2020 年 10 月 13 日

出口链改善的结构和弹性

——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

● **出口继续改善，汽车和电子链相关中间品、劳动密集型消费品出口改善显著**

出口链继续回暖，汽车和电子机电产品、鞋靴等劳动密集型出口改善明显。9 月出口增长 9.9%、较前值抬升 0.5 个百分点。大类商品中，代表性劳动密集型商品出口增长 4.5%、大幅上升 3.4 个百分点，机电产品增速 11.9%、与前值大致持平，高技术产品增速则大幅下滑 7.7 个百分点至 4.2%。具体商品中，防疫物资出口进一步放缓、手机出口增速明显回落，而汽车零部件、鞋靴等出口改善幅度明显。

主要出口目的地中，中国对美、韩和金砖国家出口加快增长，对欧盟和东盟增速维持高位。发达经济体中，中国对欧盟出口改善最早、4 月即恢复两位数增长，5 月后缓幅回落、9 月至 10.6%，仍处高位；中国对美国出口自年中加快改善，9 月增速 20.5%，对韩国出口增速上升 8.8 个百分点至 14.8%。新兴经济体中，中国对金砖国家出口增速 9 月首次回正至 7%，对东盟出口连续 3 个月两位数增长。

● **伴随外需继续修复，出口链改善有望延续，但弹性或受“替代效应”等影响**

伴随美国等经济体经济活动逐渐修复，“需求效应”对我国出口的拉动有望继续体现；但“替代效应”的衰减，可能会约束出口在总量层面改善的弹性。6 月以来，美欧等多个发达经济体经济活动持续修复、进口需求明显改善，带动韩国等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”的背景下延续改善，但出口在总量层面改善的弹性，或在一定程度上受“替代效应”衰减的制约。

未来一段时间，出口链不同行业改善幅度或将分化；机械设备、电子元件、纺织服装、鞋靴等值得重点关注。中国前期主要“替代”墨西哥、德法等工业制造国，“替代效应”较强的商品主要为汽车零部件、化学品等，这类商品后续出口改善弹性或受到一定制约。相较之下，纺织服装、鞋靴等前期“替代效应”较弱的消费品，机械设备、电子元件等中国具备较强竞争优势的资本品和中间品，值得重点关注。

● **进口大幅增长，中下游汽车和零部件、电脑及零部件、机床等，进口需求旺盛**

9 月进口大增 13.2%、金额为近年单月最高水平，中下游汽车零部件、电脑及零部件等进口需求旺盛。上游主要大宗原料、中下游多数设备和零部件等，进口增速均有改善；其中，中下游汽车链所需零部件等、电脑及零部件、半导体器件等改善明显，9 月进口增速较前值均抬升超过 30 个百分点。这类产业全球化分工程度较深，中国相关商品进口改善、也在一定程度上反映全球外贸景气好转。

重申观点：出口链是值得重点关注的链条，未来仍将延续修复；但“替代效应”的衰减，或在一定程度上影响出口在总量层面改善的弹性。不同行业出口表现或将分化，汽车零部件、化工品等前期受“替代效应”支持较多，后续改善幅度仍需跟踪；纺织服装、鞋靴等前期“替代效应”较弱的劳动密集型消费品，机械设备、电子元件等中国竞争力较强的资本品和中间品，出口改善的持续性可能较好

● **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

《宏观经济专题-4 季度的财政空间》-2020.10.12

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

《宏观经济专题-3 分钟看清国庆全球要闻》-2020.10.7

目　录

1、 出口表现：汽车和电子链相关中间品改善显著 3
2、 出口国别：对美、韩和金砖国家出口加快增长 4
3、 进口表现：中下游汽车零件、电脑及零件等需求旺盛 5
4、 风险提示 5

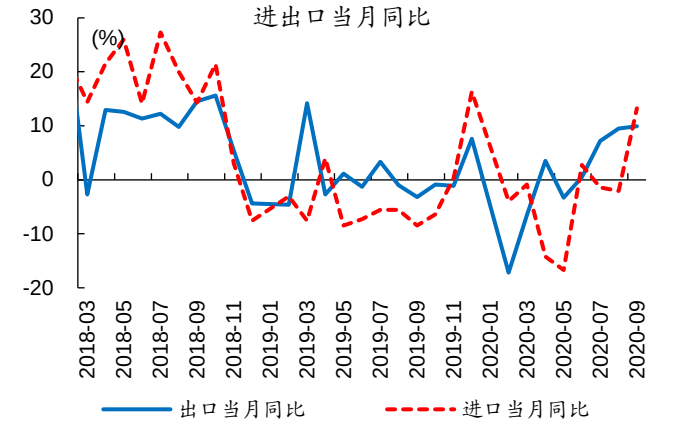
图表目录

图 1： 9 月，出口增长进一步加快 3
图 2： 9 月代表性劳动密集型消费品出口增速明显加快 3
图 3： 防疫物资和手机以外的其他商品，出口拉动明显 3
图 4： 汽车零部件、鞋靴等出口增速明显抬升 3
图 5： 2 季度，主要国家从中国进口比重大幅抬升 4
图 6： “替代效应”对中国出口贡献显著 4
图 7： 汽车零部件、化学品等受“替代效应”影响较大，服装鞋靴等并未“替代” 4
图 8： 中国对美国和韩国出口增速明显抬升 5
图 9： 9 月，中国对金砖国家出口增速转正 5
图 10： 铜矿砂、汽车零部件、电脑及零部件、半导体等进口增速大幅抬升 5

1、 出口表现：汽车和电子链相关中间品改善显著

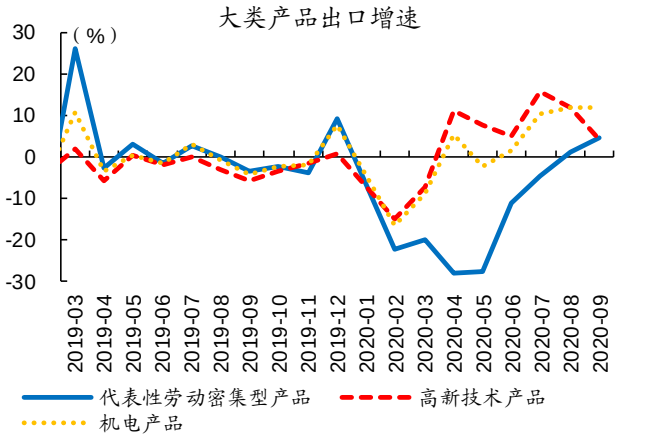
出口链继续回暖，汽车和电子机电产品、鞋靴等劳动密集型出口改善明显。9 月出口增长 9.9%、较前值抬升 0.5 个百分点。大类商品中，代表性劳动密集型商品出口增长 4.5%、大幅上升 3.4 个百分点，机电产品增速 11.9%、与前值大致持平，高技术产品增速则大幅下滑 7.7 个百分点至 4.2%。具体商品中，防疫物资出口进一步放缓、手机出口明显下跌，而汽车零部件、鞋靴等出口改善幅度明显。

图1：9 月，出口增长进一步加快



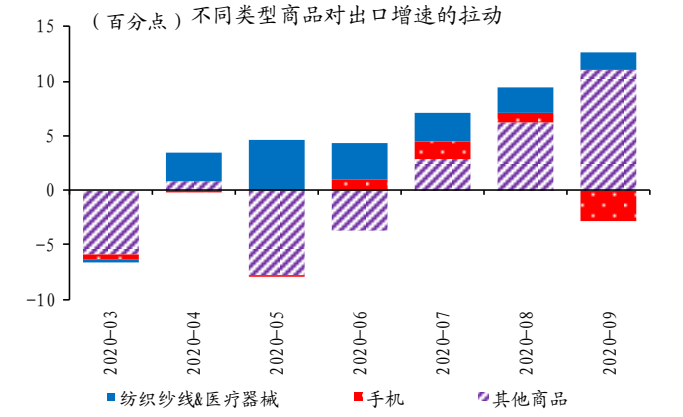
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：9 月代表性劳动密集型消费品出口增速明显加快[1]



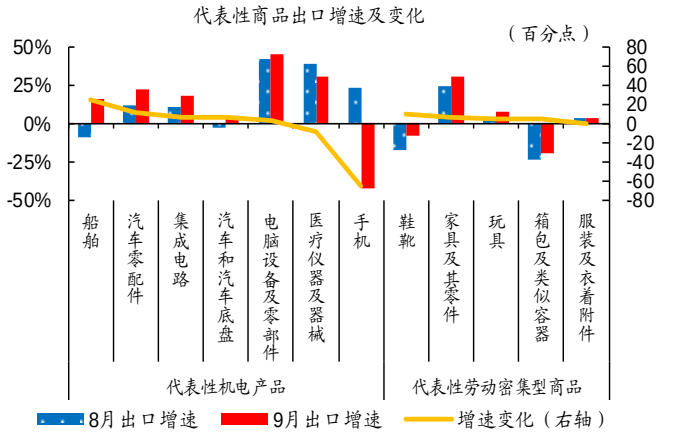
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：防疫物资和手机以外的其他商品，出口拉动明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：汽车零部件、鞋靴等出口增速明显抬升

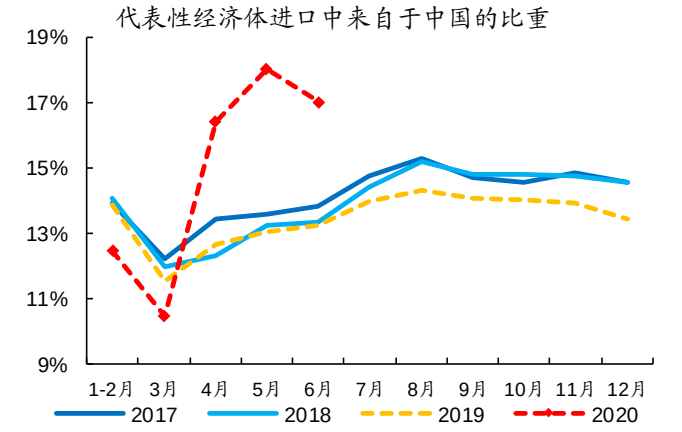


数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随美欧和部分新兴市场经济活动逐渐修复，“需求修复”对我国出口的拉动加快体现；但“替代效应”的衰减，可能会约束后续出口在总量层面改善的弹性和空间。6 月以来，美欧等发达经济体经济活动持续修复、进口需求明显改善，带动韩国、台湾等主要出口型经济体出口增速大幅回升。中国出口增速也将在“外需修复”背景下延续改善，但弹性和空间或受“替代效应”衰减的制约。

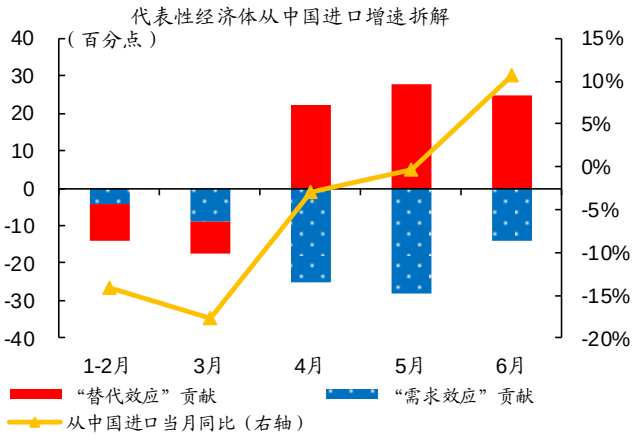
[1] 为尽可能避免口罩等防疫物资的影响，这里统计的代表性劳动密集型商品包括服装、箱包、玩具、家具、鞋靴。

图5：2季度，主要国家从中国进口比重大幅抬升



数据来源：联合国国际贸易中心、开源证券研究所

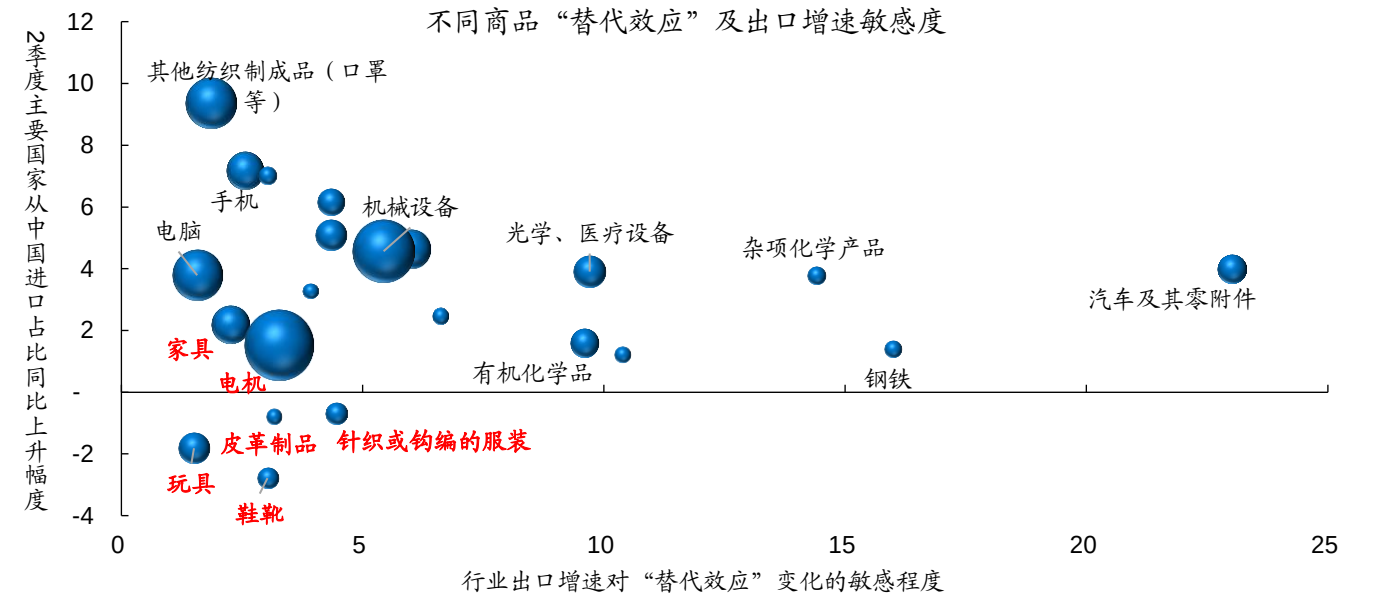
图6：“替代效应”对中国出口贡献显著



数据来源：联合国国际贸易中心、开源证券研究所

未来一段时间，出口链不同行业改善幅度或将分化；机械设备、电子元件、纺织服装、鞋靴等值得重点关注。中国主要“替代”墨西哥、德法等工业制造国，前期“替代效应”较强的商品主要为汽车零部件、化学品等，这类商品后续出口改善弹性或受到一定制约；相较之下，纺织服装、鞋靴等前期“替代效应”较弱的消费品，机械设备、电子元件等中国具备较强竞争优势的资本品和中间品，值得重点关注。

图7：汽车零部件、化学品等受“替代效应”影响较大，服装鞋靴等并未“替代”



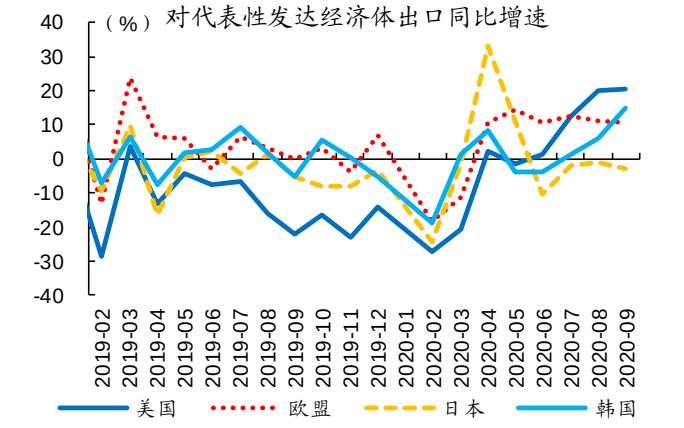
数据来源：联合国国际贸易中心、开源证券研究所

2、 出口国别：对美、韩和金砖国家出口加快增长

主要出口目的地中，中国对美、韩和金砖出口加快增长，对欧盟和东盟增速维持高位。发达经济体中，中国对欧盟出口改善最早、4月即恢复两位数增长，5月后缓幅回落、9月至10.6%，仍处较高水平；中国对美国出口自年中加快改善，9月增

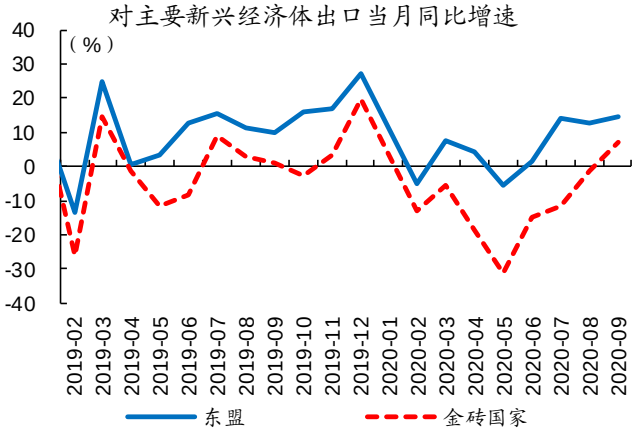
速 20.5%，对韩国出口增速上升 8.8 个百分点至 14.8%。新兴经济体中，中国对金砖国家出口增速 9 月首次回正、至 7%，对东盟出口连续 3 个月两位数增长。

图8：中国对美国和韩国出口增速明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：9 月，中国对金砖国家出口增速转正

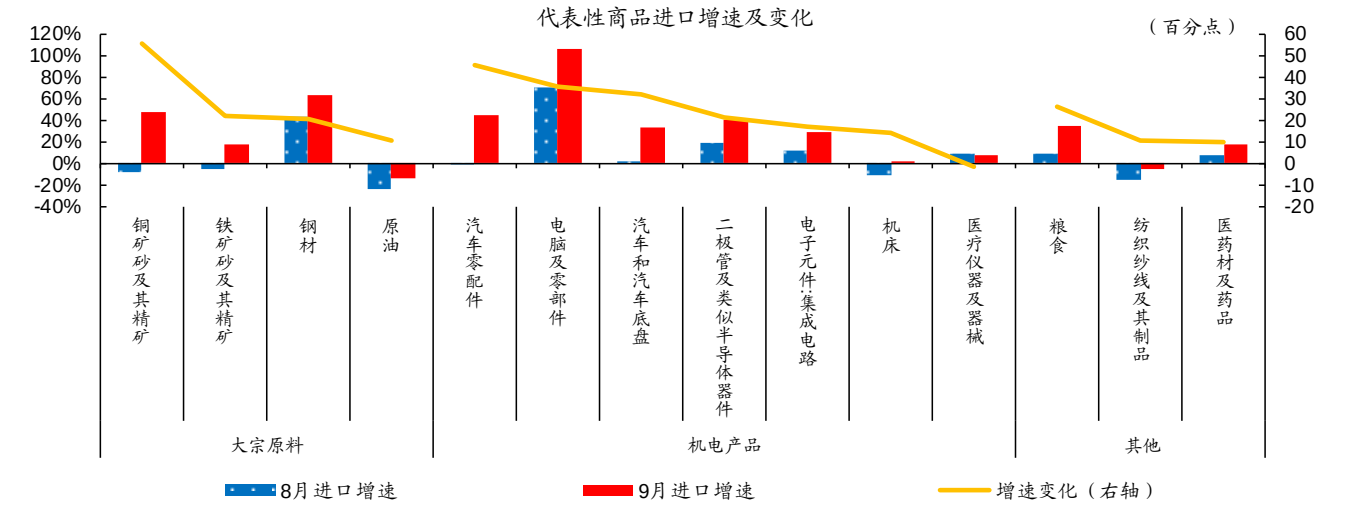


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 进口表现：中下游汽车零件、电脑及零件等需求旺盛

9 月进口大增 13.2%、金额为近年单月最高水平，中下游汽车零部件、电脑及零部件等进口需求旺盛。上游主要大宗原料、中下游多数设备和零部件等，进口增速均有改善；其中，中下游汽车链所需零部件等、电脑及零部件、半导体器件等改善明显，9 月进口增速较前值均抬升超过 30 个百分点。这类产业全球化分工程度较深，中国相关商品进口改善、也在一定程度上反映全球外贸景气好转。

图10：铜矿砂、汽车零部件、电脑及零部件、半导体等进口增速大幅抬升



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