

宏观研究/动态点评

2020年12月07日

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 SFC No. BQK711
021-28972070
zhuxun@htsc.com

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：产出缺口明显收窄，核心通胀回升》2020.11
- 2《宏观：金融继续支持实体、防范风险、推进国际化》2020.11
- 3《宏观：出口内需双驱动；10月工业企业盈利增长大幅加速》2020.11

出口及顺差继续大幅上扬,Q4 盈利增长无虞

11月出口增速及顺差继续大幅上扬。11月贸易顺差754.2亿美元，是年初至今最高的一个月，Q4出口表现强势，符合我们在《中国出口：强者或将更强》（2020/10/26）中的预期。据海关总署，美元计价，11月份出口同比增速+21.1%（前值+11.4%），进口同比+4.5%（前值+4.7%）；出口增速明显高于Wind一致预期的+9.5%。今年10-11月我国贸易顺差均值为669亿美元（今年Q2为515亿美元、Q3为528亿美元，去年10-11月均值为397亿美元），贸易顺差环比、同比大幅上行，四季度出口型企业盈利增长有望明显受益。

欧美消费需求旺盛，海外供需缺口继续扩大，拉动我国出口同比增速大幅上行。电子产品、玩具家具等可选消费品仍是拉动11月份出口的主力。出口加速上行的宏观逻辑仍然如前，我们在《中国出口：强者或将更强》（2020/10/26）中已有阐述：1）主要经济体需求修复、但生产能力恢复不及，海外供需缺口扩大；2）国内产业链体现出较强的完整性和稳定性，部分行业产能甚至呈现补偿式回升，抢占了更大的国际贸易份额。由中观数据看，11月份出口中，除机电产品外，玩具、家具、塑料制品等表现持续较强，圣诞季和地产后周期（产品）特征体现较为明显。

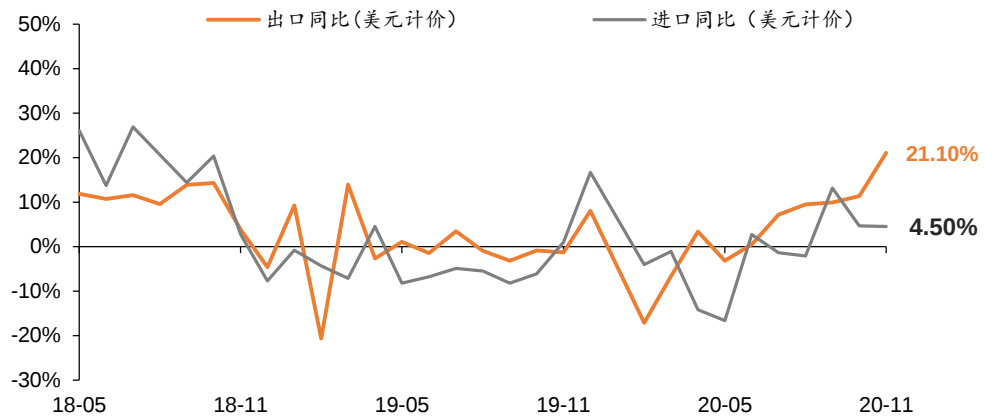
农产品、部分工业原料仍是主要进口商品。11月进口金额日均环比呈季节性回落，但日均进口金额（以工作日计）仍是年内第二高，仅次于10月。11月份当月进口各类农产品、原油、橡胶塑料、集中电路总金额仍在年内高位，由于去年同期基数走高，整体进口同比增速小幅回落。RCEP协定正式签署、逐步落地，对消除东南亚-澳新区域贸易壁垒、改善我国贸易条件有望起到积极影响。

美国可选消费及地产周期加速复苏、消费需求带动库存回补，有望继续支持中美贸易放量修复。二次疫情对欧洲消费需求冲击有限，欧洲对华贸易修复趋势仍向好。11月份，中国对美国出口同比大涨45%、1-11月对美贸易差额累计同比加速回升到+5.4%（前值+0.9%）。美国家具、家电等库存水平处于近两年来的底部，而相关可选消费维持强势。疫苗有望提前量产的利好消息，对改善欧美国家居民风险偏好、支撑海外需求有积极意义。

目前看来，今年4季度出口同比两位数增长可能性较大。若贸易顺差延续目前态势，四季度经济增速可能比我们此前在《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》（2020/11/16）中预测的+5.5%更高。即使疫苗从明年年初开始大规模应用、海外经济加快重启，考虑订单执行存在时滞、贸易合作关系存在一定粘性等因素，我国在全球贸易份额中的占比也难怪很快回落至疫前水平；同时，海外经济加快重启也使得全球外贸总量有更大的回补空间。近期，我国外贸重点航线的出口运价、港口吞吐量等高频指标维持强势，今年四季度出口增长可能成为过去几年的高点、贸易顺差对名义经济增长的拉动有望较Q3继续走高。若12月份贸易顺差持平11月份，则Q4净出口有望拉动当季名义GDP增长1.9个百分点左右（Q3该项约为1.1个百分点）。

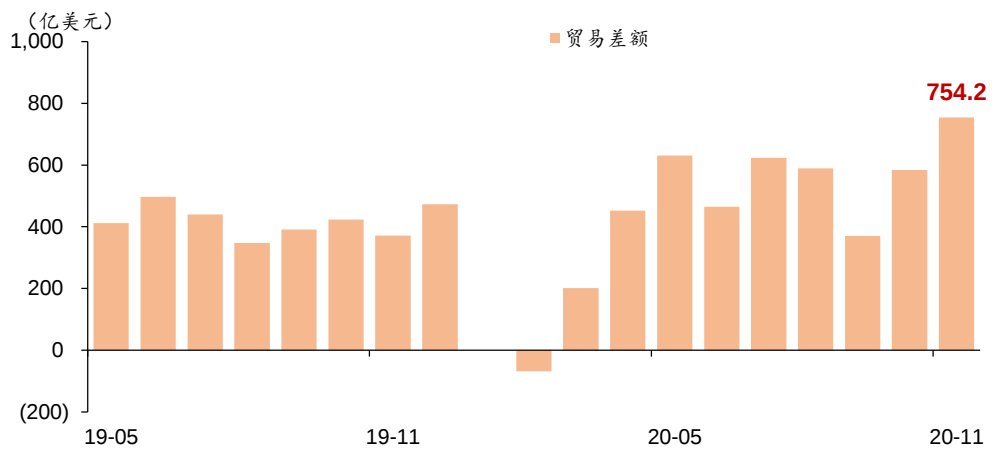
风险提示：全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

图表1： 11 月份，美元计价，出口数据继续高增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 11 月份贸易顺差如期继续扩大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 11 月份出口产品中，机电产品和圣诞季相关可选消费品同比增速较前值上行

出口金额 当月同比(%)	高新产品	机电产品	集成电路	农产品	服装鞋帽	玩具	家具	塑料制品
环比上月:百分点	18.8	15.2	8.1	14.2	-4.8	-6.9	21.4	14.8
2020-11	21.1	25.0	26.4	-1.0	11.4	49.9	41.9	112.9
2020-10	4.2	12.9	13.9	-5.2	8.6	22.4	32.3	97.9
2020-09	4.2	11.9	17.6	0.5	15.7	7.4	30.6	95.9
2020-08	11.9	11.8	10.9	-2.0	2.6	2.0	24.0	90.6
2020-07	15.6	10.2	15.9	-0.7	-3.4	21.1	23.1	90.6
2020-06	4.9	1.6	8.4	-7.3	0.1	-5.0	8.4	84.1
2020-05	7.8	-2.3	18.7	-4.2	6.0	-10.4	-15.5	54.4
2020-04	10.9	5.5	7.0	5.4	-7.1	-11.0	-13.3	63.8
2020-03	-7.5	-9.0	10.2	4.0	-26.8	-2.0	-16.1	56.8
2019-12	0.6	7.5	34.8	7.5	8.4	23.2	12.3	20.7
2019-11	-1.5	-2.1	24.7	0.2	-3.0	9.9	-12.9	0.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 11 月份，农产品、部分工业原料仍是进口端的主要商品

进口金额 当月同比 % 环比：百分点	食品			工业原料/燃料						高端制造		
	农产品	大豆	水果	原油	铁矿砂	橡胶	木材	钢材	铜及铜材	汽车	大飞机	集成电路
	9.1	15.4	21.3	3.2	-7.8	14.0	1.5	4.0	-6.7	6.9	106.8	5.8
2020-11	11.2	21.3	-0.3	-34.4	43.4	14.2	2.2	39.4	31.1	-6.4	27.5	13.0
2020-10	22.2	44.0	19.3	-36.0	46.7	25.8	0.5	36.4	57.2	101.8	0.9	15.8
2020-09	23.2	17.6	15.1	-14.1	17.1	39.5	14.0	62.7	74.1	33.2	-52.6	28.2
2020-08	2.6	-1.3	-40.7	-24.6	-4.9	6.5	-0.1	42.4	67.2	1.3	-47.8	11.1
2020-07	14.9	15.6	-19.0	-26.8	10.6	-4.5	-2.9	58.8	72.0	-12.7	-63.4	10.8
2020-06	36.1	71.8	7.3	-39.5	24.9	-4.3	-3.1	34.0	74.2	-14.6	-79.5	18.6
2020-05	12.2	25.0	21.7	-55.1	-2.0	-25.6	-32.6	-2.2	-0.4	-59.9	-64.8	11.1
2020-04	5.7	-14.3	13.2	-49.3	18.2	-14.3	-33.7	-2.6	-5.2	-63.8	-93.6	11.1
2020-03	17.3	-14.7	2.7	-9.8	4.1	3.0	-14.8	-1.4	4.5	-13.5	-94.9	19.5
2020-02	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2020-01	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2019-12	37.9	52.7	27.8	2.9	35.5	7.4	-16.2	16.8	17.6	18.9	-59.6	30.2
2019-11	33.2	40.9	43.9	-13.5	25.9	-6.3	-11.5	-13.3	0.4	32.0	-60.4	17.5

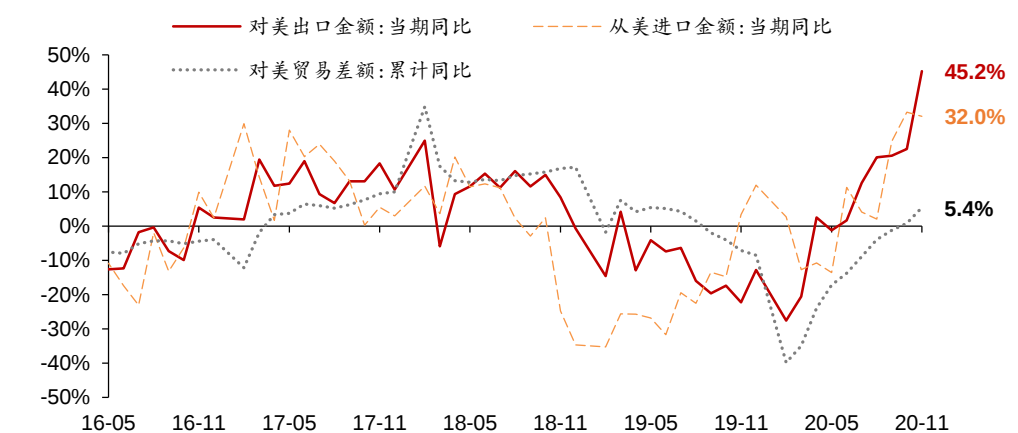
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 11 月份，我国对美出口同比增速大幅走高

出口同比 (%)	美国	欧盟 (不含英国)	东盟	日本	韩国	中国香港	越南
环比变动:百分点	18.6	11.8	13.5	10.7	6.1	19.3	10.6
2020-11	45.2	8.6	5.6	9.5	10.0	12.1	26.7
2020-10	22.5	-7.0	5.7	5.4	7.3	4.3	24.1
2020-09	20.5	-7.8	-2.7	14.8	14.4	0.0	38.3
2020-08	20.0	-6.5	12.9	-0.8	6.0	-3.0	11.5
2020-07	12.5	-3.4	14.0	-2.0	1.2	6.6	19.5
2020-06	1.4	-5.0	1.6	-10.5	-3.9	-11.1	10.6
2020-05	-1.2	-0.7	-5.7	11.2	-4.0	-12.1	-0.6
2020-04	2.2	-4.5	4.2	33.0	8.4	-0.9	11.0
2020-03	-20.8	-24.2	7.7	-1.4	1.4	-12.6	14.3
2019-12	-14.2	7.1	27.4	-3.1	-5.3	1.9	24.3
2019-11	-23.0	-3.8	16.7	-7.9	0.5	-7.2	19.5

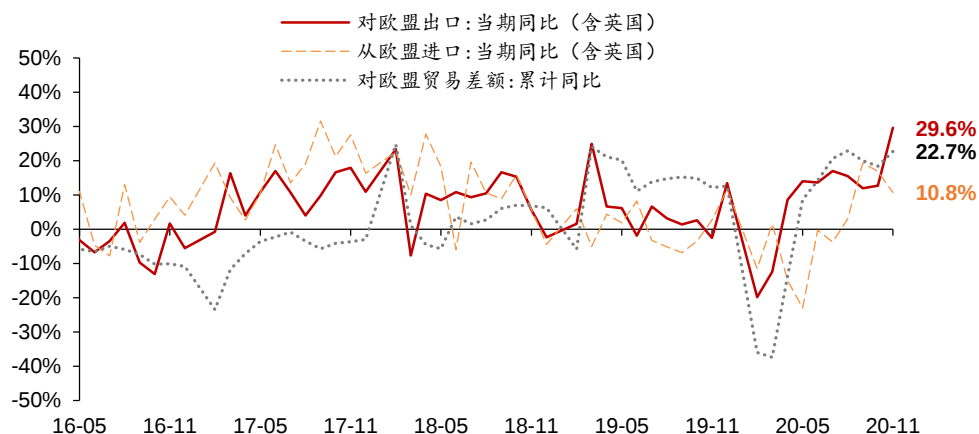
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 美国可选消费及地产周期加速复苏、消费需求带动库存回补，有望继续支持中美贸易放量修复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 二次疫情对欧洲消费需求冲击有限，欧洲对华贸易修复趋势仍向好



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易垲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1046

