

【宏观专栏】

出口“新饭碗”，还可端多久？

受多个因素支撑，今年3-7月，中国货物出口占全球份额从2019年的13%上升为16%，出口端起了“新饭碗”。我们预计2021年出口将继续扩张，部分反映上半年的基数效应，全年同比增速在9.0%左右。

【市场策略】

A股策略周报：政策有力度，市场有空间

目前增长形势和企业盈利可能继续向好，而美国大选及中美摩擦、估值压力、政策退出、疫情反复等扰动则是短期、局部的。在物价整体偏低迷的情况下，政策大幅紧缩的可能性较小，市场中长期向好因素并未改变。

【专题聚焦】

中金看海外：全球领先的投行与资管如何自建科技生态

全球领先的头部金融机构大多倾向于自建IT，并通过自身IT基础设施对外输出形成科技生态。头部投行与资管自建IT是确定性趋势，基于风控与IT构建生态形成三层壁垒，最终变现方式多样。

深圳经济特区40周年：再立潮头，再创奇迹

10月11日，中共中央、国务院印发了深圳先行示范区综合改革试点实施方案，以清单批量授权方式赋予深圳在重要领域和关键环节改革上更多自主权，向世界展示了中国全面深化改革开放的决心。未来，深圳有望在区域产业集群、科技创新、新基建、对外开放等领域迎来新发展。

【宏观专栏】

出口“新饭碗”，还可端多久？

今年中国出口持续超预期，占全球出口份额明显上升，引发关注。我们通过对全球各国月度出口数据的分析，尝试回答以下几个问题：

- 1) 哪些行业出口份额上升？
- 2) 当前出口份额的上升是否可持续？
- 3) 怎么看明年出口走势？

我们在此前报告《出口后劲尚足》中指出，中国出口超预期受多个因素的支撑：从需求端看，海外对防疫物资和居家办公品需求上升，加上欧美货币财政刺激力度大，居民消费得到支撑。从供给看，中国制造业产业齐全，跨境电商发达，加上政府出台“稳外需”政策支持，增加了供给的韧性。今年3-7月，中国货物出口占全球份额从2019年的13%上升为16%，出口端起了“新饭碗”。

哪些行业出口份额上升？我们分析发现，出口份额上升的行业既有医疗物资、居家办公品等受疫情支撑的行业，也有汽车、玩具、服装等需求受疫情拖累的行业。在这些行业中，医疗物资出口的总量和份额均较去年显著上升，呈现“逆风扩张”的态势，其他行业则是在出口总额下降的过程中实现了全球出口份额的提高，体现了较强的韧性。高技术产品方面，德国、美国、法国、日本等发达国家出口份额下降较多；而在中低端制造业方面，亚洲和南美的部分发展中国家出口份额也在下降。

某些企业出口份额上升可能得以维持，但总体而言，出口份额上升的现象大概率可能难以持续。中国出口份额提升主要与其它国家在疫情期间的停工停产有关，随着这些国家复工，出口能力恢复，中国的份额将下降。绝大部分行业出口份额上升的程度远高于疫情前几年的趋势，疫情的发生不大可能使中国商品的国际竞争力一夜之间大幅上升，长期来看，国际竞争力的提升依然需要靠改革与技术进步来实现。

我们预计 2021 年出口将继续扩张，部分反映上半年的基数效应，全年同比增速在 9.0%左右，1-4 季度同比增速分别为 27.7%、9.8%、2.5%、2.2%。基准情形下，我们假设疫情在明年二季度得到控制，全球经济在宽松政策支持下继续复苏。如上所述，中国在供给侧的“出口替代”难以持续，这意味着未来出口增速主要取决于需求侧因素。我们将中国出口分为医疗物资、居家办公品、其他产品三类，预计 2021 年随着疫情得到控制，医疗物资出口将大幅回落；居家办公品出口受美国地产支撑继续扩张，但由于部分耐用品消费已被“前置”，后续扩张力度会减弱；其他产品出口则随着全球经济复苏而逐步恢复。

明年出口既有上行风险也有下行风险。上行风险方面，如果疫情超预期改善，比如因为疫苗落地，不排除海外消费加速反弹，企业加快补库存，拉动中国出口。如果美国再度推出大范围财政刺激政策，同时缓和与中国的贸易关系，出口增速可能进一步上行。下行风险方面，如果明年疫情并未消退而是再度反复，全球需求复苏可能受到阻碍，出口扩张的动力也将减弱。

以上观点来自：2020 年 10 月 17 日已发布的《出口“新饭碗”，还可端多久？》

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

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

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

【市场策略】

A 股策略周报：政策有力度，市场有空间

一周回顾：指数继续小幅反弹

上周初市场延续了节后的趋势继续放量上涨，北上资金净流入超过百亿元，随后四个交易日指数小幅震荡整理，上证指数周度上涨 2%。两市日成交额上周一一度达到 9710 亿元，随后逐步回落至 7000 亿元左右水平。风格方面，中小市值与大盘股、新老经济均互有表现，创业板指单周上涨 3.8%。板块多数上涨，其中订单回流带动纺织服装行业领涨市场；低估值叠加政策预期调整使得银行板块上周也涨幅居前；煤炭行业上周有所表现；受到苹果发布新品落地的影响，电子元器件上周领跌市场，传媒、房地产也小幅下跌。

市场展望：政策仍支持，市场有空间

尽管市场担心政策可能会逐步收紧，但我们认为政策是在向正常化回归，而非大幅紧缩，目前复苏态势仍较为确定，市场后续仍有空间、不宜悲观。综合来看，目前增长形势和企业盈利可能继续向好，而包括美国大选及中美摩擦、估值压力、政策退出等扰动则是短期、局部或是边际性的，疫情虽有局部反复，但对经济伤害可能会大幅小于上半年；物价整体偏低迷的情况下，政策大幅紧缩的可能性较小；市场中长期的向好因素并未改变。

1) 宏观数据显示当前经济修复尚未结束，复苏深化仍然是主线。9 月进出口数据远超预期，出口受益于海外复工复产、进口则受益于国内的备货及景气度上升；居民按揭贷款和零售信贷推动的社融数据和新增信贷数据超预期则显示需求端的复苏仍在继续；CPI 和 PPI 数据则显示目前通胀压力不大。企业盈利方面，当前已经披露的逾 1200 家 A 股公司的三季度业绩预告中，超过 45% 的公司预告业绩向好，高于中报期，这一趋势与宏观数据展现的经济复苏一致，下半年经济的增长及企业盈利对市场有正向支撑；

2) 同时，我们认为尽管货币政策很难进一步放松，但资本市场的流动性可能依

然保持较为有利的条件。除了北向资金的强势流入，我们认为人民币升值可能也会推动外资增加对中国资产的配置，居民资产配置的拐点也可能会带来中长期增量资金。

3) 近期改革措施频出，证监会近日表态将推进注册制改革，并建立“一个核心、两个环节、三项市场化安排”的注册制架构；国务院政策吹风会介绍了《国企改革三年行动方案》，国有控股或者资本参与的上市公司有望逐渐增加；五中全会在即，十四五规划正酝酿，包括新能源汽车、半导体在内的多个产业都受到相应政策推动。我们认为诸多改革措施将推动资本市场和实体经济良好发展、互相促进，在复杂形势下成为有力支撑。

4) 外围环境的干扰可能逐渐减小。尽管近期海外疫情出现反弹迹象，多个国家重新采取了相应措施，可能会对全球的经济复苏进程产生扰动，但我们认为我国防疫形势大幅领先，受到影响较为有限，而中外的增长差或反而增加中资资产的吸引力。同时，随着美国民主党总统候选人民调大幅领先、大选逐步临近，中美摩擦可能进入暂时的平静期，对市场负面拖累可能减小。

行业建议：稳守消费升级与产业升级趋势，新老更加均衡

当前建议关注三条主线：

- 1) 新能源、光伏及新能源汽车产业链；
- 2) 基于中国增长继续复苏态势，关注消费中偏落后、估值仍不高的汽车零部件、家电、轻工家居等；
- 3) 老经济中关注券商及保险龙头，及其他部分低估值老经济板块，中期逢低吸纳代表消费及产业升级趋势的优质龙头。

以上观点来自：2020年10月18日已发布的《A股策略周报：政策有力度，市场有空间》

王汉锋 CFA SAC 执业证书编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

李求索 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

【专题聚焦】

中金看海外：全球领先的投行与资管如何自建科技生态

全球领先的头部金融机构大多倾向于自建 IT，并通过自身 IT 基础设施对外输出形成科技生态。究其原因，自建 IT 并构建科技生态的主要优势是，其不仅可以支撑自身业务发展，还可以对外输出自身科技能力并实现变现，最重要的是可以形成相对于竞争对手的独特优势。

趋势：头部投行与资管自建 IT 是确定性趋势

根据 TABB 统计，在 10 家欧美第一梯队的投行和资管机构中，2010-2014 年自建与第三方 IT（包括硬件、软件、数据等服务）的平均比例为 3.14:1。从不同头部机构的系统建设情况来看，高盛、贝莱德基本完全自建 IT 系统，摩根大通、摩根斯坦利、Two Sigma、State Street 均自建了核心 IT 系统。

生态：基于风控与 IT 构建生态形成三层壁垒

第一层，风控能力自身具备网络效应，头部机构搭建大规模的风控平台，获取规模经济效应，实现相对于其他机构的壁垒。因此贝莱德提出“Collective Intelligence”（集体智慧）理念，通过超过两万个用户的个性化使用，提升自身的风控效果。

第二层，开放风控与 IT 能力，头部金融机构通过开放风控与 IT 能力，与第三方开发者对接，形成开发者生态。自身 IT 能力也可以与投资能力结合，将 IT 输出赋能到被投金融科技企业，有助于被投企业快速成长。例如高盛推出 Marquee 讲自身 SecDB 的能力对外开放，贝莱德也推出 Aladdin Studio 与 Aladdin developer，开放其平台能力。

第三层，免费对外开放能力，依托自身牌照优势，为业务引流，形成金融生态。金融机构具备牌照优势，免费对外开放风控与 IT 能力的最终目的是为业务引流，最终实现变现。如高盛尝试提高结构化票据在经纪商渠道中的渗透率，因此开放 SIMON 应用为客户免费提供结构化票据产品学习、风险评估等功能，为业务引流效果显著，运营第一年则吸引近 2 万亿美元资产。

变现：“醉翁之意不在酒”

传统金融机构可以通过对外输出自身 IT 实现变现，目前贝莱德的 Aladdin 销售收入已经占其收入比例近 7%。更重要的是，结合科技生态，传统金融机构可以实现业务层面的变现，包括提升传统业务的效率（如 Aladdin 助力贝莱德投资业务）、助力新业务快速拓展（如高盛拓展零售银行）、或者是直接实现业务收入（通过生态内科技企业投资，高盛直投以及财富管理业务实现直接收益）等。

以上观点来自：2020 年 10 月 9 日已发布的《中金看海外：全球领先的投行与资管如何自建科技生态》

黄丙延 SAC 执业证书编号：S0080519050003

钱凯 SAC 执业证书编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

【专题聚焦】

深圳经济特区 40 周年：再立潮头，再创奇迹

今年是深圳经济特区成立 40 周年。40 年前，一项史无前例的改革在这个小渔村开始探索，40 年后的今天，深圳已然成长为具有全球影响力的国际化大都市。从深圳，我们看到了中国奋斗过去；从深圳，我们也能看到中国美好的未来。

综合改革试点：赋权探索新使命

10 月 11 日，中共中央、国务院印发了《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020—2025 年）》，以清单批量授权方式赋予深圳在重要领域和关键环节改革上更多自主权，围绕要素市场化配置等推出一揽子 27 条改革举措和 40 条首批授权事项。

新时代需要深圳新担当、新作为。我们认为，《实施方案》不仅赋予深圳在构建“双循环”格局下新的使命担当，有利于加速推进“双区”建设，更向世界展示了中国全面深化改革、全面扩大开放的决心和态度。

回顾过往：栉风沐雨，从经济特区到社会主义先行示范区

40 年，“深圳速度”领跑全国。1980-2019 年，深圳 GDP 年均复合增长率高达 20.7%，远超全国同期 9.4% 的水平。2019 年深圳人均 GDP 超过 20 万元，位居中国内地城市第一位。

40 年，“创新与升级”引领世界。持续的创新与升级是深圳高质量发展的核心动力源，以企业为主体、以市场为主导、产学研用深度融合的科技创新体系，使深圳成为充满活力的国际化创新型城市。

近几年来，外部环境不确定性有所加大、“资源瓶颈”不断推升成本、民生保障还存在一定的短板，不惑之年的深圳再次站上发展的“关键路口”。

展望未来：其命维新，创建社会主义现代化强国的城市范例

围绕粤港澳大湾区、深圳都市圈，推动区域产业集群发展，发挥深圳主引擎作用，推动区域内新一代电子信息等战略新兴产业集群蓬勃发展。

对标硅谷，打造世界一流的科技创新中心，从资源、资金、制度建设等方面提供全方位支持，充分释放科技创新活力，引领经济增长。

新基建引领新动能，互联互通释放增长潜力，发挥深圳在5G、数字经济等领域的领先优势，通过基础设施互联互通，促进大市场构建与要素自由流动，进一步释放内在增长潜力。

加快推进高水平对外开放，把握粤港澳大湾区和“一带一路”机遇，加快建设高水平开放型经济新体制，提升营商环境，推动服务贸易发展。

以上观点来自：2020年10月15日已发布的《深圳经济特区40周年：再立潮头，再创奇迹》

吴慧敏 SAC 执业证书编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

吴婷 SAC 执业证书编号：S0080117080037

左烜炬 SAC 执业证书编号：S0080120090014

李南南 SAC 执业证书编号：S0080118080023

附：一周主要研报回顾

【宏观】

- 2020.10.13 中国宏观简评：除了口罩,哪些商品出口逆袭?|9月进出口数据点评
- 2020.10.13 中金前哨专题报告：“十四五”区域发展规划展望：创新、城市群、区域协调发展
- 2020.10.15 中金前哨专题报告：深圳经济特区40周年：再立潮头，再创奇迹
- 2020.10.15 中国宏观简评：信贷主要去向:楼市与基建 |2020年9月金融数据点评
- 2020.10.15 中国宏观简评：CPI回落和PPI修复均未结束 |2020年9月通胀数据点评
- 2020.10.17 中国宏观专题报告：出口“新饭碗”,还可端多久?|后疫情时代系列报告之(六)
- 2020.10.18 图说中国宏观周报：短期增长韧性较强 |2020年10月12日~10月16日

【策略及大宗商品】

- 2020.10.16 农产品：大豆：供需双提振助力美豆脱离熊市区间
- 2020.10.17 全球资金流向监测：海外中资股连续7周流入；美股市场转为流入
- 2020.10.18 海外市场观察：美国第三波(常态化)疫情的可能影响 |2020年10月12~18日
- 2020.10.18 A股策略周报：政策有力度，市场有空间
- 2020.10.18 量化策略周报：量化策略周报(215)：市场分化加剧，震荡中把握强势行业
- 2020.10.18 海外中资股策略周报：银行板块有望继续补涨

【固定收益】

- 2020.10.12 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.10.12 简评：恒大事件缓和,美元债市场回暖 |——中资美元债周报
- 2020.10.12 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2020.10.13 简评：出口增速放缓,进口与制造业投资共振 |——2020年9月贸易数据点评
- 2020.10.13 专题研究：中资美元债违约及处置全回顾
- 2020.10.14 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.10.14 简评：贷款仍呈现较强需求,M2回升缓解利率债供需矛盾 |——9月金融数据点评
- 2020.10.15 简评：通胀逐步走弱,债券难再熊 |——2020年9月通胀数据点评

- 2020.10.15 简评：网红个券冲击明显,城投利差压缩继续 | ——2020年9月行业利差跟踪
- 2020.10.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.10.15 中国利率衍生品双周报：存单利率上升持续么？对国债期货影响几何？
- 2020.10.15 简评：9月房地产债券月报 | ——再融资收紧显效,网红主体困局难解
- 2020.10.16 中国信用策略双周报：从银行半年报看理财变化
- 2020.10.16 离岸中资信用债双周报：大选对中资美元债影响如何？
- 2020.10.16 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第14期
- 2020.10.17 专题研究：银与非银配债分化,外资需求仍强 | ——2020年9月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2020.10.17 中国利率策略周报：全球债券利率再度走低，中国债券性价比凸显

【行业】

- 2020.10.12 旅游酒店及餐饮：三亚免税十一假期：持续火爆、体验良好
- 2020.10.12 航空航天科技：9月观察&10月展望：盘整蓄势渐近尾声，关注三季度业绩情况
- 2020.10.12 化工：10月策略：优选供需格局向好与景气底部标的
- 2020.10.12 节能环保：新能源车发展规划落地，新能源环卫设备需求有望提升
- 2020.10.12 医疗健康：中金医药月度7+7组合：2020年10月组合
- 2020.10.12 电力电气设备：政策利好与供需紧张共振，光伏产业链大涨
- 2020.10.12 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻:雨水+国庆扰动不改旺季走势，金、铜仍有上涨空间
- 2020.10.12 交通运输：双周报138期：国庆假期内需复苏持续
- 2020.10.12 化工：下游需求回暖，关注MDI、化纤价格上涨
- 2020.10.12 金融：周报#37：提示保险板块做多机会；预计券商前三季度盈利增长提速
- 2020.10.12 家电及相关：消费电器：耐力跑赛道，看全球化、品类扩张
- 2020.10.19 科技：苹果、小米、Keep，谁能抓住健身科技行业风口？
- 2020.10.12 石油天然气：2020年9月天然气表观消费量同比增长6.1%，城燃气量增长7.9%
- 2020.10.13 房地产：中金房地产周报#214：双节销售韧性延续，土地溢价率边际下行
- 2020.10.13 机械：重申看好光伏电池片设备，四季度工程机械高景气
- 2020.10.13 汽车及零部件：四季度的四条主线：向新而行，品牌自信，产销恢复，海外修复
- 2020.10.13 金融：H股量价齐升，凸显行业估值吸引力，重申左侧布局建议

- 2020.10.13 银行：预计部分银行信用成本见顶，业绩表现呈现差异化——3Q业绩预览
- 2020.10.13 医疗健康：集采产品纳入追溯体系，持续推进药品追溯体系建设
- 2020.10.14 化工：需求回暖带动化工品价格反弹，3Q20行业盈利有望环比改善
- 2020.10.14 电力电气设备：工业自动化跟踪：行业稳步复苏，进口替代持续
- 2020.10.14 汽车及零部件：金九旺季得以体现 车企3季报值得期待
- 2020.10.14 传媒互联网：中国网络视听大会：挖掘用户价值，技术赋能创新——纪要
- 2020.10.14 银行：社融超预期，主要来自于信贷和票据——9月社融点评
- 2020.10.15 化工：电解液与原料：价格大幅上涨，供需高景气有望持续
- 2020.10.15 科技硬件：iPhone 12创新符合预期，5G及外观变化是主要亮点
- 2020.10.15 公用事业：基于高频数据量化预测，9月全国发电量同比+7.0%至6,320亿度
- 2020.10.15 酒类食品饮料：从秋糖调研展望行业三年趋势
- 2020.10.16 科技：通信安防月报（10月）：5G建设出现争议，视频物联保持成长
- 2020.10.16 半导体：全球观察-台积电3Q20：苹果需求推动4Q指引超预期
- 2020.10.16 金融：中金看海外·公司 | Adyen：“高举高打”的全球聚合支付平台
- 2020.10.16 银行：加强公司治理，防范金融风险——《商业银行法》（修改稿）快评
- 2020.10.16 日常消费：阿里线上数据月报：3Q20部分行业延续2Q高增速，龙头品牌力强
- 2020.10.18 科技：科技硬件周报（10/17）：投资人关注半导体贸易摩擦及iPhone 12
- 2020.10.18 非酒类食品饮料：猪肉月报：3Q双汇料将实现较好利润增长，万洲美国业务承压
- 2020.10.18 传媒互联网：周报：新一批网游版号下发，技术赋能创新挖掘网络视听用户价值
- 2020.10.18 保险：三季报预览：寿险新业务价值弱复苏，各险企趋势分化
- 2020.10.18 交通运输：航空：9月国内需求改善明显，航司三季度有望环比减亏
- 2020.10.18 纺织服装珠宝：产业链优势显现，内销出口两旺
- 2020.10.18 交通运输：9月快递业务量同比增长45%，单价下降幅度有所收窄
- 2020.10.18 科技：政治局集体学习量子科技，量子计算/量子通信有望加速发展
- 2020.10.18 银行：美国四大行2Q20信用成本见顶，三大行3Q20业绩表现超预期
- 2020.10.18 非酒类食品饮料：乳业月报：9月乳企龙头动销表现良好，4Q仍需关注原奶价格
- 2020.10.18 传媒互联网：游戏3Q20回顾：手游市场稳健增长，全年高增长基础稳固
- 2020.10.18 基础材料：追“宗”系列 | 纸业解码：节后纸厂出货继续向好，涨价行情延续
- 2020.10.18 化工：化工价格指数继续上涨，看好化纤，MDI景气上行

法律声明

本资料为中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）基于已发布的研究报告精选、汇编而成的。本资料较之中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）正式发布的研究报告存在延时提供的情况，有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本资料所载意见、评估及预测仅为原始报告出具日的观点和判断。在不同时期，中金公司可能会发出与本资料所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本资料中的信息、意见等仅供贵方参考之用。本资料的版权归中金公司所有。

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

左烜暉 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn