制造业拉动延续，海外需求复苏助推出口

——11 月贸易数据点评

日期：2020 年 12 月 7 日

- 2020 年 11 月，我国出口 2680.7 亿美元，同比 21.1%，前值 11.4%；进口 1926.5 亿美元，同比 4.5%，前值 4.7%；贸易顺差 754.2 亿美元，前值 584.4 亿美元。

点评：

- **11 月出口增速进一步加速，大幅超出市场预期。**由于人民币持续升值，美元持续走弱，人民币计价的出口增速略弱于美元计价的出口增速。外需逐步修复，我国对美国和欧盟出口增速大幅拉升。发达国家需求修复快于新兴市场，持续恢复带动我国出口高位上行。

- **贸易结构继续改善，制造业的拉升趋势延续，医疗物资下行幅度放缓。**医疗仪器及器械自 7 月进入下行通道。但本月疫情反复，医疗物资出口增速依然维持在高位，四季度防疫物资出口仍有一定支撑。集成电路、家用电器、通用器械设备、汽车、手机等制造业出口增速继续修复。劳动密集型行业来看，塑料制品、灯具照明、家具等行业延续高增长，纺织服装、鞋类、箱包、玩具也处于逐步修复阶段。12 月的圣诞节礼品需求，也将带动相应行业需求上行。

- **进口增速有所回落，部分受高基数影响，有色、黑色进口量价齐升，内需整体依然较强。**钢材、铁矿、铜进口金额均在继续上升，国内基建、房地产投资依然维持旺盛。而原油、煤炭、天然气增速回落。工业产成品中，液晶显示板、二极管、机电类产品进口仍在继续上行，反映我国内需仍强。

- 疫苗研发到大量投产仍需一段时间，全球的供需修复是一个渐进的过程，海外对我国产品进口需求弹性较弱，而新兴经济体的供应修复有限，转移到国内生产的订单仍有一定粘性，我国出口替代效应四季度到 2021 年上半年有望延续。2021 年，如果拜登承诺的 2 万亿美元的财政刺激能够落地，美国的需求将进一步修复；且受疫情影响，美国制造业存货率持续下行，如果经济逐步修复未来将进入补库存阶段，对我国进口仍能形成一定支撑。未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，内需修复仍将延续。

- **风险因素：**拉尼娜冷冬效应导致南方施工暂缓，美国财政政策刺激不及预期，中美经贸协议不及预期。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

万联证券

目录

事件.....3
1、出口继续加快，制造业拉升趋势延续.....3
2、进口增速回落，内需依然较强.....4
3、总结.....6
4、风险提示.....6

图表目录

图表 1:进出口金额同比走势（美元计价，%）.....3
图表 2:进出口金额同比走势(人民币计价,%).....3
图表 3:人民币持续升值.....3
图表 4:我国对不同国家出口累计同比(%).....3
图表 5:细分行业出口走势（%）.....4
图表 6:分国别和地区我国对外进口金额走势（%）.....5
图表 7:主要大宗商品进口同比增速（%）.....5
图表 8:细分行业进口累计同比走势.....5
图表 9:美国存货受疫情影响与我国出口背道而驰(%).....6
图表 10:外汇占款仍未出现拐点（%）.....6

万联证券

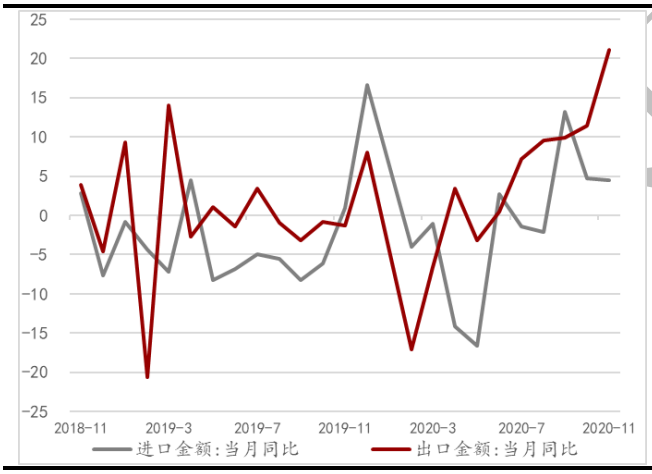
事件

2020年11月，按美元计价，我国出口2680.7亿美元，同比21.1%，前值11.4%；进口1926.5亿美元，同比4.5%，前值4.7%；贸易顺差754.2亿美元，前值584.4亿美元。按人民币计价，出口同比14.9%，前值7.6%；进口同比-0.8%，前值0.9%，贸易顺差5071亿元，前值4017.5亿元。

1、出口继续加快，制造业拉升趋势延续

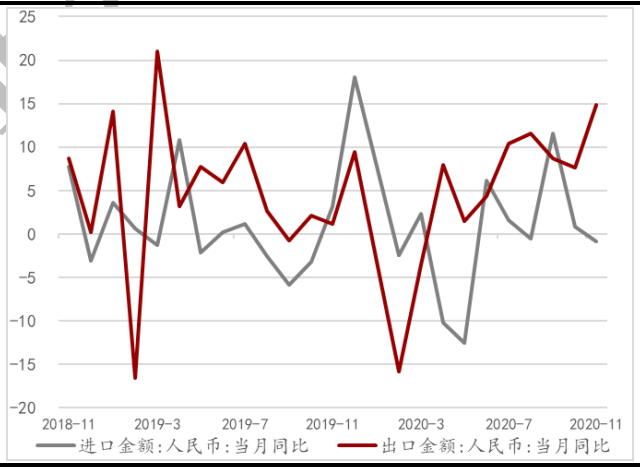
11月出口增速进一步加速，大幅超出市场预期。按美元计价，11月出口同比增速继续上行9.7个百分点至21.1%，好于市场预期10.2%；按人民币计价，11月出口同比增速上行7.3个百分点至14.9%。由于人民币持续升值，美元持续走弱，人民币计价的出口增速略弱于美元计价的出口增速。从PMI数据来看，11月PMI新出口订单继续上行0.5个百分点至51.5%，新出口订单维持旺盛。

图表1： 进出口金额同比走势（美元计价，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 进出口金额同比走势(人民币计价,%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

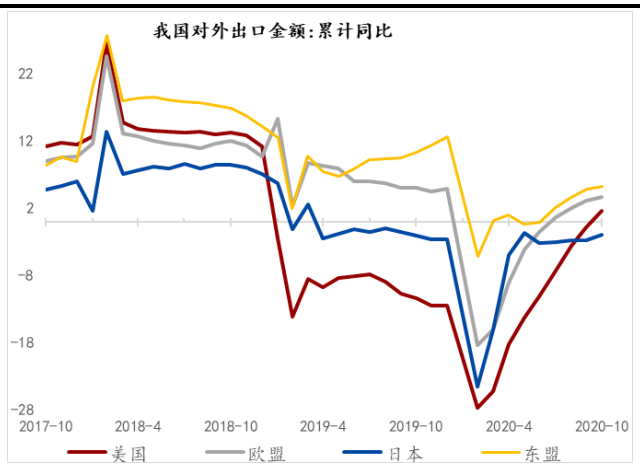
外需逐步修复，分国家和地区来看，美国和欧盟出口增速大幅拉升。我国对美国、欧盟、东盟的出口当月同比增速分别上行23.63、15.66、2.71个百分点至46.09%、8.62%和9.99%，对日本出口当月同比增速小幅下行0.09个百分点至5.61%，美国和欧盟出口增速上行最为显著。外需仍在继续修复，发达国家需求修复快于新兴市场，持续恢复带动我国出口高位上行。

图表3： 人民币持续升值



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 我国对不同国家出口累计同比(%)

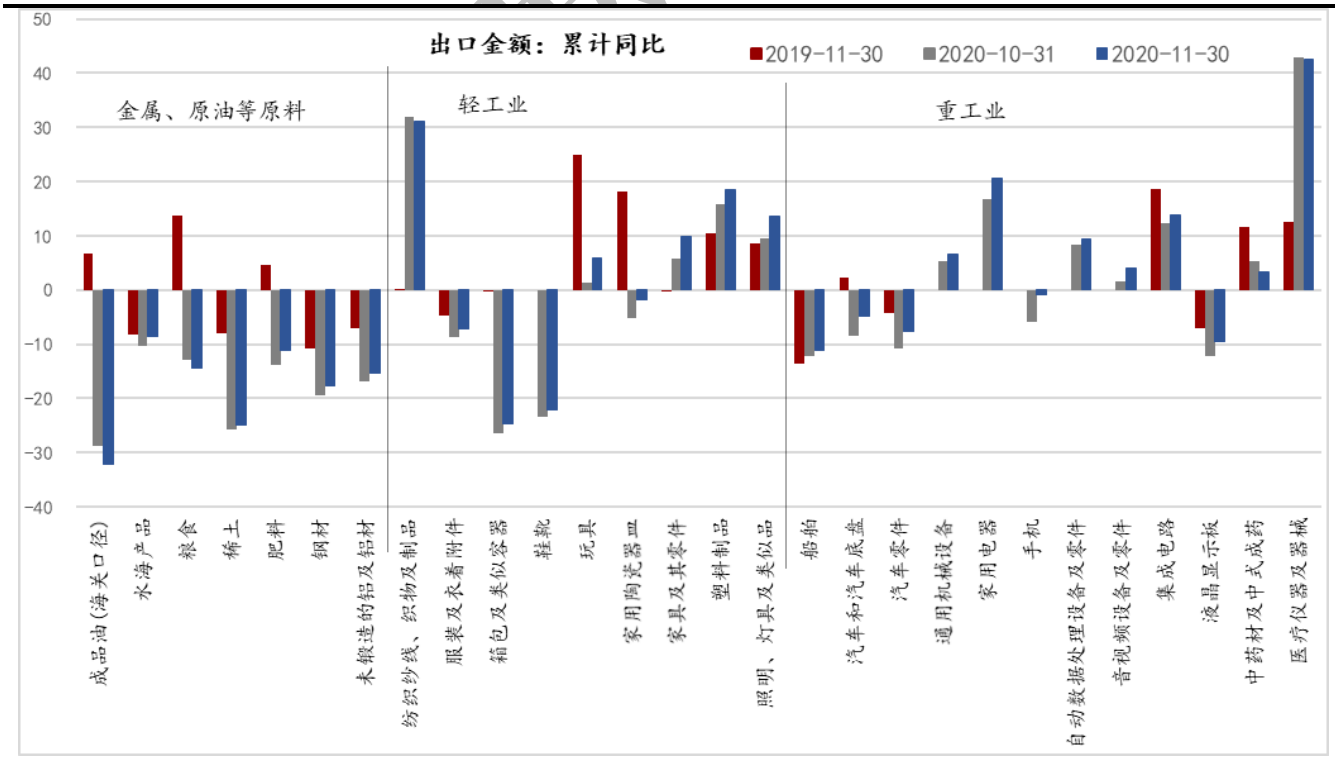


资料来源：Wind，万联证券研究所

贸易结构继续改善，制造业的拉升趋势延续，医疗物资下行幅度放缓。医疗仪器及器械自7月以来出口增速缓步下行，随疫情逐步受到控制，防疫物资出口进入下行通道。但本月疫情反复，医疗物资出口增速依然维持在高位。随各国疫苗顺利研发和投放的逐步推进，疫情在未来将逐步受到控制，但大规模投放到市场仍需一定时间，四季度防疫物资出口仍有一定支撑。虽然未来防疫物资有所收窄，但疫苗生产的产业链仍有上行空间,如疫苗玻璃瓶等,但企业生产能力还没有匹配上未来的市场需求空间。集成电路、自动数据处理设备、家用电器、通用器械设备、汽车、手机等制造业出口增速继续修复。其中，手机增速上行幅度最为显著，累计增速由上月的-5.9%上行至0.9%，受疫情影响，全球消费者的消费能力有所下降，苹果手机的销量有所下行，国产手机性价比较高形成了一定替代。汽车行业的景气度延续，汽车、汽车底盘和零件出口增速加速修复。从传统出口的劳动密集型行业来看，塑料制品、灯具照明、家具等行业延续高增长，且好于去年同期；纺织服装、鞋类、箱包、玩具也处于逐步修复阶段，但仍明显弱于去年同期。

11月海外疫情的人数继续增长影响有限，欧美生产和日常消费没有停滞，订单转移到我国的出口替代效应依然存在。12月圣诞节也会提升海外的消费需求，出口保持较强增长的格局在四季度仍将延续，而一季度受低基数效应的影响，同比增速也将继续攀升。

图表5： 细分行业出口走势（%）



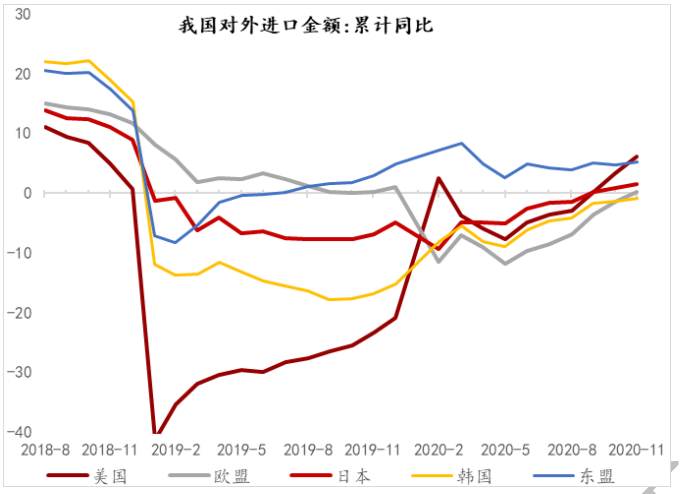
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、进口增速回落，内需依然较强

进口增速有所回落，从美国进口仍维持高速增长。11月，按美元计价，进口1926.5亿美元，同比4.5%，前值4.7%，部分受高基数影响；进口同比-0.8%，前值0.9%，增速有所回落。我国从美国进口金额依然继续上行，且对我国进口拉动最大；从欧盟进口金额累计增速转正，上行1.6个百分点至0.2%；而从巴西资源国进口累积增速继续由8.1%回落至6.8%。部分矿产资源主要供给国，受疫情和国内政策影响，出口量有所

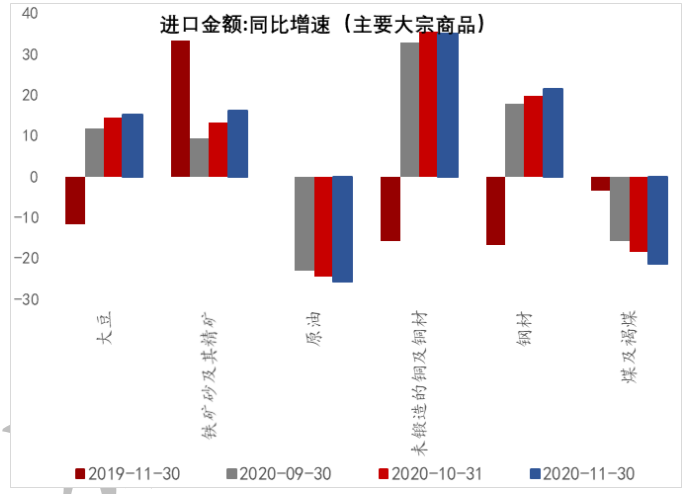
下行。

图表6： 分国别和地区我国对外进口金额走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

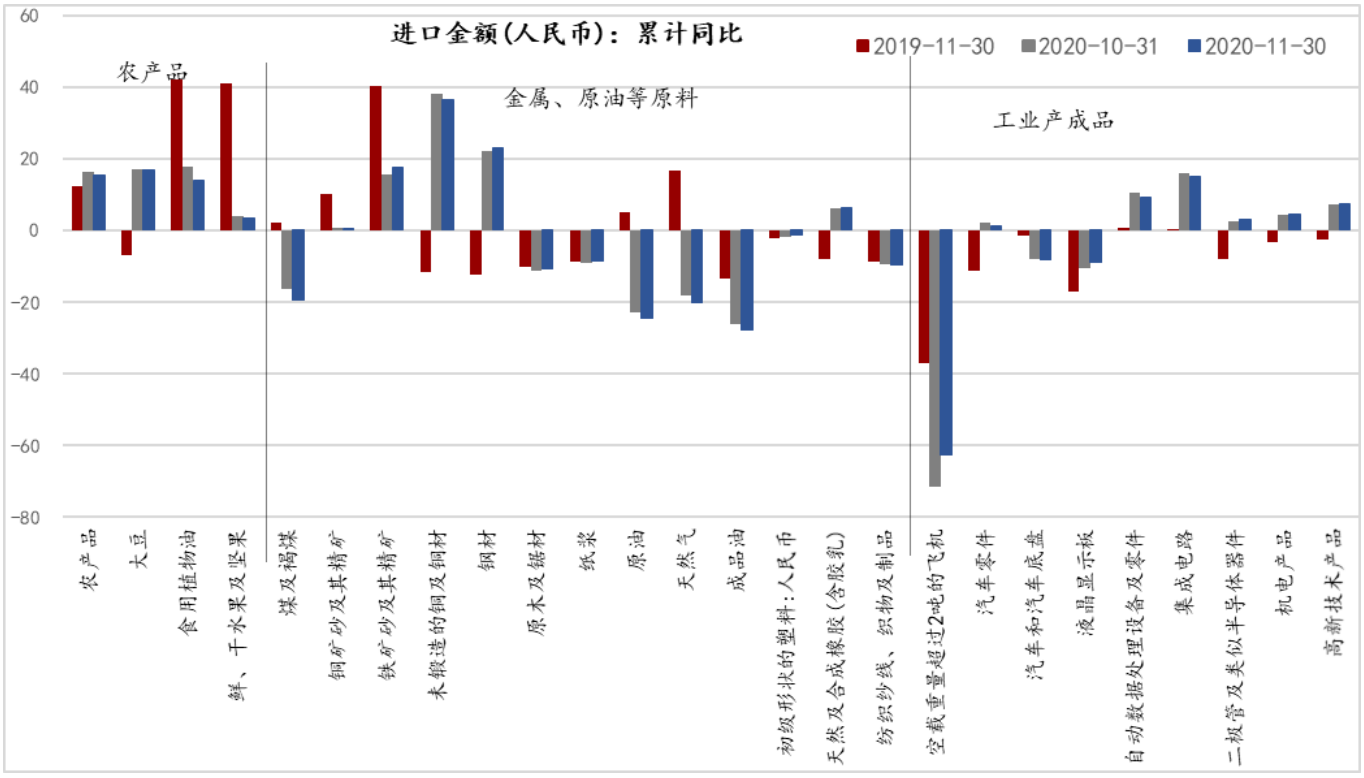
图表7： 主要大宗商品进口同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

有色、黑色进口量价齐升，内需整体依然较强。分行业来看，原油、天然气、煤及褐煤进口金额回落，原油当月价格大幅上涨或影响进口量。钢材、铁矿、铜进口金额均在继续上升，国内基建、房地产投资依然维持旺盛。农产品中，随我国猪肉供应逐步修复，猪肉进口增速回落； 大豆进口仍在继续上行。工业产成品中，液晶显示板、二极管、机电类产品进口仍在继续上行，反映我国内需仍强。根据中美第一阶段贸易协定，我国大豆和汽车进口仍有较大缺口，未来进口仍有支撑。

图表8： 细分行业进口累计同比走势



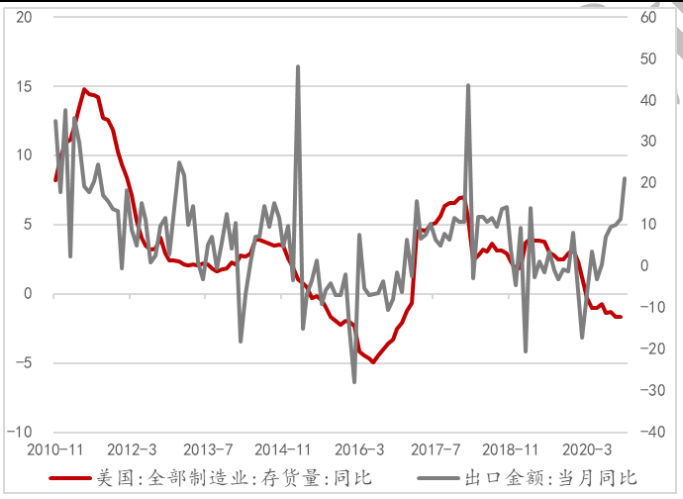
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、总结

11月出口金额继续超出预期，海外需求整体继续修复。我国新出口订单维持旺盛，制造业对出口拉升作用逐步提升，医疗物资出口仍维持在高位。疫苗研发到大量投产仍需一段时间，全球的供需修复是一个渐进的过程，海外对我国产品进口需求弹性较弱，而新兴经济体的供应修复有限，转移到国内生产的订单仍有一定粘性，我国出口替代效应四季度到2021年上半年有望延续。2021年，如果拜登承诺的2万亿美元的财政刺激能够落地，美国的需求将进一步修复；且受疫情影响，美国制造业存货率持续下行，如果经济逐步修复未来将进入补库存阶段，对我国进口仍能形成一定支撑。拜登上台后，中美经贸第一阶段协议部分商品关税如果未能如预期下调，届时出口增速仍将承压。

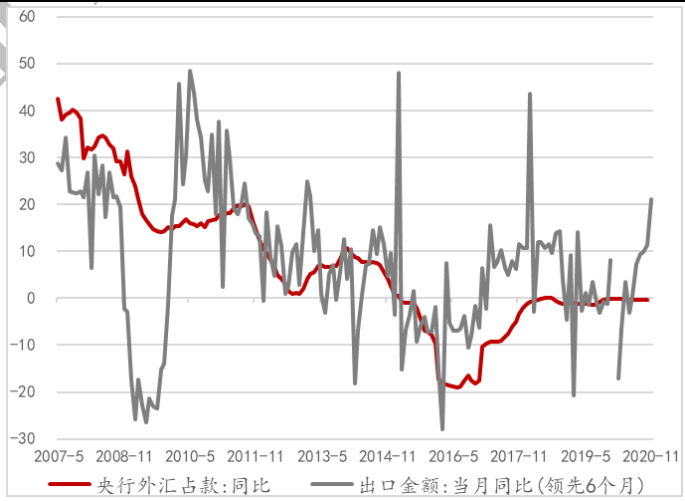
11月进口数据小幅回落，未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，内需修复仍将延续。

图表9： 美国存货受疫情影响与我国出口背道而驰(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：外汇占款仍未出现拐点（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

拉尼娜冷冬效应导致南方施工暂缓，美国财政政策刺激不及预期，中美经贸协议不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场