

出口链：2024 需求改善的方向

——泛事件驱动系列

核心观点

美联储降息预期下，房地产、制造业、医药研发等对投融资依赖性较强的方向均有望受益，利好国内对应出口链的需求扩张。向后看，我们判断地产后周期出口链有望持续走强，而制造业及医药出口链尚需等待数据验证。

□ 美联储降息预期下，哪些方向可能受益？

降息直接带来的是社会融资成本的下降，有助于扩大投融资需求，对房地产、制造业、医药研发等对投融资依赖性较强的方向而言，均具备明显利好。从历史数据上看，美联储降息周期开启前后，美国地产周期有望趋于复苏、药企研发投入有望趋于上行，而在降息周期中后段，美国制造业景气有望趋于回升。与之对应，利好标的主要为以下行业中欧美出口占比较高的公司：地产后周期（家具、家电），制造业（基础化工、机械设备、汽车零部件、工业金属等），医药研发。

□ 以史为鉴，降息周期中行情节奏如何演绎？

我们基于上市公司欧美收入占比构建了出口链股票组合，根据对上一轮美联储降息周期期间行情节奏的复盘，我们发现，虽然制造业、房地产等方向均受益于美联储降息周期，但各细分方向的行情节奏并非与美联储实际降息时点直接相关，而是更多与地产销量、PMI 等基本面数据挂钩。此外，中美之间的景气强弱关系也会影响出口链的收益表现，若国内景气表现更强，那么出口链的景气优势将相应被削弱，对应非出口链超额收益更为突出。

□ 如何交易本轮美联储降息周期？

展望后市，地产后周期出口链有望持续走强，制造业及医药出口链尚需等待：1、地产后周期：受低库存影响，美国地产周期在利率下行前就已企稳复苏，随着后续降息周期开启，美国地产景气复苏趋势有望延续，地产后周期出口链有望持续走强；2、制造业：美国制造业景气周期基本触底，但尚未形成上行趋势，在监测美国制造业景气复苏态势之外，由于国内制造业景气亦有望回升，需同时关注国内制造业景气复苏表现，综合判断出口链及非出口链的相对景气；3、医药：或尚需等待美联储降息的实际落地。

□ 风险提示

1、本文结论根据历史数据总结归纳得到，历史不能代表未来，结论存在失效风险。2、美联储降息时点超预期延后风险。

分析师：陈奥林

执业证书号：S1230523040002

chenaolin@stocke.com.cn

分析师：徐浩天

执业证书号：S1230523090002

xuhaotian@stocke.com.cn

相关报告

1 《美债利率的影响或将边际减弱》 2024.01.07

2 《重视基建链的景气改善线索》 2024.01.07

3 《2024 春季躁动的内核是需求改善》 2024.01.01

正文目录

1 引言	4
2 逻辑梳理：降息周期中的受益方向	4
2.1 房地产	4
2.2 制造业	6
2.3 投融资驱动的细分方向	7
3 以史鉴今：降息周期的交易节奏	8
3.1 2019-2020 降息周期：行情演绎节奏	10
3.1.1 地产后周期	10
3.1.2 制造业	11
3.1.3 医药	12
3.1.4 小结	13
3.2 如何交易本轮美联储降息周期	13
3.2.1 地产后周期	13
3.2.2 制造业	15
3.2.3 医药	17
4 总结	17
5 附录	18
6 风险提示	19

图表目录

图 1: 市场预期美联储有超过 80% 的概率在 2024 年 3 月开启降息周期.....	4
图 2: 美债利率变动对住房贷款利率存在显著影响.....	5
图 3: 房贷利率下行有助于提升居民住房购买力.....	5
图 4: 降息周期中, 美地产销售往往显著扩张.....	6
图 5: 美国成屋销售周期领先国内对美家具类产品出口周期.....	6
图 6: 降息周期中后段, 制造业景气度往往复苏.....	7
图 7: 美国制造业景气度与中国制造业相关产品对美出口增速高度相关.....	7
图 8: 美股主要制药公司研发费用增速.....	8
图 9: 欧美经济周期表现基本同步.....	9
图 10: 中国对欧美出口增速基本一致, 领先于对其他区域的出口.....	9
图 11: 不同欧美收入占比的地产后周期股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现.....	10
图 12: 10 年期美债收益率区间走势.....	11
图 13: 2019.4-2020.10, 美国成屋销量增速持续扩张.....	11
图 14: 不同欧美收入占比的制造业股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现.....	12
图 15: 中美制造业 PMI 区间表现.....	12
图 16: 不同欧美收入占比的医药行业股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现.....	13
图 17: 10 年期美债收益率走势.....	13
图 18: 美国成屋库存量位于历史低位(单位: 万套).....	14
图 19: 美国新屋销量、营建许可等数据持续反弹(单位: 万套).....	14
图 20: 不同欧美收入占比的地产后周期股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现.....	14
图 21: 2023 年 4 月前后, 美国制造业 PMI 等重要景气数据触底反弹(指标经标准化).....	15
图 22: 美制造业景气度下行周期平均持续 21 个月.....	15
图 23: 美制造业 PMI 领先于库存增速.....	16
图 24: 不同欧美收入占比的制造业股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现.....	16
图 25: 中国制造业后续有望进入主动补库周期.....	17
图 26: 不同欧美收入占比的医药股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现.....	17
表 1: 各利好方向对应的细分申万二级行业列表.....	8
表 2: 地产后周期出口链股票组合-截至 2023/12/31.....	18
表 3: 制造业出口链股票组合-截至 2023/12/31.....	19
表 4: 医药出口链股票组合-截至 2023/12/31.....	19

1 引言

美联储意外转鸽，降息预期开始发酵。在 2023 年 12 月议息会议上，美联储意外转鸽，鲍威尔讲话中提及美联储已开始讨论降息时机的问题。随后，市场迅速定价美联储降息预期，芝商所联邦基金利率期货隐含的投资者预期显示，市场预期美联储有 80% 以上的概率在 2024 年 3 月议息会议上开启降息周期。

图1：市场预期美联储有超过 80% 的概率在 2024 年 3 月开启降息周期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	70.6%	18.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	68.1%	20.2%	0.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.2%	63.7%	18.4%	0.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.9%	59.4%	22.5%	2.3%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	13.5%	54.9%	26.2%	4.3%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	8.6%	39.0%	37.2%	12.7%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	6.9%	32.4%	37.6%	18.0%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2024/1/31	35	14.47%	85.53%	0.00%
2024/3/20	84	82.04%	17.96%	0.00%
2024/5/1	126	99.24%	0.76%	0.00%
2024/6/12	168	100.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	217	100.00%	0.00%	0.00%
2024/9/18	266	100.00%	0.00%	0.00%
2024/11/7	316	100.00%	0.00%	0.00%
2024/12/18	357	100.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME FedWatch，浙商证券研究所。数据截至 2023 年 12 月 27 日。

美联储降息意味着全球流动性环境的系统性改善，是较为重要的宏观事件，对经济运行及资本市场表现均存在重大影响。本文中，我们主要聚焦美联储降息周期逻辑下，最为受益的行业方向及个股组合。

2 逻辑梳理：降息周期中的受益方向

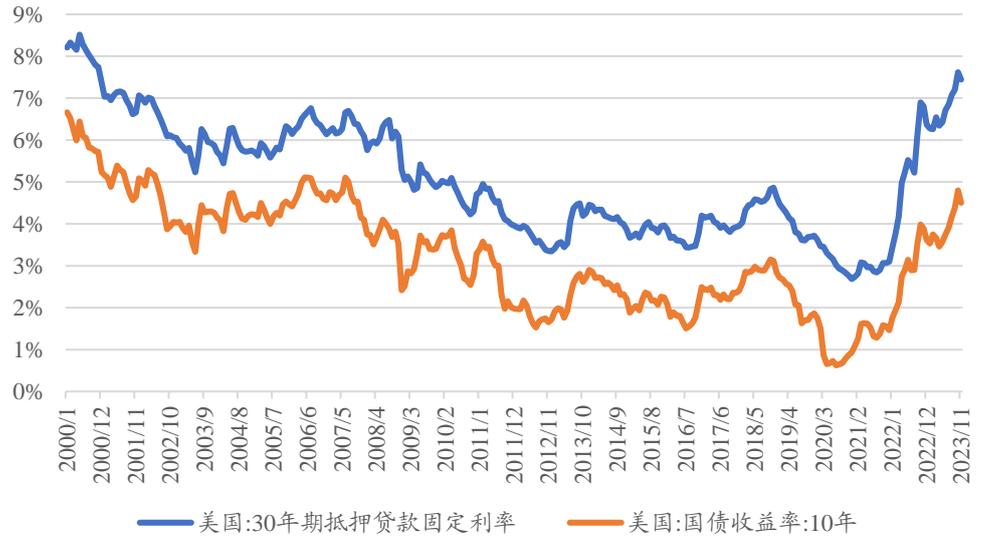
降息直接带来的是社会融资成本的下降，有助于扩大投融资需求，对房地产、制造业、医药研发等对投融资依赖性较强的方向而言，均具备明显利好。

2.1 房地产

美联储降息周期中，美地产销售往往显著扩张。美债收益率直接影响到房贷利率的高低，而房贷利率下行意味着同等收入水平下，对房贷的负担能力提升。在 1981-2023 年间，美国 30 年期抵押贷款固定利率与住房购买力指数呈显著负相关性，相关系数达-0.86。因此，伴随着美联储降息周期的开启，美国地产销售往往显著扩张，景气度明显改善。

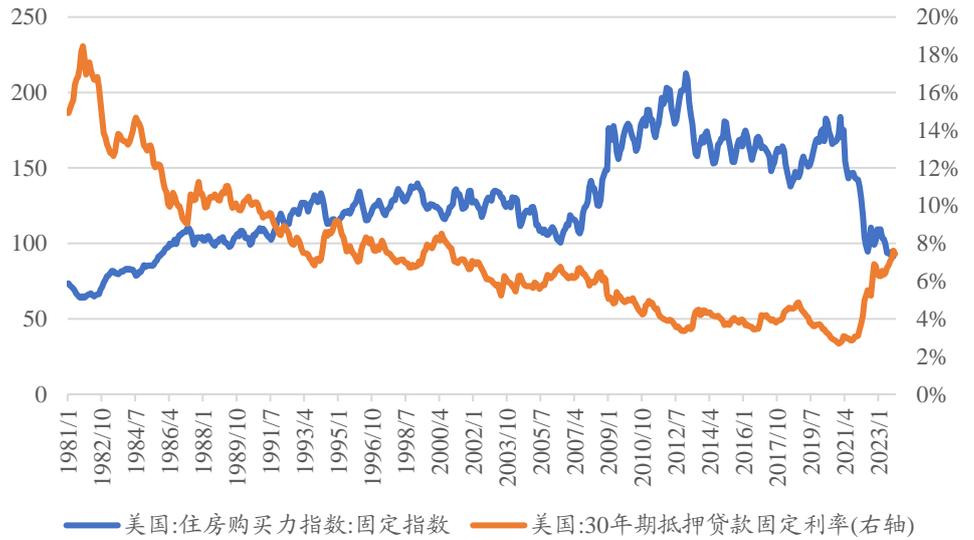
此外，值得注意的是，地产销售的改善多数情况下较为领先，在 2000 年以来的四轮周期中，有三轮均是在美联储末次加息前后，地产销售增速就已经开始触底反弹。

图2: 美债利率变动对住房贷款利率存在显著影响



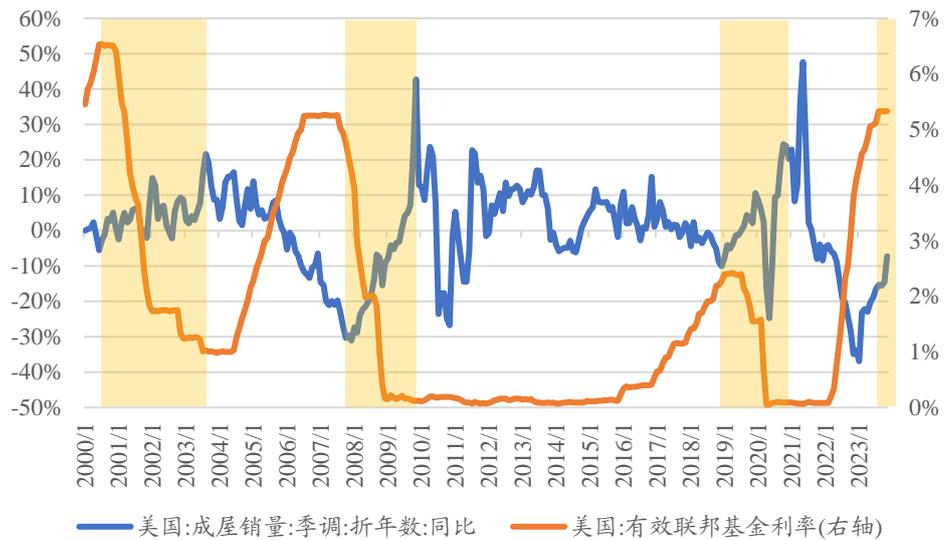
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 房贷利率下行有助于提升居民住房购买力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

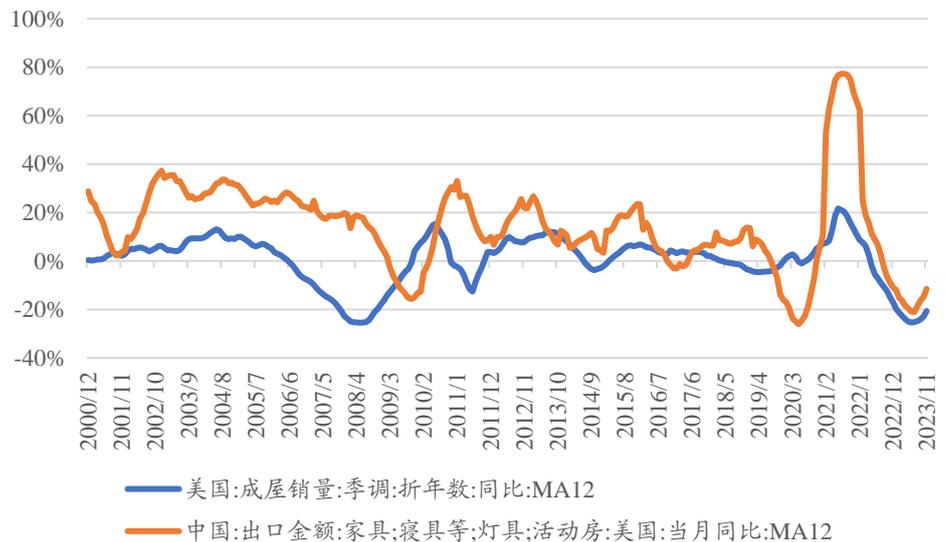
图4：降息周期中，美地产销售往往显著扩张



资料来源：Wind，浙商证券研究所

伴随着美地产销售扩张，国内地产后周期产业的出口需求有望得到提振。地产销售改善后，对家具、家电等地产后周期产品的需求也将逐渐释放。历史上看，美国成屋销售周期相较国内对美家具类产品出口周期具有较为稳定的领先性。因此，在美联储降息周期中，家具、家电等地产后周期行业的对美出口需求有望得到显著提振，相关行业包括家用电器、轻工制造等。

图5：美国成屋销售周期领先国内对美家具类产品出口周期



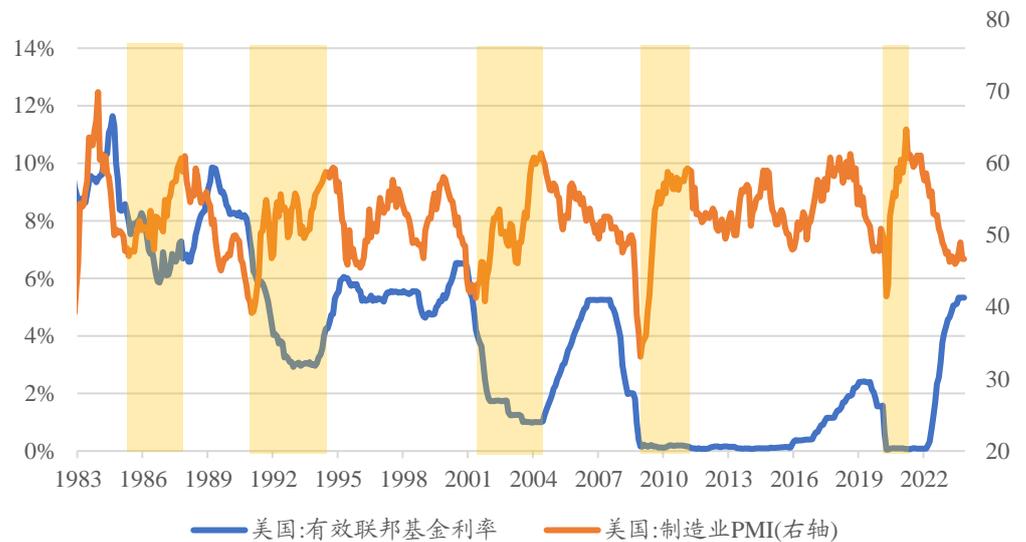
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 制造业

美联储降息周期中后段，美国制造业景气度往往企稳复苏。虽然制造业也是典型的利率敏感部门，但其与经济活动相关性更强，而降息初期往往对应经济景气较弱，需要待降息逐

步传导至终端需求复苏后，才会驱动制造业景气向上。因此，历史上由降息至制造业复苏的传导时间相对较长，往往在降息周期中后段，才能看到制造业 PMI 的趋势回升。

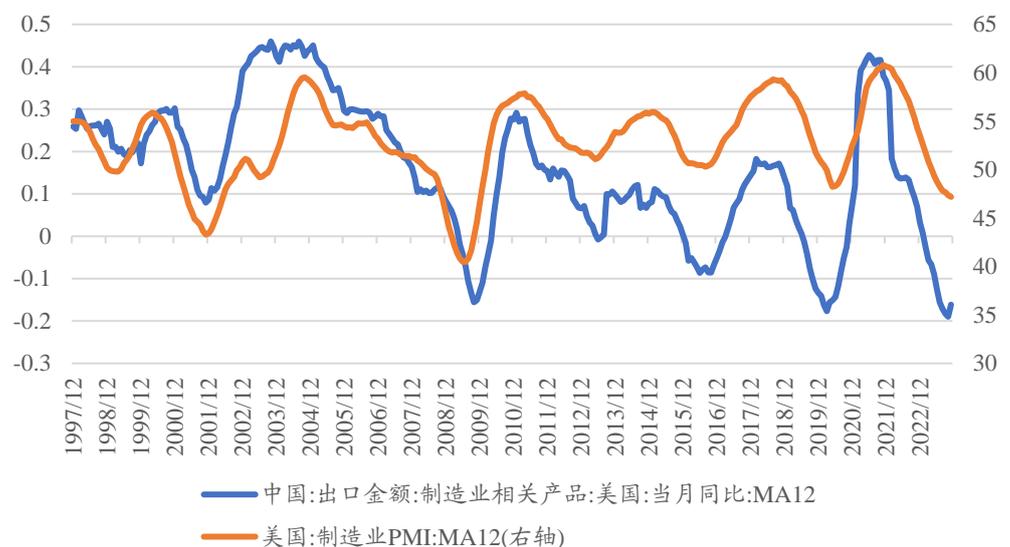
图6：降息周期中后段，制造业景气度往往复苏



资料来源：Wind，浙商证券研究所

美国制造业景气复苏有望带动中国制造业相关产品的出口。我们将 HS 分类中的化工产品、塑料橡胶制品、贱金属及其制品、机电产品合称为制造业相关产品。可见，中国对美制造业相关产品的出口增速与美国制造业 PMI 走势高度相关，若美国制造业后续确认复苏，则有望带动中国制造业相关产品的出口，相关行业包括基础化工、有色金属、机械设备等。

图7：美国制造业景气度与中国制造业相关产品对美出口增速高度相关



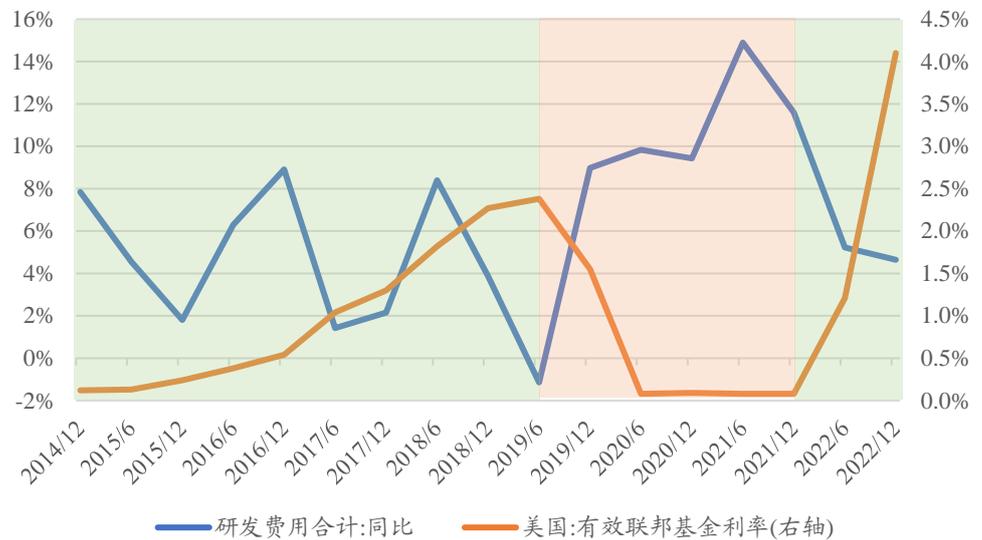
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 投融资驱动的细分方向

除制造业及房地产业外，医药研发等由投融资驱动的细分方向也有望受益于美联储降息周期：

利率较低时，药企的研发费用投入往往更为积极。我们选取了礼来、辉瑞等 40 家规模较大、历史数据完整的美股龙头制药企业，观察其研发费用的变化情况。数据显示，在利率提升周期，药企研发费用增速往往回落，而在利率下行周期，研发费用投入则更为积极。因此，若后续美联储确认进入降息周期，则海外药企研发支出有望提升，从而带来国内 CXO 等产业的需求增长。

图8：美股主要制药公司研发费用增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 以史鉴今：降息周期的交易节奏

综合上一章节中的逻辑梳理结果，美联储降息周期下，主要利好 A 股部分行业的出口表现，包括地产后周期（家电、家具）、制造业（化工、机械、汽车、有色等）、投融资驱动的细分方向（医药）。

而若落实到具体标的上，则出口占比较高的公司有望更为受益。因此，我们在各利好方向对应的申万二级行业中，进行受益股票组合筛选，主要步骤包括：

表1：各利好方向对应的细分申万二级行业列表

行业大类	申万二级行业
制造业	化学原料,化学制品,塑料,橡胶,工业金属,汽车零部件,家电零部件II,电机II,通用设备,专用设备,自动化设备
地产后周期	白色家电,黑色家电,小家电,厨卫电器,照明设备II,家居用品,装修建材
医药	化学制药,生物制品,医疗服务

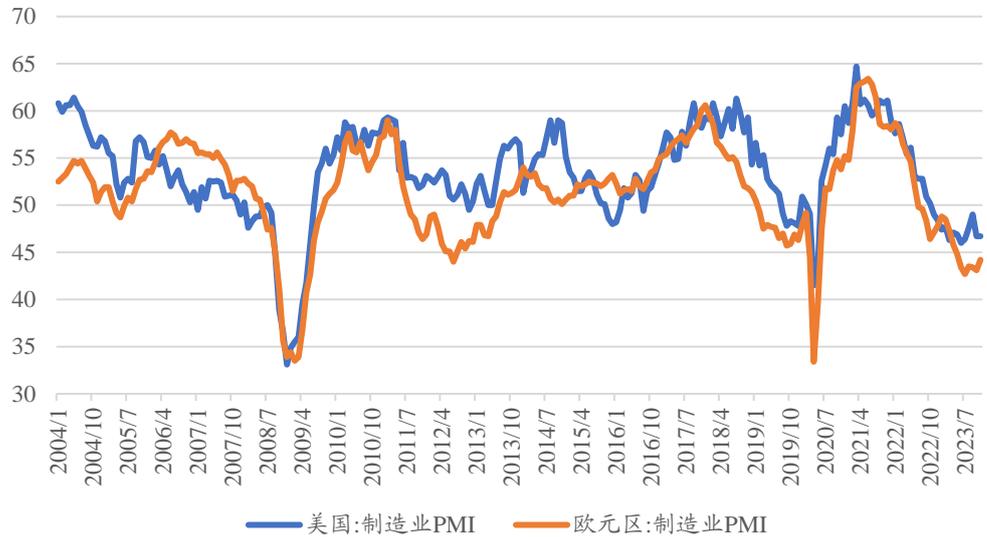
资料来源：浙商证券研究所

1、**门槛条件**。为确保入选股票的投资容量较大，同时规避小市值风格的影响，我们要求股票市值要大于 50 亿元，每月末进行持仓调整。此外，我们要求入选股票上市需满一年，以规避新股股价的大幅波动。

2、**根据公司欧美地区营业收入占比进行股票组合筛选**。虽然美联储降息周期逻辑上最直接影响的是对美出口，但一方面，我们统计发现，在公布了分区域营收数据、具备美国出

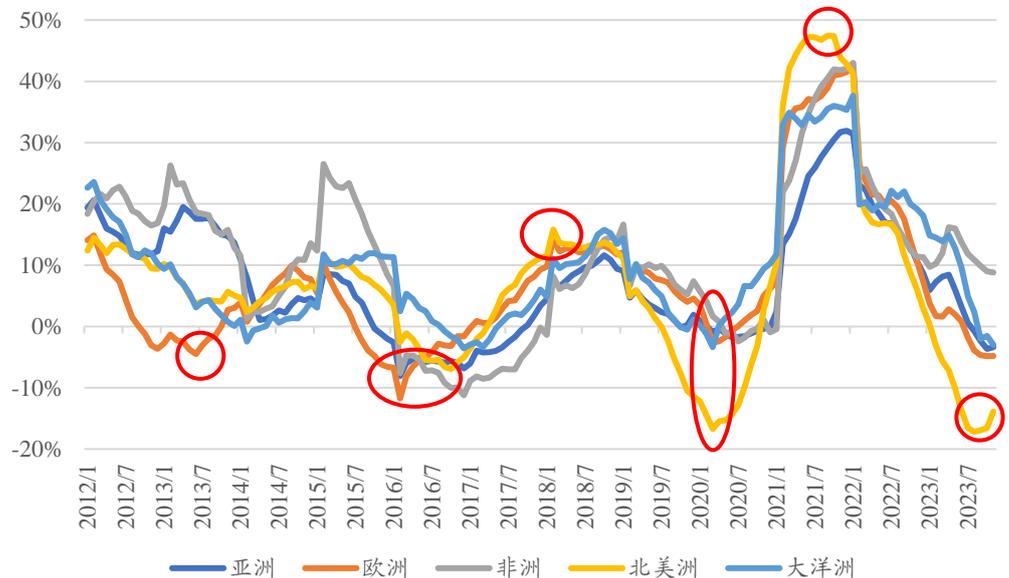
口业务的合计 836 家 A 股上市公司中，有 76% 的公司同时具备欧洲业务；另一方面，作为全球主要的发达经济体，欧美经济周期较为同步，我国对欧美的出口增速表现亦较为同步，且拐点处往往领先于对其他区域的出口增速。因此，在美联储降息周期逻辑下，我们认为，中国对欧美出口均有望率先得到提振。

图9：欧美经济周期表现基本同步



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：中国对欧美出口增速基本一致，领先于对其他区域的出口



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：图中为月度出口当月同比增速经 12 月移动平均后的结果。

同时，为了观察出口逻辑的演绎路径，我们基于公司欧美营收占比，分别构建了“0%-25%”、“25%-50%”、“50%-100%”三个股票组合，组合内股票等权配置。其中，由于分地区营收数据披露较少，为尽量避免误差，“0%-25%”组合由对应二级行业成分股中海外收入占比小于 25% 的全部股票构成。

3.1 2019-2020 降息周期：行情演绎节奏

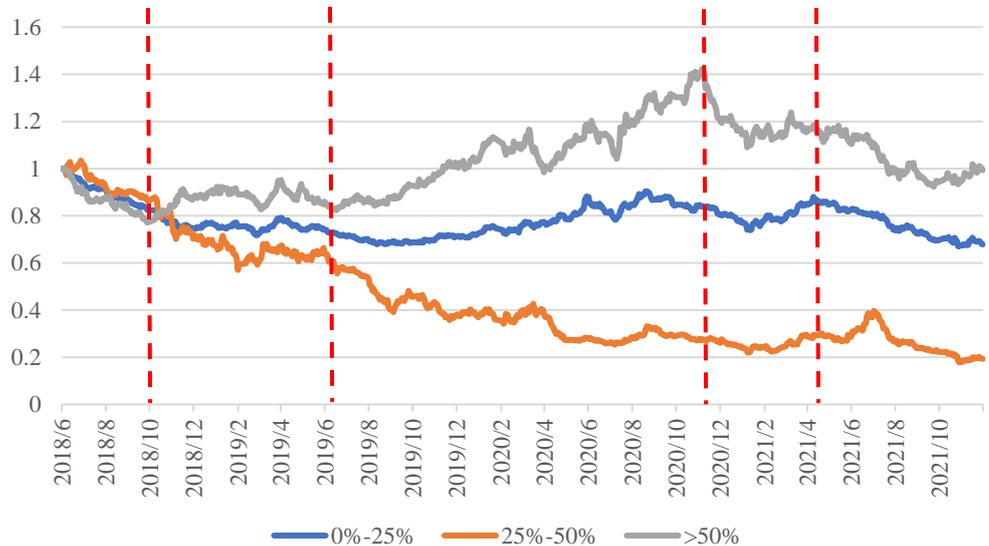
2019-2020 是历史上距今最近的一次美联储降息周期。该轮周期中，美联储于 2018 年 12 月末次加息，2019 年 7 月首次降息，2020 年 3 月末次降息。不同阶段下，各细分方向的超额收益表现不尽相同。

3.1.1 地产后周期

美国地产销售景气改善周期中，地产后周期出口链表现持续强势。由于美债收益率可通过影响住房抵押贷款利率来影响居民住房购买力，因此美债收益率的高低是判断美国地产周期的重要前瞻指标。在 2018 年 10 月美债利率见顶后，出口链组合（“>50%”组合，下同）超额收益就已开始震荡上行。随后，2019 年 5 月美国成屋销量增速确认持续改善，出口链组合大幅走强，直至 2020 年 10 月。此时，美债利率开始趋势上行，且成屋销售增速触顶（后续 2021 年 4-5 月增速较高为 2020 年同期低基数效应影响，绝对值水平于 10 月触顶）。随后，由于国内地产销售表现韧性更强，主要收入源自国内的非出口链组合（“0%-25%”组合，下同）在 2020.11-2021.4 区间内表现相对更优。

值得注意的是，出口占比居中的“25%-50%”组合表现最弱，我们复盘发现，主要由于入选股票数量仅为 1-3 只，且其中多数股票的实际逻辑与地产后周期逻辑并不一致，如奥佳华（按摩器具）、奥马股份（区块链概念）。

图11：不同欧美收入占比的地产后周期股票组合相对 Wind 全 A 的相对净值表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/415143322014011041>