出口维持强劲，商品价涨推升进口增速

——3 月贸易数据点评

2021 年 04 月 13 日

分析师: 徐飞
执业证书编号: S0270520010001
电话: 021-60883488
邮箱: xufei@wlzq.com.cn
研究助理: 于天旭
电话: 17717422697
邮箱: yutx@wlzq.com.cn

投资要点:

- **事件:** 3 月，按美元计价，我国出口 2411.3 亿美元，当月同比 30.6%，前值 154.9%；进口金额 2273.4 亿美元，当月同比 38.1%，前值 17.3%；贸易顺差 138 亿美元，前值 378.8 亿美元。按人民币计价，3 月出口当月同比 20.7%，上月为 139.5%，进口同比 27.7%，上月为 10.3%。
- **3 月出口在低基数作用下增速维持高位，剔除低基数效应，出口依然保持增长，增速略低于市场预期。**出口增速较 2020 年四季度高增长时期，边际放缓，但仍处于相对高位。
- **外需延续修复，美国、欧盟仍为我国出口的主要拉动项，东盟、日本出口拉动作用有所减弱。**发达国家需求持续修复，美国出口需求较为旺盛，欧洲部分国家虽然疫情有所反复，但经济修复进程受影响较小。新兴市场当前疫苗覆盖率依然偏低，疫情相对发达国家依然较为严峻。
- **贸易结构主要受低基数作用的影响，制造业的拉升趋势延续。**但 3 月的基数效应较 2 月的低基数效应边际减弱。汽车出口增速高位继续上行，高新技术产品出口依然旺盛。房地产后周期的家电和家具出口景气度延续。医疗仪器及器械出口增速依然维持高位，中药材及中式成药增速转负，明显下滑。
- **进口增速超预期上行，从澳大利亚、巴西等矿产资源供给国进口增速明显上行，大宗商品价格上涨抬升了进口增速，贸易逆差大幅下行。**受大宗商品价格上涨影响，对应资源国国家的进口金额增速明显高于进口量增速。我国大宗商品进口需求较大，因此对上游相关的铁矿石、铜矿、钢材等价格相对敏感。
- **铜矿、铁矿进口增速保持上行，铜材、钢材进口金额增速反弹上行，上游原材料端进口增速上行。**农产品进口增速高位上探，原油价格的上涨拉动了原油和成品油进口金额的上行，工业产成品中，集成电路、二极管、机电类产品进口有所回落。
- **全球经济仍处于复苏进程当中，全球产业链的共振修复仍将为出口带来一定支撑，出口结构也将逐步演化。**防疫物资将逐步进入回落通道。高技术相关的电子设备类产业链出口将继续支撑出口，与海外居民需求复苏相关的汽车和汽车底盘、家电、家具等仍有上行空间。预期上半年出口仍有支撑。
- **风险因素:** 经济修复不及预期，海外经济修复速度不及预期，中美经贸协议不及预期。

相关研究

工业品价格延续攀升，PPI 上行尚未传导至 CPI

低基数效应始于 2019 年，制造业利润表现分化

碳中和政策驱动下，受益的行业有哪些？

正文目录

事件.....3
1、出口增速维持高位，制造业景气度延续.....3
2、进口增速超预期上行，大宗商品涨价影响显著.....6
3、总结.....7
4、风险提示.....8

图表目录

图表 1：进出口金额同比走势（美元计价，%）.....3
图表 2：进出口金额同比走势（人民币计价，%）.....3
图表 3：我国出口集装箱运价指数走势（%）.....4
图表 4：历年 3 月-2 月 PMI 环比走势（%）.....4
图表 5：美元指数和美元兑人民币走势.....4
图表 6：我国对不同国家出口累计同比（%）.....4
图表 7：细分行业出口走势（%）.....6
图表 8：分国别和地区我国对外进口金额走势（%）.....6
图表 9：主要大宗商品进口同比增速(%).....6
图表 10：细分行业进口金额同比走势（%）.....7
图表 11：美国补库周期仍在上行阶段(%).....8
图表 12：海外最主要经济体仍在继续修复(%).....8

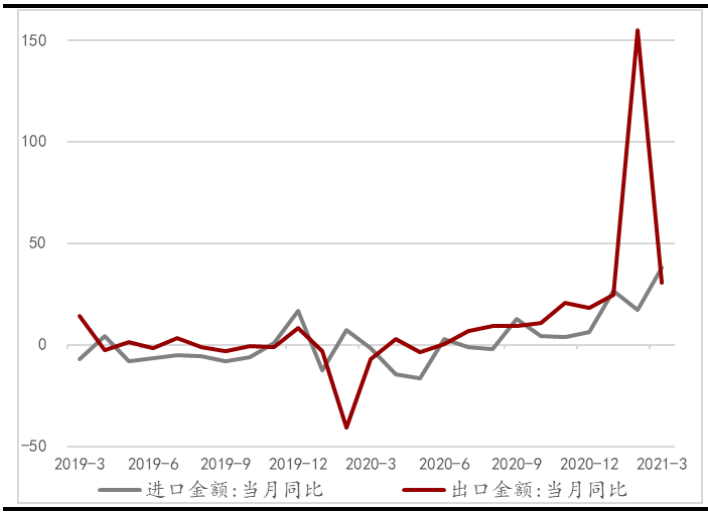
事件

3月，按美元计价，我国出口2411.3亿美元，当月同比30.6%，市场预期31.1%，前值154.9%；进口金额2273.4亿美元，当月同比38.1%，市场预期19.6%，前值17.3%；贸易顺差138亿美元，前值378.8亿美元。按人民币计价，3月出口当月同比20.7%，上月为139.5%，进口同比27.7%，上月为10.3%。

1、出口增速维持高位，制造业景气度延续

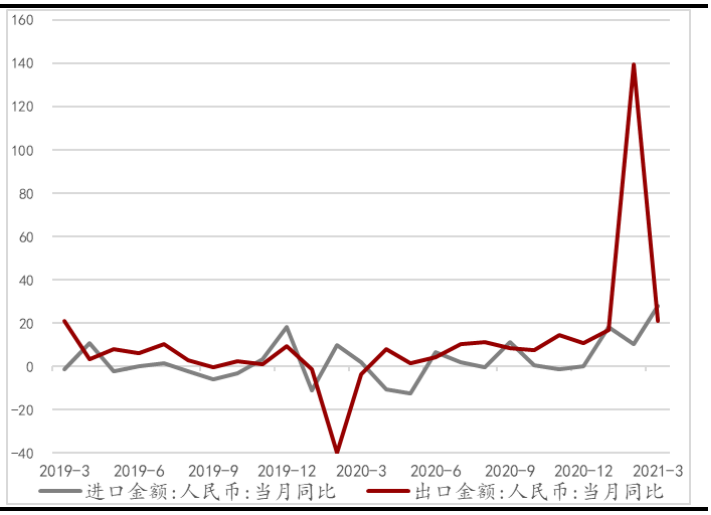
3月出口在低基数作用下增速维持高位，剔除低基数效应，出口依然保持增长，增速略低于市场预期。就地过年的政策也部分减少了季节效应和春节对贸易的影响。按美元计价，3月出口同比增速为30.6%，略低于市场预期31.1%，1-2月出口累计同比增速为60.6%；一季度出口累计同比为49%，主要受去年同期疫情爆发，出口大幅回落影响。但从绝对值来看，3月出口金额2411.3亿美元仍然处于同期的历史高位，对比2019年的出口额的复合增速为10.29%。按人民币计价，3月出口同比增速为20.7%。人民币3月有所贬值，但处于相对高位，人民币计价的出口增速略弱于美元计价的出口增速。

图表1：进出口金额同比走势（美元计价，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

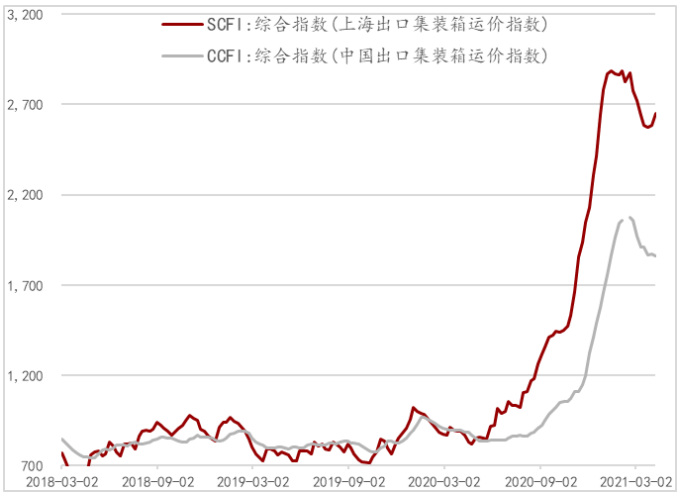
图表2：进出口金额同比走势（人民币计价，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

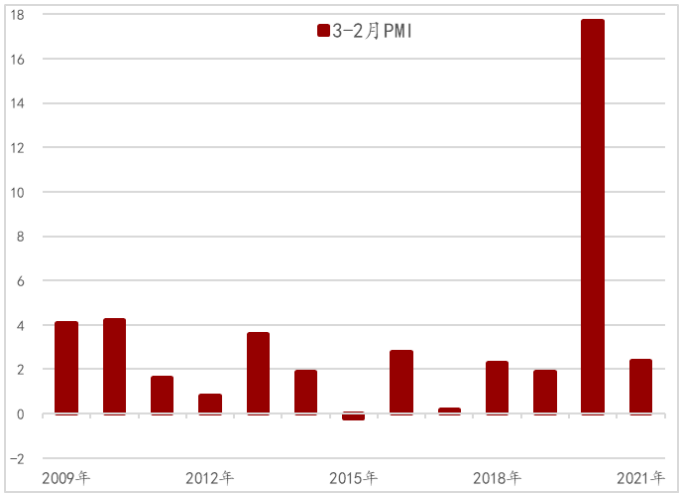
出口增速较2020年四季度高增长时期，边际放缓，但仍处于相对高位。3月我国出口运价指数有所回落，CCFI指数较2月环比下行7.3%，部分受季节因素影响，4月前两周运价指数有所反弹。从PMI数据来看，3月PMI新出口订单上行2.4个百分点至51.2%，重回荣枯线以上，部分受季节性因素抬升。从3月-2月PMI的差值来看，相对往年春节在2月的PMI上行幅度相对较弱，2015年春节在2-3月跨月期间，2017年在1-2月跨月期间，2012年春节在1月，剔除这几个年份，3月PMI较2月环比抬升均值为2.6，本地过年政策复工复产进程提前，2月出口保持旺盛，也对环比增速偏弱有一定影响。

图表3：我国出口集装箱运价指数走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

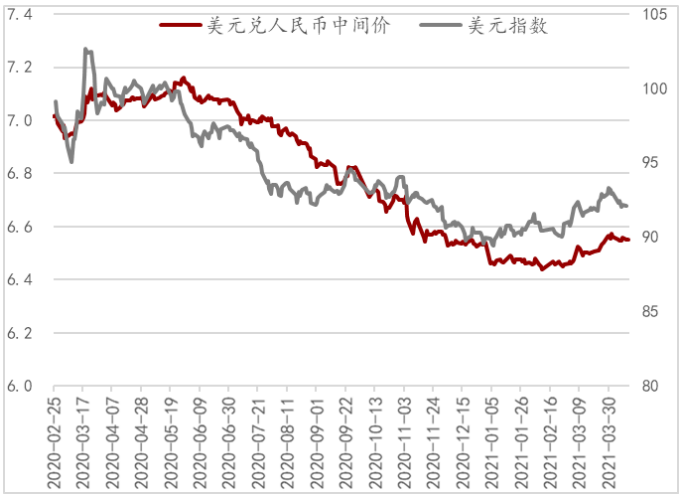
图表4：历年3月-2月PMI环比走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

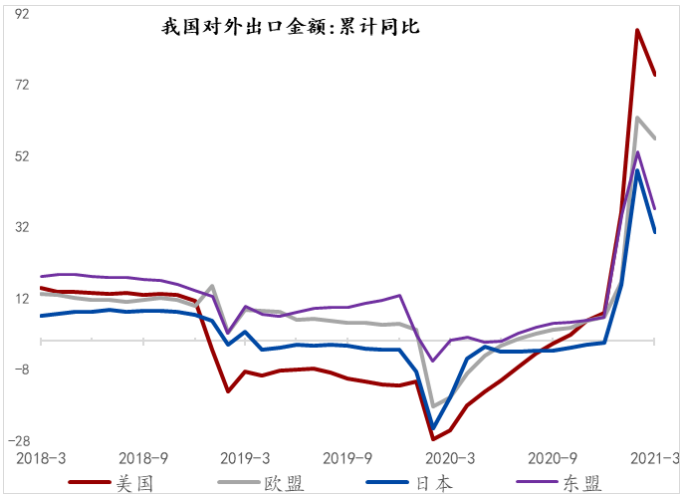
外需延续修复，分国家和地区来看，拉动幅度较上月有所放缓，3月美国、欧盟仍为我国出口的主要拉动项，东盟、日本出口拉动作用有所减弱。我国对美国出口本月增速依然位于相对高位，累计同比增速回落12.6个百分点至74.7%，本月出口拉动贡献7.28个百分点，对欧盟累计同比由62.6%小幅回落至56.7%，对本月出口拉动6.22%；对东盟的出口增速回落15.9个百分点至37.1%；对日本的出口累计同比增速分别回落17.1个百分点至30.6%。发达国家需求持续修复，美国出口需求较为旺盛，欧洲部分国家虽然疫情有所反复，但经济修复进程受影响较小。新兴市场当前疫苗覆盖率依然偏低，疫情相对发达国家依然较为严峻。

图表5：美元指数和美元兑人民币走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：我国对不同国家出口累计同比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

贸易结构主要受低基数作用的影响，制造业的拉升趋势延续。在基数作用下，大多数行业增速延续高位，但3月的基数效应较2月的低基数效应边际减弱，本月行业累计增速大多高位回调。仅成品油、船舶、汽车和汽车底盘和集成电路较上月继续上行。高新技术产品出口增速保持高位，房地产后周期的家电和家具出口景气度延续。

1）**制造业的拉升趋势延续，汽车出口增速高位继续上行，高新技术产品出口依然旺盛。**汽车和汽车底盘本月出口增速延续上行，累计增速较2月上行6.6个百分点至113.4%，汽车行业景气度延续。集成电路、手机、自动数据处理设备出口依然保持高位，其中，集成电路累计增速上行0.9个百分点至31.7%，且去年同期增速为9.5%，并未受低基数效应影响下仍保持了较高的增速。通用机械设备出口依然保持旺盛。

2）**房地产后周期产业链的家电、家具和灯具出口增速仍然维持高位，但累计增速较上月有所回落。**外需的继续修复，以及美国房地产周期的上行，拉动了房地产产业链的需求上行。灯具、家具和家电比2019年同期的几何平均增速分别为25.8%、17.3%和22.5%。

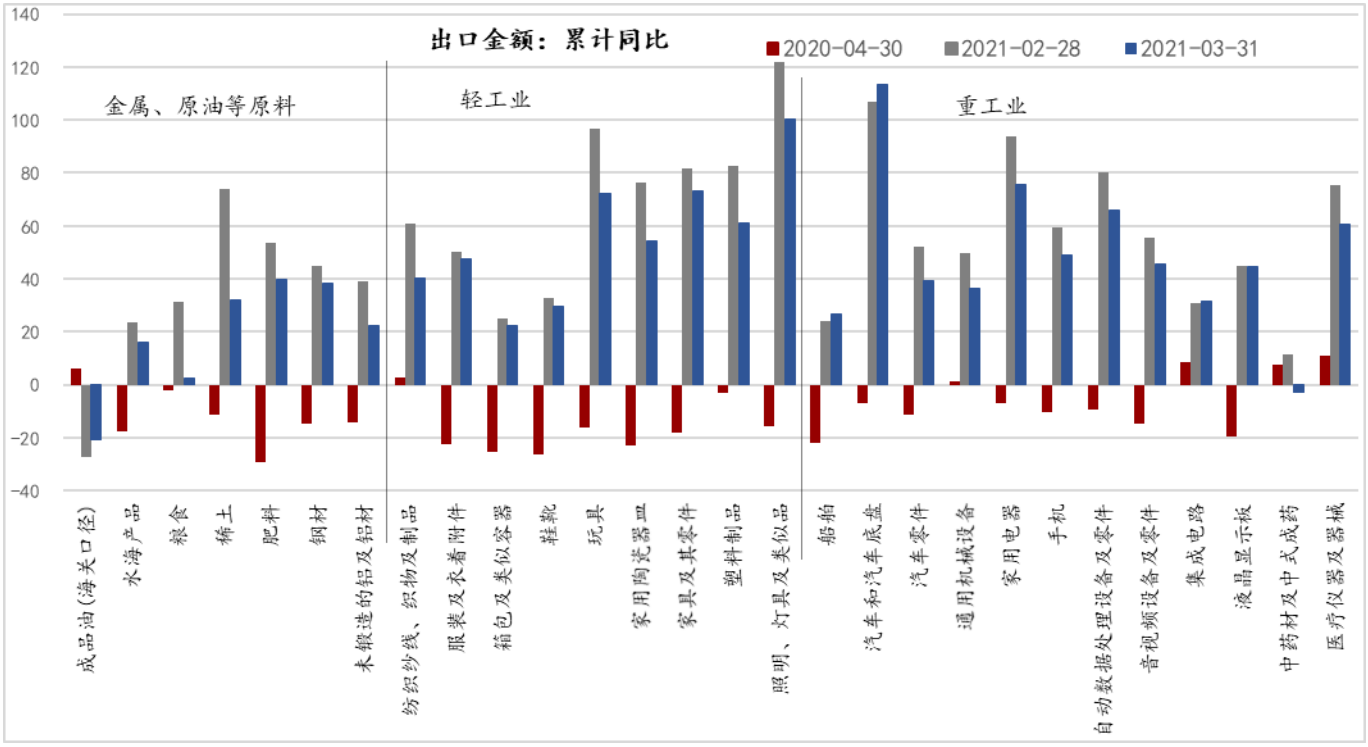
3）传统出口的劳动密集型行业来看，纺织服装、鞋类、箱包、玩具业处于高位，海外需求修复进程仍在延续，发展中国家疫情对生产仍有影响，相关产业的出口替代仍将延后。

4）**大宗商品出口同样旺盛，年初以来大宗商品价格的大幅上行叠加低基数效应，上游的铁矿、铜矿、原油进口金额增速明显超过进口量增速。**美国企业逐步进入补库存周期，带来周期品需求上行，全球宽松的货币环境也进一步推升了大宗商品价格。通胀的上行推动了出口结构的改变。本月成品油出口金额继续上行，主要受价格波动影响。稀土供给端受政策调控影响，本月回落幅度最大。

5）**医疗仪器及器械出口增速依然维持高位，中药材及中式成药增速转负，明显下滑。**医疗器械累计增速回落14.5个百分点至60.8%，中药材回落14.5个百分点至-2.9%。随各国疫苗顺利研发和投放的逐步推进，疫情在未来将逐步受到控制，海外经济修复速度将进一步提速，医疗器械受同期高基数的影响，增速将承压。

随着欧美生产逐步恢复正常，出口结构也将逐步演化。医疗防疫物资的出口将逐步回归至疫情前水平，高技术相关的电子设备类产业链出口将继续支撑出口，与海外居民需求复苏相关的汽车和汽车底盘、家电、家具等仍有上行空间。发展中国家的疫苗普及程度明显不及发达国家，订单转移到我国的出口替代效应依然存在。一季度受低基数效应的影响，海外疫苗投放范围的扩大，经济仍将进一步修复，对我国商品出口的需求也将维持高景气，预期4月同比增速也将处于高位。

图表7：细分行业出口走势（%）



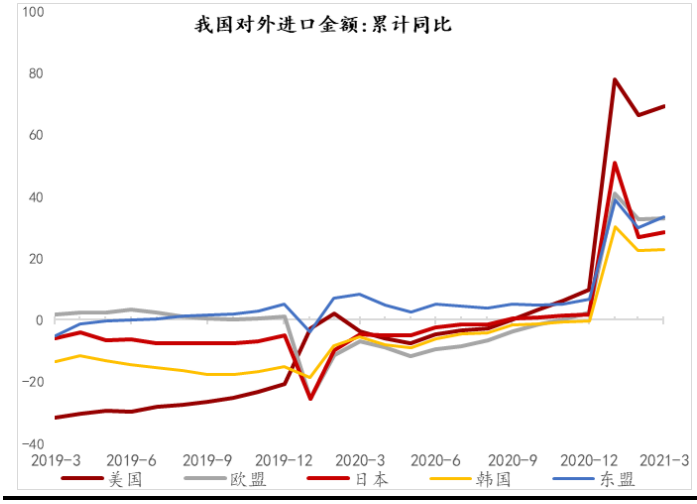
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、进口增速超预期上行，大宗商品涨价影响显著

进口增速超预期上行，从澳大利亚、巴西等矿产资源供给国进口增速明显上行，大宗商品价格上涨抬升了进口增速，贸易顺差大幅回落。3月，按美元计价，进口2273.4亿美元，同比38.1%，大幅超出市场预期的19.6%，1-2月累计同比22.2%，一季度进口累计同比28%；按人民币计价，进口同比27.7%，前值10.3%。我国从澳大利亚、巴西进口金额上行增速最为显著，累计同比分别上行12.7、9.8个百分点至20.9%和13.8%，上行速度明显加快；

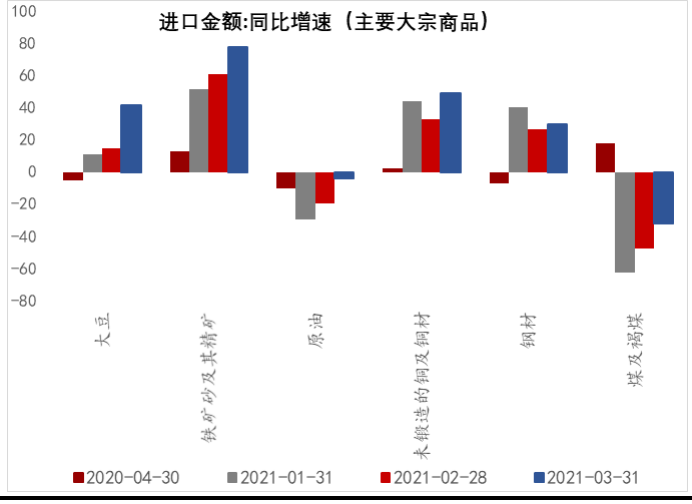
我国作为制造业大国，大宗商品进口需求较大，因此对上游相关的铁矿石、铜矿、钢材等价格相对敏感。受大宗商品价格上涨影响，对应资源国国家的进口金额增速明显高于进口量增速。

图表8：分国别和地区我国对外进口金额走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

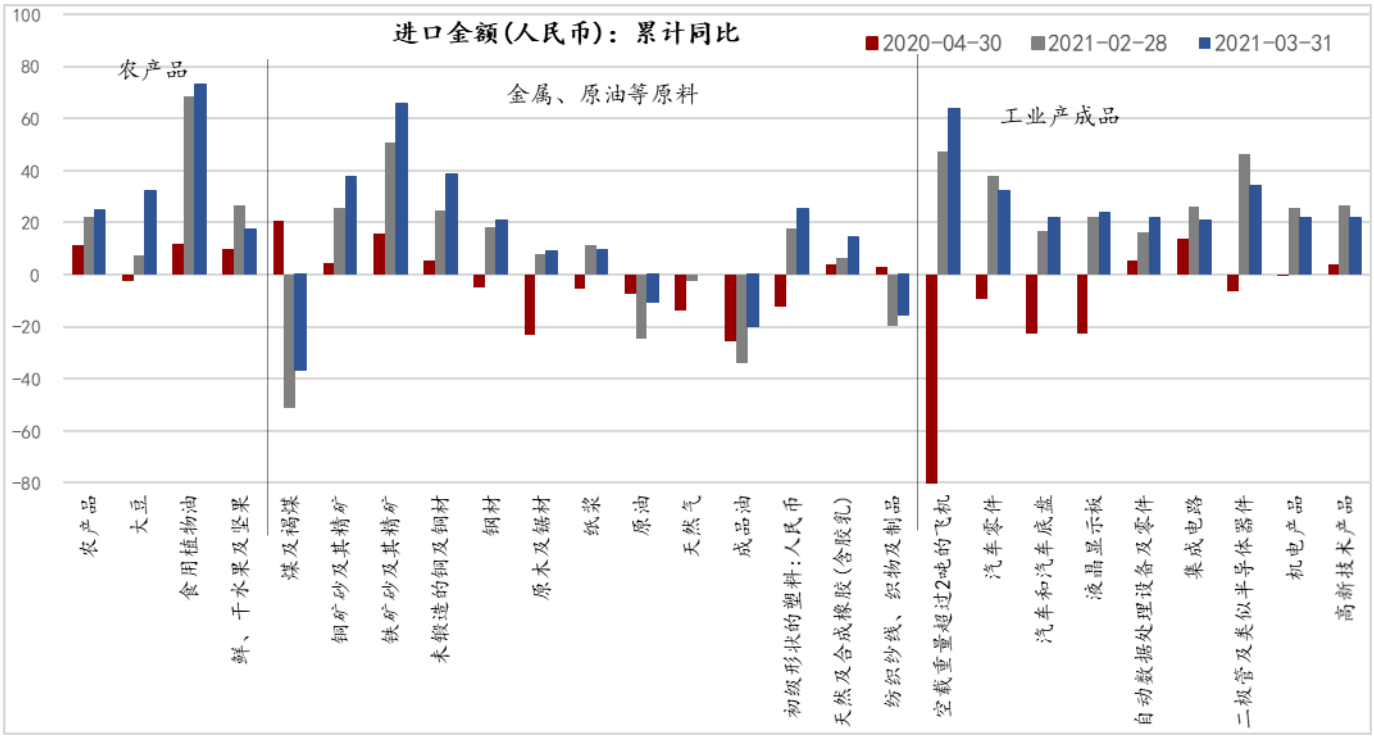
图表9：主要大宗商品进口同比增速(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

铜矿、铁矿进口增速保持上行，铜材、钢材进口金额增速反弹上行，上游原材料端进口整体上行。高技术产业进口增速有所回落。大宗商品的价格上行部分影响了相关品种的进口金额增速；汽车进口延续旺盛，内需整体依然较强。分行业来看，农产品增速高位继续上行，其中大豆进口本月大幅抬升。原油、成品油进口金额均有所上行，原油当月价格大幅上涨影响了进口金额的上行。铁矿、铜矿、钢材进口增速延续上行。工业产成品中，集成电路、二极管、机电类产品进口有所回落，高新技术产业出口强于进口。

图表10：细分行业进口金额同比走势（%）



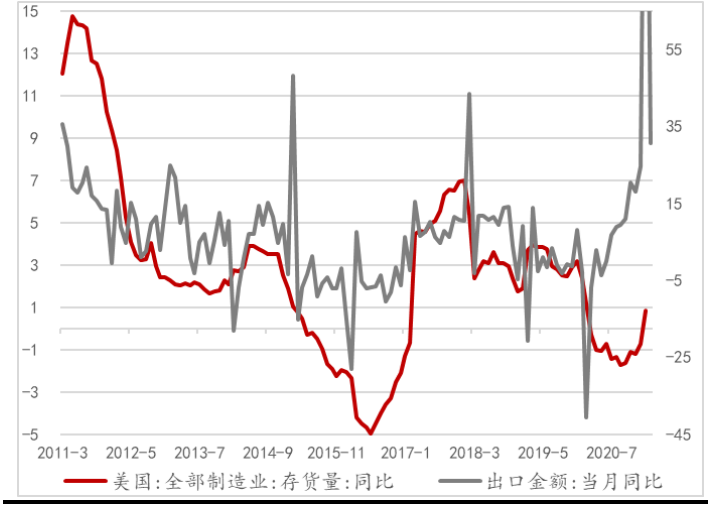
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、总结

一季度出口增速在低基数作用下高速增长，进口金额受大宗商品价格上涨影响，增速超出市场预期，贸易顺差大幅收窄。全球经济仍处于复苏进程当中，全球产业链的共振修复仍将为出口带来一定支撑，但出口结构将逐步转变。防疫物资将逐步进入回落通道。随着欧美生产的修复，供需缺口将逐步收窄，需要关注欧美需求的修复空间，对我国出口的拉动可持续的时间和空间。而新兴经济体的供应修复有限，转移到国内生产的订单仍有一定粘性，我国出口替代效应在2021年上半年有望延续。我国在全球产业链中仍有一定不可替代性，随着产业链的复苏，我国的中间加工品和资本品出口仍将受益。3月海外主要经济体的制造业PMI环比继续提升，欧美制造业PMI继续冲高。新兴市场部分经济体的制造业PMI有所转弱，疫情对新兴市场影响仍在延续。巴西制造业PMI回落幅度较大。

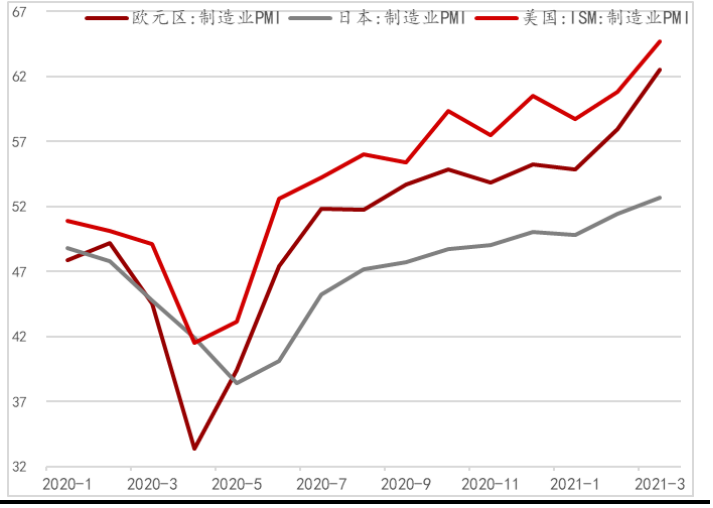
一季度进口数据明显抬升，部分收到海外通胀上行传导影响，未来内需能否延续修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，内需修复仍将延续，上半年进口支撑仍强。

图表11：美国补库周期仍在上行阶段(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：海外最主要经济体仍在继续修复(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

经济修复不及预期，海外经济修复速度不及预期，中美经贸协议不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场