2020 年 12 月 08 日

出口链支撑的驱动“切换”

——宏观经济点评

宏观研究团队

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

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● 11 月出口超预期、单月额创历史新高，受“需求效应”、“节日效应”等支持

11 月出口增速“跳升”，主要商品出口普遍加快。11 月出口同比增长 21.1%，好于前值（11.4%）和市场平均预期（12%）；单月出口 2681 亿美元，创历史最高。主要大类产品出口普遍加快，其中高技术产品增速抬升 16.9 个百分点至 21.1%，机电和劳动密集型产品分别抬升 12.1 和 5.2 个百分点至 25%和 12.7 %；细分产品中，医疗机械、手机、家电出口继续高增，其他商品抬升 7 个百分点至 19%。**外需趋势性修复、叠加西方圣诞节需求释放等，对我国出口拉动显著。**国别视角来看，11 月中国对美国和欧盟出口最为亮眼，出口增速分别大幅抬升 24 个百分点和 17 个百分点至 46%和 26%，对东盟和金砖国家等出口增速抬升幅度相对较小，对日本出口增速小幅回落。美国等主要经济体库存周期的重启等，助力发达经济体加快修复；与此同时，西方圣诞节日消费需求释放，对中国出口起到支持。

● “需求效应”对出口支持有望延续，重点关注服务于美欧生产活动相关出口

美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，将带动全球经济加快修复。美国作为全球经济“火车头”，库存周期已经重启；7 月以来，美国库存同比增速、库存领先指标制造业 PMI 新订单指数，普遍抬升。疫苗研发的进展顺利、有望在 2021 年大规模推广，会进一步加快全球经济的修复。从主要疫苗产商的产能规划及订单分布来看，美欧日等大概率将在 2021 年完成高危人群接种。**未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。**随着全球经济加快修复，中国出口的支撑或将由前期的“替代效应”过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端的修复弹性较大，以及生产需求对应的中国部分中上游行业出口的“替代效应”已基本消失，未来重点关注中国这些服务于美欧生产活动的行业出口表现。

● 多数大宗原料进口增速回落，或反映国内生产端的修复斜率正在“变浅”

进口增速进一步回落，主要大宗原料进口多数放缓。11 月全国进口同比 4.5%，较前值进一步下滑 0.2 个百分点；主要进口商品中，除原油进口跌幅收窄外，其他商品进口增速普遍回落，以汽车及底盘、铜材、大豆等跌幅最大。考虑到大宗品进口主要反映国内生产需求，进口增速回落或反映国内生产修复的斜率可能边际放缓；此外，伴随海外圣诞需求逐渐减弱，出口对进口的影响或也将有所弱化。

重申观点：未来一段时间，美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，有望带动全球经济加快修复。伴随疫情“错位”影响的消退，中国出口链的核心支撑，将由订单 “替代效应”的驱动过渡至“需求效应”的支持。中国出口链上，服务于美欧生产活动的相关出口贸易行为等，值得重点关注。

● 风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观深度报告-2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真》-2020.12.2

《宏观经济专题-后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业》-2020.12.1

《宏观经济点评-产需延续修复，建筑景气抬升》-2020.12.1

目　录

1、 出口表现：“需求效应”、“节日效应”等支持出口高增 3
2、 进口表现：多数大宗原料进口增速回落 5
3、 风险提示 5

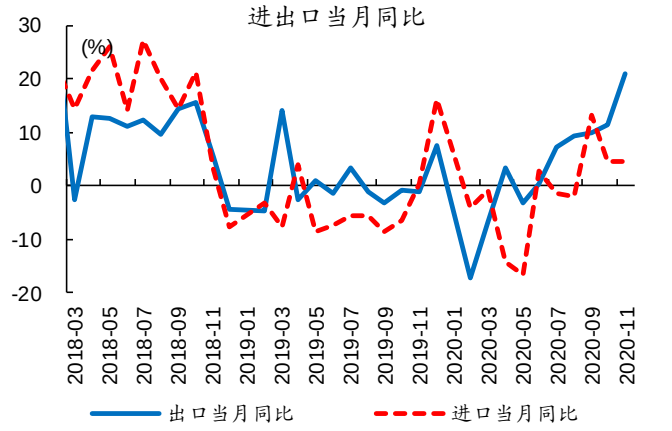
图表目录

图 1： 11 月，出口增长进一步加快 3
图 2： 11 月单月出口金额创历史新高 3
图 3： 11 月，高新技术和机电产品出口增速大幅抬升 3
图 4： 11 月，不同类型商品对总出口增速的拉动普遍抬升 3
图 5： 11 月，中国对美国出口增抬升最为显著 4
图 6： 11 月，中国对新兴市场出口抬升幅度较小 4
图 7： 美国库存领先指标制造业 PMI 新订单大幅反弹 4
图 8： 美国有望在 2021 年 Q1 前后完成高危人群的接种 4
图 9： 疫苗的大规模推广，将推动美欧日等复产加快 5
图 10： 美国多个行业产成品及原材料库存处于历史低位 5
图 11： 主要大宗品进口数量增速回落 5
图 12： 铁矿砂、铜材、钢材等进口价格增速抬升 5

1、 出口表现：“需求效应”、“节日效应”等支持出口高增

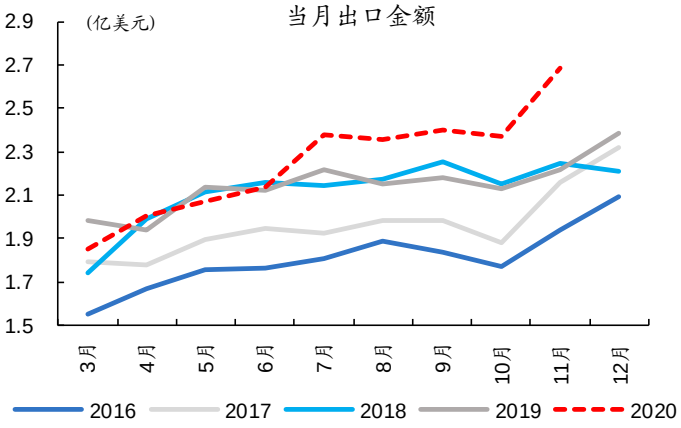
11 月出口金额创历史新高，主要商品出口普遍加快增长。11 月出口同比增长 21.1%，好于前值（11.4%）和市场平均预期（12%）；单月出口 2681 亿美元，创历史最高。主要大类产品出口普遍加快，其中高技术产品增速抬升 16.9 个百分点至 21.1%，机电和劳动密集型产品分别抬升 12.1 和 5.2 个百分点至 25%和 12.7 %；细分产品中，医疗机械、手机、家电出口继续高增，其他商品抬升 7 个百分点至 19%。

图1：11 月，出口增长进一步加快



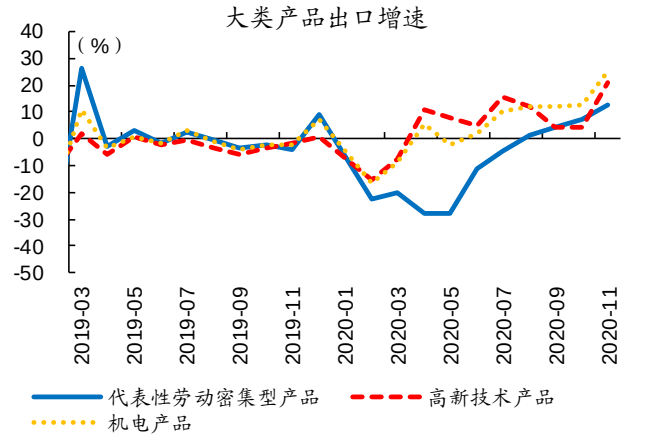
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：11 月单月出口金额创历史新高



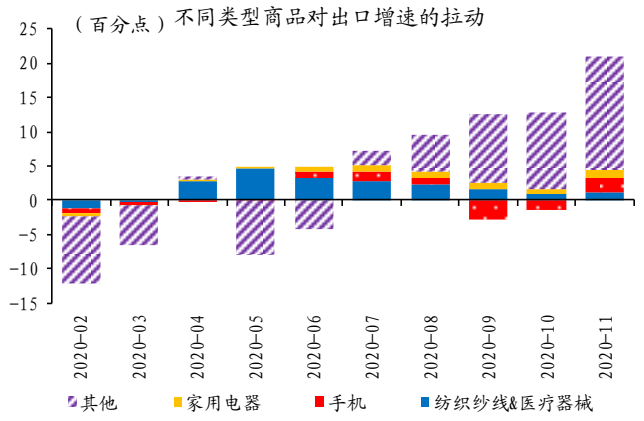
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：11 月，高新技术和机电产品出口增速大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

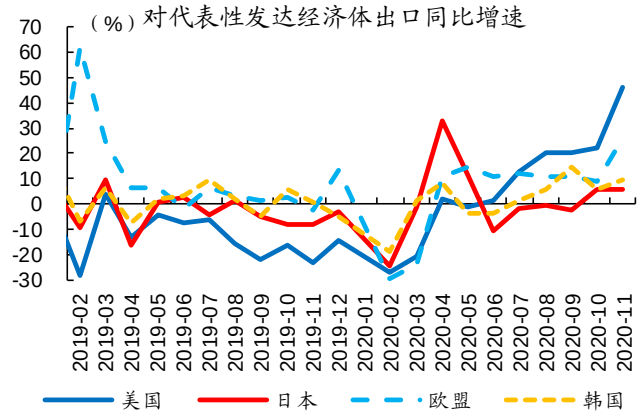
图4：11 月，不同类型商品对总出口增速的拉动普遍抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

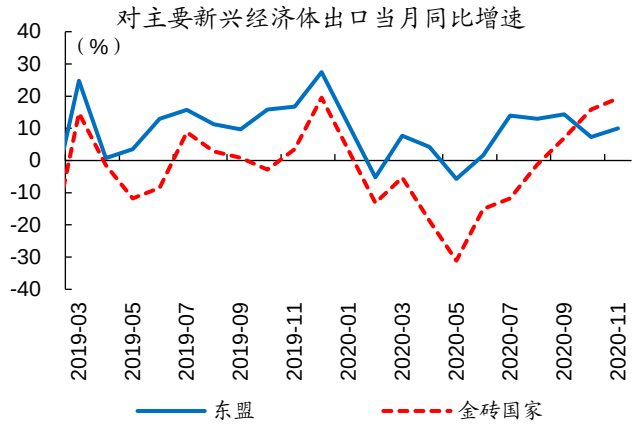
外需趋势性修复、叠加西方圣诞节需求释放等，对我国出口拉动显著。国别视角来看，11 月中国对美国和欧盟出口最为亮眼，出口增速分别大幅抬升 24 个百分点和 17 个百分点至 46%和 26%，对东盟和金砖国家等出口增速抬升幅度相对较小，对日本出口增速小幅回落。一方面，美国等主要经济体库存周期的重启等，助力发达经济体加快修复；另一方面，西方圣诞节日消费需求释放，对中国出口起到支持。

图5：11 月，中国对美国出口增抬升最为显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

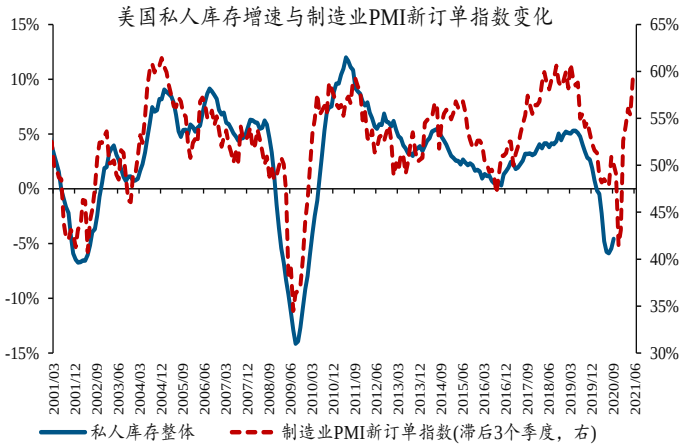
图6：11 月，中国对新兴市场出口抬升幅度较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

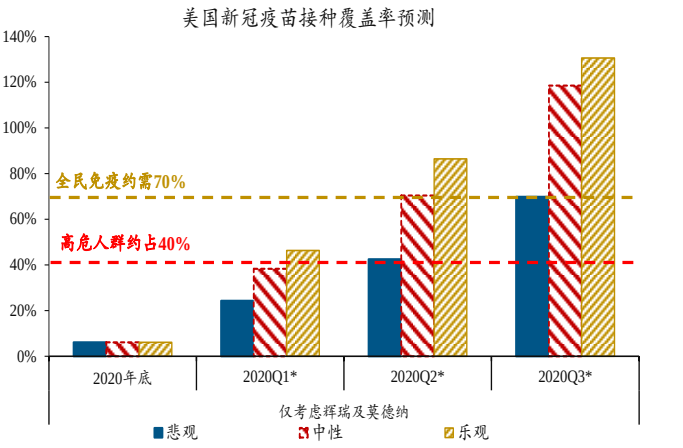
未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，将带动全球经济加快修复。随着全球经济加快修复，中国出口的支撑或将由前期的“替代效应”过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端的修复弹性较大，以及生产需求对应的中国部分中上游行业出口的“替代效应”已基本消失，未来重点关注中国这些服务于美欧生产活动的行业出口表现。

图7：美国库存领先指标制造业 PMI 新订单大幅反弹



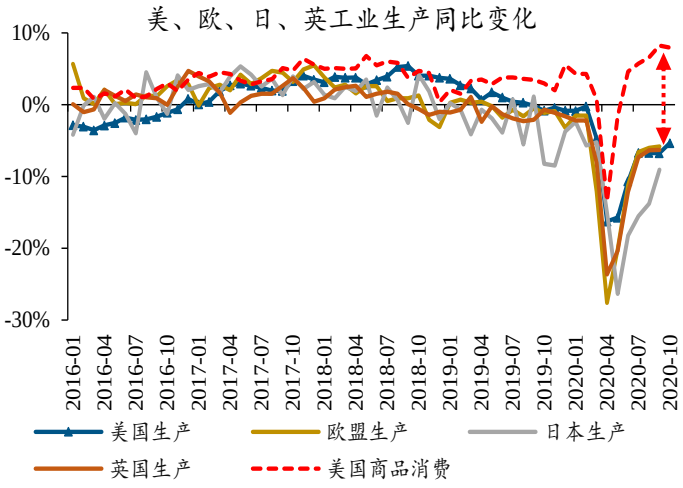
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国有望在 2021 年 Q1 前后完成高危人群的接种



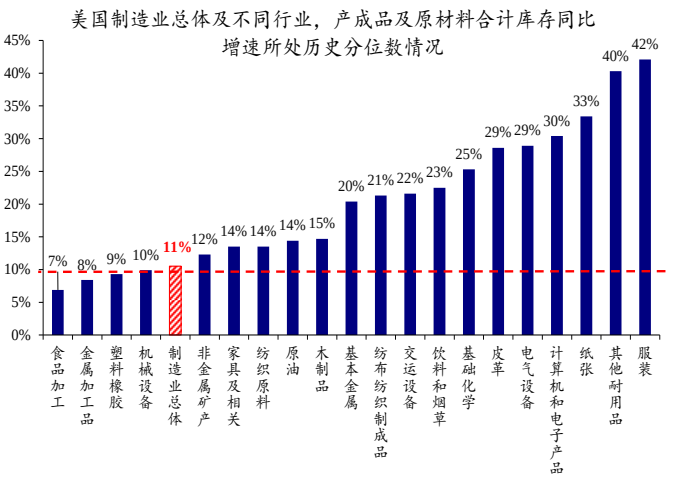
数据来源：NY Times、各大疫苗厂商、开源证券研究所

图9：疫苗的大规模推广，将推动美欧日等复产加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：美国多个行业产成品及原材料库存处于历史低位

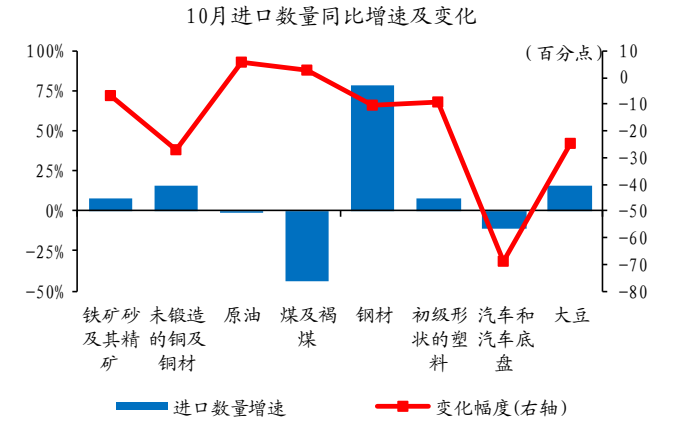


数据来源：Wind、BEA、开源证券研究所

2、 进口表现：多数大宗原料进口增速回落

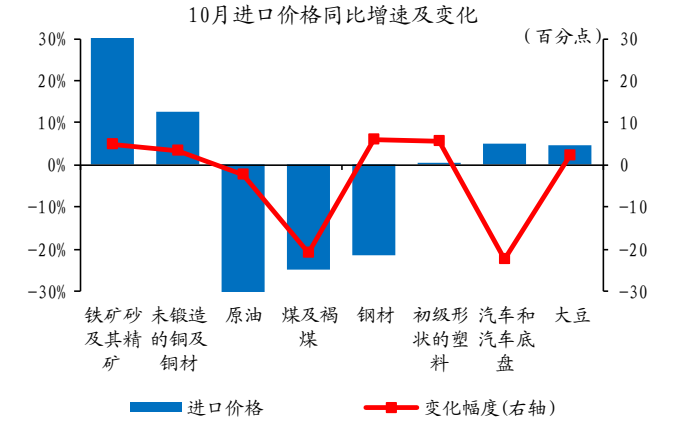
进口增速进一步回落，主要大宗原料进口多数放缓。11 月全国进口同比 4.5%，较前值进一步下滑 0.2 个百分点；主要进口商品中，除原油进口跌幅收窄外，其他商品进口增速普遍回落，以汽车及底盘、铜材、大豆等跌幅最大。考虑到大宗品进口主要反映国内生产需求，进口增速回落或反映国内生产修复的斜率可能边际放缓；此外，伴随海外圣诞需求逐渐减弱，出口对进口的影响或也将有所弱化

图11：主要大宗品进口数量增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：铁矿砂、铜材、钢材等进口价格增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

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