

RCEP 中的机遇与挑战

——广发宏观策略联合行业

报告摘要:

- 《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 已于北京时间 2020 年 11 月 15 日签署落地。作为当前世界上规模最大、最具有影响力的自由贸易协定, RCEP 将会带来怎样的改变? 身为成员国之一, 中国的产业链又会迎来怎样的挑战和机遇? 广发宏观、策略、有色、纺服、轻工团队将从多维视角剖析 RCEP 的影响路径和投资机会。
- **宏观张静静: RCEP 落地, 全球贸易共振、助推资本开支周期。** 疫后全球贸易谈判加速, RCEP 具有示范效应。落地虽不等于生效, 但 RCEP 降低全球贸易政策不确定性、提振风险偏好。RCEP 主要亮点在于提高中日贸易自由度。RCEP 落地, 深化跨国投资开放, 全球开启强资本开支周期逻辑更清晰。疫情受损、RCEP 区域贸易相关以及强资本开支受益资产将是未来半年全球资本市场中的 α 。
- **策略俞一奇: 供需视角看 RCEP 对中国产业链影响。** RCEP 对中国出口链的影响。 ①路径一: 中国具备出口优势、成员国竞争小, 中国有望替代非成员国的份额形成出口扩张。②路径二: 中国与其他成员国存在出口竞争, 竞争加剧可能挤压出口份额。 RCEP 对中国进口链的影响。 ①路径一: 中国竞争力偏弱, RCEP 成员国的竞争力强势, 可能迎来冲击; ②路径二: 中国进口依赖、RCEP 成员国具备出口优势, 关税下调降低产业链成本。③路径三: 中国具备国产能力, 但进口关税调整幅度大、节奏快, 或受外来冲击。
- **有色金属巨国贤: RCEP 迎接新景气周期。** RCEP 正式签署, 为世界经济实现恢复性增长贡献新力量。中国“入世”效应或由东南亚国家通过 RCEP 完成接力, 贸易自由化或将进一步促进初级工业化产能在东南亚国家兴起, 推动有色金属需求增长、金属价格逐步走高。工业金属有望迎来较长景气周期。
- **轻工制造赵中平: RCEP 政策对轻工影响较低。** RCEP 对国内家具企业出口和造纸产业链均无太大影响。当前, 沙发品类除柬埔寨, 床垫品类除日韩外, 中国对其余 RCEP 成员国出口家具均为零关税。中国对 RCEP 成员国进口各类纸浆、成品纸核心纸种亦为零关税。
- **纺织服装糜韩杰: RCEP 对中国纺服出口, 成员国内纺织业, 成员国纺服出口的影响。** 中国入世以来纺织品服装出口金额全球占比不断提升, 目前仍居全球首位。中国纺织品服装出口去向中 RCEP 成员国占比已超过欧美。协议签署未来有利于提升中国纺织品服装出口 RCEP 成员国的竞争力, 进一步加强成员国间分工合作, 整个成员国内纺织服装业均受推动发展、向外出口的竞争力提高。
- **风险提示:** 全球疫情超预期, 全球经贸结构超预期, 全球产业转移趋势超预期, RCEP 落地后对成员国及全球经济的影响不及预期。

分析师:

戴康



SAC 执证号: S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-38003560



daikang@gf.com.cn

分析师:

俞一奇



SAC 执证号: S0260518010003



SFC CE No. BND259



021-38003562



yuyiqi@gf.com.cn

相关研究:

- | | |
|---|------------|
| 供需视角看 RCEP 对中国产业链影响 | 2020-11-24 |
| “其利断金”: 新一期组合重拾超超额收益能力:——金融供给侧慢牛指数系列(三) | 2020-11-15 |
| 季报如何精选净利润断层个股?: 净利润断层系列报告(三) | 2020-11-11 |

目录索引

一、宏观：RCEP 落地，全球贸易共振、助推资本开支周期.....	5
（一）疫情加速了区域贸易谈判进程，RCEP 为重要成果	5
（二）RCEP 主要亮点在于提高中日贸易自由度	6
（三）RCEP 落地，全球开启强资本开支周期逻辑更清晰	9
（四）疫情受损、RCEP 区域贸易相关以及强资本开支受益资产将是未来半年全球资本市场中的 A	11
二、策略：供需视角看 RCEP 对中国产业链影响	13
（一）RCEP 加速成员国相对优势互补，推动资本开支	13
（二）中国：提升中国供应链安全性，加速产业升级	14
（三）RCEP 对中国出口链的影响	15
（四）RCEP 对中国进口链的影响	18
三、有色金属行业：RCEP 迎接新景气周期	21
（一）RCEP 贸易自由化或将进一步促进初级工业化产能在东南亚国家兴起	21
（二）中国“入世”效应或由东南亚国家通过 RCEP 完成接力	22
（三）全球通胀预期回升，助力金属价格阶段新高	23
（四）工业金属有望迎来较长景气周期	24
（五）投资建议	24
四、轻工制造行业：RCEP 政策对轻工影响较低	25
五、纺织服装行业：RCEP 有利于提升中国纺织品服装出口成员国的竞争力	30
（一）中国纺织品服装出口现状	30
（二）RCEP 成员国正式签署协定对中国纺织品服装出口的影响	33
（三）投资建议	35
（四）风险因素	35
六、风险提示	35

图表索引

图 1: 每年新增生效的区域贸易协定数量 (未包含 RCEP)	5
图 2: 韩国承诺在 RCEP 生效 20 年后对中国分项商品免税税目数量占该分项商品税目数量比重	7
图 3: 日本承诺在 RCEP 生效 1-21 年间对中国分项商品免税税目数量占该分项商品税目数量比重	8
图 4: 中国承诺在 RCEP 生效 1-21 年间对日本分项商品免税税目数量占该分项商品税目数量比重	8
图 5: 全球三大自贸区占全球 GDP 比重 (%)	9
图 6: 跨洲自由贸易协定参与国经济总量占全球比重 (%)	9
图 7: 全球贸易加权人均 GDP 同比与美国人均 GDP 同比三年移动平均值	11
图 8: 越南国内投资增速 (美元计价, %)	11
图 9: 美国道琼斯工业指数与纳斯达克综合指数之比	12
图 10: 2010 年以来中国对东盟直接投资呈上行趋势	13
图 11: 2010 年以来 RCEP 在全球 FDI 中占比不断提升	13
图 12: RCEP 成员国之间按照比较优势进行产业分工格局有望强化	14
图 13: 新兴市场劳动密集型制造业出口的占比变化 (2014-2017, %)	14
图 14: 中国劳动力成本高于大部分东盟国家, 劳动力优势逐步消失	15
图 15: 2002 年以来中国与越南服装出口比例下降, 集成电路出口占比增加	15
图 16: RCEP 对中国出口链影响传导路径	16
图 17: RCEP 对中国进口链影响传导路径	18
图 18: 越南制造业相关投资持续增长 (单位: 十亿盾)	22
图 19: 越南外商直接投资项目数 (单位: 件)	22
图 20: 全球主要国家或地区商品出口金额占比 (%)	22
图 21: 国内货物出口金额及增速 (左轴: 亿美元)	22
图 22: 金属价格与全球商品贸易状况存在较强的正相关性 (右轴: 上年=100)	23
图 23: 10 年期美债名义利率与通胀预期持续走高 (%)	24
图 24: 通胀预期与金属价格走高高度相关 (右轴: %)	24
图 25: 中国大陆纺织品及服装出口金额全球占比 (2000-2018)	30
图 26: 各国家、地区纺织品及服装出口金额占比 (2000-2018)	30
图 27: 中国纺织品服装出口去向 (2010-2019)	31
图 28: 中国纺织品出口去向 (2010-2019)	31
图 29: 中国服装出口去向 (2010-2019)	31
图 30: 中国、柬埔寨、越南纺织品服装出口额同比增长率 (2000-2018)	32
图 31: 中国、柬埔寨、越南纺织品出口额同比增长率 (2000-2018)	32
图 32: 中国、柬埔寨、越南服装出口额同比增长率 (2000-2018)	32
图 33: 2019 年 RCEP 成员国人口占世界占比	33
图 34: 2019 年 RCEP 成员国 GDP 总值世界占比 (亿美元)	33
图 35: 中国纺织品出口去向 (2010-2019)	34
图 36: 中国服装出口去向 (2010-2019)	34

表 1: 2015 年-2018 年 RCEP 成员国进口自中国商品金额与关税	6
表 2: 2018 年中国进口自 RCEP 成员国商品金额与关税	6
表 3: 中国相对优势出口产品分布	16
表 4: 中国主要进口品关税税率	20
表 5: 沙发出口关税政策	25
表 6: 床垫出口关税政策	26
表 7: 现有主要成品纸进口品类关税政策（一）	26
表 8: 现有主要成品纸进口品类关税政策（二）	27
表 9: 现有主要成品纸进口品类关税政策（三）	28

一、宏观：RCEP 落地，全球贸易共振、助推资本开支周期

张静静 010-59136616 zhangjingjing@gf.com.cn

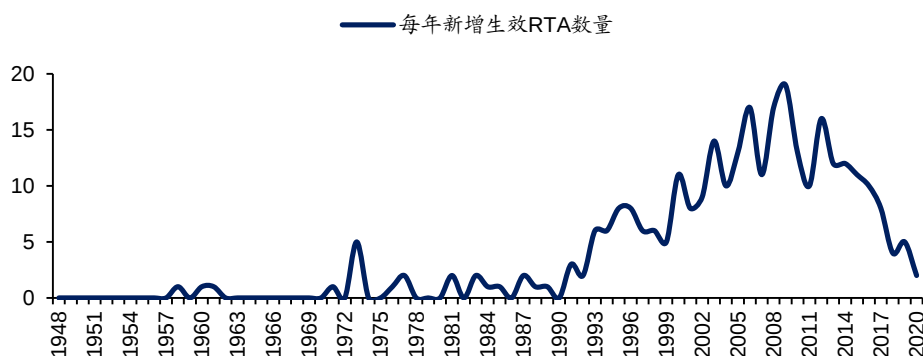
SAC: S0260518040001; SFC CE No.: BOP790

（一）疫情加速了区域贸易谈判进程，RCEP 为重要成果

《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）已于北京时间2020年11月15日签署落地。由世贸组织（WTO）公布的每年新落地区域贸易协定（Regional Trade Agreements, RTA）数量可知，90年代至金融危机前为全球区域贸易乃至全球贸易的加速期，但2009年后RTA数量逐年下降。加上过去10年全球呈现出“生产端持续扩张、消费端停滞不前”的格局，因此存量博弈下的逆全球化声音甚嚣尘上。

但是疫情暴发似乎触发了一种“不破不立”的力量，疫情暴发以来“抱团取暖”和降低经济成本的诉求下，全球多数主要经济体都推动了易于实践的贸易协定。早在2011年就由东盟10国提出的RCEP，在经历多年谈判且于2019年11月遭遇印度退出波折的背景下在今年加速落地大概率也是疫情导致各国财政压力及经济压力上升的产物。根据我们的粗略统计包括RCEP在内今年全球已签署的自贸协定多达7个、已生效自贸协定1个、完成谈判自贸协定2个，其余仍在谈判中的自贸协定还有13个。

图 1：每年新增生效的区域贸易协定数量（未包含 RCEP）



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

(二) RCEP 主要亮点在于提高中日贸易自由度

1. 中国与澳大利亚、新西兰、东盟及韩国本就分别拥有双边贸易协定，RCEP 落地对中国与上述经济体贸易自由度提升有限

中国-新西兰自由贸易协定于2008年10月1日生效，并于2019年已经全面落实；中国-东盟自贸区（CAFTA）于2010年1月1日起全面启动；中澳自由贸易协定于2015年12月20日生效。根据WITS¹在2015-2018年的数据，中国出口至澳大利亚、新西兰、新加坡、印尼、泰国、菲律宾、文莱和老挝的商品免税金额占比较高，均超过了85%，中国进口自澳大利亚、马来西亚、新加坡、菲律宾、文莱的商品免税金额占比较高，均超过了80%。

中韩自贸协定于2015年12月20日正式生效，20年内中国91%的产品将对韩国实现零关税，覆盖2012年中国自韩国进口总额的85%；韩国92%的产品将对对中国实现零关税，覆盖2012年韩国自中国进口总额的91%。中方的高度敏感产品如汽车、机械、化工、钢铁、电子等制造业中高端产品，韩方的高度敏感如农产品、水产品、纺织、汽车等未承诺零关税²。从11月16日公布的RCEP韩国对中国关税承诺表³（该表以2014年1月1日贸易最惠国关税为基准，并未包括中韩自由贸易协定已有的关税减让）上来看，20年内韩国对中国动物产品、植物类、食品饮料烟草、交通运输类和纺织服装类商品免税程度仍然有限。

表 1：2015 年-2018 年 RCEP 成员国进口自中国商品金额与关税

国家	年份	进口金额（千美元）	实收平均税率（%）	实收贸易金额加权平均税率（%）	免税商品税目占比（%）	免税商品金额占比（%）
日本	2018	1.74E+08	3.01	2.47	59.58	74.63
韩国	2018	1.06E+08	7.27	4.13	49.08	34.07
越南	2017	58532566	1.38	2.03	84.25	54.93
澳大利亚	2018	57699422	0.02	0.02	98.11	91.79
新加坡	2018	49634339	0	0	100	100
印尼	2018	45537815	0.73	0.55	86	87.46
泰国	2015	41065237	1.21	1.43	89.5	86.07
马来西亚	2016	34306466	6.03	5.18	59.94	60.54
菲律宾	2016	18477818	1.02	0.9	83.17	93.35
新西兰	2017	7748411	0	0	99.45	96.24
缅甸	2015	6434884	0.78	0.89	84.39	79.08
柬埔寨	2016	4550948	11.44	8.2	11.48	9.02
文莱	2018	1641411	0.05	0.04	99.15	98.52
老挝	2016	749166.8	0.25	0.35	96.66	90.97

资料来源：WITS，广发证券发展研究中心

表 2：2018 年中国进口自 RCEP 成员国商品金额与关税

国家	年份	进口金额（千美元）	实收平均税率（%）	实收贸易金额加权平均税率（%）	免税商品税目占比（%）	免税商品金额占比（%）
----	----	-----------	-----------	-----------------	-------------	-------------

¹ 由世界银行、联合国贸易和发展会议以及 WTO 联合制定的贸易与关税数据库

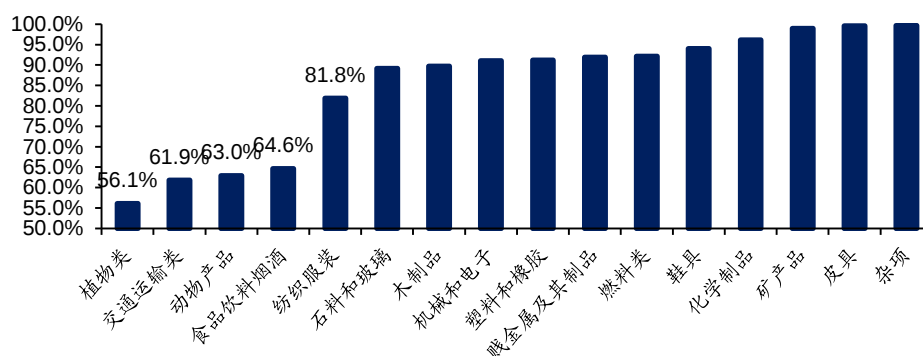
² http://fta.mofcom.gov.cn/article/chinakorea/koreanews/201603/30777_1.html

³ http://fta.mofcom.gov.cn/rcep/rcep_new.shtml

韩国	2018	204566451	5.56	2.63	17.31	8.89
日本	2018	180401786	9.58	6.09	7.79	15.79
澳大利亚	2018	105083431	2.29	0.88	27.4	81.28
越南	2018	64087359.8	0.41	0.48	95.25	59.86
马来西亚	2018	63321953.9	0.38	0.45	94.99	80.80
泰国	2018	44918670.2	0.46	2.13	94.74	77.38
印尼	2018	34154685.2	0.41	1.41	94.68	69.21
新加坡	2018	33638315.7	0.3	0.22	96.34	83.79
菲律宾	2018	20595680.3	0.32	0.09	96.53	92.37
新西兰	2018	11079793.2	0.3	0.66	97.8	46.88
缅甸	2018	4718842.09	0.78	1.51	95.27	71.67
老挝	2018	2029602.51	1.48	4.23	94.21	46.65
柬埔寨	2018	1377337.53	0.52	1.72	95.49	64.55
文莱	2018	247640.85	0.14	0	98.84	99.99

资料来源：WITS，广发证券发展研究中心

图 2：韩国承诺在 RCEP 生效 20 年后对中国分项商品免税税目数量占该分项商品税目数量比重



数据来源：中国自由贸易区服务网，广发证券发展研究中心

2. 中日贸易自由度有一定提升空间

在签署RCEP之前，中日之间并没有任何的自由贸易协定，贸易关税采用WTO规定的最惠国待遇（MFN）标准。根据WITS在2018年的数据，日本自中国进口商品中有59.98%税目、74.63%金额的商品免税，实收贸易加权平均税率为2.47%；中国自日本进口商品中有7.79%税目、15.79%金额的商品免税，实收贸易加权平均税率为6.09%。11月15日商务部国际司负责同志在解读RCEP协定时提到，“货物贸易最终零关税产品数整体上将超过90%”⁴。11月15日日本外务省公布的《关于区域全面经济伙伴关系协定的事实》文件中提到：日本进口自中国的工业品免税税目比例将从47%升至98%；日本出口至中国的商品中，免税税目占比将达到86%⁵。由此可以看出，中日贸易自由度在RCEP生效后有较大提升空间。

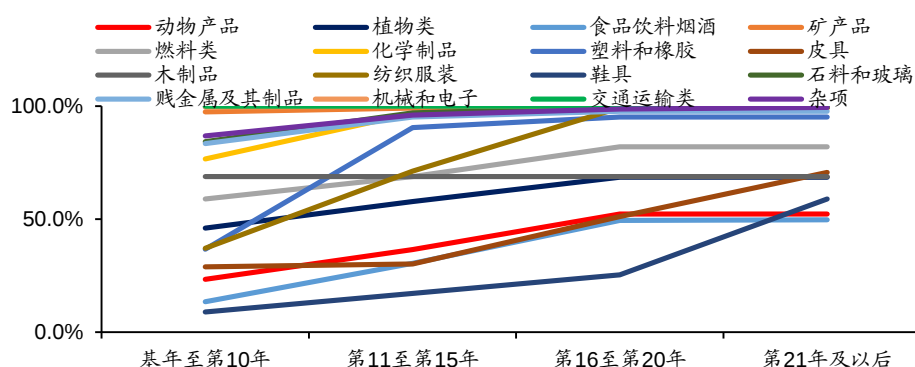
⁴ http://fta.mofcom.gov.cn/article/rcep/rcepnews/202011/43464_1.html

⁵ <https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/100115475.pdf>

从分项来看，中国出口至日本的塑料橡胶、纺服和化学品等、日本出口至中国的矿产品、纺服、化学品、金属等有望在RCEP生效后快速收获关税减免红利。由于此前中日之间并无双边自由贸易协定，因此11月16日RCEP公布的中日关税承诺表即为中日实际关税水平，具有较大的参考价值。日本承诺进口自中国的协定内商品将按照不同时间要求逐年线性降税，并分别在协定生效后的第11年、第16年和第21年降至零关税。短期来看，在协定生效的前11年里，塑料和橡胶（HS大类，详见表5）、纺织服装、化学制品三个商品大类中分别有53.7%、34.2%、20.3%的商品税目将逐年下降至零关税。长期来看，在协定生效的21年内，纺织服装、塑料和橡胶、鞋具、皮具四个商品大类中分别有62.1%、58.5%、50.0%和41.8%的商品税目将逐年下降至零关税；食品饮料烟酒、动物产品、燃料类、化学制品、植物类等五个商品大类新增免税税目占比也将达到20%以上。

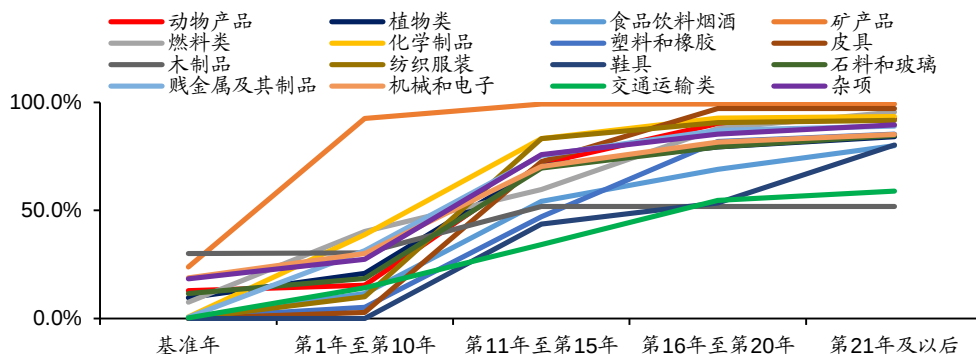
中国承诺进口自日本的协定内商品将分别在协定生效后的第1年、第11年、第16年和第21年降至零关税。协定生效后第1年，矿产品、化学制品、燃料类和金属四个商品大类将分别有68.7%、38.1%、32.8%和30.8%的商品税目将降至零关税。在协定生效的前11年里，纺织服装、化学制品、矿产品、贱金属及其制品、皮具商品五个商品大类分别有83.3%、82.6%、75.4%、74.8%和72.6%的商品税目将逐年下降至零关税。长期来看，在协定生效的21年后，除木制品以外的所有商品新增免税税目占比都将达到65%以上。

图 3：日本承诺在 RCEP 生效 1-21 年间对中国分项商品免税税目数量占该分项商品税目数量比重



数据来源：中国自由贸易区服务网，广发证券发展研究中心

图 4：中国承诺在 RCEP 生效 1-21 年间对日本分项商品免税税目数量占该分项商品税目数量比重



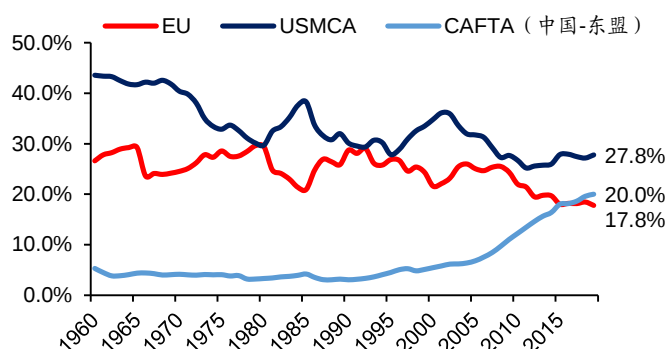
数据来源：中国自由贸易区服务网，广发证券发展研究中心

（三）RCEP 落地，全球开启强资本开支周期逻辑更清晰

1. RCEP成员国在全球经济占比近三成，为目前经济体量最大的已落地自贸协定

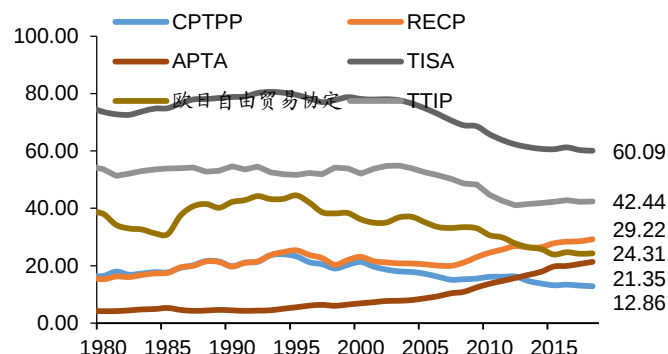
目前全球包括洲内及跨洲两种自贸圈。自由贸易协定及在此基础上建立的自由贸易区是区域一体化的重要载体。这种区域性安排不仅包括货物贸易自由化，还涉及服务贸易、资本流动、知识产权保护、贸易争端解决机制等更多领域的相互承诺。目前全球范围内的自贸区一般分为两种：第一种是洲内合作模式，包括北美区域、欧洲区域和亚太区域⁶，目前北美自贸区（USMCA），欧盟（EU）和中国-东盟自贸区（CAFTA）为全球最大的三个洲内贸易协定圈，合计占全球GDP比重约65%。第二种为跨洲合作模式，包括环太平洋伙伴关系协定（Comprehensive Progressive Trans-Pacific Partnership, CPTPP）、跨大西洋贸易与投资伙伴协议（Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP，尚未达成）、国际服务贸易协定（Trade in Service Agreement, TISA）⁷、欧日自由贸易协定以及北京时间2020年11月15日签署的RCEP等重要成果。

图5：全球三大自贸区占全球GDP比重（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：跨洲自由贸易协定参与国经济总量占全球比重（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）经济总量占全球比重近三成，中日韩的技术优势、东盟国家的劳动力优势以及澳新的自然资源优势将令区域内形成更加深入的捆绑式合作。RCEP成员国包括东盟10国（新加坡、马来西亚、泰国、菲律宾、印度尼西亚、越南、缅甸、柬埔寨、老挝及文莱）以及中国、日本、韩国、澳大利亚及新西兰等5个非东盟成员国。由此，RCEP经济总量占全球比重高达29.22%（2018年数据），超越USMCA及欧日自贸协定成为目前已达成的自贸协议中经济体量最大的。根据2018年世界银行数据，RCEP签署前成员国贸易加权平均关税为3.07%。RCEP规定成员国之间90%的货物贸易将实现零关税且最终目标是逐步消

⁶ 这里暂时将大洋洲部分国家与亚洲国家放在一起，便于归类。此外，考虑到拉美、非洲地区占全球经济比重较小，其区域合作暂不作讨论。

⁷ TISA: 20个以上的WTO成员国（包括欧盟）进行，其中包括下面国家或地区：澳大利亚、加拿大、智利、台澎金马个别关税领域、哥伦比亚、哥斯达黎加、欧盟、香港、冰岛、以色列、日本、列支敦士登、韩国、墨西哥、新西兰、挪威、巴基斯坦、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、瑞士、美国、土耳其。

除所有货物贸易之关税，因此协定落地后成员国间的平均关税将逐渐接近0。此外，缩小成员发展差距、给予低发展国家技术支持也是成员国间的合作宗旨。我们预计中日韩的技术优势、东盟国家的劳动力优势、澳新两国的自然资源优势乃至新加坡等国的贸易港优势将令成员国均能受益并形成更加深入的捆绑式合作。

2. RCEP深化跨国投资开放，成为疫后全球进入强资本开支周期的催化剂

4月我们首次提出疫情过后全球进入第四轮产业转移下半场。我们在4月16日的报告《穿越疫情系列（一）：疫情过后全球或迎来一轮强资本开支周期》中指出，二战后全球已经经历了三轮产业转移。50-60年代美国中低端产业向德国及日本等国转移；上世纪70-80年代日德中低端产业向亚洲四小龙和亚洲四小虎转移；上世纪90年代至2010年全球中低端产业向中国大陆转移。金融危机后全球正在发生第四轮产业转移，也即：中国大陆中低端产业向东盟6国（越南、缅甸、柬埔寨、老挝、菲律宾和印尼）等经济体转移，同时中国大陆承接全球中高端产业。每轮产业转移分为上半场和下半场，各10年。上半场对应弱资本开支周期，下半场对应强资本开支周期。疫情冲击过后，全球将进入二战后第四轮产业转移的下半场，应对一轮强资本开支周期。

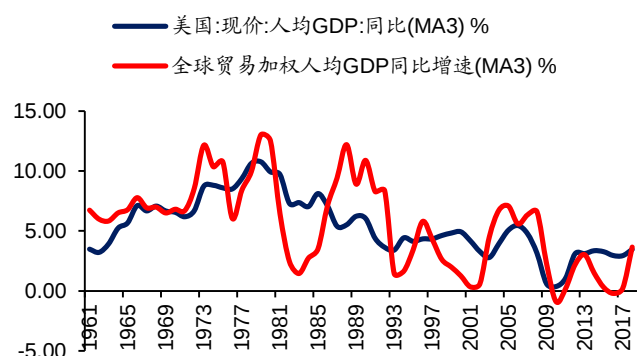
RCEP深化跨国投资开放。RCEP成员国货物贸易关税的减免将大大降低成员国之间产业转移的成本。此外，RCEP还在两方面深化跨国投资开放。首先，RCEP成员国均采用负面清单方式对制造业、农业、林业、渔业、采矿业5个非服务业领域投资作出较高水平开放承诺⁸。其次，RCEP各方提供了准许自然人临时入境的具体承诺，为跨国投资活动也提供了便利⁹。

疫情令越南国内投资提速，RCEP落地将加速区域内经贸活跃度并推动全球进入强资本开支阶段。疫情暴发以来，全球多数经济体陷入经济衰退、政府杠杆率攀升的泥潭、固定资产投资增速也大幅下滑，但越南国内投资却逆势攀升。2020年1-10月美元计价的越南国内投资增速均值高达32.2%，2012-2019年均值仅为5.5%，可见疫情暴发加速了人力成本优势区域对于外资的吸引。我们认为RCEP落地意味着区域内经贸活跃度将受提振、对外资金吸引力将进一步提升、东盟6国投资亦将提速，叠加疫情暴发以来全球地产销售热（参见10月19日报告《美国地产热度何时降温？》），未来几年全球将进入强资本开支阶段。

⁸ http://fta.mofcom.gov.cn/article/fzdongtai/202011/43530_1.html

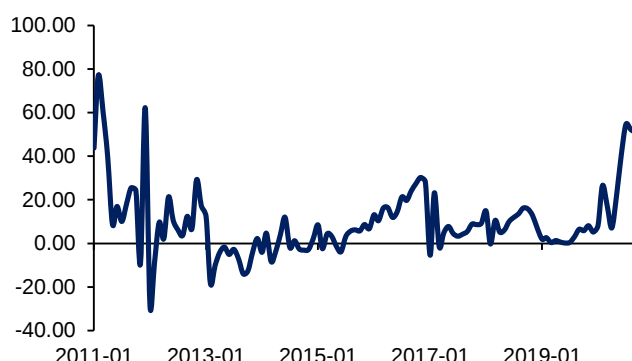
⁹ http://fta.mofcom.gov.cn/rcep/rceppdf/d9z_cn.pdf

图 7: 全球贸易加权人均 GDP 同比与美国人均 GDP 同比三年移动平均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 越南国内投资增速 (美元计价, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 疫情受损、RCEP 区域贸易相关以及强资本开支受益资产将是未来半年全球资本市场中的 α

RCEP 正式生效或仍需数月时间。但签署落地并不等于正式生效。在未来两年内需要至少6个东盟成员国与3个非东盟伙伴批准才能生效。日本政府将在2021年召开的国会提出RCEP批准案¹⁰；新加坡官员在签署后的新闻发布会上表示新加坡政府将在数月内批准该协定¹¹。预计RCEP正式生效还需数月时间，而成员国之间落地全部关税承诺则需要20年以上时间。

RCEP 尚未生效，但有望消除全球贸易政策的不确定性，风险偏好回暖利好出口产业链。2009年后RTA数量逐年下降。加上过去10年全球呈现出“生产端持续扩张、消费端停滞不前”的格局，因此存量博弈下的逆全球化声音甚嚣尘上。美国总统特朗普上任后不仅对中国、欧盟及其他贸易伙伴屡次加征进口商品关税、并在2017年上任初期就退出了由前任总统奥巴马推动的跨太平洋伙伴关系协定

(Trans-Pacific Partnership Agreement, TPP)，令全球贸易不确定性增强，严重打压了市场风险偏好。RCEP落地或将逆转全球经济体对于经贸前景的预期，不确定性下降、风险偏好提振。

未来半年疫苗问世 (预期) 降低了货币政策加码可能，市场风格或暂时切换。疫情对全球经济形成史无前例的冲击之余也令美联储等央行采取了历史上力度最猛的宽货币政策。在此背景下，金融属性较强、受供给约束或者受益于疫情本身的资产 (如铜、科技股甚至黄金等) 大涨并跑赢其他资产，而受需求拖累的原油、顺周期资产则跑输。11月9日辉瑞宣布其新冠疫苗有效性高达90%¹²后的两个交易日美债曲线呈现进一步陡峭化特征，尽管随后又逐渐回到月初水平，但依然说明疫苗问世、疫情约束解除将近，经济复苏前景逐步明朗且货币政策已经难以进一步加码。该转变有望令市场风格暂时切换，高估值资产将受约束、顺周期逻辑更为明确。

¹⁰ <https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202011150093.aspx>

¹¹ <https://udn.com/news/story/121801/5017046>

¹² <https://edition.cnn.com/2020/11/09/health/pfizer-covid-19-vaccine-effective/index.html>

图 9：美国道琼斯工业指数与纳斯达克综合指数之比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

强资本开支周期逻辑更为清晰，美元指数贬值、非美股市吸引力逐渐增强。我们在4月16日的报告《穿越疫情系列（一）：疫情过后全球或迎来一轮强资本开支周期》中指出，强资本开支周期阶段，全球通胀中枢上移、美元指数贬值、非美股市吸引力强于美股。

风险提示：全球疫情超预期，全球经贸结构超预期，全球产业转移趋势超预期，RCEP落地后对成员国及全球经济的影响不及预期，RCEP成员国贸易自由度不及预期

二、策略：供需视角看 RCEP 对中国产业链影响

俞一奇 021-38003562 yuyiqi@gf.com.cn

SAC: S0260518010003; SFC CE No. BND259

戴康 021-38003560 daikang@gf.com.cn

SAC: S0260517120004; SFC CE No.: BOA313

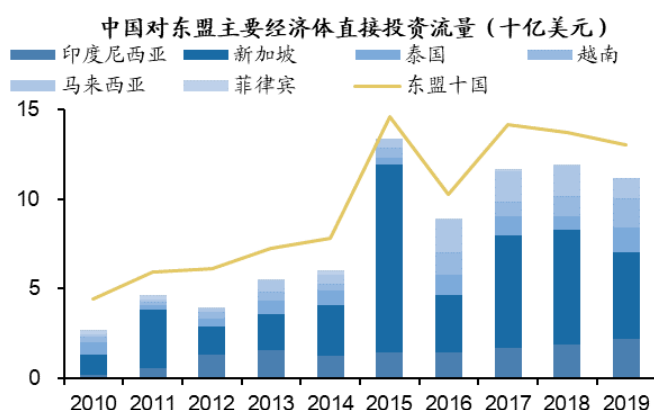
（一）RCEP 加速成员国相对优势互补，推动资本开支

1. 促进区域经济一体化，推动成员国之间的贸易投资

RCEP协议有望激发成员国之间的投资信心，促进区域经济一体化。根据联合国贸发会议的报告显示，2019年中国OFDI（中国对外直接投资）存量接近2.1万亿美元，占全球总存量的6%，其中对东盟的直接投资流量130亿美元，已经是仅次于欧盟和日本的东盟第三大外商直接投资来源国。RCEP协议的各项条约将进一步推动成员国之间的直接对外投资。协议采用负面清单的方式进行投资准入谈判，形成了统一的规则体系，将有助于吸引投资。

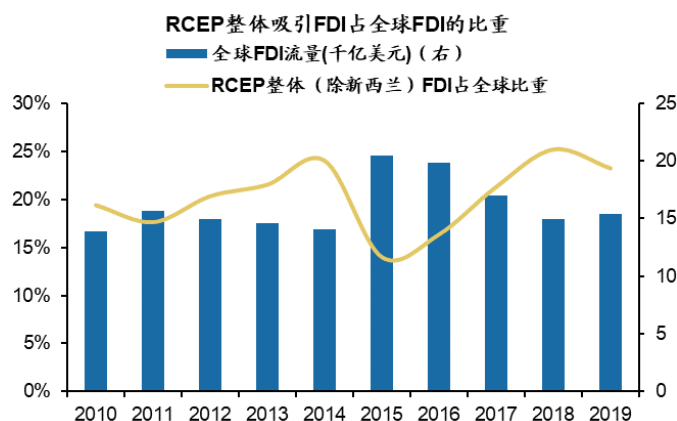
协议还提升了同盟对非成员国的外资吸引力。协议中的原产地规则也为公司建立跨越多个国家的供应链提供了极大的便利。一旦RCEP在一国生效，跨国公司只需要一张原产地证明书，就可以在成员国当地生产和销售商品。这种便利将大大提高非成员国在盟国进行对外直接投资的兴趣。

图 10：2010 年以来中国对东盟直接投资呈上行趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：2010 年以来 RCEP 在全球 FDI 中占比不断提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 优势互补，降低产业链综合成本

RCEP各成员国相对比较优势特征明显，有助于形成较强的优势互补效应，降低产业链的综合成本，提升全球竞争力

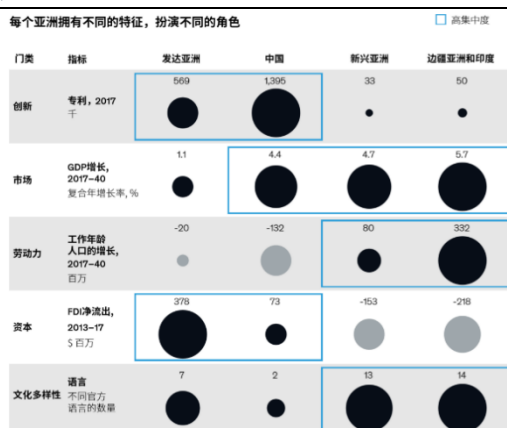
RCEP框架下，成员国的联系将更为紧密，在相同条件下可能作为优先考虑对象。成员国按比较优势进行产业分工的格局有望强化。RCEP使成员国之间的联系更为紧密，各国之间的比较优势对成员国的吸引力大幅提升，彼此可能成为资源的

优先交换对象。在技术、资本、劳动力的加速流动过程中，日韩两国将是成员国中资本和技术的主要提供者。两国作为发达经济体，资本积累相对较强，并在电子、汽车等领域具有强大的技术与创新基础。中国则兼具技术提供和规模效应。中国制造业规模居全球之首，产业链全球最长最全，是亚太地区最重要的供应链辐射中心，连接亚太各国经济脉搏。同时，中国的创新能力也在随着“创新驱动发展”战略的提出逐渐得到强化，2018年中国受理专利申请数量达到154万件，占全球总量的46.4%。东盟相比RCEP其他国家具有显著的劳动力成本优势，同时拥有潜力巨大的消费市场，因此有望成为劳动密集型企业调整业务布局的首选区域。

3. 分工合作的竞合关系，或加速部分产业链向相对优势国转移，推动资本开支

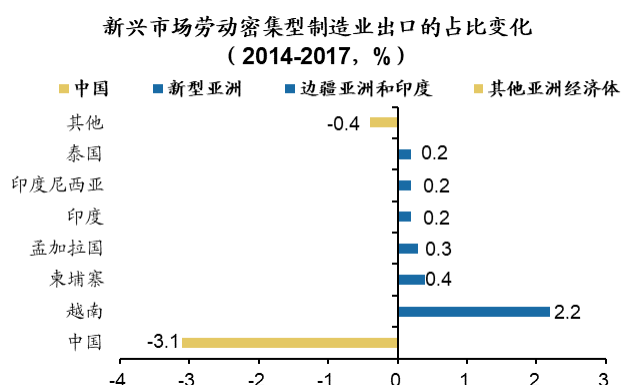
产业分工格局在成员国之间的强化可能会加速部分产业链的转移。虽然目前中国制造业的规模仍然非常大，但整体结构正从劳动密集型制造业转向研发和资本密集型制造业。此外，中美贸易摩擦也使得包括中国企业在内的制造商加速考虑通过生产基地的多元化布局降低贸易摩擦的风险暴露。传统在中国投资生产制造工厂的发达经济体也开始转投高附加值的制造业。

图 12: RCEP 成员国之间按照比较优势进行产业分工格局有望强化



数据来源: 麦肯锡, 2019.9《亚洲的未来——亚洲的流动与网络正在定义全球化的下一阶段》, 广发证券发展研究中心

图 13: 新兴市场劳动密集型制造业出口的占比变化 (2014-2017, %)



数据来源: WIPO, 广发证券发展研究中心

(二) 中国: 提升中国供应链安全性, 加速产业升级

1. 多元化出口对象, 提升出口链稳定性

贸易摩擦导致中国对美具有较高依赖度的贸易链不确定性上升, RCEP 的建立有望降低中国对美国的直接出口依赖度, 从而提升出口贸易链的稳定性。

2. 提升供应链安全性 (能源安全、粮食安全、科技安全)。

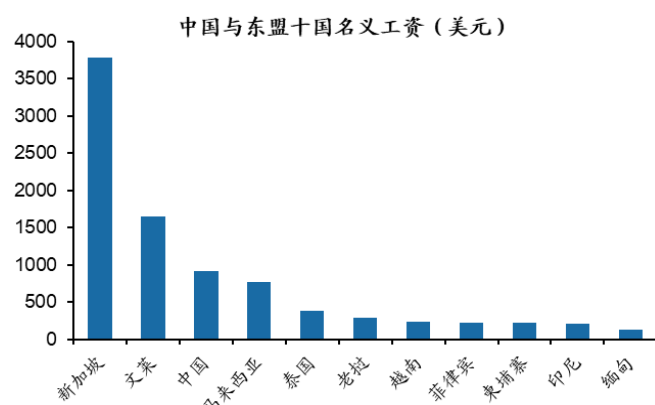
RCEP 的签署有利于畅通区域内的供应链, 降低成本、提高效率, 同时有助于

提升中国供应链的安全性。RCEP成员国在中国的能源、粮食和科技品供应链上占据相对较高的市场份额。根据ITC数据库显示，2019年澳洲出口的矿物类产品里，对中国出口占据10-20%的比例，位于第一梯队；越南出口的粮食类产品里，中国占据了5-10%的比例，位于第二梯队；韩国出口的科技类产品里，中国占据了20-50%的比例，位于第一梯队。更为紧密的贸易关系下，中国进口的主要品种：资源品、粮食和科技品的供应链安全性可得到进一步的提升。

3. 加速中国的产业转型升级

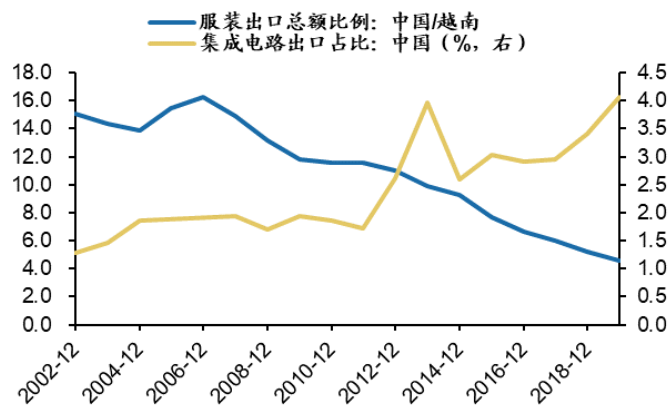
RCEP加速低端产能转移，“腾笼换鸟”，为中国的中高端产能升级扩张预留空间，加速中国产业升级。中国的经济重心已经从劳动密集型制造业逐步转向知识密集型制造业和服务业；根据麦肯锡研究院考察货物、FDI、运输和能源的流动显示，亚洲大部分地区仍在工业化进程中。各国制造业对GDP和就业的贡献呈现倒U形曲线，多数RCEP成员国尚未到达顶部，中国也仍处于向顶部进发的过程中。但在完成了初步的资本积累和技术积累之后，中国制造业具备产业升级的基础，将向价值链的更高阶发展。

图 14：中国劳动力成本高于大部分东盟国家，劳动力优势逐步消失



数据来源：ILO, Wind, 广发证券发展研究中心。注：泰国、菲律宾、柬埔寨为16年，其余数据为17年。

图 15：2002 年以来中国与越南服装出口比例下降，集成电路出口占比增加



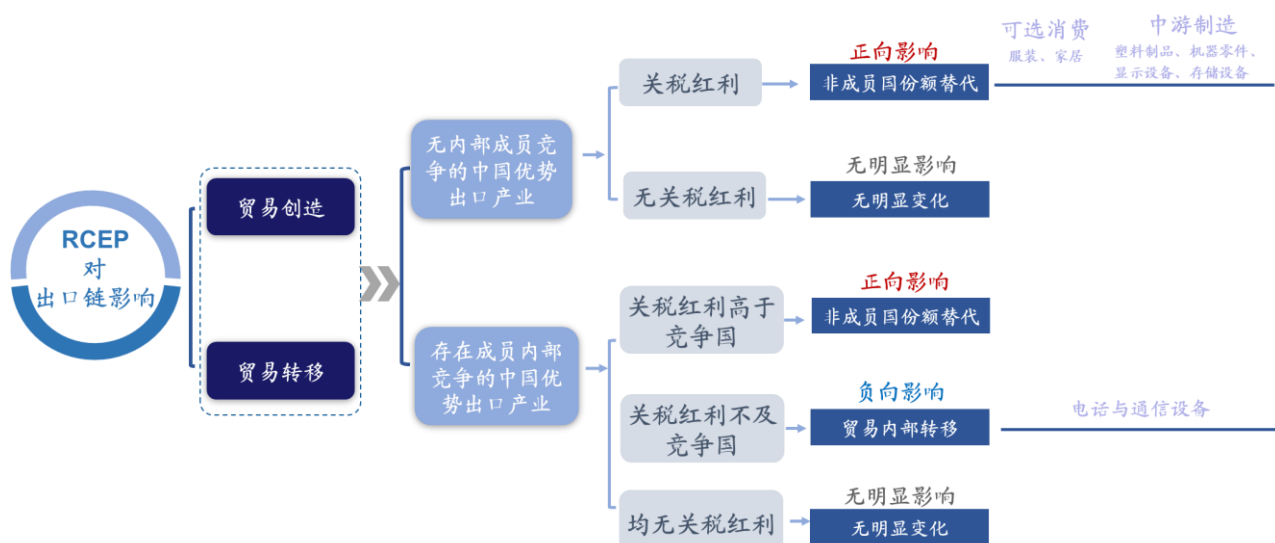
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

（三）RCEP 对中国出口链的影响¹³

主要结论：①路径一（外部替代）受益：中国具备出口优势、成员国竞争小，中国有望替代非成员国的份额形成出口扩张（服装、家居等可选消费品；中游制造如塑料制品、机器零件、显示设备、存储设备）。②路径二（内部竞争）受损：中国与其他成员国存在出口竞争，竞争加剧可能挤压出口份额（电话与通信设备）。但目前多数成员国所面临的关税一致且多为零关税，后续边际变化小，该路径整体影响有限。

¹³ 注：此处暂不考虑其他最惠国待遇的受惠国关税自动取得与第三国同等待遇的情况。

图 16: RCEP 对中国出口链影响传导路径



数据来源：广发证券发展研究中心

RCEP的签署会带来贸易创造与贸易转移效应，对中国出口链的影响存在外部替代与内部竞争两条传导路径。首先，RCEP的签署会降低成员国之间的关税与非关税壁垒，由此带来的成本降低会在成员国之间创造更多的贸易往来，并促使贸易由非成员国向成员国之间转移，此为外部替代，对产业链呈正向影响。但是，可能存在同一贸易品属于多个成员国的相对出口优势品，由此构成竞争关系，此为内部竞争，其可能带来贸易的内部转移，对某国的产业链呈负面影响。因此，分析对中国产业链的影响，需甄别三个要素，(1) 中国对各成员国是否具有出口优势，(2) 出口优势产业是否受到其他成员国竞争，(3) 出口优势产业是否将迎来进口方的关税削减。对于不存在强烈成员内部竞争的中国优势产业，若存在关税削减，则有望扩大出口，带动相关产业链景气度走高；对于存在成员内部竞争的中国优势产业，需与竞争方的关税情况进行对比，若存在关税优势，则有望扩大出口，否则可能会出现出口份额在成员内部转移，对产业链构成负面影响。

表 3: 中国相对优势出口产品分布

中国双边出口优势	日本	韩国	澳大利亚	新西兰	越南	马来西亚	泰国	新加坡	印尼	菲律宾
1	自动数据处理设备 8471	集成电路 8542	自动数据处理设备 8471	自动数据处理设备 8471	集成电路 8542	集成电路 8542	电话及通信设备 8517	石油制品 2710	电话及通信设备 8517	石油制品 2710
2	电话及通信设备 8517	电话及通信设备 8517	电话及通信设备 8517	电话及通信设备 8517	电话及通信设备 8517	电话及通信设备 8517	自动数据处理设备 8471	电话及通信设备 8517	自动数据处理设备 8471	集成电路 8542
3	汽车零件 8708	自动数据处理设备 8471	石油制品 2710	家具 9403	针、编织物 6006	石油制品 2710	非合金钢产品 7210	集成电路 8542	机织织物 5407	电话及通信设备 8517
4	衣衫 6110	液晶装置 9013	家具 9403	座椅 9401	半导体器件 8541	自动数据处理设备 8471	汽车零件 8708	自动数据处理设备 8471	石油制品 2710	塑料鞋 6402

5	半导体器件 8541	半导体器件 8541	灯 9405	不锈钢 7225	灯 9405	石油制品 2710	船只 8901	建筑产品 7308	棉制物 5208
6	女式西装 6204	座位 9401	化肥 3105		液晶装置 9013	清洁设备 8414	半导体器件 8541	非合金钢产品 7210	非合金钢产品 7210
7	显示设备 8528	显示设备 8528	塑料制品 3923		家具 9403	机器零件 8473		液晶装置 9013	
8	印刷设备 8443		轮式玩具 9503		碳产品 8545	存储设备 8523		电线 8544	
9	空调 8415		衣衫 6110					蔬菜 0703	
10	行李箱 4202		女式西装 6204						

资料来源：ITC、广发证券发展研究中心

注：下方数字为对应产品 HS 四位码，占前 10 比重 20%以上为高度优势，深色；占前 10 比重 10%以上为中度优势，次深色；占前 10 比重 5%以上为轻度优势，浅色；标红为不受 RCEP 成员国竞争的中国优势双边出口产业。

2. 不受成员国竞争且受益于外部替代的出口产品：服装、家居用品等可选消费品（衣衫、女式西装、针编机织物、行李箱、座椅、灯具、轮式玩具等）、中游工业制成品（电线、碳产品、非合金钢产品、塑料制品、建筑产品、机器零件、显示设备、存储设备）

对不受成员国竞争且受益于外部替代的出口产品筛选分为两步：

（1）根据成员国优势出口产品，与中国对成员国出口优势产品，交叉筛选出不是其他成员国优势产品的中国双边出口优势产品，此类产品不受强烈内部竞争。

（2）根据各国公布的基准关税税率及承诺签署 RCEP 后五、十年关税降低情况，在不受强烈内部竞争的优势产品中，筛选享受到关税削减红利的产品，此类产品的出口链条将受益于 RCEP。

其中，出口金额较大，进口国当前未对该类产品免税，但 RCEP 框架下未来关税削减力度较大的行业更多受益于 RCEP 的关税红利。包括可选消费品（衣衫、针编机织物、行李箱、灯具等）、中游工业制成品（机器零件、清洁设备、存储设备等）。

可选消费品方面，关税普遍降幅较大且多均匀下降。中国对日本与新西兰出口衣衫21.4亿美元、8575万美元，其中对日出口规模尤大，平均关税（HS 四位码算数平均）从基准税率 10.8% 下降为 1-5 年后的 8.7%，进而至 10 年后的 2.0%。对日出口行李箱19.1亿美元，平均关税从 9.6% 降为十年后的 3.0%，每五年的平均降幅都在 2% 左右。对马来西亚出口灯具10.7亿元，平均关税由基准 13.9% 降为 10 年后的 0.1%，每五年降幅在 4% 左右。中国对越南出口针、编织物21.9亿美元，平均关税在 1-5 年由基准税率 12% 降低为 4.4%，后续逐步降低至 2.4%。对此类产品，预计关税红利会随着时间逐步释放。

中游工业制成品方面，大部分关税下降空间集中在前 1-5 年。对泰国出口机器零件5.5亿美元，关税在 1-5 年内由基准税率 4.2% 降为 0%。中国对泰国出口的清洁设备（如真空泵、风扇等）与存储设备（如光盘、磁带等）6.6亿元、5.4亿美元平均关税在 1-5 年内由基准的 9.8%、7.2% 下降为 4%、2.2%，并进一步下降为 1.8%、0%。

此类行业有望在RCEP实施后较快反映关税红利。

3. 可能受到成员内部竞争的优势出口产品：内部转移效应不明显，中国与其他成员国面临关税大都一致，且多为零关税。仅电话与通信设备或受小幅冲击，但影响有限。

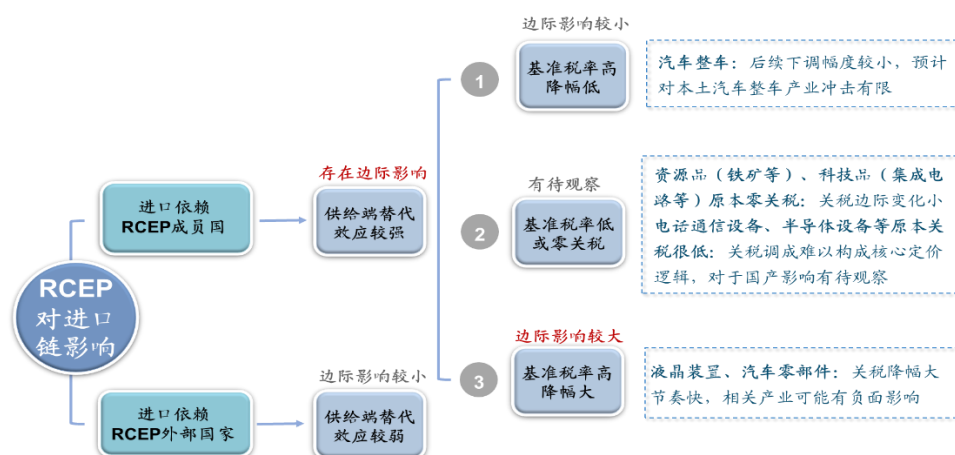
中国对RCEP成员国的出口优势产品，可能同时也是其他RCEP成员国的出口优势产品，在同一贸易框架下可能会形成新的成员内部竞争，即存在贸易的内部转移，在RCEP内部由中国转移到其他成员国，进而对中国相关出口产业链产生负向冲击。

首先，对存在内部竞争的产品进行筛选。存在内部竞争的中国出口优势产品可分为两类，一类是中国对绝大多数成员国均具出口优势的产品，包括自动数据处理设备、集成电路、电话及通信设备、石油制品，该类产品往往也是多个成员国的优势出口产品，竞争相对激烈；另一类是中国仅对特定国家具有出口优势的产品，包括半导体器件、汽车零件、家具、船只、印刷设备、不锈钢等，该类产品多面临少数竞争国，竞争相对温和。

（四）RCEP 对中国进口链的影响¹⁴

主要结论：①路径一无影响：中国进口依赖，但RCEP成员国不具备出口优势（大豆、铜矿）。②路径二理论受损，实际影响有限：中国相对竞争力偏弱，但当前关税高且未来下调幅度低的产业受到较好保护（汽车）。③路径三理论受益，实际影响有限：中国进口依赖、RCEP成员国具备出口优势，关税下调降低产业链成本。但实际上该类产品当前关税极低或零关税，未来下调空间小（铁矿、黄金等资源品；集成电路、半导体设备等科技品）。④路径四受损：具备国产能力，但进口关税调整幅度大、节奏快，或受外来冲击（液晶装置、汽车零部件）。

图 17：RCEP 对中国进口链影响传导路径



数据来源：广发证券发展研究中心

¹⁴ 注：此处暂不考虑其他最惠国待遇的受惠国关税自动取得与第三国同等待遇的情况。

从进口的角度来看，RCEP的签署将从互补效应及加剧竞争两条路径对中国产业链进行影响，“机遇与挑战并存”。首先，RCEP的签署会降低成员国之间的关税成本，为各国进口依赖产业链下游企业提供低成本材料及设备，形成优势互补效应。然而，关税的降低同样会给各国部分产业带来外部挑战，进口产品在关税降低后以更为低廉的价格可能会对本土产业链造成冲击。沿着以上两条影响路径，结合进口来源、关税降幅和调整节奏，可以初步判断潜在利好产业及需要防范风险的产业。从防范冲击角度出发，对于基准税率较高的产品，进一步甄别后续关税降幅，若关税小幅下调，则贸易保护效应较强，对应国内产业受到冲击较小，若关税下调幅度较大则需要注意潜在竞争压力；从降低成本角度出发，可以结合关税大幅下调的产品所处产业链位置，向下游寻找潜在受益方向。

1. 进口依赖RCEP外部国家且成员国不具备出口优势的产品，供给端替代效应较弱，如大豆、铜矿、药物、原油等产品。其中，药物需要研发技术，铜矿、原油需要丰富的天然资源储备，大豆则需要适宜的农耕条件和规模性的种植基地。上述产品即使关税降低依然难以对主要出口国形成贸易替代，供给端替代程度较弱，RCEP框架下对于中国相关进口链的边际影响较小。

2. 进口依赖RCEP成员国且非成员国不具备出口优势或原本优势均衡的产品，供给端替代效应较强，相关产业及下游产业受关税影响较大。具体来看：

(1) 我国对进口汽车征收较高的基准税率，且在RCEP框架下的后续下调幅度较小，预计对本土汽车整车产业冲击有限。具体来看，中国从日韩两国进口汽车占中国汽车总进口额的26%，其中日本占23.8%，而中国汽车销售范围广，但对日韩的出口极少，日韩两国对于中国汽车产业具备优势。对于汽车出口大国日本，我国维持25%关税保持不变；对于韩国汽车关税十年后由25%降低至平均24.3%；对于澳新和东盟关税下降幅度相对较大，十年后由25%降低至平均20%-21%。考虑到我国从澳大利亚和东盟进口整车较少，且这些国家车辆出口对我国并不具备十分显著的优势，因此综合来看RCEP关税调整对于国内汽车行业冲击有限。

(2) 基准税率较低或已经为零的产品关税下降空间有限，影响较弱，如部分资源品（铁矿、黄金）和科技品（集成电路、自动数据处理设备、电话及通信设备、半导体器件、半导体设备）等，以进口依赖型产品居多

对于当前已采用零基准税率的产品，例如集成电路、铁矿、黄金、自动数据处理设备、半导体器件、油气等，关税基本没有进一步下行的空间，本土对应产业受RCEP框架下关税调整的影响较小。而对于基准税率非零的产品，如电话及通信设备、半导体设备等，仍存在一定的税率下行空间。具体来看，以半导体生产设备为例，2019年中国半导体设备进口额达到266亿美元，对各成员国征收的基准税率均为1.1%，根据中国关税承诺表，10年内半导体生产设备进口基准税率逐渐下调至零，但边际上来看，1.1pct的关税调整幅度难以构成高额半导体设备的核心定价逻辑，对于国产半导体设备的影响有待观察。

(3) 关注关税边际调整幅度较大的行业，如液晶装置、汽车零件等。根据关税降低的节奏不同，对相关产业的冲击强弱也会有所差异，1-5年平均关税降幅较大的行业短期内更易受到影响。

具体来看，其中汽车零件1-5年降幅较小，三阶段的平均降幅分别为2.3%、2.2%以及2.1%，呈现均匀下降趋势，预计关税影响均匀释放，对应产业竞争逐步加剧。液晶装置对日韩关税平稳降低，1-5年平均降幅分别为3.1%和2.4%，对澳新和东盟1-5年降幅较大，均超过5%，尽管贸易政策有针对性的区别设置关税，但依然无法避免较大幅度的关税调整给国内企业带来的竞争压力，但也有望加速国内相关产业的竞争力提升。

表 4: 中国主要进口品关税税率

HS 编码	产品	基准税率					1-5 年平均税率				
		日本	韩国	澳大利 亚	新西兰	东盟	日本	韩国	澳大利 亚	新西兰	东盟
8542	集成电路	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2709	原油	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2601	铁矿及其精矿	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2711	油气	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
8703	汽车	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.9%	21.5%	21.5%	20.6%
7108	金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
8517	电话及通信设备	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
1201	大豆	3.0%	2.4%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%	2.4%	2.4%	3.0%	3.0%
2603	铜矿及其精矿	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
8471	自动数据处理设备	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
9013	液晶装置	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	4.7%	5.4%	2.6%	2.6%	1.4%
8486	半导体设备	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	0.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.0%
8541	半导体器件	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
8708	汽车零件	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.3%	8.6%	7.3%	7.4%	6.8%
7403	铜、精炼铜及铜合金	1.7%	0.0%	1.7%	1.7%	1.7%	0.6%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%
3004	治疗或预防用药物	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	3.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
3901	初级形式的乙烯聚合物	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.3%	6.2%	5.7%	5.7%	5.7%
2902	环碳氢化合物	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%

资料来源：ITC，中国自由贸易区服务网，广发证券发展研究中心

注 1：中韩关税以 11 月 16 日公布的 RCEP 中国对韩国关税承诺表为参考，以 2014 年 1 月 1 日贸易最惠国关税为基准，并未包括中韩自由贸易协定已有的关税减让。

风险提示：疫情反复，经济不及预期，流动性收紧，中美关系不确定，RCEP 实施进度不达预期。报告只是从RCEP角度提示相关行业可能受到的影响，并不能替代或代表广发证券发展研究中心行业分析师的观点。

三、有色金属行业：RCEP 迎接新景气周期

巨国贤 0755-23608197 juguoxian@gf.com.cn

SAC: S0260512050006; SFC CE No. BNW287

宫帅 010-59136627 gongshuai@gf.com.cn

SAC: S0260518070003; SFC CE No. BOB672

(一)RCEP 贸易自由化或将进一步促进初级工业化产能在东南亚国家兴起

1. 东南亚初级工业化产能兴起，推动有色金属需求增长

RCEP贸易自由化可能引致全球初级工业产能的进一步优化配置，大宗商品中的有色金属需求的新兴增长点将逐步转向东南亚国家。相关国家的基础设施建设需求或将推动工业金属进入新一轮的需求景气周期。

2. 东南亚有望成为现阶段发展基础原料产业的最佳地区

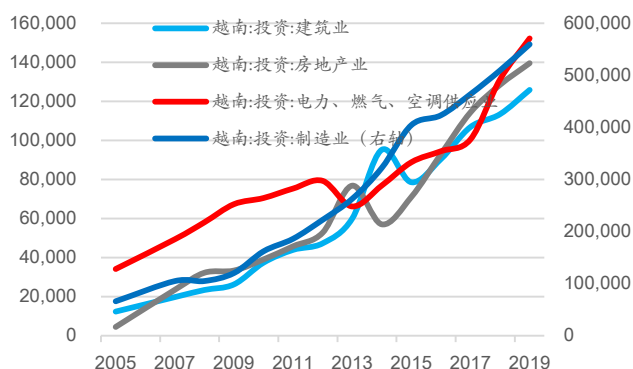
东南亚和南亚区域的新兴发展中国家凭借资源禀赋和人口红利成本优势，在全球产业升级和经济逐步修复的背景下，或将成为现阶段发展基础原料产业的最佳地区。

宏观上，东南亚和南亚地区固定资产投资数据和私人投资、外商投资数据迎来快速增长，人口红利重组且收入低廉；微观上，东南亚和南亚部分主要国家基础设施建设已经进入快速上涨通道，但相应的工业金属供需严重失衡。提升经济水平的迫切愿望和相对落后的工业及基础设施矛盾日益凸显，将促进东南亚和南亚的发展中国家加快建设初级工业化产能及配套设施。

部分东南亚国家近年来建筑业和房地产行业投资额快速上升。以越南为例，据Wind数据，2019年建筑业和房地产行业投资额为1258810和1395940亿越南盾，相比2005年已分别增长924%和3054%。

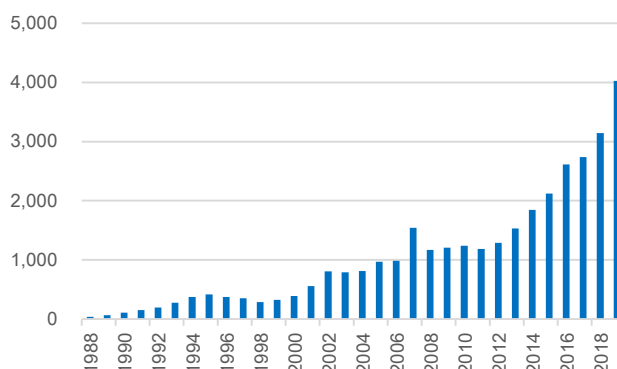
近年来部分东南亚、南亚国家外商直接投资额进入快速上行通道。FDI（外商直接投资）不仅仅代表着资金的跨国流动和转移，还可表示先进技术和科学高效的经营管理模式等生产要素在国际间的转移和扩散。越南、缅甸、马来西亚等在内的东南亚和南亚国家近几年都显示出强劲的FDI净流入，从一定程度来讲，正面回应了东南亚和南亚在内的发展中国家的快速发展和机会。

图 18: 越南制造业相关投资持续增长 (单位: 十亿盾)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 越南外商直接投资项目数 (单位: 件)



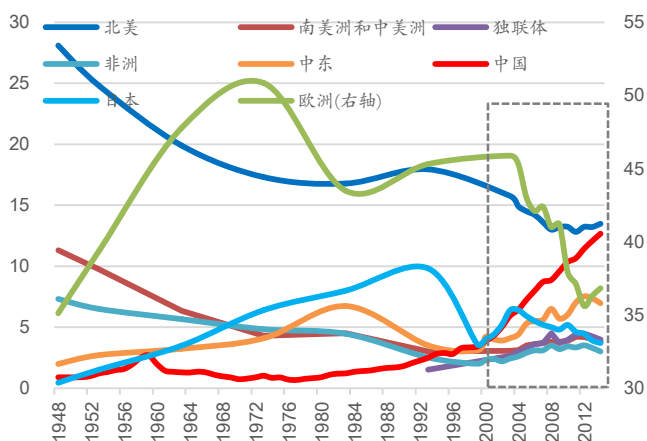
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 中国“入世”效应或由东南亚国家通过 RCEP 完成接力

1. 中国加入WTO, 引领全球贸易增长, RCEP或将作为贸易增长接力棒

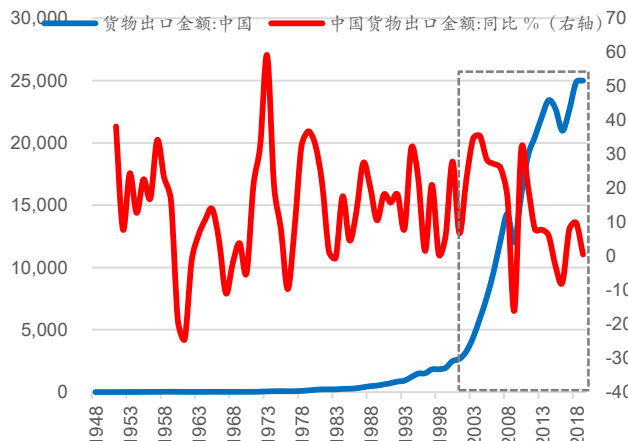
2001年年末, 中国加入世贸组织, 随着中国商品在国际市场话语权的逐步增强, 国内商品出口金额逐年攀升, 其在全球的占比持续走高。但是可以看到, 国内自2012年以后, 随着货物出口量级的增长, 每年的贸易增速出现了从两位数增长跌落到单位数或者负增长的状态, 这其中既有中国经济增速有所下降的原因, 也因为近几年中美贸易状况的逐步恶化。此次RCEP的签订, 或将成为全球贸易新格局的开端, 使得全球贸易增长的接力棒逐步转交给东南亚等国家。

图 20: 全球主要国家或地区商品出口金额占比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 国内货物出口金额及增速 (左轴: 亿美元)

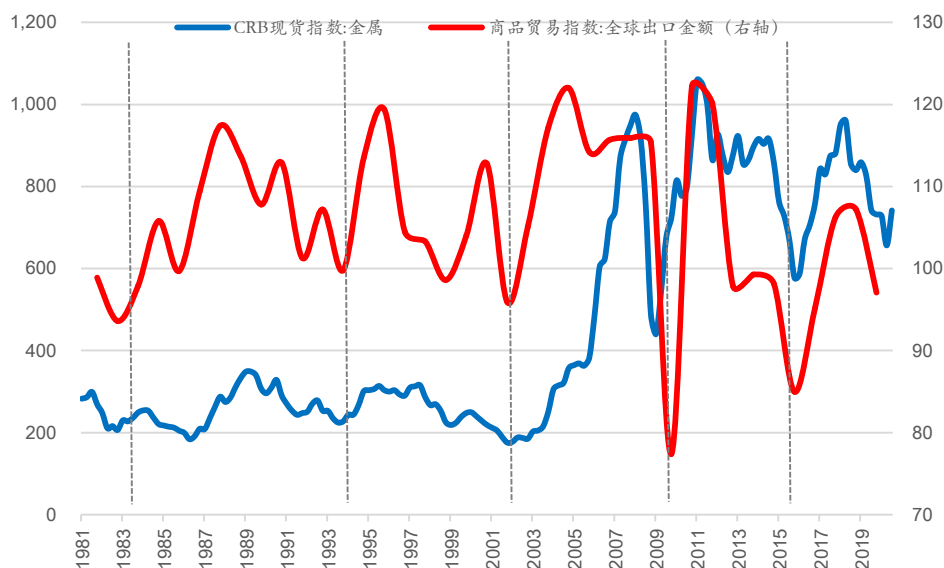


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 全球贸易自由化将推动金属价格逐步走高

全球商品贸易周期与金属价格波动周期基本吻合。从1981年以来的商品贸易指数和CRB金属价格指数的走势来看，二者的波动周期和运行方向较为一致。1987-1989年的金属价格上涨行情中，全球商品贸易指数也出现了大幅上涨，同理可对应2003-2008年和2010-2012年的金属价格超级牛市行情。究其原因，我们认为有色金属，尤其是以铜为代表的工业金属，其矿山资源主要集中在南美洲等国，而其需求却遍及全球各国，因此相关金属资源短缺的国家主要通过进口来满足国内需求。全球贸易的便利化可以使得相关金属自由流通程度进一步加强，进而提高了全球贸易量，最终贸易自由化和便利化使得金属价格逐步走高。

图 22：金属价格与全球商品贸易状况存在较强的正相关性（右轴：上年=100）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）全球通胀预期回升，助力金属价格阶段新高

1. 美联储实行“平均通胀目标制”，提升全球长期通胀预期

2020年8月27日，美联储主席鲍威尔表示，美联储已经同意采取平均通胀目标的政策，将会允许通胀在一定时间适度超过2%以弥补通胀在低于2%的影响。这是美联储自2012年以来，对货币政策框架进行的最大一次调整。此前，美联储相关政策表述是致力于实现通胀率位于“对称性的2%目标”附近。

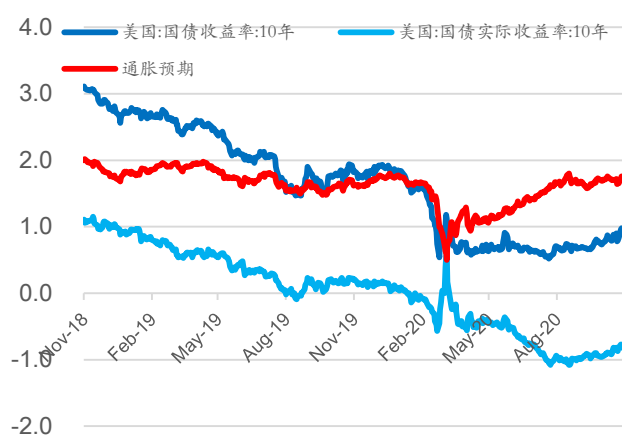
2. 通胀预期回升促使有色金属价格创出阶段新高

2008年金融危机以后，我们可以明显看到金属价格与全球通胀预期之间存在较强的相关性。究其原因，主要是因为相关工业金属在下游细分行业应用广泛，因此金属价格也从侧面反映出全球需求和经济状况。随着美联储实施“平均通胀目标制”，市场对于未来全球通胀预期进一步回升存在较强预期，有利于推升有色金属价格进一步上涨。

3. 欧美基建等财政刺激政策助力金属需求持续增长

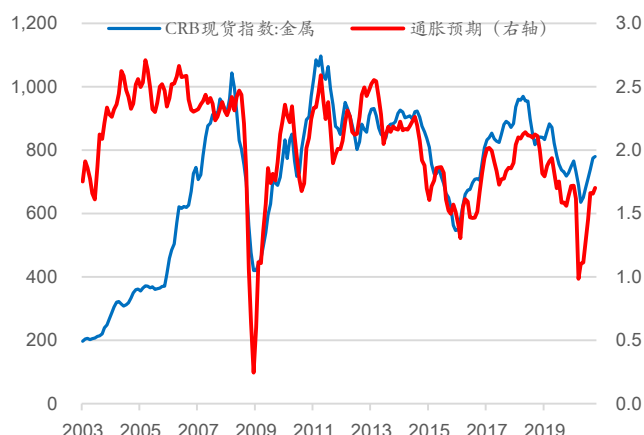
自新冠疫情以来，欧盟委员会推出了名为“欧盟下一代”的全面复兴计划，并为此设立7500亿欧元的专项经济复苏基金。加上此前欧委会制定的2021年-2027年1.1万亿预算案，欧盟在后疫情时代的经济刺激投入将达到1.85万亿欧元。美国在疫情后推出了无限量宽松政策，虽然在财政基建刺激具体金额上存在分歧，但是对于进行基建刺激达成共识。据美国CNBC报道，由于新冠疫情令美国经济大受打击，拜登有意上任后，花7.3万亿美元的刺激经济方案。拜登刺激经济方案名为“重建更好未来”。方案料包括创造1,000万有关可再生能源的职位、发展基建，并在房屋、教育、经济平等、医疗等方面投入资金。

图 23: 10 年期美债名义利率与通胀预期持续走高 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 通胀预期与金属价格走高高度相关 (右轴: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 工业金属有望迎来较长景气周期

短期来看，相关基本金属库存低位，低资本开支造成的供需紧平衡有望在疫情后加大基建过程中逐步产生供应缺口，价格上升将带来利润回升。

长期来看，随着RCEP的签订，全球贸易状况将得到持续改善，中国加入世贸组织后对全球贸易和经济带来的刺激效应有望通过RCEP逐步传导至东南亚等国家，进一步促使全球初级工业产能优化配置，有利于相关国家基础设施建设的持续深化，推动有色金属需求增长点逐步转向东南亚国家，为工业金属带来新的消费增长点和持续驱动力，进一步提升相关工业金属公司估值水平。

(五) 投资建议

受益于RCEP带来的区域贸易自由化和全球通胀预期提升等因素，预计基本金属价格将迎来新的景气周期，建议关注紫金矿业、西部矿业、中国铝业、驰宏锌锗、中金岭南等标的。

风险提示: RCEP执行不及预期，中美贸易状况进一步恶化，欧美经济刺激政策执行不及预期

四、轻工制造行业：RCEP 政策对轻工影响较低

赵中平 0755-23953620 zhaozhongping@gf.com.cn

SAC: S0260516070005; SFC CE No. BND271

RCEP 签署，对国内家具企业出口影响甚微。11 月 15 东盟十国以及中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰 15 个国家，正式签署区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)。根据财政部网站消息，RCEP 协定货物贸易自由化，各成员之间关税减让以立即降至零关税、十年内降至零关税的承诺为主，自贸区有望在较短时间内取得重大阶段性建设成果。从现有贸易政策来看，根据目前家具公司主要出口产品的相关海外编码查询，沙发品类除柬埔寨外，床垫品类除日本、韩国、柬埔寨外，中国对其余 RCEP 成员国出口家具均为零关税。

表 5：沙发出口关税政策

	94016190—其他带软垫的木框架坐具		94014090—其他能作床的两用椅,庭园坐具野营设备除外		94016110—皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具		94017190—其他带软垫的金属框架坐具	
	进口关税	备注	进口关税	备注	进口关税	备注	进口关税	备注
印尼	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定
马来西亚	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
菲律宾	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
新加坡	0	普通税率	0	普通税率	0	普通税率	0	普通税率
泰国	0	东盟自由贸易协定	0	东盟自由贸易协定	0	东盟自由贸易协定	0	东盟自由贸易协定
文莱	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
越南	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
老挝	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定
缅甸	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定
柬埔寨	35.0 % CIF	普通税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	35.0 % CIF	普通税率	5.0 % CIF	中国-东盟全面经济合作框架协议
日本	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织
韩国	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定
澳大利亚	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定
新西兰	0	中国-新西兰自由贸易	0	中国-新西兰自由贸	0	中国-新西兰自由贸	0	中国-新西兰自由

		贸易协定		易协定		易协定		贸易协定
--	--	------	--	-----	--	-----	--	------

数据来源：海关总署、商务部公共商务信息服务网、广发证券发展研究中心

表6：床垫出口关税政策

	94041000—弹簧床垫		94042100—海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面		94042900 —其他材料制褥垫	
	进口关税	备注	进口关税	备注	进口关税	备注
印尼	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定
马来西亚	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
菲律宾	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
新加坡	0	普通税率	0	普通税率	0	普通税率
泰国	0	东盟自由贸易协定	0	东盟自由贸易协定	0	东盟自由贸易协定
文莱	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
越南	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
老挝	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定
缅甸	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定	0	东盟-中国自由贸易协定
柬埔寨	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	15.0 % CIF	普通税率	15.0 % CIF	普通税率
日本	2.56% CIF	普遍优惠制	0	普遍优惠制	0	普遍优惠制
韩国	3.2% CIF	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	3.2% CIF	韩国-中国自由贸易协定
澳大利亚	0	普通税率	0	普通税率	0	普通税率
新西兰	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定

数据来源：海关总署、商务部公共商务信息服务网、广发证券发展研究中心

RCEP 签署，对造纸产业链亦无较大影响。原材料方面：中国对 RCEP 成员国进口各类浆（机械木浆、用于生产粘胶等化学纤维、用机械与化学联合纸浆法得的木浆）均为零关税。**成品纸方面，**中国对 RCEP 成员国多数纸品均为零关税，其中，对部分国家 1. 纸台布及纸餐巾、2. 其他涂无机物的纸及纸板、3. 瓦楞纸（仅新西兰）有关税，核心纸种均无零关税。因此签署 RCEP 对造纸产业链无明显影响。

表7：现有主要成品纸进口品类关税政策（一）

	4818100000 -卫生纸		4818200000 -纸手帕及纸面巾		4818300000 -纸台布及纸餐巾		4810220000 -轻质涂布纸	
	进口关税	备注	进口关税	备注	进口关税	备注	进口关税	备注
印尼	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
马来西亚	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

菲律宾	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
新加坡	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
泰国	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
文莱	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
越南	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
老挝	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
缅甸	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
柬埔寨	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
日本	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织
韩国	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定
澳大利亚	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定
新西兰	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定
美国	30%	特别协定-进口协定税率	30%	特别协定-进口协定税率	30%	特别协定-进口协定税率	25%	特别协定-进口协定税率
巴西	80%	普通税率	90%	普通税率	90%	普通税率	40%	普通税率
智利	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定
芬兰	80%	普通税率	90%	普通税率	90%	普通税率	40%	普通税率
加拿大	80%	普通税率	90%	普通税率	90%	普通税率	40%	普通税率

数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心；注：浅蓝色底色国家为与我国造纸产业链相关度较高、非 RCEP 国家

表8：现有主要成品纸进口品类关税政策（二）

4810990000-其他涂无机物的纸及纸板			4810310010 -涂无机物的白板纸、白卡纸			4810130001 - 成卷的铜版纸			4808400000 -皱纹牛皮纸，不论是否压花或穿孔		
进口关税	备注		进口关税	备注		进口关税	备注		进口关税	备注	
印尼	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0
马来西亚	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0
菲律宾	5%	中国-东盟自贸区	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0

		-进口协定税率		合作框架协议		合作框架协议		济合作框架协议
新加坡	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
泰国	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
文莱	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
越南	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
老挝	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
缅甸	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
柬埔寨	5%	中国-东盟自贸区-进口协定税率	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
日本	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织
韩国	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定
澳大利亚	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定
新西兰	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定
美国	30%	特别协定-进口协定税率	10%	特别协定-进口协定税率	11%	特别协定-进口协定税率	30%	特别协定-进口协定税率
巴西	40%	普通税率	40%	普通税率	40%	普通税率	40%	普通税率
智利	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定
芬兰	40%	普通税率	40%	普通税率	40%	普通税率	40%	普通税率
加拿大	40%	普通税率	40%	普通税率	40%	普通税率	40%	普通税率

数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心；注：浅蓝色底色国家为与我国造纸产业链相关度较高、非 RCEP 国家

表9：现有主要成品纸进口品类关税政策（三）

4808100000 - 瓦楞纸及纸板，不论是否穿孔			4805300000 - 亚硫酸盐包装纸			4805240000 - 强韧箱纸板(再生挂面纸板)			4805120000 -- 草浆瓦楞原纸		
	进口关税	备注		进口关税	备注		进口关税	备注		进口关税	备注
印尼	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0
马来西亚	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0
菲律宾	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0
新加坡	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0

		济合作框架协议		合作框架协议		合作框架协议		济合作框架协议
泰国	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
文莱	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
越南	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
老挝	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
缅甸	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议
柬埔寨	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	中国-东盟全面经济合作框架协议	0	免关税待遇措施-进口协定税率	0	免关税待遇措施-进口协定税率
日本	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织	0	世界贸易组织
韩国	0	韩国-中国自由贸易协定	0	韩国-中国自由贸易协定	0	中国-韩国自由贸易协定	0	中国-韩国自由贸易协定
澳大利亚	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	澳大利亚-中国自由贸易协定	0	中国-澳大利亚自由贸易协定	0	中国-澳大利亚自由贸易协定
新西兰	3.9%	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定	0	中国-新西兰自由贸易协定
美国	30%	特别协定-进口协定税率	31%	特别协定-进口协定税率	30%	普通税率	30%	普通税率
巴西	30%	普通税率	30%	普通税率	30%	普通税率	30%	普通税率
智利	0	中国-智利自由贸易协定	0	中国-智利自由贸易协定	0	普通税率	0	普通税率
芬兰	30%	普通税率	30%	普通税率	30%	普通税率	30%	普通税率
加拿大	30%	普通税率	30%	普通税率	30%	普通税率	30%	普通税率

数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心；注：浅蓝色底色国家为与我国造纸产业链相关度较高、非 RCEP 国家

风险提示：1. 宏观经济低迷。全球疫情持续蔓延导致宏观经济低迷，经济下行使得家居产品需求减弱，零售额受到巨大的负面冲击。2. 原材料价格大幅上涨。疫情导致原材料价格大幅上涨，企业成本端承压，对行业盈利能力将造成不利影响。3. 国际贸易格局下行。美国对华加征关税导致国内家居行业出口成本大幅上升，对行业盈利能力和景气度预期造成不利影响。

五、纺织服装行业：RCEP 有利于提升中国纺织品服装出口成员国的竞争力

糜韩杰 021-60750604 mihanjie@gf.com.cn

SAC: S0260516020001; SFC CE No. BPH764

（一）中国纺织品服装出口现状

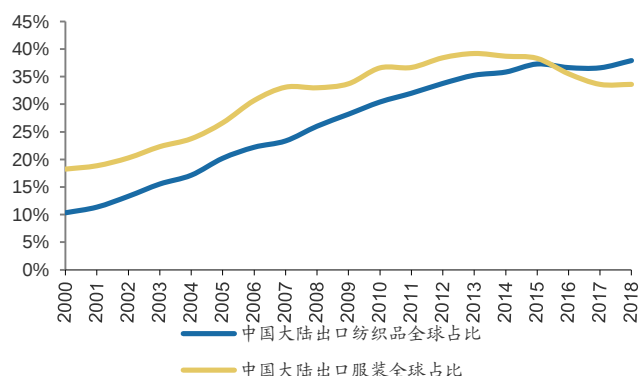
近年来，中国纺织品及服装出口金额全球占比位居全球首位，长期呈增长趋势，无疑已成为全球纺织品服装行业的制造中心。在其出口去向中，所占比例最大的是欧盟和美国，两者占比之差逐渐缩小，同时东盟占比正稳步增长。长期来看，由于越南等东南亚各国纺织业存在关税利好、资源成本低、政策支持等优势，中国与东南亚地区各国在纺织服装市场的联系愈加紧密，并可作为产业进一步转移的基础；短期来看，中美贸易摩擦对中国纺织业影响较大，主要体现在美国对中国纺织品服装征收关税政策的变化使中国对美出口额出现波动。

1. 入世以来纺织品服装出口金额全球占比不断提升，目前仍居全球首位

2001年中国加入WTO，推进贸易自由化进程；2005年1月1日起，WTO纺织品出口全面放开配额限制，出口壁垒进一步减小。在这样的背景之下，我国纺织品及服装出口发展迅猛。纺织品出口金额全球占比从2000年的10.33%，上升至2018年的37.91%，服装出口金额占比从18.24%上升至33.60%。总体来看，自2009年起，中国纺织品服装出口总额占全球纺织品服装出口总额的比例已超过欧盟，跃居全球首位并保持至今，2018年中国纺织品服装出口总额全球占比为34.26%，领先第二位的欧盟（28国）7.24%，且遥遥领先于美国、日本等其他主要国家和地区。

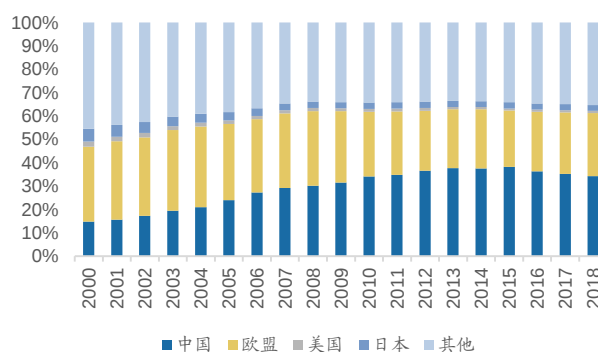
分产品看，中国大陆纺织品出口金额全球占比不断提升，服装出口占比自2014年以来逐步下降。反映出中国在纱线、面料等较高附加值环节竞争优势未受到明显撼动，而较低附加值的服装加工环节由于劳动力成本不断上升，相关产业有往其他地区转移的趋势。

图25：中国大陆纺织品及服装出口金额全球占比（2000-2018）



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

图26：各国家、地区纺织品及服装出口金额占比（2000-2018）

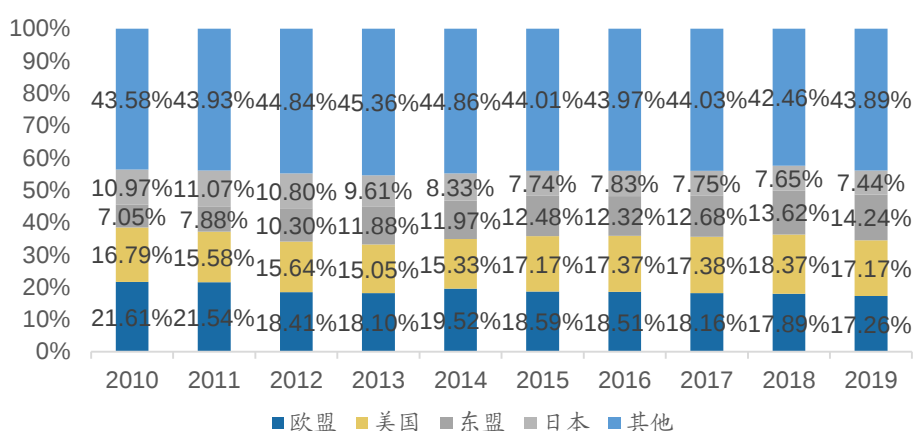


数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

2. 欧盟、美国仍为中国纺织品服装出口主要去向，东盟占比逐年提升

中国纺织品服装出口的主要去向为欧盟、美国、东盟、日本等国家和地区。其中，去往欧盟的出口额占比常年保持首位，美国仅次于欧盟，位居第二。近年来，去往欧盟的占比有所下降，截至2019年，已从2010年的21.61%降至17.26%。去往美出口占比略有提升，2010年占比16.79%，2019年占比17.17%，但受中美贸易摩擦影响，2019年占比较2018年下降了1.2个百分点。去往东盟的占比稳步增长，从2010年的7.05%升至2019年的14.24%，并于2013年超过去往日本的占比。去往日本的占比略有下降，2010年占比10.97%，2019年占比7.44%。

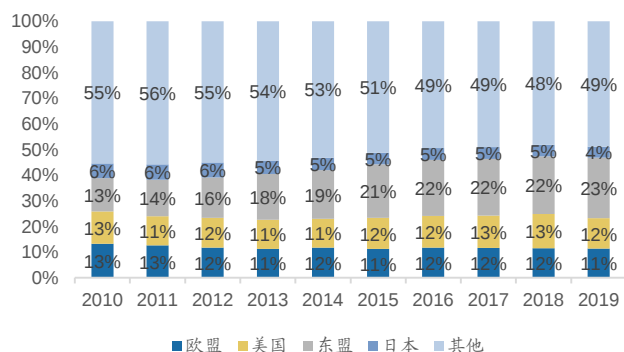
图27：中国纺织品服装出口去向（2010-2019）



数据来源：WTO，中国纺织工业联合会，广发证券发展研究中心

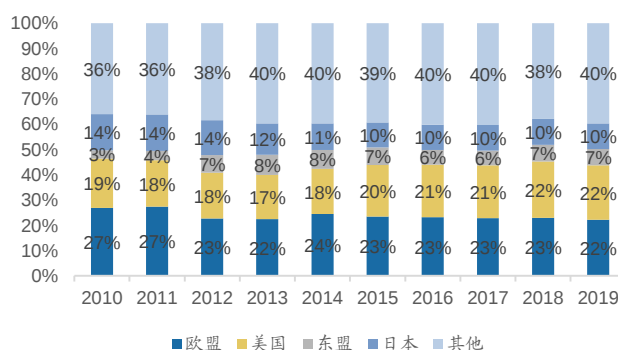
分产品看，中国出口去往欧盟、美国和日本以服装为主，出口去往东盟以纺织品为主。反映出中国纺纱织布，出口到东盟加工成衣，再往别国出口的产业链变迁趋势。

图28：中国纺织品出口去向（2010-2019）



数据来源：WTO，中国纺织工业联合会，广发证券发展研究中心

图29：中国服装出口去向（2010-2019）



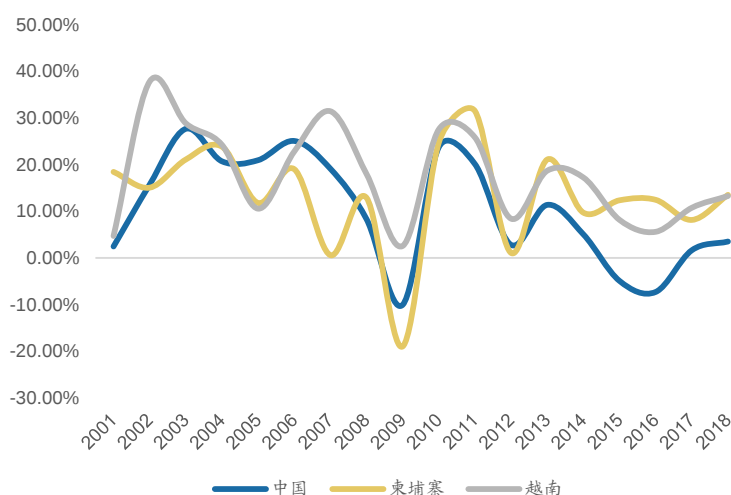
数据来源：WTO，中国纺织工业联合会，广发证券发展研究中心

3. 中国纺织服装产业向东南亚转移

越南等东南亚国家近年在纺织业发展上具有一定优势。贸易环境方面，东南亚出口欧美等发达国家时具有关税优势，棉花进口不受配额限制；资源方面，东南亚具有丰富的劳动力和土地，且相关成本较低；政策方面，政府大力鼓励纺织业发展，且制定了一系列优惠政策，以吸引纺织业外企投资。在多方优势驱动之下，东南亚地区近年纺织业发展迅猛，已成为纺织企业规模扩张或对外投资的热门之选。

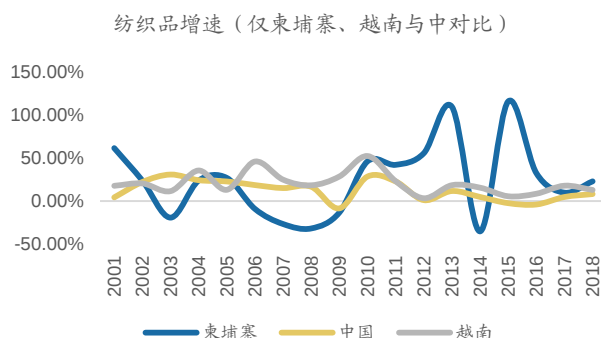
与此同时，中国纺织业近年来因受到劳动力成本上涨、工业用地成本攀升、环保政策趋严等限制，纺织业内部分低附加值业务开始加速向以东南亚为主的欠发达国家转移。其中，柬埔寨和越南作为东南亚地区纺织业主要国家，自2010年起纺织品服装出口金额增速超过中国，其中尤其以服装出口金额增速与中国的差距不断拉大。

图30：中国、柬埔寨、越南纺织品服装出口额同比增长率（2000-2018）



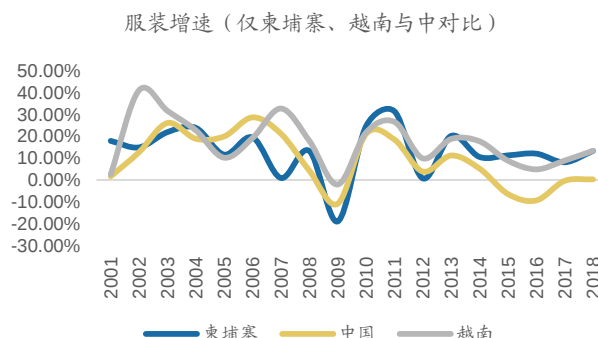
数据来源：WTO；广发证券发展研究中心

图31：中国、柬埔寨、越南纺织品出口额同比增长率（2000-2018）



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

图32：中国、柬埔寨、越南服装出口额同比增长率（2000-2018）



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

4. 中国纺织品服装出口受中美贸易摩擦影响大

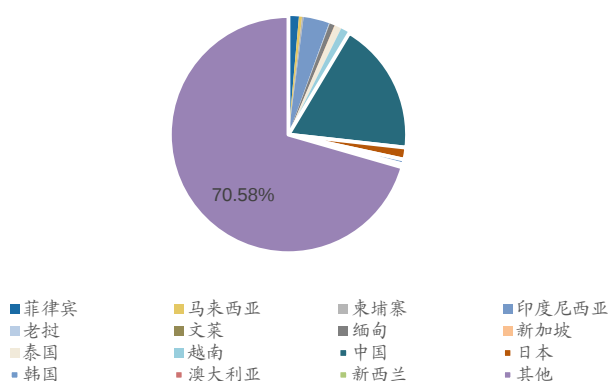
美国是中国纺织品服装出口第二大国家和地区,2019年中美贸易摩擦不断升级,美国自5月10日起将从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%,9月1日起又对剩余3000亿美元商品中的清单A加征15%关税,至此,中国纺织品服装绝大部分产品都被加征了关税。2019年中国纺织品出口金额增速0.9%,服装出口金额增速-4.0%,分别较上年下降7.6个百分点和4.3个百分点。2020年1月,中美双方达成第一阶段经贸协议后,大部分纺织服装产品关税有所下降,部分加税计划被取消。未来如果中美贸易摩擦有所反复,中国纺织品服装出口将会受到较大影响。

(二) RCEP 成员国正式签署协定对中国纺织品服装出口的影响

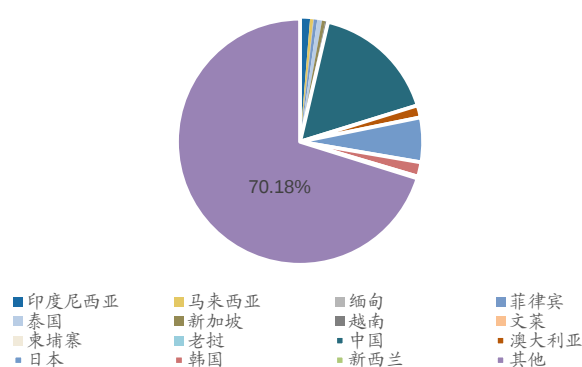
RCEP协议是东盟十国(印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸、越南)与中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰五国达成的“10+5”协议,主要内容囊括货物贸易、服务贸易、投资、海关程序、电子商务、政府采购、标准和技术、经济与技术合作、动植物检疫。2019年,RCEP成员国国家总人口为22亿人,约占全球30%;协议正式生效后,RCEP成员国GDP总值约占全球GDP30%。

图33: 2019年RCEP成员国人口占世界占比

图34: 2019年RCEP成员国GDP总值世界占比(亿美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

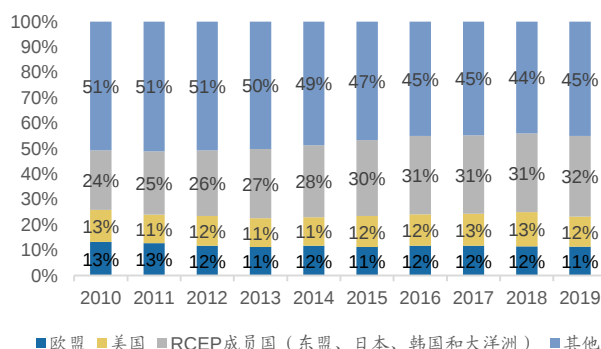


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1. 中国纺织品服装出口去向中RCEP成员国占比已超过欧盟、美国

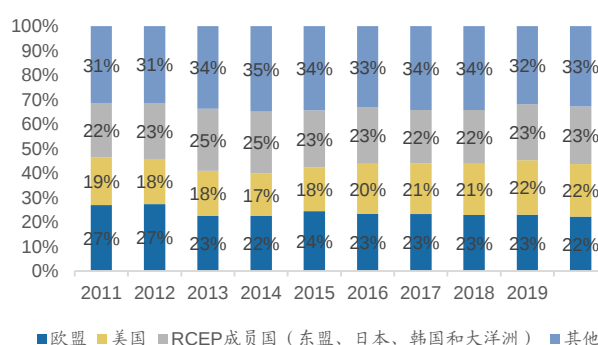
我们把东盟、日本、韩国和大洋洲(主要是澳大利亚和新西兰)近似为RCEP成员国的话,2019年中国纺织品服装出口到RCEP成员国的占比已经超过欧盟和美国。2019年中国纺织品出口RCEP成员国金额占比31.66%超过欧盟的11.38%,美国的11.91%,服装出口RCEP成员金额占比23.49%,超过欧盟的22.14%,美国的21.54%。

图35: 中国纺织品出口去向 (2010-2019)



数据来源: 中国海关总署, 广发证券发展研究中心

图36: 中国服装出口去向 (2010-2019)



数据来源: 中国海关总署, 广发证券发展研究中心

2. 未来有利于提升中国纺织品服装出口RCEP成员国的竞争力

根据RCEP的规定, 协定生效需15个成员中至少9个成员批准, 其中要至少包括6个东盟成员国和中国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰中至少3个国家。现在协定已经签署, 接下来RCEP各成员将各自履行国内法律审批程序, 努力推动协定早日生效实施。未来一旦协议生效, 各成员之间关税减让将立即降至零关税、十年内降至零关税, 有利于降低中国纺织品服装出口到RCEP成员国的成本, 进一步提升中国纺织品服装的竞争力, 带动中国纺织品服装出口。

3. 进一步加强成员国之间的分工合作, 推动整个成员国内纺织服装业的发展, 提高向外出口的竞争力

RCEP协议签署可以促进成员国体系内产业分工, 充分利用各国优势资源, 一方面提升RCEP成员国内的纺织服装业的发展, 一方面提升对外的纺织品服装出口的竞争力, 比如中国从澳大利亚、新西兰进口羊毛, 进口之后在中国纺纱织布, 布料出口到越南, 越南用这个布料制成成衣后, 如果出口到日本、韩国、中国等国家, 相关税收未来可能都是免税的, 有望促进RCEP成员国内的纺织服装业的发展, 如果出口到欧盟、美国, 将提高越南服装出口的竞争力, 因为以美国为例, 2020年前8个月美国纺织服装进口中, 来自中国、印度、越南、巴基斯坦、墨西哥、孟加拉等国的占比分别为44.02%、8.92%、8.10%、4.34%、4.04%、3.65%, 这其中印度还有一些重要问题尚未解决, 将在这些问题得到圆满解决之后再决定是否加入RCEP, 巴基斯坦、墨西哥、孟加拉均为非RCEP成员国。但需要注意的是, 前提条件是美国认可, 因为根据越南之前签下的《越南与欧盟自由贸易协定》、《跨太平洋伙伴关系全面及进步协定》, 这两个自贸协定均对越南的原产地资格有较高的要求, 越南工业贸易部发布的“越南制造”(原产地)标准草案规定, (1) 商品标签上必须标示产地, 某一货品若纯粹为越南产地或完全在越南生产, 将可标示“越南制造”。(2) 若商品经在越南最后加工阶段制成, 需满足符合有关商品代码(HS)转换规定以及境内新增价值比率达30%以上等条件, 才能标示“越南制造”。

（三）投资建议

RCEP签署后将带动成员国内纺织业的发展，提升纺织品服装向外出口的竞争力，因为关税下降，直接减少了纺织品服装的成本，同时促进成员国体系内的产业分工，充分利用各国的优势，对于中国来说，我们预计有望促进纺织品服装向RCEP成员国的出口，同时对于中国具有优势的有较高附加值的纺织品出口行业将得到发展。因此，首先建议关注，在RCEP成员国内已经进行产能跨国布局，充分利用各国的比较优势的优质供应链龙头公司，如港股的申洲国际、A股的开润股份、健盛集团、伟星股份、百隆东方、华孚时尚、鲁泰A。其次建议关注纺织制造板块的其他龙头公司，如A股的诺邦股份、稳健医疗、联发股份、孚日股份、新澳股份。

（四）风险因素

协议实施生效的时间低于预期的风险；人民币大幅升值影响纺织品服装出口的风险；美国、欧盟等国家对于RCEP成员国原产地要求较高的风险。

六、风险提示

全球疫情超预期，全球经贸结构超预期，全球产业转移趋势超预期，RCEP落地后对成员国及全球经济的影响不及预期，RCEP成员国贸易自由度不及预期。

广发投资策略研究小组

戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。

郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。

曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。

俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。

韦冀星：高级分析师（大势研判、行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

倪赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。