2020 年 11 月 07 日

# 出口链改善的行业特征

## ——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

● **出口增速进一步抬升，汽车及零部件等机电产品、服装家具等消费品继续改善**

**出口增速进一步抬升，汽车及零部件等生产所需机电、服装家具等劳动密集型出口改善明显。**10 月出口增长 11.4%、较前值进一步抬升 1.5 个百分点。大类商品中，代表性劳动密集型商品（不含口罩等）出口增长 7.5%，其中家具、玩具、服装出口增长进一步加快，鞋靴出口跌幅继续收窄；机电产品增速 12.9%、较前值进一步上升 1 个百分点，其中汽车及零部件、液晶显示板等出口增长继续加快。

**主要出口目的地中，中国对美国和金砖国家出口加快增长，对欧盟和东盟增长放缓。**发达经济体中，中国对美国出口增长进一步加快、10 月增速 22.5%（前值 20.5%），对日本出口止跌回升、10 月同比增长 5.7%，对欧盟出口增速高位略降至 8.9%。新兴市场中，中国对金砖国家出口增长强劲，10 月出口同比增速 15.8%（前值 7%），对巴西、印度和南非出口均大幅增加；对东盟出口增速高位回落。

● **出口改善还将延续、高点或在 2021 年 Q1；设备和零件等生产物资弹性或较大**

**伴随美国等经济体经济活动继续修复，“需求效应”对我国出口的拉动或将持续一段时间，高点或将出现在 2021 年 1 季度前后。**6 月以来，美欧等多个发达经济体经济活动持续修复，且需求恢复快于生产、供需缺口扩大，带动主要出口型经济体的出口增速大幅回升。中国出口链也将在“外需修复”的背景下持续改善，未来 1-2 个季度有望延续较高景气，出口增速高点可能出现在 2021 年 1 季度前后。

**未来一段时间，在海外产需修复“收敛”下，中国机械设备、金属制品、电子零部件等生产相关物资出口弹性值得关注。**美欧等主要经济体产需修复进度不同，消费在政策刺激等提振下率先改善，制造业生产行为等受制于疫情等修复滞后。产需修复进度不同背景下，海外消费品进口需求率先释放，资本品和中间品进口改善滞后。7 月以来，美国部分制造业加快复工，对生产物资需求或加快释放。

● **进口增长有所放缓、结构分化显著；汽车内外需旺盛，带动产业链进口高增**

**10 月总进口增速下降，上游大宗原料进口增速多数回落，中下游汽车及底盘进口增长继续加快。**10 月，我国进口增速下降 8.5 个百分点至 4.7%，其中中上游大宗原料进口增速回落最为明显；除铁矿石进口增长加快外，铜材、原油、钢材和塑料进口增速普遍下滑。下游商品中，汽车及底盘进口增长进一步加快、10 月同比几乎翻倍，反映汽车链的较高景气；与此同时，大豆进口增速也进一步抬升。

**重申观点：出口改善还将延续，总量出口增速的高点或出现在 2021 年 1 季度前后；不同商品出口改善弹性或有差异，机械设备、金属制品、电子零部件等生产相关物资，未来一段时间出口进一步改善的弹性或相对更大。2021 年 2 季度起，基数效应、海外产需缺口修复等因素，对我国出口链的影响或将逐步体现。**

● **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-美国库存周期的重启》-2020.11.5

《宏观经济专题-“大国财政”系列（四）社保：被低估的财政影响》-2020.11.2

《宏观经济专题-促消费政策加码》-2020.11.1

# 目　录

1、 出口表现：汽车链等机电产品、服装等消费品，继续改善.....3
2、 出口国别：对美国和金砖国家，出口加快增长.....5
3、 进口表现：汽车内外需旺盛，带动产业链进口“量价齐升”.....5
4、 风险提示.....6

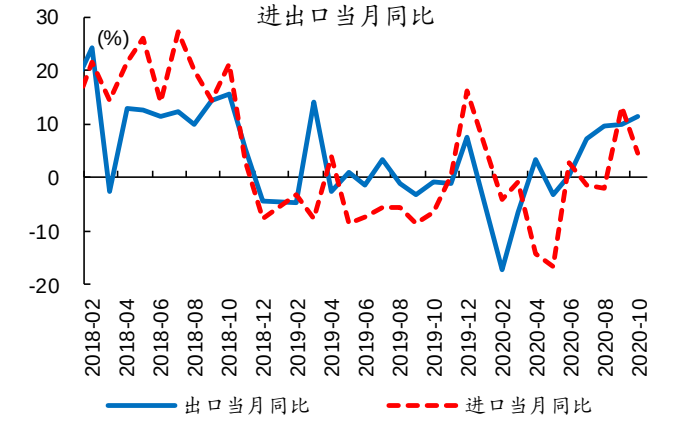
# 图表目录

图 1： 9 月，出口增长进一步加快.....3
图 2： 10 月代表性机电产品出口增速明显加快.....3
图 3： 汽车及零部件等生产所需机电、服装家具等劳动密集型商品出口改善明显.....3
图 4： 2020 年 Q1，美国从华进口份额大幅低于历史同期.....4
图 5： 2020 年 Q1，欧盟从华进口份额大幅低于历史同期.....4
图 6： 5 月以来，美国商品消费修复远快于工业生产.....4
图 7： 年中以来，美国消费品进口好于资本品和中间品.....4
图 8： 7 月以来，美国设备类行业生产不断向好.....5
图 9： 7 月以来，美国纺织品、化工等生产不断向好.....5
图 10： 10 月，中国对美国出口增速继续抬升.....5
图 11： 10 月，中国对金砖国家出口增速进一步抬升.....5
图 12： 下游汽车及底盘进口数量增速进一步抬升.....6
图 13： 铁矿砂、汽车及底盘等进口价格增速较高.....6

## 1、 出口表现：汽车链等机电产品、服装等消费品，继续改善

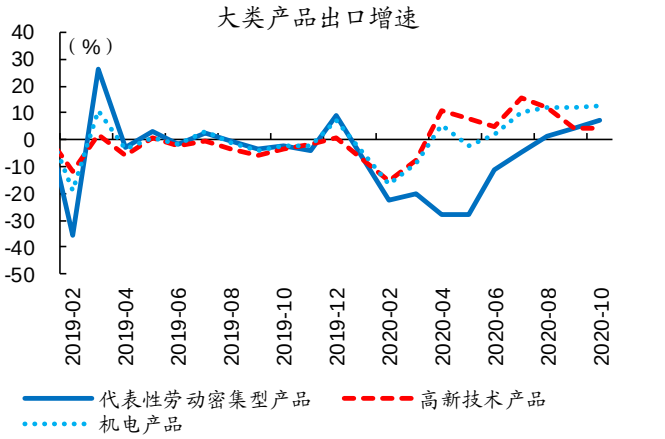
**出口增速进一步抬升，汽车及零部件等生产所需机电、服装家具等劳动密集型商品出口改善明显。**10 月出口增长 11.4%、较前值进一步抬升 1.5 个百分点。大类商品中，代表性劳动密集型商品（不含口罩等）出口增长 7.5%，其中家具、玩具、服装出口增长进一步加快，鞋靴出口跌幅继续收窄；机电产品增速 12.9%、较前值进一步上升 1 个百分点，其中汽车及零部件、液晶显示板等出口增长继续加快。

**图1：9 月，出口增长进一步加快**



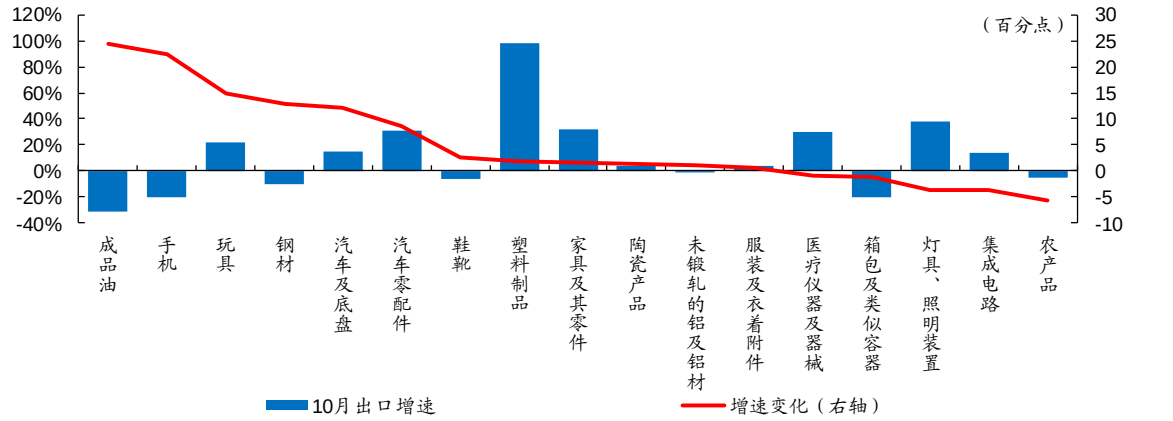

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：10 月代表性机电产品出口增速明显加快**




数据来源：Wind、开源证券研究所

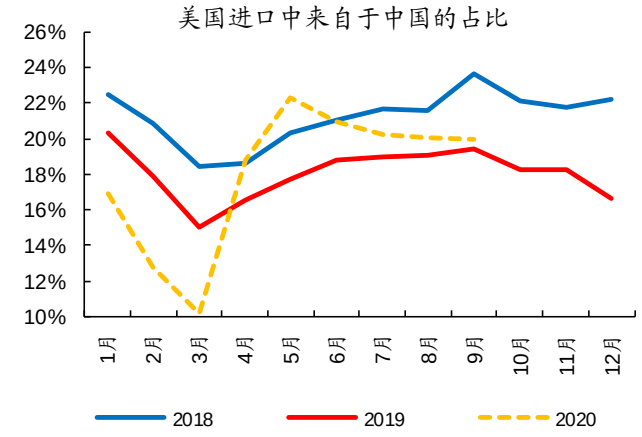
**图3：汽车及零部件等生产所需机电、服装家具等劳动密集型商品出口改善明显**




数据来源：Wind、开源证券研究所

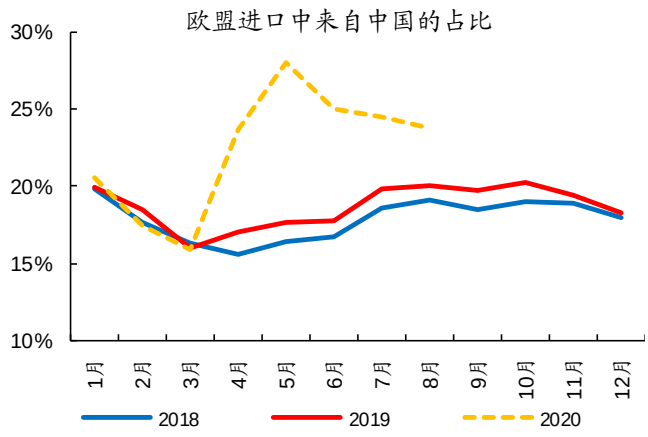
**伴随美国等经济体经济活动继续修复，“需求效应”对我国出口的拉动或将持续一段时间，高点或将出现在 2021 年 1 季度前后。**6 月以来，美欧等多个发达经济体经济活动持续修复，且需求恢复快于生产、供需缺口扩大，带动主要出口型经济体的出口增速大幅回升。中国出口链也将在“外需修复”的背景下持续改善，未来 1-2 个季度有望延续较高景气，出口增速高点可能出现在 2021 年 1 季度前后。2021 年 2 季度起，基数效应、海外产需缺口修复等因素，对我国出口链的影响或将逐步体现。

图4：2020 年 Q1，美国从华进口份额大幅低于历史同期




数据来源：Wind、开源证券研究所

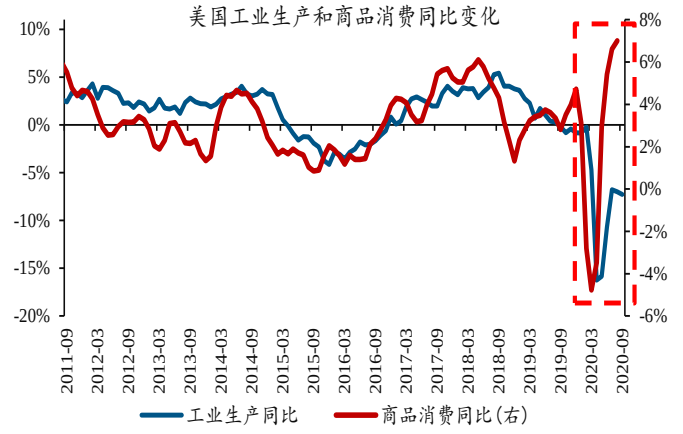
图5：2020 年 Q1，欧盟从华进口份额大幅低于历史同期




数据来源：Wind、开源证券研究所

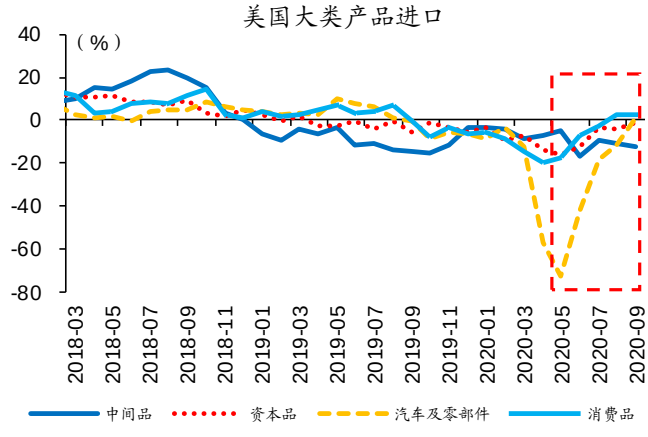
**未来一段时间，在海外产需修复“收敛”下，中国机械设备、金属制品、电子零部件等生产相关物资出口弹性值得关注。**美欧等主要经济体产需修复进度不同，消费在政策刺激等提振下率先改善，制造业生产等受制于疫情等修复滞后。产需修复进度不同，使得海外消费品进口需求率先释放，资本品和中间品进口改善滞后。7 月以来，美国部分制造业加快复工、补库等，对生产物资需求或加快释放。结合库存水平来看，美国库存极低的化工、基本金属、机械及电气设备等中上游行业或开始补库，对中国相关生产物资需求或将加快改善。

图6：5 月以来，美国商品消费修复远快于工业生产



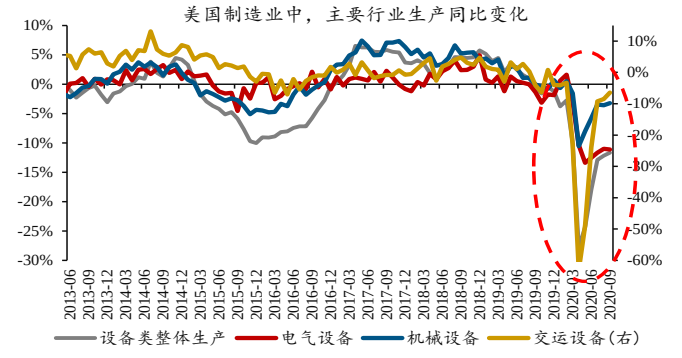

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：年中以来，美国消费品进口好于资本品和中间品



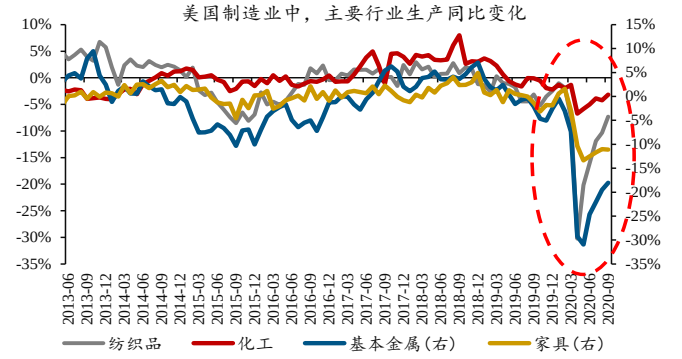

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：7月以来，美国设备类行业生产不断向好




数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：7月以来，美国纺织品、化工等生产不断向好

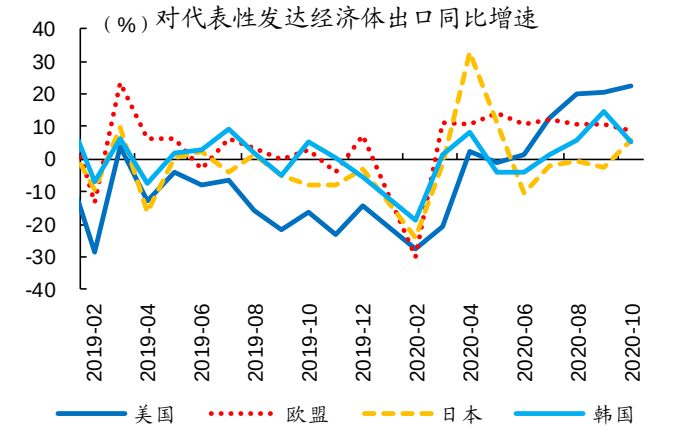



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 出口国别：对美国和金砖国家，出口加快增长

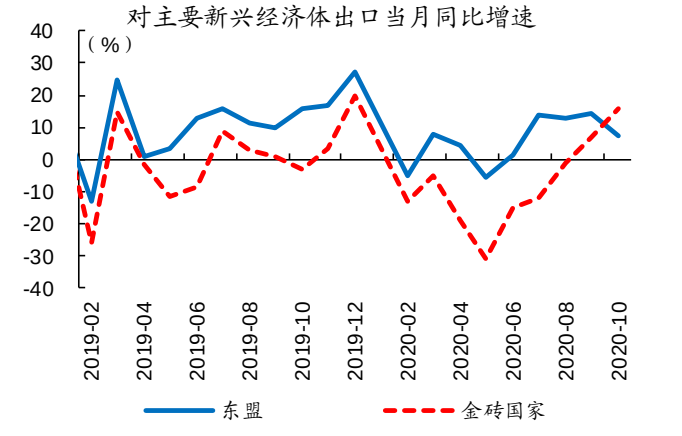
**主要出口目的地中，中国对美国和金砖国家出口加快增长，对欧盟和东盟增长放缓。**发达经济体中，中国对美国出口增长进一步加快、10月增速22.5%(前值20.5%)，对日本出口止跌回升、10月同比增长5.7%，对欧盟出口增速高位略降至8.9%。新兴市场中，中国对金砖国家出口增长强劲，10月出口同比增速15.8%（前值7%），对巴西、印度和南非出口均大幅增加；对东盟出口增速高位回落。

图10：10月，中国对美国出口增速继续抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：10月，中国对金砖国家出口增速进一步抬升

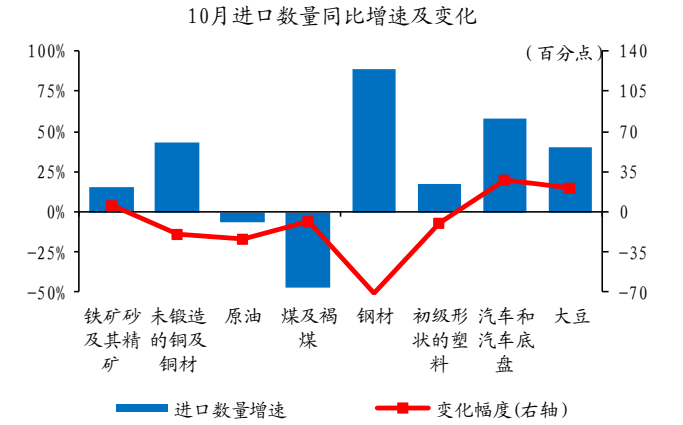



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 进口表现：汽车内外需旺盛，带动产业链进口“量价齐升”

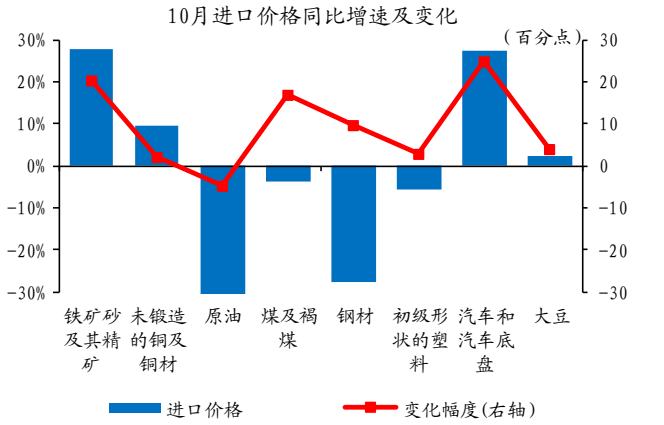
**10月总进口增速下降，上游大宗原料进口增速多数回落，中下游汽车及底盘进口增长继续加快。**10月，我国进口增速下降8.5个百分点至4.7%，其中中上游大宗原料进口增速回落最为明显；除铁矿石进口增长加快外，铜材、原油、钢材和塑料进口增速普遍下滑。下游商品中，汽车及底盘进口增长进一步加快、10月同比几乎翻倍，反映汽车链的较高景气；与此同时，大豆进口增速也进一步抬升。

图12：下游汽车及底盘进口数量增速进一步抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：铁矿砂、汽车及底盘等进口价格增速较高




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 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