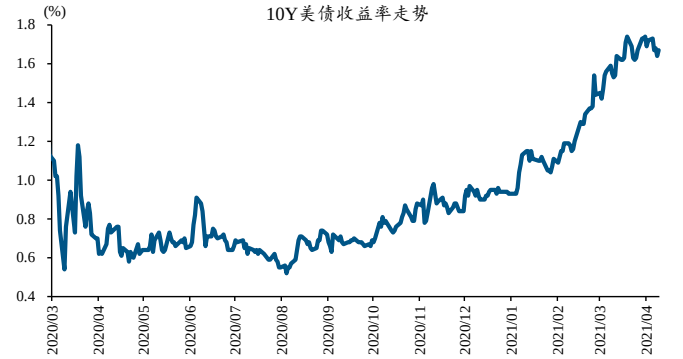
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），主要国家 10Y 国债收益率表现分化。10Y 美债收益率下行 5bp 至 1.67%。其他债市方面，10Y 意债、法债、德债收益率分别上行 11.3bp、4bp、1.3bp 至 0.741%、-0.04%、-0.3%。

图32：当周，主要国家 10Y 国债收益率表现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

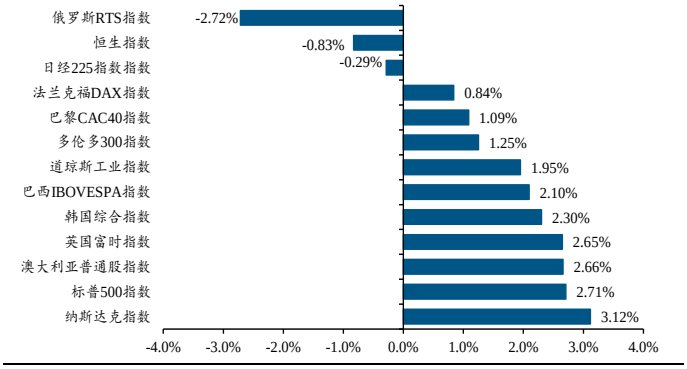
图33：当周，10Y 美债收益率震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

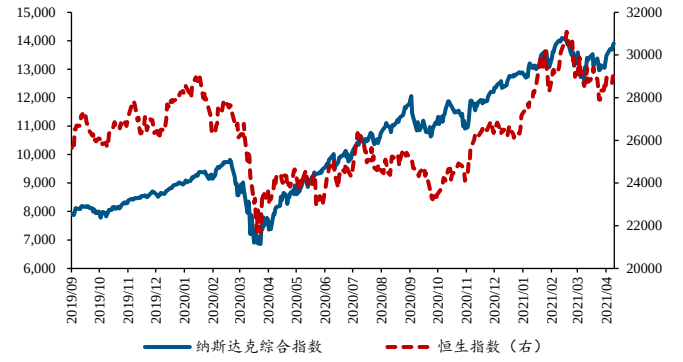
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），全球主要股指多数上涨。美股方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯分别上涨 3.12%、2.71%、1.95%。亚洲股指方面，恒指、日经 225 分别下跌 0.83%、0.29%。欧洲股指方面，巴黎 CAC40、法兰克福 DAX 分别上涨 1.09%、0.84%。

图34：当周，全球主要股指多数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

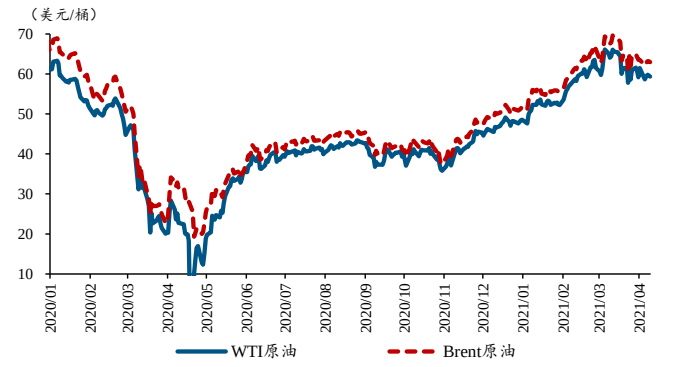
图35：当周，纳斯达克上涨、恒指下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

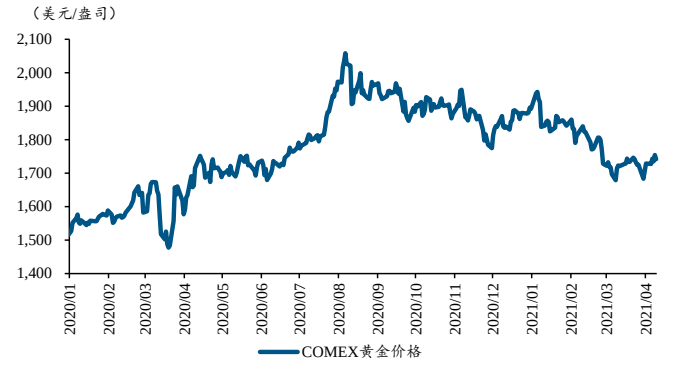
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），原油下跌，黄金反弹。原油方面，WTI、Brent 原油分别下跌 3.47%、0.93%至 59.32 美元/桶、62.95 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金上涨 0.75%至 1741.7 美元/盎司。

图36：当周，WTI、Brent 原油价格双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：当周，COMEX 黄金价格反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 3 月零售销售

表1：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	4/13	NFIB 小型企业信心指数	3 月	98	95.8
		CPI 同比	3 月	2.5%	1.7%
	4/14	当周 API 原油库存(万桶)	至 4 月 9 日	--	-261.8
		进口物价指数月率	3 月	0.9%	1.3%
		当周 EIA 原油库存(万桶)	至 4 月 9 日	--	-352.2
	4/15	当周初请失业金人数(万人)	至 4 月 10 日	--	74.4
		零售销售月率	3 月	5.2%	-3%
		工业产出月率	3 月	3%	-2.2%
		NAHB 房产市场指数	4 月	84%	82%
		商业库存月率	2 月	0.5%	0.3%
		当周 EIA 天然气库存(亿立方英尺)	至 4 月 10 日	--	200
	4/16	新屋开工总数年化(万户)	3 月	161.5	142.1
		营建许可总数(万户)	3 月	174.5	172
		密歇根大学消费者信息指数初值	4 月	88.8%	84.9%
欧元区	4/12	零售销售月率	2 月	1%	-5.9%
	4/13	ZEW 经济景气指数	4 月	--	74%
	4/14	工业产出月率	2 月	0.3%	0.8%
	4/16	季调后贸易帐(亿欧元)	2 月	--	242
英国	4/13	三个月 GDP 月率	2 月	--	-1.7%
		制造业产出月率	2 月	0.5%	-2.3%
		季调后商品贸易帐(亿英镑)	2 月	--	-98.26
		工业产出月率	2 月	0.3%	-1.5%
新西兰	4/14	新西兰联储利率决定	至 4 月 14 日	0.25%	0.25%

资料来源：Wind、开源证券研究所

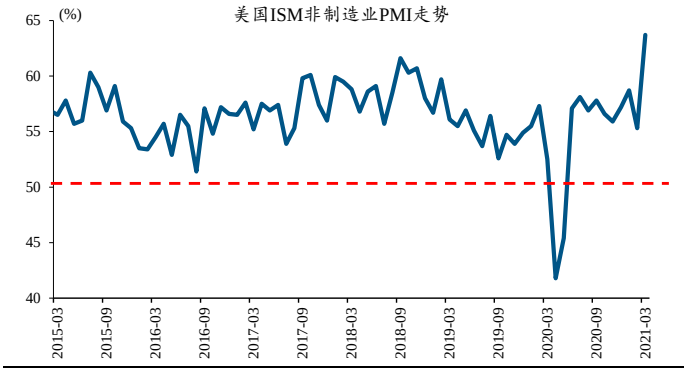
4、 数据跟踪：美国 3 月非制造业 PMI 远超预期

4.1、 美国数据

4.1.1、 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 远超预期，新订单、商业活动等分项表现亮眼

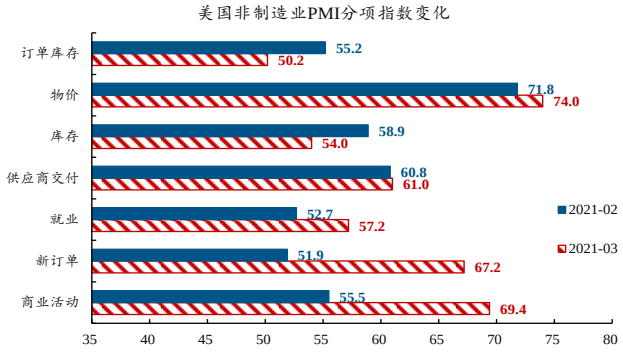
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），美国公布了 3 月 ISM 非制造业 PMI 数据。其中，美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 录得 63.7%，高于预期 58.5%、前值 55.3%，创 2005 年 9 月以来新高。主要分项中，新订单指数录得 67.2%，高于预期 51.9%；商业活动分项录得 69.4%，高于前值 55.5%；就业指数录得 57.2%，高于预期 52.7%。

图38：美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 远超预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：美国 3 月非制造业新订单、就业等分项表现亮眼

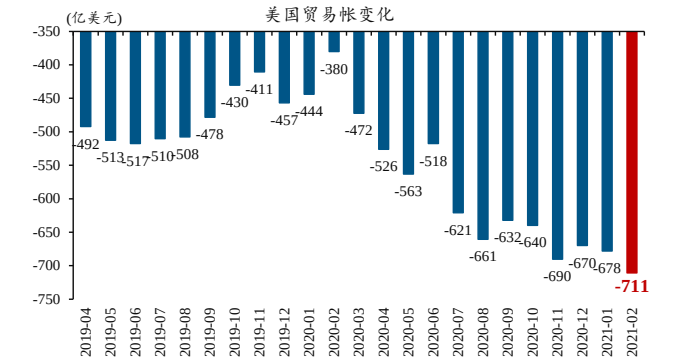


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 美国 2 月贸易逆差创历史新高，批发销售环比增速回落

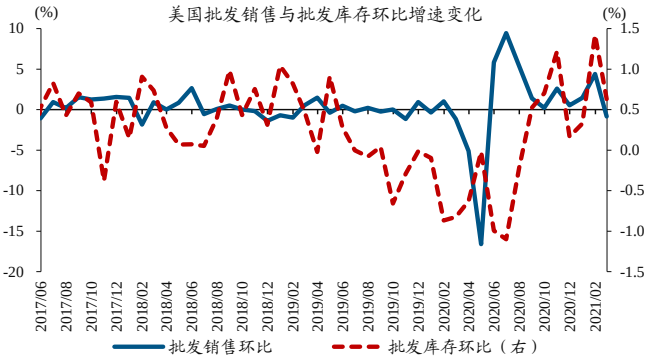
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），美国公布了 2 月贸易帐和批发销售数据。其中，美国 2 月贸易逆差由 678 亿美元走扩至 711 亿美元，高于预期 705 亿美元，创历史新高。2 月，美国批发销售环比增速由 4.6%回落至-0.8%，批发库存环比增速录得 0.6%，高于预期 0.5%、前值 0.5%。

图40：美国 2 月贸易逆差创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：美国 2 月批发销售环比增速回落

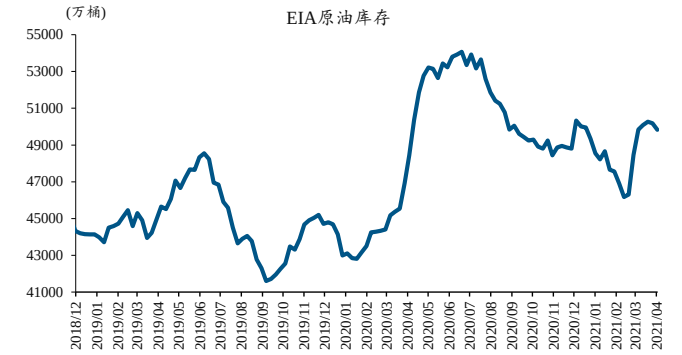


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、 当周 EIA 原油库存减幅超预期，当周初请失业金人数小幅反弹

当周（4 月 5 日-4 月 9 日），美国公布了 4 月 2 日当周 EIA 原油库存数据、4 月 3 日当周初请失业金人数。其中，美国 4 月 2 日当周 EIA 原油库存减少 352.2 万桶，前值为减少 87.6 万桶，预期为减少 143.3 万桶。美国 4 月 3 日当周初请失业金人数录得 74.4 万人，高于预期 68 万人、前值 72.8 万人。

图42：美国当周 EIA 原油库存减幅超预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：美国当周初请失业金人数小幅反弹



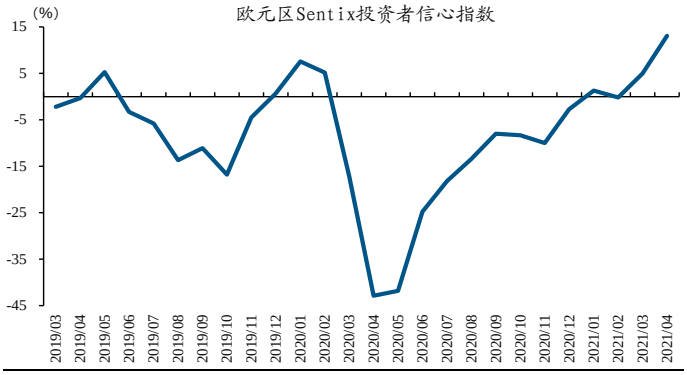
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数远超预期，2 月失业率维持不变

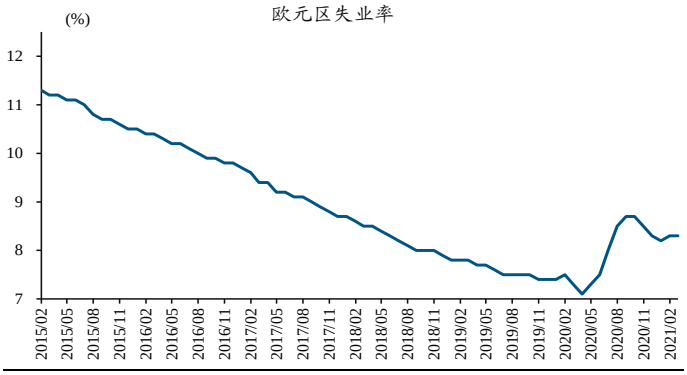
当周（4 月 5 日-4 月 9 日），欧元区公布了 4 月 Sentix 投资者信心指数和 2 月失业率数据。其中，欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数为 13.1%，远超预期 6.2%、前值 5%；2 月失业率持平至 8.3%，符合预期。

图44：欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数远超预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：欧元区 2 月失业率维持不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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	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	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，属于机密材料，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10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16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