

出口价格变化对汇率波动的对冲作用

经汇率和成本调整后的出口价格指数同比增速上行，是推动 2020 年下半年出口增速走高的重要原因。

- 人民币对美元升值情况下出口高增长的原因，一是弥补海外生产端缺口，二是人民币多边汇率升值幅度较小，三是 2020 年上半年出口价格走高部分对冲了下半年人民币升值对出口的负面影响。经人民币对美元汇率和 PPI 调整后的出口价格指数 1-10 月平均增速为 5.46%。
- 从出口价格指数来看，经人民币对美元汇率和 PPI 调整后，96 个 HS 分类在 2020 年出口额结构中，1-10 月价格上涨相关产品占比 93.5%，涨价的情况比较普遍。其中价格涨幅超过出口整体的分类 43 个，出口额占比 35.8%，价格上涨但涨幅低于出口整体的分类 28 个，出口额占比 57.7%，价格下跌的分类 25 个，占比 5.53%。同时贸易条件指数有所改善的在 95 个 HS 分类当中达到 62 个，在出口额中占比达到 67.74%。
- 从经汇率和 PPI 调整后的出口价格指数同比与下半年出口增速变化的相关性来看，HS 分类下二者相关系数 0.36，虽然相关性偏弱，但存在正相关关系；但主要出口产品价格指数与下半年出口增速的相关性不显著，相关系数只有 0.16。
- 从上市公司财务数据来看，2019 年有海外业务收入的可比口径上市公司 2150 家，其中 51.26%的公司在 2020 年三季度销售毛利率有不同程度的改善，并且海外业务收入上市公司数量较多的机械、基础化工、电子、电力设备新能源、医药、汽车和计算机行业中，毛利率改善面均超过 50%。从上市公司海外业务收入占比与 2020 年三季报销售毛利率相较 2019 年变化整体相关性来看，虽然二者整体相关性不显著，但按照行业分类的相关性排序看，医药、食品饮料、家电、轻工等排序靠前的行业，一定程度上都受到海外需求较为强劲的正面影响。
- **风险提示：海外经济复苏不及预期；全球新冠疫苗接种速度偏慢。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

目录

1、研究背景 4

2、人民币升值背景下出口增速持续超预期 5

2020 年人民币兑美元汇率走势先抑后扬 5
2020 年下半年出口迎着人民币汇率升值强劲增长 5
支撑出口增速持续高增长的原因之一是弥补海外生产端缺口 6
人民币多边汇率升值幅度较小 7
上半年出口价格走高部分对冲了下半年人民币升值对出口的负面影响 8

3、2020 年 1-10 月出口额中价格上涨相关产品占比 93.5% 10

2020 年出口贸易结构更加集中 10
96 个 HS 分类按 2020 年 1-10 月价格表现分为三种 10
贸易条件指数改善比较普遍 11
2020 年主要出口产品价格分化较大 11

4、价格指数与下半年出口增速的相关性分析 13

HS 分类下二者正相关 13
主要出口产品价格指数与下半年出口增速的相关性不显著 13

5、上市公司出口依赖型行业财务数据实证分析 14

2019 年上市公司海外业务收入占比 9.79% 14
有海外业务收入的上市公司 2020 年三季报毛利率较 2019 年小幅上升 14
三季报毛利率改善与海外业务占比相关性较低 15

6、主要结论 17

图表目录

图表 1. 人民币兑美元汇率与美元指数走势 5
图表 2. 下半年出口增速持续上行 5
图表 3. 2020 年出口累计同比增速较高的章 6
图表 4. 主要经济体制造业 PMI 指数 7
图表 5. 2020 年下半年出口增速上升较快的章 7
图表 6. 2020 年人民币对主要货币涨跌幅 8
图表 7. 2020 年人民币实际有效汇率同比增速 8
图表 8. 2020 年 1-10 月经汇率和成本调整的出口价格指数同比变化 9
图表 9. 2020 年 1-10 月经汇率和成本调整的出口价格指数环比变化 9
图表 10. 2020 年出口权重变动在 0.1%以上的章 10
图表 11. 2020 年 1-10 月调整后出口价格涨幅较高的 HS 分类章 11
图表 12. 2020 年 1-10 月贸易条件指数在 1 及以上分类 11
图表 13. 2020 年 1-10 月贸易条件指数 1 及以上分类（续） 11
图表 14. 2020 年调整后价格涨幅较大的主要出口产品 12
图表 15. 2020 年调整后价格降幅较大的主要出口产品 12
图表 16. HS 分类下的价格指数与下半年出口增速相关性 13
图表 17. 主要出口产品的价格指数与下半年出口平均增速相关性 13
图表 18. 2019 年上市公司各行业海外业务收入占比 14
图表 19. 2020 年三季度相较 2019 年各行业毛利率改善面 15
图表 20. 不同海外业务收入占比区间与销售毛利率变化的相关性分布 15
图表 21. 各行业海外业务收入比例区间与销售毛利率变化的相关性 16

1、研究背景

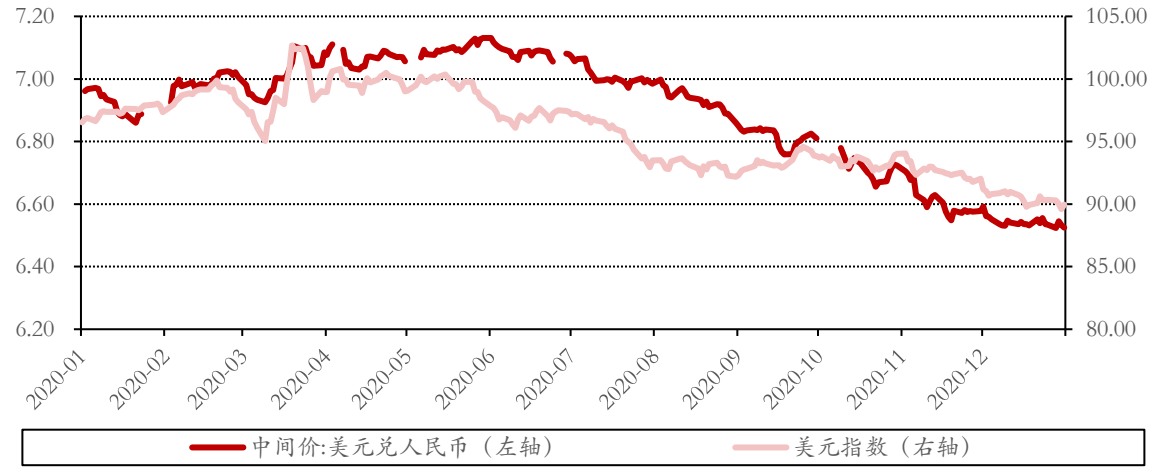
2020 年人民币汇率先抑后扬，特别是 6 月之后对美元持续升值，再次引发了汇率升值对出口型企业盈利造成负面影响的讨论。但从我国出口增速表现来看，自 7 月以来出口增速并未受到人民币升值的影响出现下降，反而大幅持续超预期。我们认为，2020 年下半年出口高增长不仅受到海外新冠疫情导致供需缺口拉动，从我国自身情况来看，出口价格的相对强劲，一定程度上也抵消了人民币汇率升值对出口的负面影响。

2、人民币升值背景下出口增速持续超预期

2020 年人民币兑美元汇率走势先抑后扬

从全年走势来看，人民币对美元先贬值，在 5 月底达到年内最低点，此后开始了升值的过程，并在 12 月底创下年内汇率最高点。2020 年内人民币对美元中间价升值 6.9%，1-5 月期间人民币对美元贬值 2.2%，6-12 月期间人民币对美元累计升值幅度达到 9.3%。

图表 1. 人民币兑美元汇率与美元指数走势

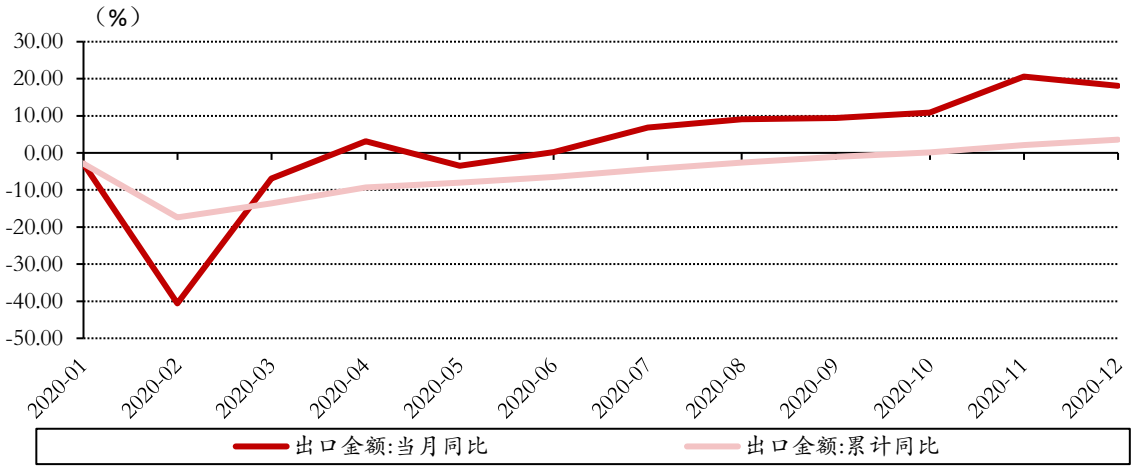


资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

2020 年下半年出口迎着人民币汇率升值强劲增长

2020 年上半年受到新冠疫情的影响，我国出口（以美元计价，下同）增速累计同比为-6.2%，但进入下半年，出口增速大幅上行并持续超预期，从 7 月的同比增长 7.2%一直上行到 11 月同比增速达到年内高点 21.1%，12 月增速虽然略有下滑，但也实现了同比 18.1%的高速增长。在此背景下，截至 2020 年底，我国出口累计同比增速达到 3.6%。

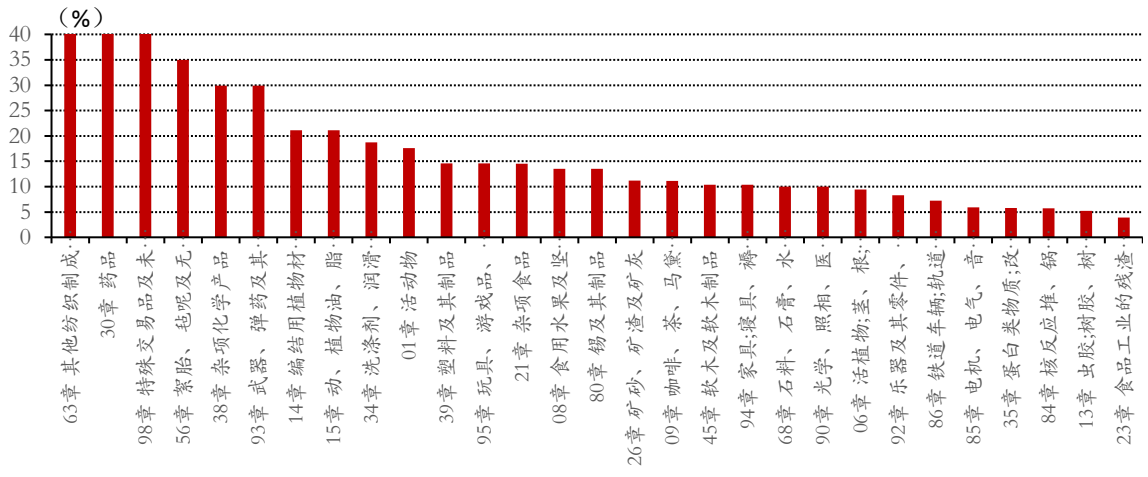
图表 2. 下半年出口增速持续上行



资料来源：海关总署，万得，中银证券

HS 分类行业之间出口增速分化比较明显。2020 年全年，97 个章分类下，43 个实现正增长，在累计出口额中占比达到 78.9%，其中 29 个行业增速超过出口整体，在累计出口额当中占比达到 65.99%。增速较高的行业当中，既包括纺织品、药品一类防疫需求相关物资，也包括机电一类传统出口较多的中间产品，还包括光学、医疗仪器等传统出口增速不高但受益于 2020 年国内生产正常的产品，此外还有化学产品、玩具游戏用品、家居用品、交通设备等。与 2017 至 2019 年我国出口正增长的情形对比，2020 年出口恢复正增长的受益面明显较小，说明这是一次非典型的复苏，尽管下半年出口景气有所扩散[1]。

图表 3. 2020 年出口累计同比增速较高的章



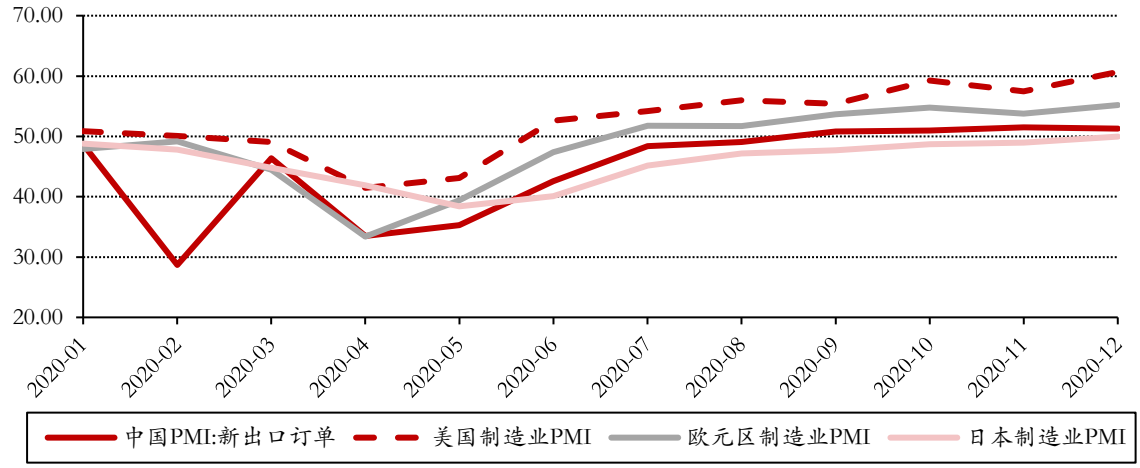
资料来源：海关总署，万得，中银证券

支撑出口增速持续高增长的原因之一是弥补海外生产端缺口

由于海外新冠疫情蔓延影响海外生产能力，同时我国疫情得到有效控制，国内生产加速恢复，海外生产订单明显向国内转移。从制造业 PMI 指数中的新出口订单来看，9 月该指数年内首次回升至荣枯线以上，之后在四季度中均维持在 51 上方。与此同时，美欧日等发达国家和地区的制造业 PMI 指数表现差异较大。其中，美国制造业 PMI 指数在 2020 年 3-5 月期间短暂的低于荣枯线，自 6 月开始强劲回升；欧元区制造业 PMI 指数则从 2020 年 3 月开始走低，晚美国一个月也即 7 月开始回升至荣枯线之上；相较之下，日本制造业 PMI 最疲弱，同样自 2020 年 3 月开始走低但直至 2020 年 12 月才回到 50。

[1] *管涛，“为何新出口订单指数未能预见本轮出口复苏？”，《第一财经日报》2020 年 10 月 12 日。*
管涛，“非典型复苏的出口景气在进一步扩散”，《第一财经日报》2020 年 11 月 9 日。

图表 4. 主要经济体制造业 PMI 指数

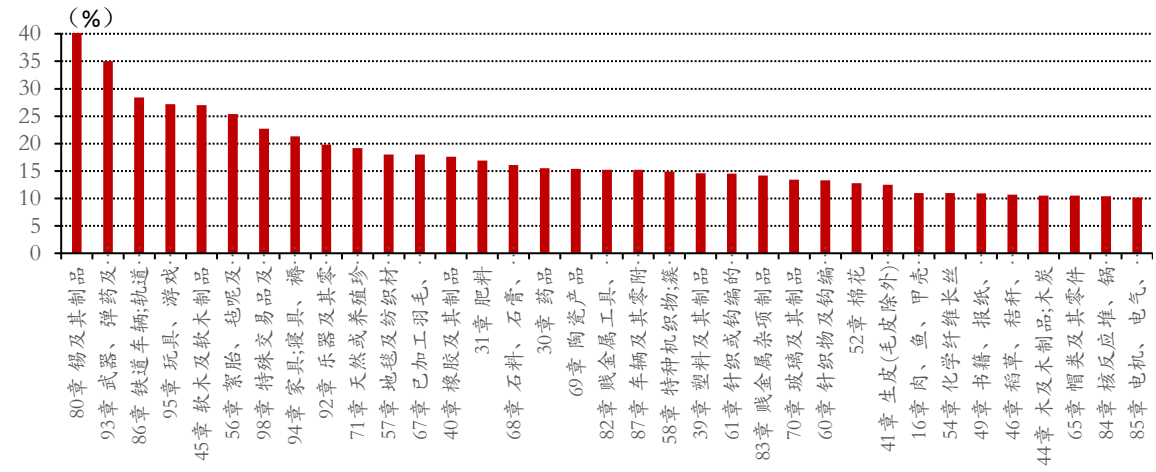


资料来源：万得，中银证券

从 HS 分类来看，全年增速较高并且下半年增速高增长的行业，包括居家用品类，如玩具游戏用品、家具等，防疫用品如药品，以及交通工具、塑料制品、电机锅炉等。全年增速较低但下半年出口增速快速上行的行业包括较多居家相关日用品，如地毯纺织品、陶瓷等，由于疫情海外生产受限的产品，如珠宝贵金属、汽车零部件等，以及纺织服装类用品。从出口高增长的品类来看，基本上是海外需求强劲的产品。从出口额占比来看，下半年出口增速上行幅度高于整体的行业，其在 2020 年累计出口额中的整体占比达到 71.74%，其中全年增速偏低但下半年增速较快的行业占比为 13.91%。

这符合中国出口对汇率不敏感对国际经济景气敏感的一般规律。

图表 5. 2020 年下半年出口增速上升较快的章

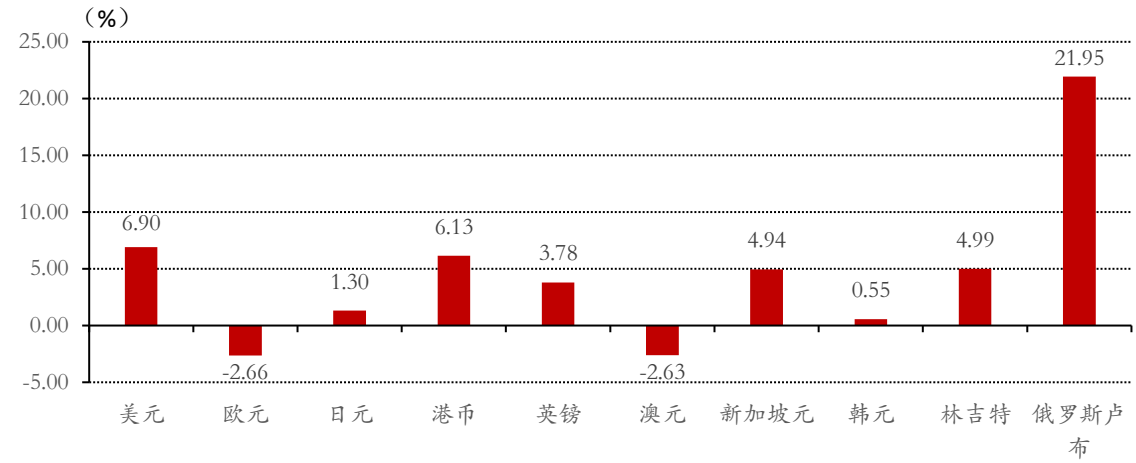


资料来源：海关总署，万得，中银证券

人民币多边汇率升值幅度较小

从 CFETS 主要构成货币来看，人民币对其他货币的涨跌幅相对较小。以 2019 年 CFETS 货币篮子和权重为准，在全部占比超过 2.5%的货币中，2020 年期间除了俄罗斯卢布汇率由于其自身因素大幅下跌之外，人民币对其他货币的涨跌幅均明显小于对美元升值 6.9%的幅度。从 2020 年全年来看，人民币对主要外汇升值幅度显著的包括港币（6.13%）、林吉特（4.99%）、新加坡元（4.94%）和英镑（3.78%），对日元（1.3%）和韩元（0.55%）的升值幅度较小，对欧元和澳元则出现贬值。

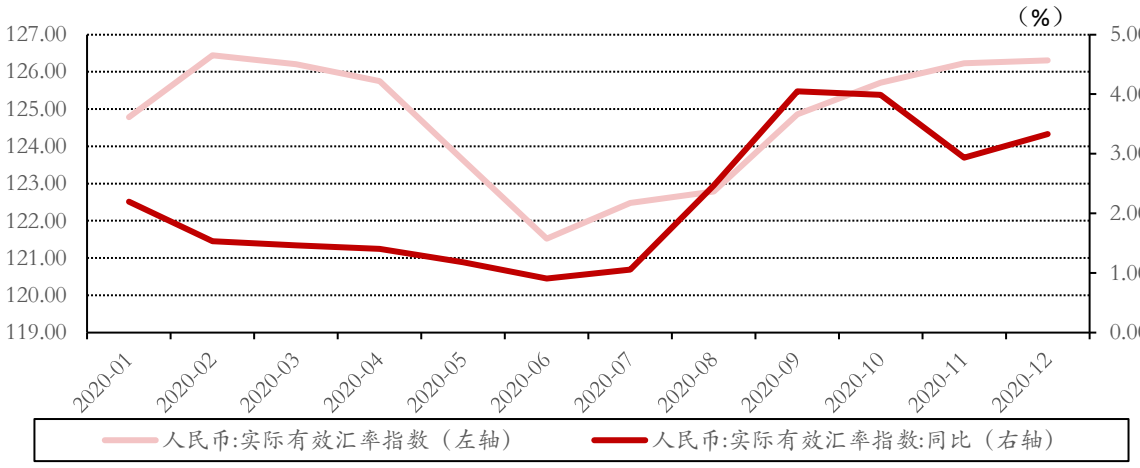
图表 6. 2020 年人民币对主要货币涨跌幅



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

从人民币实际有效汇率指数来看，2020 年 3-6 月期间指数持续下行，7 月开始重拾上升趋势。从指数同比增速来看，1 月到 6 月期间增速从 2.19%一路下行至 0.91%。增速的拐点同样从 7 月开始，人民币实际有效汇率指数同比增速快速上行，9 月达到年内高点 4.05%，11 月增速短暂回落到 2.85%，12 月重新回升至 3.33%。全年，人民币实际有效汇率指数上升 3.3%，远小于同期人民币双边汇率将近 7%的涨幅，且对出口竞争力影响存在 J 曲线效应。

图表 7. 2020 年人民币实际有效汇率同比增速



资料来源：BIS，万得，中银证券

上半年出口价格走高部分对冲了下半年人民币升值对出口的负面影响

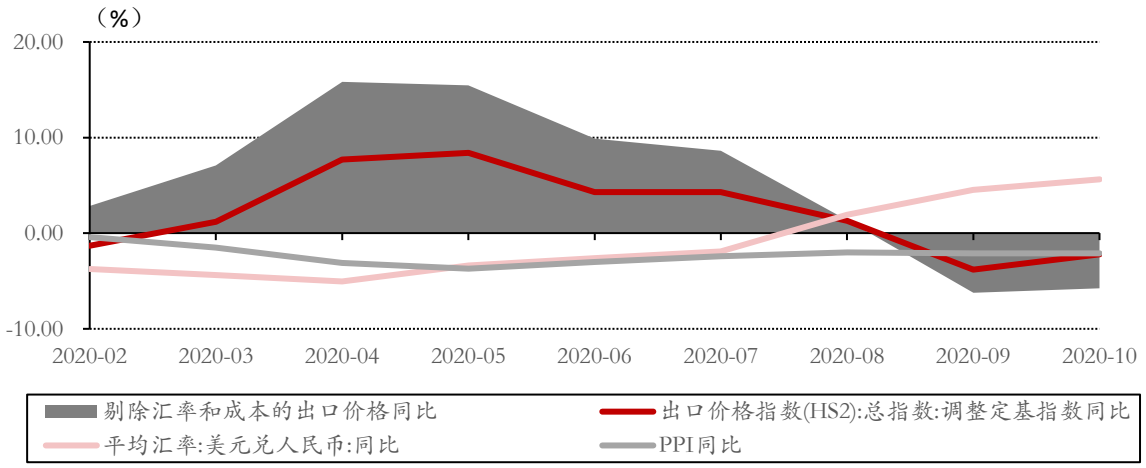
目前海关总署滞后半个月左右时间，公布月度 HS 分类的进出口商品数据，但滞后两个月时间公布月度 HS 分类的同比口径的对外贸易指数（包括进出口价格指数、数量指数和金额指数）。海关进出口统计，出口是 FOB 离岸价，进口是 CIF 到岸价。海关的进出口价格指数，也是分别按这两种价格编制。最近，人民币升值、原材料涨价和国际运费飙升对国内出口产生了重大影响。但因为出口价格指数中不含运保费，故从出口价格指数出发，只能分析汇率和生产成本变动对企业财务的影响。

我们以 2010 年为基期，将出口价格指数做了调整。调整的具体方法是：默认 2010 年 1-12 月出口价格指数不变，则自 2011 年开始 N 年 T 月的价格指数=（原 N 年 T 月价格指数）*（调整后的 N-1 年 T 月价格指数）/100。从调整后的 2020 年 1-10 月出口价格指数同比增速来看，上半年同比增速维持在较高水平，平均增速达到 4.06%，明显高于 2019 年的 2.9%、2018 年的 3.11%和 2017 年的 3.72%。

为衡量出口企业的盈利能力情况，在出口价格指数同比的基础上，我们用人民币对美元汇率涨跌幅和 PPI 同比增速分别拟合汇率波动的影响和成本变化的影响。其中，人民币对美元汇率（境内银行间外汇市场下午四点半收盘价）涨跌幅的调整方式是“N 年 T 月的人民币对美元汇率涨跌幅=（（N 年 T 月人民币对美元汇率收盘价算术平均值）-（N-1 年 T 月人民币对美元汇率收盘价算术平均值））/（N 年 T 月人民币对美元汇率收盘价算术平均值）”，得到人民币对美元汇率月同比增速。在此基础上进一步剔除成本变动的影响，最后得到经汇率和成本调整的出口价格指数=N 年 T 月的价格指数同比增速- N 年 T 月的人民币对美元汇率涨跌幅-N 年 T 月 PPI 同比增速。

考虑到 2020 年 PPI 同比增速先下后上，全年负增长 1.8%，因此经 PPI 调整后的出口企业盈利能力有所上升。整体来看，2020 年 1-10 月经人民币对美元汇率和 PPI 调整后的出口价格指数同比走势先升后降，并在 9 月同比增速转负，1-10 月平均增速为 5.46%。

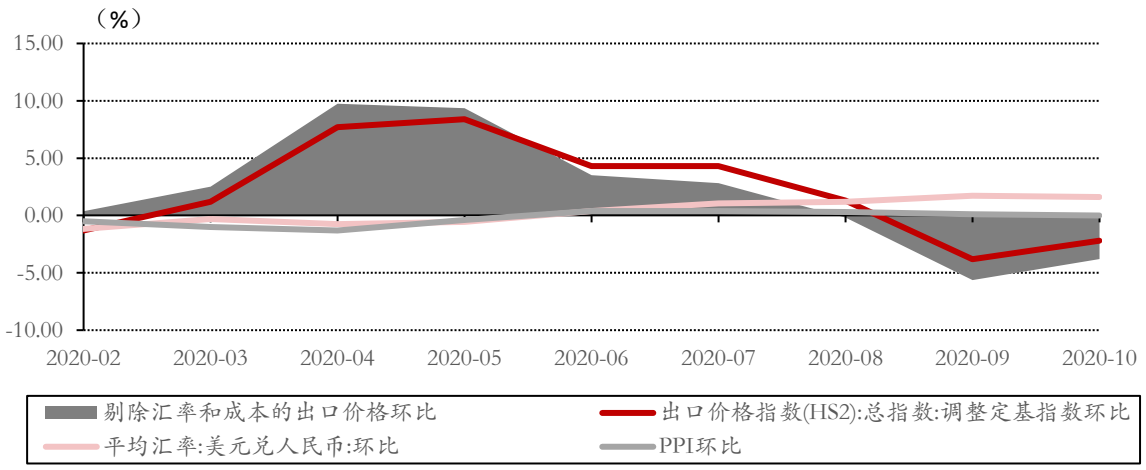
图表 8. 2020 年 1-10 月经汇率和成本调整的出口价格指数同比变化



资料来源：海关总署，中国货币网，万得，中银证券

将出口价格指数换算成定基同比的好处是可以基于此计算价格指数环比增速。从经汇率和成本调整后的出口价格环比增速来看，整体走势与同比增速是一致的，最明显的不同在于，价格指数环比增速在 8 月已经出现了转负的情况，而同比增速转负是出现在 9 月。

图表 9. 2020 年 1-10 月经汇率和成本调整的出口价格指数环比变化



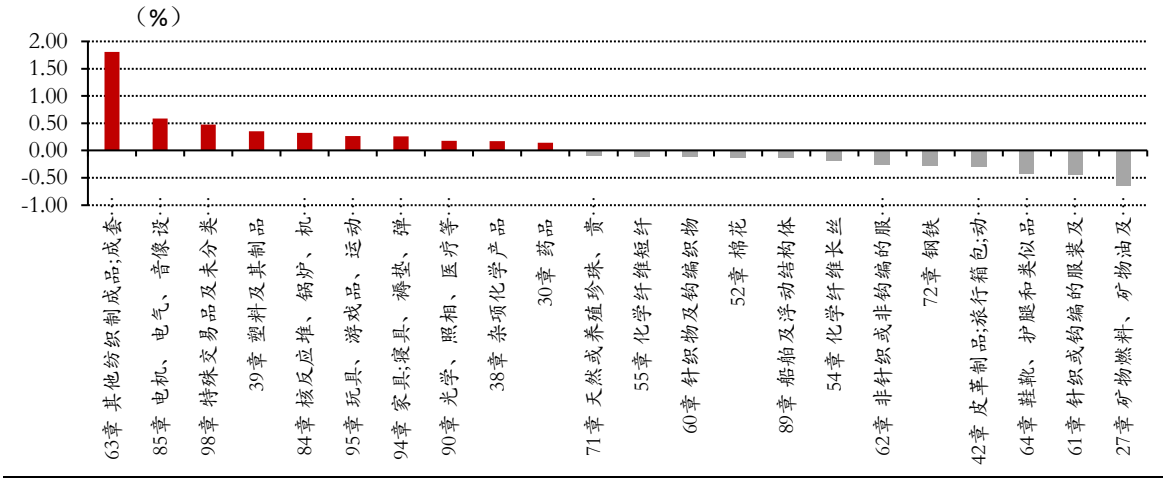
资料来源：海关总署，中国货币网，万得，中银证券

3、2020 年 1-10 月出口额中价格上涨相关产品占比 93.5%

2020 年出口贸易结构更加集中

56 个分类出口占比下降，20 个分类占比明显上升。99 个 HS 分类当中，2020 年相较 2019 年出口额占比上升的分类有 42 个，其中 20 个分类占比上升超过 0.01 个百分点，10 个分类占比上升超过 0.1 个百分点，与之相较的是，占比下降的 56 个分类中，12 个分类占比下降超过 0.1 个百分点，44 个分类占比下降超过 0.01 个百分点。从具体分类来看，占比上升幅度较大的包括纺织品、电气设备、家具玩具等，占比下降幅度较大的包括矿物燃料、针织皮革服装用品、钢铁等。

图表 10. 2020 年出口权重变动在 0.1%以上的章



资料来源：海关总署，万得，中银证券

96 个 HS 分类按 2020 年 1-10 月价格表现分为三种

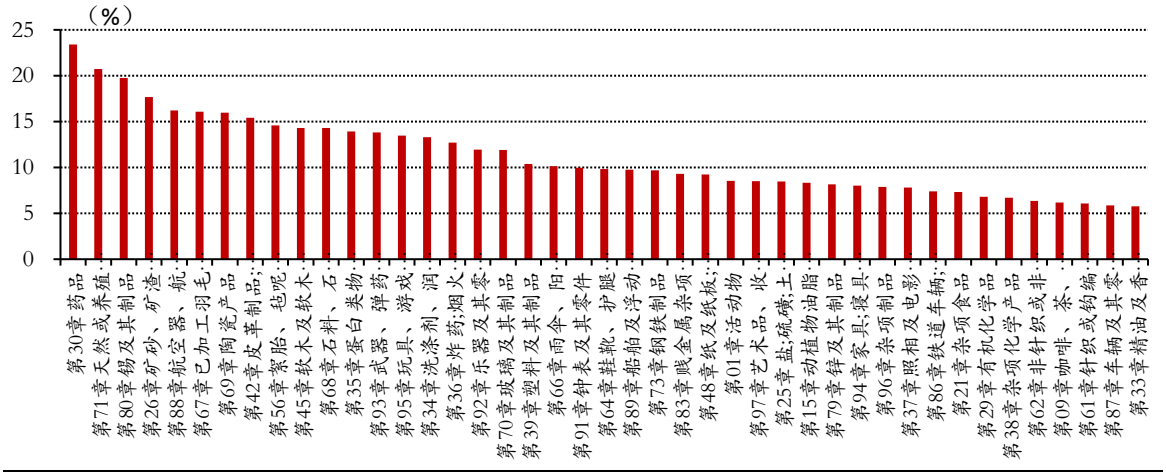
HS 分类下价格表现差异大。我们将出口价格指数换算成 2010 年定基指数，并将汇率调整后的 2020 年 1-10 月当月同比增速算术平均之后发现，96 个有价格指数的 HS 分类当中（分类 77 章没有信息，分类 98 章特殊交易品及未分类商品、99 章跨境电商 B2B 简化申报商品没有价格数据），价格涨幅超过出口整体的分类有 43 个，价格上涨但涨幅低于出口整体的分类有 28 个，价格下跌的分类有 25 个。

价格涨幅超过出口整体的分类 43 个，出口额占比 35.8%。价格涨幅超过 10%的分类有 20 个，出口额累计占比 12.1%，其中出口权重较高的有塑料制品（3.72%）、玩具和运动用品（2.76%）、陶瓷产品（0.97%）等；价格涨幅低于 10%但高于出口整体的分类有 23 个，其中出口权重较高的有家具灯具（4.22%）、车辆及零部件（2.94%）、钢铁制品（2.74%）、非针织类服装（2.41%）、针织类服装（2.4%）等。从分类来看，出口价格涨幅高的产品中，较多为居家用品和海外产能受限的产品，其中钢铁受到成本下行幅度较大影响，出口价格涨幅较高。

价格上涨但涨幅低于出口整体的分类 28 个，出口额占比 57.7%。价格涨幅超过 1%的分类有 21 个，出口额累计占比 55.54%，其中出口权重较高的包括电气设备（27.41%）、锅炉等设备（16.99%）、医疗设备（3.1%）、其他纺织品（2.92%）等；价格涨幅在 1%以下的分类有 7 个，出口额累计占比 2.16%，其中出口权重较高的包括橡胶制品（0.87%）、无机化学品（0.59%）、棉花（0.42%）等。价格温和上涨的产品出口额占比最高，并且如电气设备类出口份额占比较高的产品，2020 年 1-10 月价格实现了温和上涨，对我国出口产品价格整体表现影响较大。

价格下跌的分类 25 个，占比 5.53%。价格下跌的分类分布则相对集中在跌幅 10%以内，其中出口权重较高的包括针织物（0.63%）、化纤（0.7%）等，跌幅超过 10%的分类有 3 个，分别是烟草及代用品（出口额占比 0.03%）、矿物燃料（1.24%）、其他动物产品（0.07%）。整体来看，价格下跌的分类中食品类产品较多，受到成本上升影响较大。

图表 11. 2020 年 1-10 月调整后出口价格涨幅较高的 HS 分类章

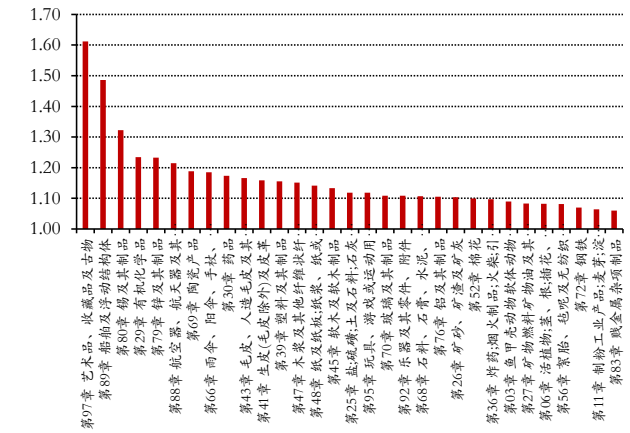


资料来源：海关总署，万得，中银证券

贸易条件指数改善比较普遍

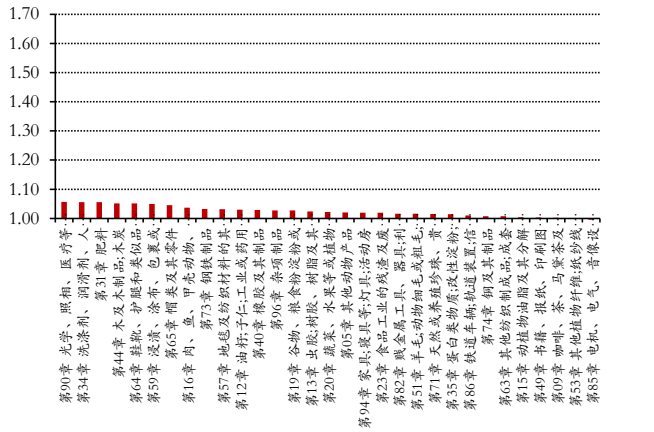
根据计算“出口价格指数/进口价格指数”得到的贸易条件指数来看，2020 年 1-10 月期间，96 个 HS 章分类中平均贸易条件指数在 1 及以上的行业有 62 个，贸易条件指数改善的行业在 2020 年出口额结构中占比达到 67.74%。33 个行业贸易条件指数低于 1，共计贸易占比 31.29%，其中主要剔除占比 16.99% 的锅炉产品之后，贸易条件指数下降的行业出口额占比仅为 14.29%。这意味着以进口补出口，也可以普遍增强国内企业抗汇率升值风险的能力。

图表 12. 2020 年 1-10 月贸易条件指数在 1 及以上分类



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 13. 2020 年 1-10 月贸易条件指数 1 及以上分类（续）



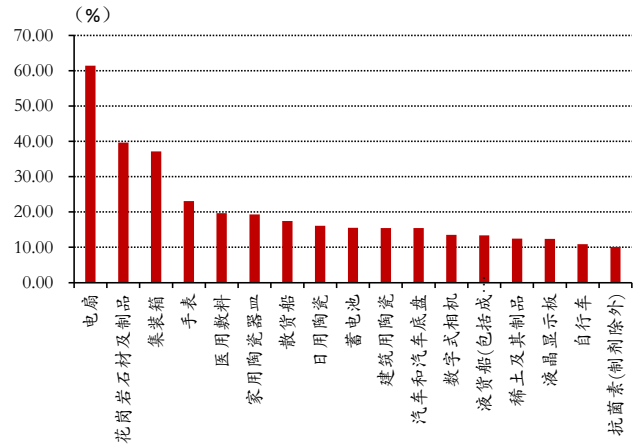
资料来源：海关总署，万得，中银证券

2020 年主要出口产品价格分化较大

我们根据海关发布的主要产品 2020 年累计“出口金额/出口数量”计算出口产品单位价格，然后计算该价格较 2019 年的同比变化，在价格同比变化幅度的基础上剔除 2020 年人民币对美元汇率升值的影响和成本波动的影响。考虑到主要产品分类较难，此处成本仅分为生产资料和生活资料两类。

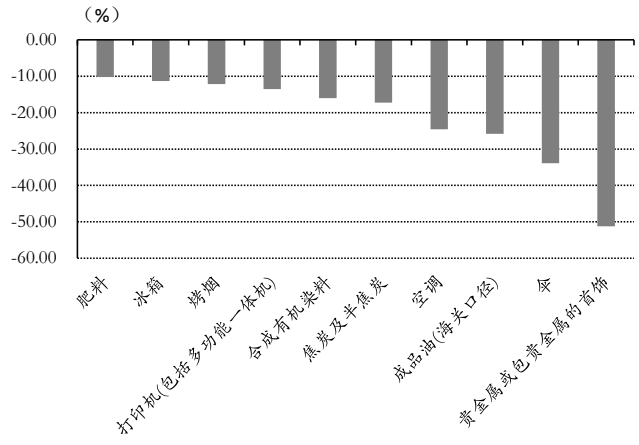
根据 2020 年海关公布的调整后的主要出口产品列表，174 个主要产品当中，78 个为新发布出口产品，因此没有 2019 年及之前的出口金额和出口数量的历史数据；仅 68 个产品同时具备出口金额和出口数量，并且有可比价格。68 个主要出口产品中，2020 年出口价格上涨的产品 36 个，在出口金额中的占比为 13.44%，出口下降的产品 32 个，占比 20.52%。从价格涨幅和降幅较大的产品来看，前者集中在防疫物资、居家用品和城内交通工具等，后者则更明显受到 PPI 同比增速下降的影响，大多数产品为工业产品。

图表 14. 2020 年调整后价格涨幅较大的主要出口产品



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 15. 2020 年调整后价格降幅较大的主要出口产品



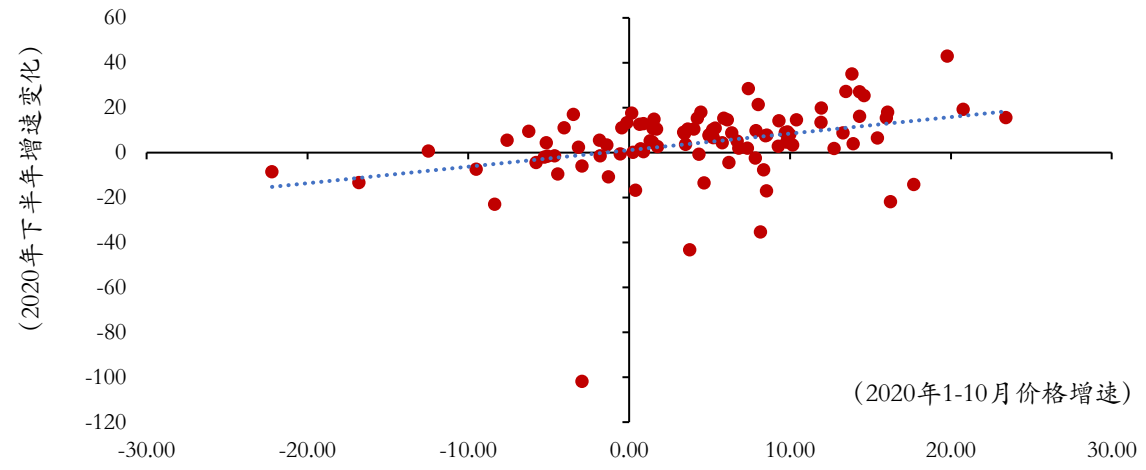
资料来源：海关总署，万得，中银证券

4、价格指数与下半年出口增速的相关性分析

HS 分类下二者正相关

96 个 HS 分类的经汇率和成本调整后价格指数，与下半年出口增速，二者相关系数 0.36。虽然相关性偏弱，但存在正相关关系，说明上半年出口价格表现强劲的分类，在下半年出口增速反弹也较强劲。可见在全部出口产品口径下，支持出口产品价格上行对人民币汇率升值构成一定对冲，保持了下半年出口增速的上行趋势。

图表 16. HS 分类下的价格指数与下半年出口增速相关性

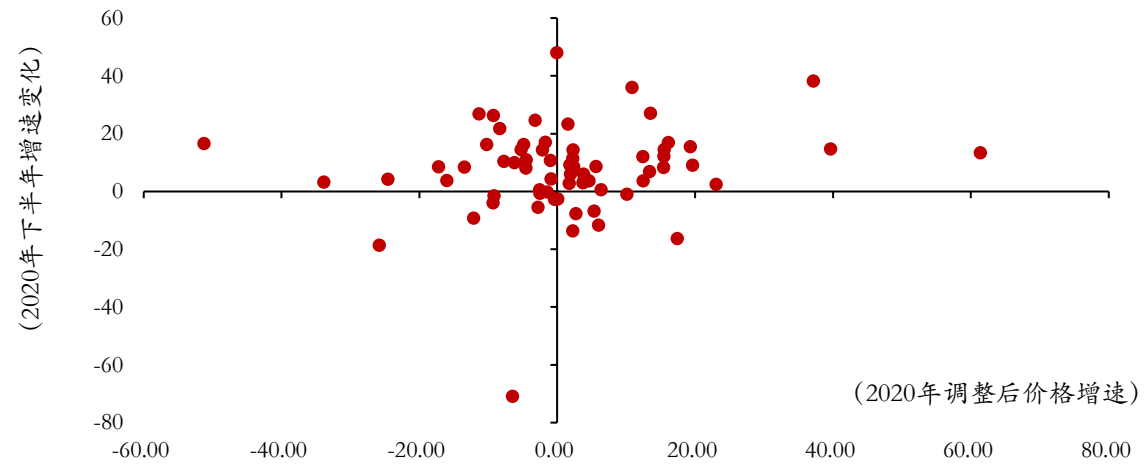


资料来源：万得，中银证券

主要出口产品价格指数与下半年出口增速的相关性不显著

68 个主要出口产品经汇率和成本调整后价格指数，与下半年出口平均增速之间，二者相关系数只有 0.16，说明相关性不显著。我们认为主要出口产品口径下相关性下降的原因有以下几个：一是 68 个主要产品的出口额占 2020 年出口额比重约为 30%，代表性较弱；二是 2020 年下半年我国出口增长强劲受到海外疫情蔓延扰动，防疫物品、居家物品和海外订单转移产品的表现较好，这些产品部分不在我国公布的 68 个“主要出口产品”列表中，但对出口增速贡献较大；三是对主要出口产品的价格进行处理时采用的是生产资料和生活资料 PPI 同比，统计上可能对具体产品的价格指数变化拟合不够细致，导致存在统计偏差。

图表 17. 主要出口产品的价格指数与下半年出口平均增速相关性



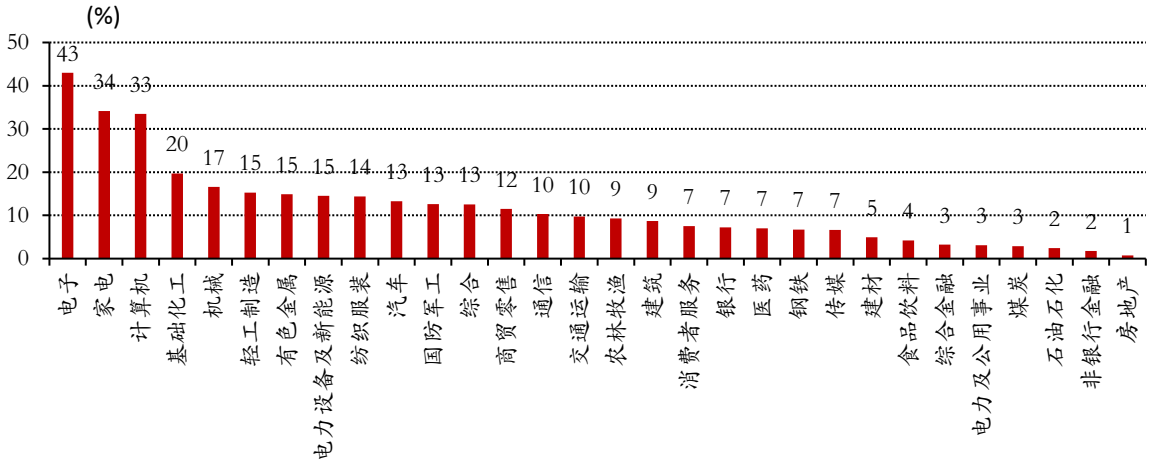
资料来源：万得，中银证券

5、上市公司出口依赖型行业财务数据实证分析

2019 年上市公司海外业务收入占比 9.79%

所有上市公司中我们进行了粗略整理，一是剔除了 ST 和*ST 公司 214 家，二是考虑到上市融资可能影响企业财务状况，因此剔除了 2020 年之后上市的公司 421 家，三是剔除了财务数据异常的少数企业。在统计范围内的上市公司共计 3530 家，其中 2184 家公司在 2019 年财报中披露了海外业务收入情况。以中信一级行业分类为依据，计算各行业 2019 年的“海外业务收入/营业总收入”，从结果来看，海外业务收入占比最高的三个行业分别是电子、家电和计算机，占比均在 30%上方，另有 12 个行业海外业务收入占比在 10%-20%之间，15 个行业的海外业务收入占比低于 10%。

图表 18. 2019 年上市公司各行业海外业务收入占比



资料来源：万得，中银证券

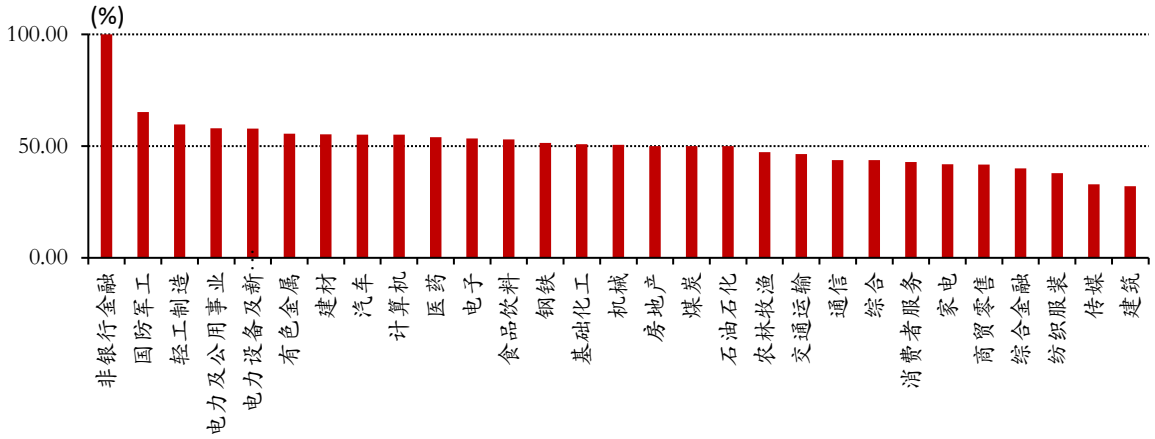
有海外业务收入的上市公司 2020 年三季报毛利率较 2019 年小幅上升

由于 2020 年上半年新冠疫情对上市公司财务数据扰动较大，不在我们考虑范围内。四季度财报尚未披露完全，也没有可比性。三季度我国实际 GDP 同比增速回升至 4.9%，特别是生产端恢复情况较好，而且人民币汇率开始升值，因此，我们主要对比的是 2020 年三季度上市公司毛利率与 2019 年经营稳定的状态相比，是否有显著变化。

在上市公司统计范围中，我们首先剔除了 2019 年没有海外收入的 1275 家公司，其次剔除了没有销售毛利率的 87 家公司（主要是银行、非银行金融上市公司），最后剔除了部分 2019 年财务数据异常的公司，最后可比范围内共计上市公司 2150 家。

2020 年三季度较 2019 年相比，2150 家上市公司中 51.26%的公司销售毛利率有不同程度的改善。29 个行业分类当中，18 个行业销售毛利率改善面不低于 50%。海外业务收入上市公司数量较多的机械、基础化工、电子、电力设备新能源、医药、汽车和计算机行业中，毛利率改善面均超过 50%。

图表 19. 2020 年三季度相较 2019 年各行业毛利率改善面

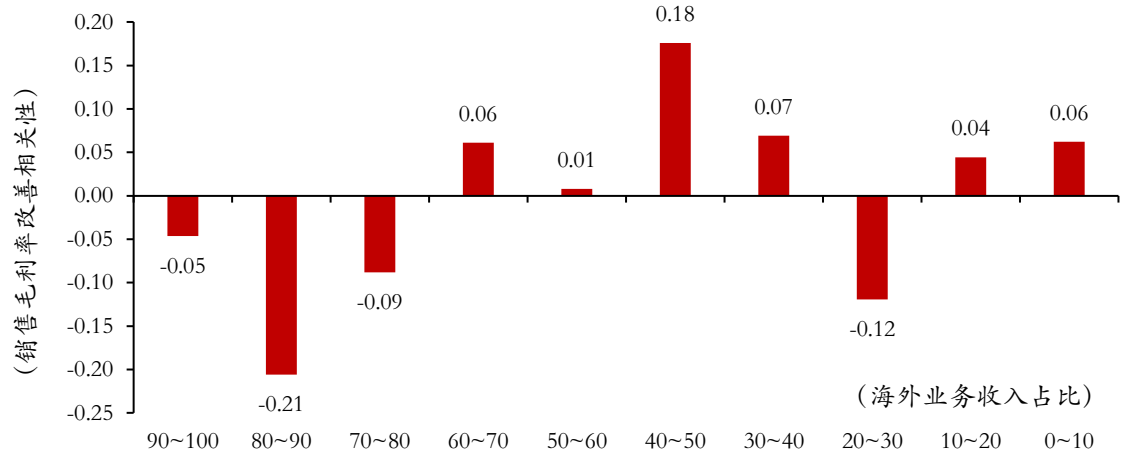


资料来源：万得，中银证券

三季报毛利率改善与海外业务占比相关性较低

从上市公司海外业务收入占比与 2020 年三季报销售毛利率相较 2019 年变化整体相关性来看，仅有 0.06，说明二者相关性不显著。我们将上市公司海外业务收入占比进行分类回归二者相关性，得到如下结果：海外业务收入占比在 70%以上的上市公司，二者存在一定负相关关系；海外业务收入占比 30-70%的上市公司相关性偏正面，其中海外业务收入占比 40-50%的相关性达到 0.18，是所有分类中最高的；而海外业务收入占比低于 30%的上市公司，与毛利率变化的相关性不明显。

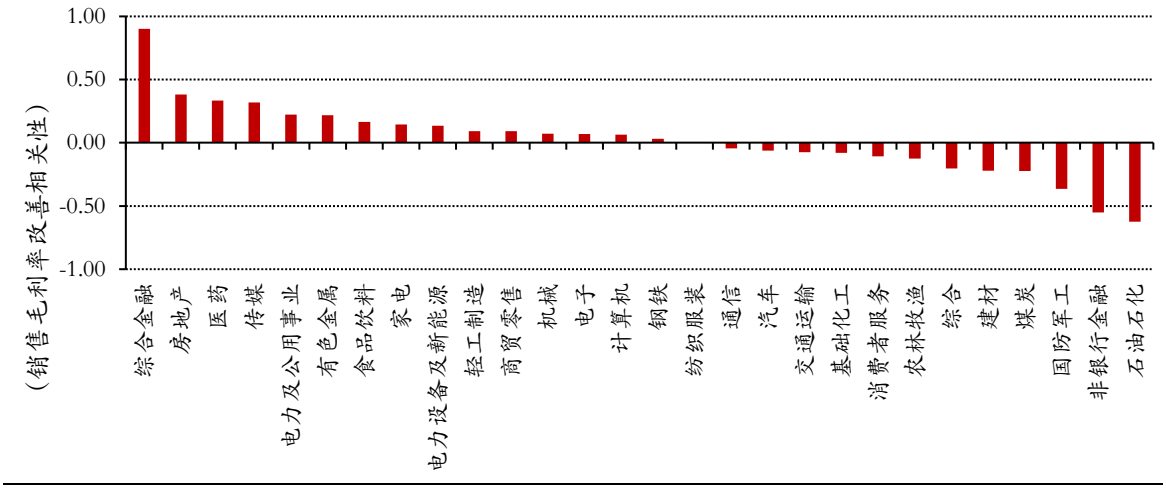
图表 20. 不同海外业务收入占比区间与销售毛利率变化的相关性分布



资料来源：万得，中银证券

从行业分类角度看，上市公司海外业务收入占比与 2020 年三季报销售毛利率相较 2019 年变化整体相关性，在不同行业之间差异较大，相关系数从-0.62 到 0.9，分布较为分散，整体来看可以分为三类。第一类是相关性偏正面的行业，如医药，主要是受益于防疫刚需；第二类是相关性不显著的，包括电力设备新能源、机械、电子、计算机、汽车、基础化工等海外业务收入公司较多的行业在内；第三类是相关性偏负面的行业，包括较多周期性产品行业，如石油石化、煤炭、建材等。但是从各行业相关性从高到低来看，医药、食品饮料、家电、轻工等排序靠前的行业，一定程度上都受到海外需求较为强劲的正面影响。

图表 21. 各行业海外业务收入比例区间与销售毛利率变化的相关性



资料来源：万得，中银证券

整体来看，我们认为有海外业务收入的上市公司，存在 2020 年三季度销售毛利率较 2019 年有所改善的情况。可以适当说明，人民币升值在三季度没有对上市公司财务数据造成显著负面影响。但改善的幅度与海外业务收入占比没有显著关系。

6、主要结论

第一，2020 年人民币对美元汇率先抑后扬，但出口增速却低开高走。究其原因，一是弥补海外生产端缺口，二是人民币多边汇率升值幅度较小，三是上半年出口价格走高部分对冲了下半年人民币升值对出口的负面影响。

第二，从出口价格指数来看，经人民币对美元汇率和 PPI 调整后，96 个 HS 分类在 2020 年 1-10 月出口额中价格上涨相关产品占比 93.5%，价格上涨的情况比较普遍。同时，贸易条件指数有所改善的在 95 个 HS 分类当中达到 62 个，在出口额中占比达到 67.74%。这印证了出口提价有助于增强国内企业抗升值风险能力的判断。

第三，从汇率和 PPI 调整后的出口价格指数与下半年出口增速变化的相关性来看，HS 分类下二者弱正相关 0.36，说明上半年价格表现强劲的分类在下半年出口增速反弹也较强劲。但主要出口产品价格指数与下半年出口增速的正相关性仅为 0.16。

第四，从上市公司财务数据来看，有海外业务收入的上市公司，存在 2020 年三季度销售毛利率较 2019 年有所改善的情况。可以适当说明，人民币升值在三季度没有对上市公司财务数据造成显著负面影响。但改善的幅度与海外业务收入占比没有显著关系。

风险提示：海外经济复苏不及预期；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371