

研报精选

2021年1月18日 第8期

宏观专栏

2020年出口的五大特征

报告总结全年出口的五大特征，分别是：经常项目顺差显著扩大，商品顺差创新高，服务逆差大幅缩窄；对美国出口大爆发，集装箱“一箱难求”；消费品出口复苏快于工业品；一般贸易增长好于加工贸易；主要省市出口表现明显分化。

虚实收敛，大宗价格如何演变？——从宏观视角看大宗

展望2021年，报告认为大宗价格在基本上仍将得到支撑，尤其体现在有色金属领域。但全球货币政策和流动性、汇率的动向，以及各国共振复苏的结构性特征可能对大宗带来不同的影响。

专题聚焦

欲善其事，先利其器：中金存量住房市场监测体系

作者基于存量房大数据构建“中金存量住房市场监测体系”。总体来看，2020年我国房价整体上涨且区域分化明显，同时存量住房市场景气度在疫情得到有效控制后快速升温，目前已达过去两年以来的峰值。

跨境电商带动品牌出海，跨境物流步入规模化成长

报告认为，2020年是跨境电商步入规模化成长的元年，疫情加速全球零售线上化。未来五年，跨境电商有望复刻国内电商发展路径，成就一批具有国际影响力的中国品牌和中国物流龙头。

宏观专栏

2020年出口的五大特征

12月出口同比(美元计价)增长**18.1%**,保持强劲。进口同比(美元计价)增长**6.5%**,较上月小幅抬升。由于出口表现强于进口,12月货物贸易顺差扩大至782亿美元。分地区看,对美国和欧盟出口增速略有放缓,对亚洲国家和地区出口加快扩张,显示区域间贸易持续回暖。分行业看,防疫物资和部分居家用品出口增速放缓,音视频设备、集成电路、以及自动数据处理设备出口增速上升。

全年来看,2020年我国出口总额(美元计价)增长3.6%,高于2019年的0.5%。进一步看,2020年我国出口呈现出五大特征:

其一,经常项目顺差显著扩大,其中,商品顺差创历史新高,服务逆差大幅收窄。商品顺差扩大主要因为出口强、进口弱。一方面,由于中国较早控制住疫情,生产恢复快,加上产业链齐全,使得许多海外消费需求转移至中国,拉动了出口。另一方面,因为中国并未采取强刺激措施,对进口商品的需求没有那么强,另外全球大宗商品价格(尤其是油价)走弱降低了进口原材料的价值,拖累了进口。而服务逆差收窄主要因为出境旅行活动大幅萎缩。

其二,对美国出口大爆发,集装箱“一箱难求”。疫情期间美国耐用品消费表现强劲,加上前期基数低,使得对美出口同比大幅反弹。粗略估计,2020年我国出口中约有三分之一来自对美出口的贡献。出口火爆也导致美东、美西线海运费高涨,出口用的集装箱更是供不应求。

其三,消费品出口复苏快于工业品。2020年二季度,尽管欧美总需求因为社交隔离大幅下滑,但对防疫物资的需求逆势上升,由此导致中国口罩、防护服等医疗物资出口大增,对冲了整体出口的下行压力。到了三季度,随着美国居家办公普及,房地产需求转暖,与之相关的家用消费品出口开始爆发,其中主要包括电子、家电、家具、游戏和运动器材。四季度,随着欧美复工复产推进,包括机械、化工在内的其他产品出口开始改善,使得我国出口转向全面回

暖。整体来看，由于疫情的特殊性，本轮出口复苏的过程中消费品先于工业品反弹，这与2017年工业品领先消费品复苏的格局明显不一样。

其四，一般贸易增长好于加工贸易。前期中美贸易摩擦导致部分加工贸易企业已转移至海外，加上疫情期间海外供应链不畅，抑制了加工贸易出口的复苏。考虑到低端产业向外转移可能是中期趋势，我们预计未来加工贸易很难回到过去的“辉煌时代”。

其五，主要省市出口表现明显分化。在传统出口大省中，山东、浙江表现抢眼，广东、江苏相对较弱，这一差异为近几年来最高。一个可能的解释是，山东、浙江的出口产业与疫情期间的海外需求更匹配，比如山东的家电、浙江的纺织产业都比较发达。另外浙江跨境电商发展较快，在支持出口方面也发挥了重要作用。广东出口表现较弱可能与其加工贸易出口比重高有关，因此受的影响也更大。这些区域差异也反映了当前经济复苏的不平衡与不牢固。

以上观点来自：2021年1月14日中金公司研究部已发布的《2020年出口的五大特征》

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

虚实收敛，大宗价格如何演变？

——从宏观视角看大宗

2021年，全球大概率复苏共振，金融与实体脱节现象或有所改观，虚实收敛，大宗价格走势何去何从？本篇报告主要从宏观视角分析工业金属大宗走势。

复盘2020，黑色和有色金属上涨有着不同逻辑。中国粗钢、精炼铜和电解铝消费占全球比重超50%，成为影响大宗需求的重要因素。从中国层面看，黑色金属方面，房地产在新开工和施工环节复苏更快（此环节用钢较多），狭义基建虽不及预期，但疫情促使卫生教育事业投资大增，带动长材消费；而国内汽车消费回暖、重卡销量创新高，工业制造高景气，则拉动板材需求。有色金属方面，电力设备和新能源汽车产量提速，特高压逆周期发力，美国地产向好拉动家电出口等，提振有色需求。

疫情期间各国央行的量化宽松政策和低利率，为大宗商品的投资性需求创造了条件。以铜为例，无论是LME非商业性企业多头持仓占比上升，还是中国融资铜的重现，均印证其价格背后部分由投资性需求推动。

展望2021年，大宗价格在基本上仍将得到支撑，尤体现在有色金属领域。我们预计中国今年基建增速持平或略高于去年，新能源电力设备和汽车新能源、新基建投资或继续发力，而地产受制于融资趋严，拿地冲动或将降低并更集中于竣工端，这也相对更有利黑色金属板材和有色金属领域。

但全球货币政策和流动性、汇率的动向，以及各国共振复苏的结构性特征可能对大宗带来不同的影响。随着全球疫情的消退，海内外增长差和资金利差或逐步缩小，美元贬值压力放缓，这利于大宗国际定价企稳，和国内相对海外的溢价收窄。而未来虽然全球经济大概率共振复苏，但去年下半年以来欧美各国工业生产活动已逐步改善，服务消费反弹可能更快，这对大宗拉动或有限。此外，今年部分受疫情影响的供给或有所恢复（包括废旧金属回收利用）。

大宗上涨推升我国PPI，但影响不会很大。我们预计原油及能化品的低基数推动PPI在2季度冲高，但今年是PPI基期轮换年，与上一轮基期相比中国工业结构明显升级。化石能源和黑色金属等上游占比下降，而汽车制造、计算机通信、公用事业等占比显著提高，后者由于供销格局、技术迭代、长协定价等因素，近年来PPI环比多为负，进而可一定程度对冲大宗上涨对PPI的压力。从行业盈利分布看，由于中国金属类矿石对外依存度均较高，大宗对采矿业盈利推升或不显著；中游的金属冶炼压延和非金属矿物制品业盈利改善分化，其中有色冶炼及压延盈利占比较去年同期回升；而中下游的设备器具领域或由于终端FAI需求仍较旺盛，盈利改善或可持续。



以上观点来自：2021年1月15日中金公司研究部已发布的《虚实收敛,大宗价格如何演变? | 一从宏观视角看大宗》

邓巧锋 SAC 执业证书编号: S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

张文朗 SAC 执业证书编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号: S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

欲善其事，先利其器：中金存量住房市场监测体系

为更加准确客观地测度住房价格变动趋势与住房市场景气程度，我们基于存量房大数据构建了“中金存量住房市场监测体系”。具体包含“价格指标体系”、“活跃指标体系”和“综合指数体系”三个部分，对应实现可比房价监测、市场供需描绘、市场温度量测三个目的。该监测体系目前覆盖18个城市，平均跨度近5年。自2021年起我们将逐月更新监测数据并发布报告，以及时、客观、准确地捕捉市场动态。其中部分指标的覆盖城市范围也将在随后的迭代过程中逐渐扩大。总体来看，2020年我国房价整体上涨且区域分化明显，同时存量住房市场景气度在疫情得到有效控制后快速升温，目前已达过去2年以来的峰值。

中金存量住房市场价格指标体系显示，2020年我国房价整体明显上涨，同时区域间分化明显。我们首先构建了“中金同质性二手住宅成交价格指数”，解决了目前市面上大多数房价指标无法剔除房源异质性影响的缺陷，实现了对房价跨期变动的准确度量。根据中金同质性二手住宅成交价格指数，2020年我国房价平均上涨5%，基本反弹至2018年年中的历史最高水平。同时，2020年房价走势在区域间分化明显：18个重点城市中，深圳房价上涨24%，市内核心区域涨幅超30%；另有7城房价涨幅在5%以上，其中上海、西安房价涨幅超过10%；6城房价涨幅低于5%；4城房价有所下跌。从绝对水平来看，2020年末各城市平均房价最多相差六倍以上，3个超高能级城市平均房价均已超6万元/平方米，而18个重点城市中半数城市住房均价集中于1.5至2.5万元/平方米之间。从历史上看，2013年以来3个超高能级城市中深圳年化涨幅最高达19%，且在多数时期内呈现持续增长态势；上海、北京房价在2017年中达到峰值后基本呈现长期走平、短期有涨有跌的态势；3城房价年均涨幅均超同期沪深300指数表现。

中金存量住房市场活跃指标体系显示，存量住房市场活跃度在疫情后快速提高。活跃指标体系衡量存量住房市场供需情况对比，分为实时监测的成交端指标和领先监测的在售端指标两类。根据成交端指标，新冠疫情得到有效控

制后，成交议价空间收窄、成交周期缩短，均表明存量住房市场活跃度快速提高，这一趋势在2020年3季度趋缓但年末再现小幅翘尾。根据在售端指标，2020年末需求侧的在售房源关注度、30日内带看次数环比涨幅趋缓或下降，供给侧的挂牌价格指数、调价房源套数占比和在售调价幅度显示售房者价格预期有所上行，我们预计中短期内市场活跃度或将趋于平稳。

中金存量住房市场综合指数体系显示，市场景气度疫情后快速升温，领先指数提示中短期景气度将趋于平稳或略有下降。我们在价格指标体系和活跃指标体系基础上构建了反映存量住房市场温度的“景气指数”和“领先指数”。2020年12月18城加权平均的景气指数为100.02，在连续9个月的持续升温后达到过去2年以来的峰值，表明市场重现高景气度；其中8个城市景气度高于100，分别为上海、深圳、合肥、长沙、北京、西安、广州、成都。而“领先指数”环比下降0.04%，则提示市场景气度中短期内将趋于平稳或略有下降。

以上观点来自：2021年1月15日中金公司研究部已发布的《欲善其事，先利其器：中金存量住房市场监测体系》

张宇 SAC 执业证书编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

王璞 SAC 执业证书编号：S0080520050003 SFC CE Ref: BOL362

专题聚焦

跨境电商带动品牌出海，跨境物流步入规模化成长

2020年是跨境电商步入规模化成长的元年，疫情是模式质变的催化剂。我们认为跨境电商物流有望上演五年四倍的跨越式发展。

跨境电商有望带动中国品牌和物流出海。2020年疫情加速全球零售线上化，我们预计中国跨境电商B2C出口额将突破2.1万亿元。

- 从空间看，跨境电商零售出口渗透率低于16%，海外网购渗透率低于20%，提升空间较大。
- 从趋势看，过去四年，跨境电商B2C出口额CAGR超60%，海关口径下2020年前三季度增速超50%，我们认为，伴随跨境电商出口政策的持续完善，跨境电商未来四年有望保持30%增速，2024年突破6万亿元。
- 区域上，华南地区监管成熟、政策到位，是产业聚集地；结构上，海外仓模式占40%，份额或将继续提升。
- 模式上，跨境电商打破了传统外贸的渠道壁垒，增强产品力对品牌力的传导，带动中国品牌出海，推动中国物流全球化。过去十年，国内电商成就了一批消费品牌和快递龙头；我们认为，未来五年，跨境电商有望复刻这一路径，成就一批有国际影响力的中国品牌和中国物流龙头。

跨境电商B2C出口物流有望五年四倍增长。2019年跨境电商B2C出口物流收入预计为2,589亿元，物流费用率约为16%，对应76亿件包裹，其中邮政、海外仓、国际快递和专线分别占39%、40%、21%。我们认为，跨境电商对物流的覆盖率、时效性要求会越来越高，具备效率优势的民营3PL有望加速渗透。我们预计，B2C出口物流有望保持30%增速，2024年收入突破9,000亿元。

总-分包模式下，货源和节点决定长期潜力。跨境电商全流程主要包括七个环节，一般采用总包-分包模式，对货源和关键节点的把控决定了3PL在价值链上的地位以及未来的发展空间。邮政凭高性价比占据39%的市场，而仓拣、通关毛利率高达30%，是全链路中利润率最高的环节。目前，国内物流公司主要承担头程业务。模式上，重资产聚焦仓储；轻资产从订舱、通关切入。

抢滩核心资源，具备精细管理的公司将加速成长。不论是哪种模式，只有聚焦核心节点、抓住优质货源，形成独立品牌，才能充分实现规模效应、网络效应、平台效应。



以上观点来自：2021年1月13日中金公司研究部已发布的《跨境电商带动品牌出海，跨境物流步入规模化成长》

曾靖珂 SAC 执业证书编号：S0080520120010

杨鑫 CFA SAC 执业证书编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

尹佳瑜 SAC 执业证书编号：S0080520090003

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.1.11 中国宏观简评：CPI逐步走出低迷,PPI同比先升后降 | 2020年12月通胀数据点评
- 2021.1.13 中国宏观热点速评：关注非标压降对社融的压力 | 2020年12月金融数据点评
- 2021.1.13 中国宏观专题报告：抽丝剥茧看通胀 | ——详解CPI通胀预测
- 2021.1.14 中国宏观专题报告：PPI可能冲多高? | ——详解PPI通胀预测
- 2021.1.14 中国宏观热点速评：油价上涨推升CPI,核心CPI暂时平稳 | 美国12月CPI点评
- 2021.1.14 中国宏观专题报告：2020年出口的五大特征
- 2021.1.15 中国宏观专题报告：虚实收敛,大宗价格如何演变? | ——从宏观视角看大宗
- 2021.1.17 海外宏观周报：美国疫情恶化，消费承压
- 2021.1.17 中国宏观周报：近期货币政策或大致稳定 | 2021年1月11日-15日

策略及大宗商品

- 2021.1.11 海外中资股策略周报：资金仍持续流入港股
- 2021.1.15 全球资金流向监测：外资第20周流入中资股；南向流入再创记录
- 2021.1.17 海外市场观察："民主党横扫"后的参议院能起多大作用? | 2021年1月11日~1月17日
- 2021.1.17 海外中资股策略周报：港股通南下资金年初至今超千亿元
- 2021.1.17 A股策略周报：轻指数，重结构
- 2021.1.17 量化策略周报：量化策略周报（228）：短期或仍将震荡整固
- 2021.1.17 海外策略：疫情持续升级下的美股盈利前景

固定收益

- 2021.1.11 简评：工业品价格与服务业价格继续分化 | ——2020年12月通胀数据点评
- 2021.1.11 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.1.11 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.1.11 简评：新发火热,二级市场承压 | ——中资美元债周报
- 2021.1.12 固定收益资产配置策略周报：资金宽松可能延续,债券配置可以更积极 | 债券相对价值体系跟踪第三十九期
- 2021.1.13 简评：社融见顶预示债券利率见顶 | ——12月金融数据点评
- 2021.1.13 简评：12月房地产债券月报
- 2021.1.13 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2021.1.14 简评：出口增速开始回落,顺差触及新高 | ——2020年12月贸易数据点评
- 2021.1.14 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.1.15 中国可转债策略周报：“偏债”转债的注意事项
- 2021.1.15 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第25期
- 2021.1.16 专题研究：开年通胀交易升温,股债双牛后续如何演绎? | ——中金债券市场调查2021年1月期

行业

- 2021.1.11 银行：扩大目标客群，提升市场份额一评《信用卡透支利率市场化改革》
- 2021.1.11 日常消费：阿里线上数据月报：4Q20品类表现分化，酒类与白奶等维持高增
- 2021.1.11 传媒互联网：2020年出版行业回顾：市场规模同比下降5%，网店码洋占比近八成
- 2021.1.11 主题研究：硅料价格稳步回升，福耀进军光伏玻璃
- 2021.1.11 医疗健康：PET/CT等设备数量进一步提速，国产设备数量占比逐渐提高
- 2021.1.11 机械：工程机械：全球竞争力提升+行业周期弱化，估值扩张通道开启
- 2021.1.12 节能环保：污水资源化利用意见出台，带动膜处理相关市场空间提升
- 2021.1.12 房地产：中金房地产周报#227：2021年首周新房销售、宅地成交增势延续
- 2021.1.12 汽车及零部件：2020年平稳收官 期待1月开门红
- 2021.1.12 电信服务：多重拐点催化，运营商估值修复还远吗？
- 2021.1.12 机械：制造业龙头国际竞争力提升，开启价值重估之路
- 2021.1.12 科技：百度宣布“造车”，智能化重塑汽车形态
- 2021.1.12 机械：中金挖机利用指数：12月同比增长5.6%，关注海外需求反弹
- 2021.1.12 新能源汽车：铁锂正极：景气周期开启，供给格局清晰
- 2021.1.12 传媒互联网：2021年春节档前瞻：后疫情时代观影需求稳健复苏，影片供给充沛
- 2021.1.13 银行：信用条件温和收敛—12月社融点评
- 2021.1.13 基础材料：追“宗”系列 | 纸业解码:成本支撑下涨价行情延续
- 2021.1.13 医疗健康：“两定”管理办法落地，基金使用效率及医保资质管理有望加强
- 2021.1.13 交通运输：跨境电商带动品牌出海，跨境物流步入规模化成长
- 2021.1.13 交通运输：2021年民航工作坚持扩大内需，努力实现航企减亏增盈
- 2021.1.14 石油天然气：2020年12月天然气表观消费量同比增长10.9%，城燃气量增长17.1%
- 2021.1.14 机械：轨交装备重获关注，不宜过高预期2021

- 2021.1.15 化工：化工春季行情展望系列报告之一：布局受益发达经济体复苏标的
- 2021.1.15 半导体：全球观察-台积电4Q20：资本开支大超预期，5G+AI带来结构性机会
- 2021.1.15 银行：V型反转最陡峭的一笔，启动指数级行情—4Q20银行业绩预览
- 2021.1.15 金融：移动支付：资金来源回归银行账户、前端入口仍集中在互联网平台
- 2021.1.15 航空航天科技：市场短期波动不影响“十四五”行业高增长，优选高景气标的
- 2021.1.15 房地产：欲善其事，先利其器：中金存量住房市场监测体系
- 2021.1.15 金融：消费金融公司迎来分类评级监管；行业从高速扩张向稳健经营过渡
- 2021.1.17 银行：规范互联网存款产品，负债成本压力边际缓解
- 2021.1.17 传媒互联网：短视频：受益视频化大趋势，关注快手商业化提速
- 2021.1.17 节能环保：减污低碳政策频出，央企环保投入持续加码
- 2021.1.17 传媒互联网：周报：2020年游戏市场买量火热，腾讯音乐拟收购懒人听书
- 2021.1.17 医疗健康：疫情反复关注疫苗，期待医药海外出口
- 2021.1.17 化工：发达经济体复苏有望带动化工品需求，农产品涨价利好农化板块
- 2021.1.17 科技：科技硬件周报（1/16）：投资人关注台积电业绩
- 2021.1.17 传媒互联网：数据月报：12月手游市场保持稳定，电影票房同比恢复九成
- 2021.1.17 交通运输：双周报145期：跨境物流步入规模化成长，波罗的海干散货运价回升
- 2021.1.17 家电及相关：长期品牌出海大趋势明确，短期优质二线龙头估值优势明显
- 2021.1.17 银行：银行资金流向系列#2：北向资金大幅流入

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn