

需求与基数共同驱动贸易高增长

2021 年 1-2 月贸易数据点评

按美元计价，1—2 月，中国外贸进出口 8344.9 亿美元，同比增长 41.2%。其中，出口 4688.7 亿美元，同比增长 60.6%；进口 3656.2 亿美元，增长 22.2%；贸易顺差 1032.6 亿美元。除基数原因外，需求复苏叠加订单转移效应是出口大幅增长的关键因素。预计在外需复苏背景下，出口高景气维持。

- 1—2 月贸易数据的高增长有基数较低的因素。但即使与 2019 年同期相比，2021 年 1—2 月的出口增长仍有 32.7%，相当于两年 15.2%的平均增速，这样的高增长显然不能仅用基数原因解释。需求复苏叠加订单转移，是贸易数据大幅回升的主要原因。
- 国别数据显示，东盟仍是中国第一大贸易伙伴，欧美名列二三。1—2 月对主要贸易伙伴出口增长均较为迅猛，尤其是对美国出口持续维持高增长，体现了海外需求的逐步复苏。
- 1—2 月进口需求继续维持相对高增长。进口复苏态势逐渐明晰，2021 年经常项目顺差大概率收窄。
- 1 月底 IMF 上调 2021 年全球增长预期，全球复苏势头强劲。尽管 1 月和 2 月制造业新出口订单已降至 50 以下，但考虑到 1 月和 2 月国内疫情反弹，以及春节因素，上述回落是否构成趋势尚需观察。我们暂时维持此前的观点：2021 年在外需复苏背景下，出口高景气仍能维持。
- **风险提示：**经济增长不及预期，全球疫情反复。

相关研究报告

《策略周报：雷雨居檐下 雨过拾青梅》20210307

《PPI 相关高频指标延续分化：高频数据扫描》20210307

《没有增量信息也是一种增量信息：——2021 年政府工作报告点评》 20210306

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

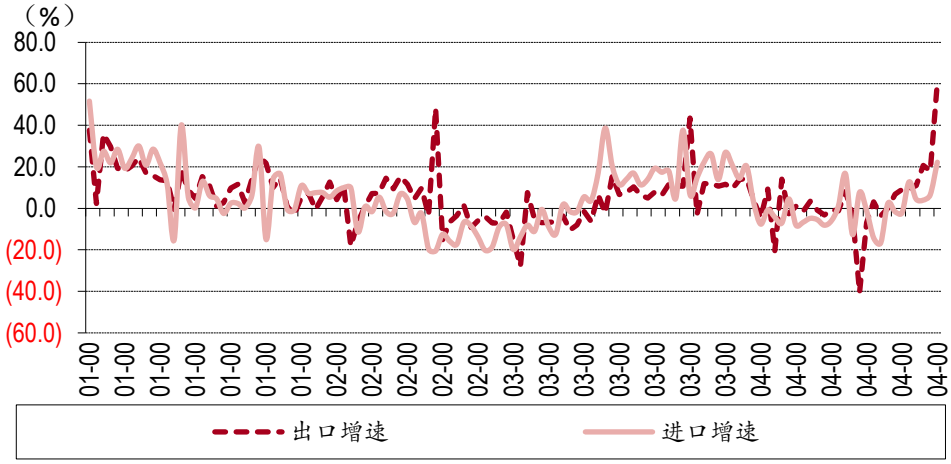
宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

1—2 月贸易数据强势复苏

1—2 月进出口维持高增长。1—2 月，中国外贸进出口 5.44 万亿元，增长 32.3%。其中，出口 3.06 万亿元，同比增长 50.1%；进口 2.38 万亿元，同比增长 14.5%；贸易顺差 6758.6 亿元。按美元计价，1—2 月，中国外贸进出口 8344.9 亿美元，同比增长 41.2%。其中，出口 4688.7 亿美元，同比增长 60.6%；进口 3656.2 亿美元，增长 22.2%；贸易顺差 1032.6 亿美元。

图表 1. 1—2 月贸易数据继续强势

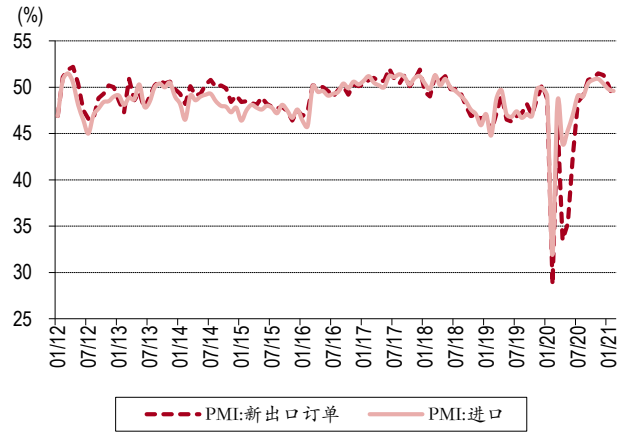


资料来源：万得，中银证券

进出口高增长不仅是基数原因。1—2 月贸易数据的高增长有基数较低的因素。2020 年 2 月由于新冠疫情冲击，中国出口大受影响，2020 年 2 月出口仅 803.8 亿美元，同比下降 40.6%。然而，即使与 2019 年同期相比，2021 年 1—2 月的出口增长仍有 32.7%，相当于两年 15.2%的平均增速，这样的高增长显然不能仅用基数原因解释。1—2 月进口与 2019 年同期相比，增长 17.2%，相当于年复合增速 8.2%，同样是近年来相对较高的增速。

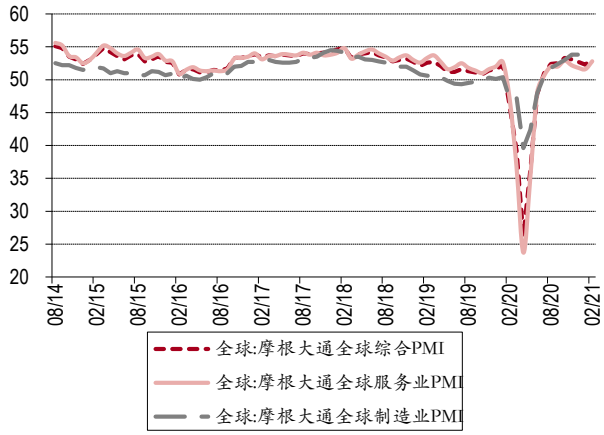
需求复苏叠加订单转移效应，驱动出口大幅回升。我们认为，贸易数据的大幅好转，背后仍是需求驱动的结果。从制造业 PMI 的新出口订单和进口看，2020 年四季度均维持在扩张区间。一方面，2020 年四季度海外疫情卷土重来，导致部分订单转移中国。另一方面，2020 年下半年全球经济逐步复苏，海外需求的回升也助推了中国的出口。而进口自 2020 年下半年起，已经随着国内需求的好转增速逐步抬升。

图表 2. 2020 年四季度制造业 PMI 新出口订单和进口高位



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 全球经济复苏态势不变

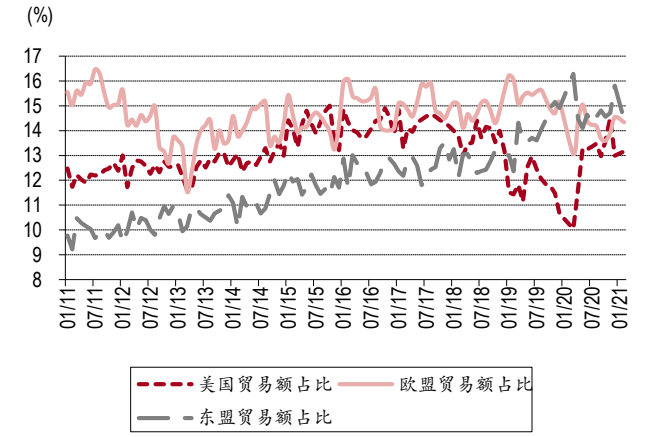


资料来源：万得，中银证券

东盟仍是第一大贸易伙伴，对美出口增长迅速

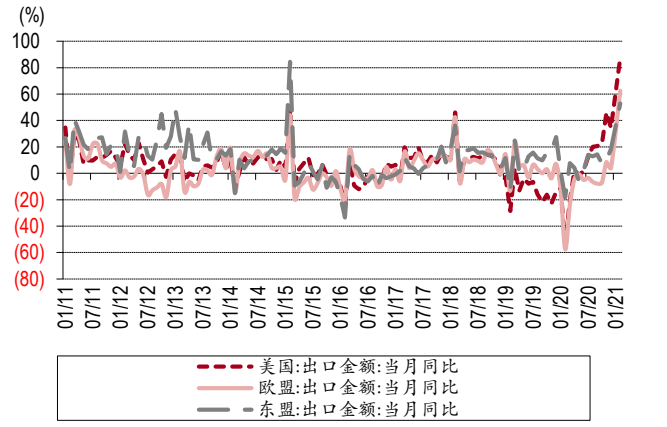
东盟仍是第一大贸易伙伴，对美出口增速上行明显。分国别看，1—2 月对东盟进出口总额 1205.1 亿美元，占比 14.4%；其中出口 673.8 亿美元，同比增长 53.0%；进口 531.3 亿美元，同比增长 29.9%。1—2 月对欧盟进出口总额 1196 亿美元，占比 14.3%；其中出口 737.2 亿美元，同比增长 62.6%；进口 458.9 亿美元，同比增长 32.5%。1—2 月对美国进出口总额 1098 亿美元，占比 13.2%；其中出口 805.3 亿美元，同比增长 87.4%；进口 292.7 亿美元，同比增长 66.4%。

图表 4. 东盟仍是第一大贸易伙伴



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 对美出口增速上行最为明显



资料来源：万得，中银证券

国别数据显示：（1）1—2 月对主要贸易伙伴出口增长均较为迅猛，尤其是对美国出口持续维持高增长，体现了海外需求的逐步复苏。（2）东盟仍是中国第一大贸易伙伴，欧美名列二三。自 2019 年四季度以来，东盟多数月份均为中国第一大贸易伙伴，体现了随着中国外部环境的变化，中国的贸易对象有所转移。随着 RCEP 的正式签署，预计将有效提振区域内贸易，2021 年中国与东盟之间的贸易往来有望进一步扩大。

进口复苏态势逐渐明晰，经常项目顺差大概率收窄

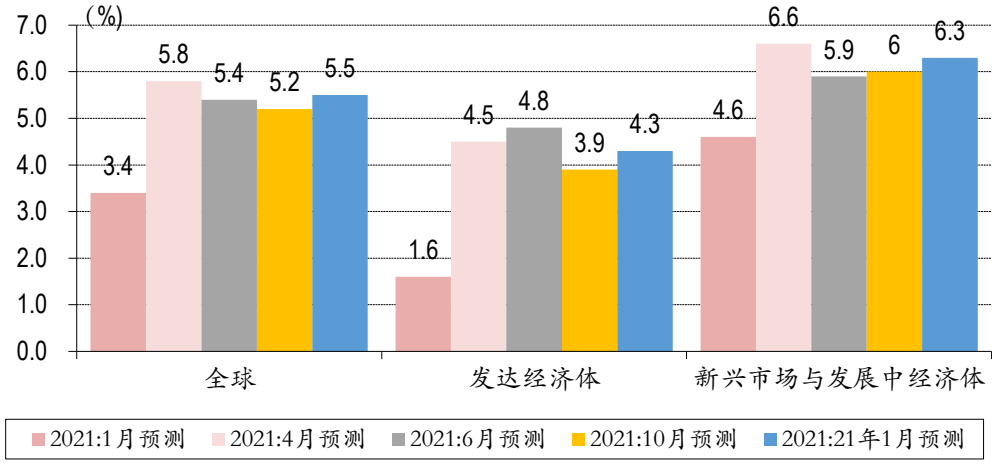
2020 年 7 月起，进口增速转正并逐步抬升，显示了国内需求的复苏。1—2 月进口需求继续维持相对高增长。我们维持此前的观点，随着 2021 年疫情冲击减弱，中国内需复苏，特别是工业企业库存周期向上和制造业投资的高增长，预计 2021 年进口将恢复强势增长。相应的，2021 年经常项目顺差大概率较 2020 年有所收窄。

外需复苏背景下，出口高景气仍能维持

IMF 上调全球增长预期。1 月 26 日，IMF 在最新一期《世界经济展望》中称，2020 年下半年以来经济动能较此前预期强劲，因疫苗和刺激措施，上调了 2020 年和 2021 年全球增长预期。IMF 将 2020 年全球增长预期自 10 月的-4.4%上调至-3.5%，其中发达经济体自-5.8%上调至-4.9%，新兴市场与发展中经济体自-3.3%上调至-2.4%。同时，IMF 将 2021 年全球增长预期自 10 月的 5.2%上调至 5.5%，其中发达经济体自 10 月的 3.9%上调至 4.3%，新兴市场与发展中经济体自 6%上调至 6.3%。

而从近期经济数据表现看，海外复苏基本延着预期的路径进行，甚至一定程度上强于预期。在外需的驱动下，预计出口整体仍能维持高景气。

图表 6. IMF 上调 2021 年全球增长预期



资料来源：万得，中银证券

值得关注的是，制造业 PMI 中新出口订单自 2020 年 11 月起持续回落，1 月和 2 月已降至 50 以下，一定程度上显示，随着疫苗接种的推进，订单转移效应有所减退。不过，考虑到 1 月和 2 月国内疫情反弹，以及春节因素，上述回落是否构成趋势尚需观察。考虑到目前全球复苏势头强劲，我们暂时维持此前的观点：2021 年在外需复苏背景下，出口高景气仍能维持。

风险提示：经济增长不及预期，全球疫情反复。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371