民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

出口大幅上升的三个来源

——点评 1-2 月贸易数据

宏观事件点评 2021 年 3 月 8 日

事件：

中国 2021 年 1-2 月（以美元计）出口同比增 60.6%，前值增 18.1%；进口增 22.2%，前值增 6.5%；贸易顺差 1032.6 亿美元，前值为逆差 72.1 亿美元。

● 出口大幅上升有三个来源

2020年同期疫情扰动导致的基数低是出口增幅较大的主要原因之一，但与疫情前相比，出口仍有显著提升。1-2月出口金额较2018年、2019年同期分别增长26.7%、32.7%。二是海外制造业加速复苏，叠加财政刺激，拉动出口增长。海外疫苗接种范围加速扩大促进制造业生产恢复，持续提振对中国供应链的需求。三是“就地过年”政策。“就地过年”一定程度上缓解了春节假期对工业生产的影响，因此一部分海外订单得以提前交付。从产品类别看，由于美国地产进入上升周期，持续火热，房地产相关商品出口高增。

● 考虑到价格和基数，进口表现较为稳定

进口增速上行的主要因素有两个，一是国内经济稳定恢复，二是价格上涨。国内生产保持高景气，制造业PMI指数已连续12个月位于荣枯线上。此外，原油、铜、铝等大宗商品价格从去年末开始持续上涨，为进口金额带来支撑。截至3月4日，CRB现货指数较年初已上涨9.2%。

● 2021年我国出口依然可期

美国当地时间3月6日，美国参议院以50票赞同，49票反对，通过了1.9万亿美元新冠纾困救助法案。这意味着美国财政刺激离落地又近了一步。2月非农增长远超预期，美国疫情大幅回落快速提振劳动力市场，反映了美国经济正在进入上升通道，且内生需求将会继续扩张。财政刺激的溢出效果有利于我国消费品和耐用品出口，而制造业复苏将在较长一段时间带动中间品、资本品出口。另一方面，受到春节假期影响，我国1、2月PMI新出口订单环比出现下滑，而同时2月美国、日本等主要国家出口额明显反弹。但我们认为，这并不代表着中国出口的替代效应在未来将大幅削弱。 一是疫情导致的全球供应链重塑，部分出口商品粘性较强，如机电、家具、化学品等，二是可能出现需求下降的部分出口商品，如防疫用品，将被疫苗、出行类消费等其他需求对冲。

综上所述，我们认为，2021年我国出口依然可期，季度走势将呈现前高后低。

● 风险提示：

疫苗效果低于预期，中美关系恶化。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

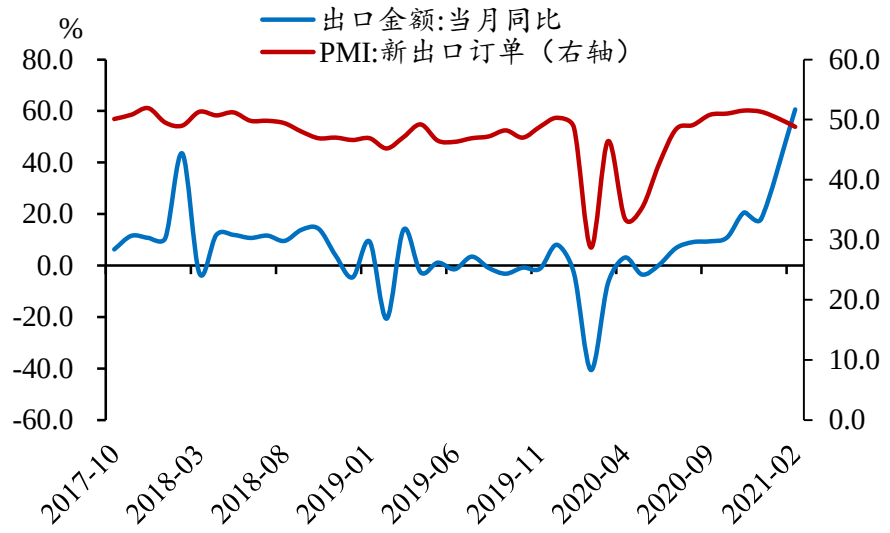
邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

1 出口大幅上升有三个来源

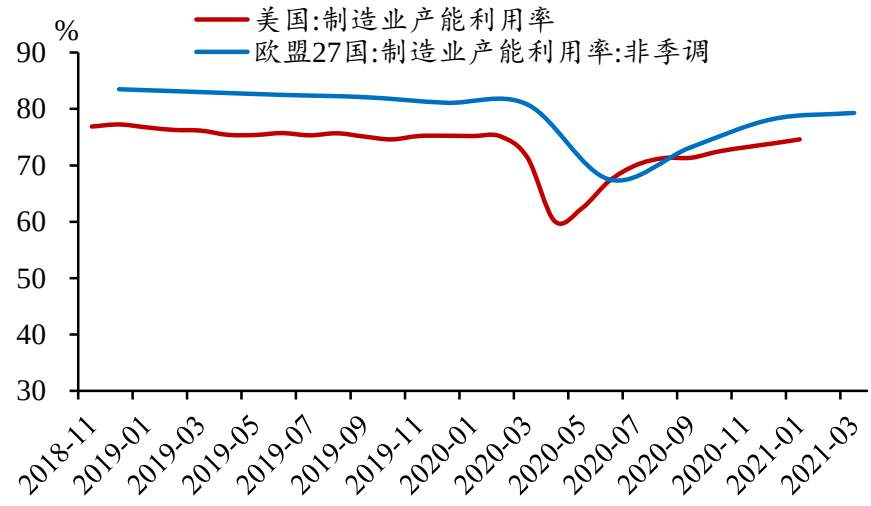
基数低是出口增幅较大的主要原因之一。2021 年前 2 个月，以美元计，出口金额 4688.7 亿美元，增长 60.6%，增速较上月扩大 42.5 个百分点，出口 6 月份起连续 8 个月正增长，持续向好。2020 年同期疫情扰动导致的基数低是出口增幅较大的主要原因之一，但与疫情前相比，出口仍有显著提升。1-2 月出口金额较 2018 年、2019 年同期分别增长 26.7%、32.7%。

图 1：1-2 月我国出口增幅较大



资料来源：wind，海关总署，民生证券研究院

图 2：欧美制造业产能利用率持续回升



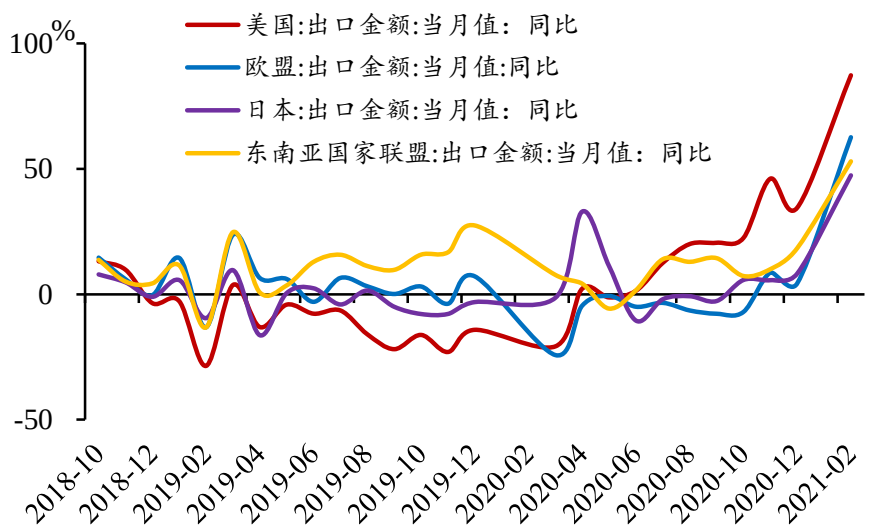
资料来源：Wind，民生证券研究院

二是海外制造业加速复苏，叠加财政刺激，拉动出口增长。外需强劲依然是支撑我国出口同比高增的重要原因。海外疫苗接种范围加速扩大促进制造业生产恢复，持续提振对中国供应链的需求。1 月、2 月，美国制造业 PMI 分别为 59.2、58.6，欧元区则分别为 54.8、57.9。制造业产能利用率的提升也从侧面印证了欧美制造业的高景气度。

三是“就地过年”政策。“就地过年”也一定程度上缓解了春节假期对工业生产的影响，因此一部分海外订单得以提前交付。2 月 PMI 生产指数录得 51.9，虽较 1 月有所下降，但仍处于扩张区间，且高于 2018 年、2019 年同期。

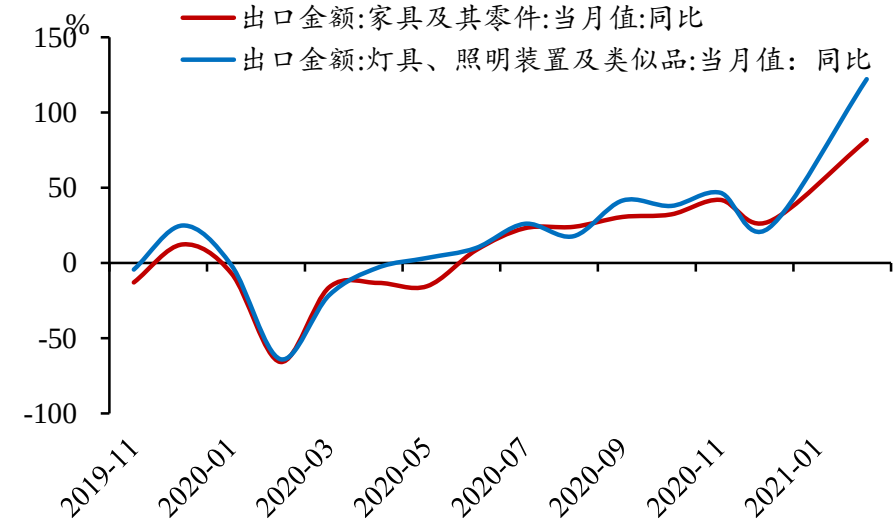
对主要贸易伙伴出口均实现大幅增长。1-2 月对美国出口增长 87.3%，较上月上升 52.8 个百分点；对欧盟出口增长 62.6%，增速较上月上升 58.3 个百分点；对东盟出口增长 53.0%，较上月上涨 34.6 个百分点；对日本出口增长47.7%，较上月上升 39.2 个百分点。其中，美国出口增速明显偏高，占总出口额的 17.2%。

图 3：1-2 月，我国对主要贸易伙伴出口均实现大幅增长



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图 4：房地产相关商品出口高增



资料来源：Wind，海关总署，民生证券研究院

从产品类别看，房地产相关商品出口高增。1-2 月纺织品出口增长 60.8%，医疗仪器及器械出口增长 75.3 %；机电产品出口增长 64.7%，占整体出口的比重为 60.3%；高新技术产品出口增长 58.1%。此外，音视频设备及其零件、液晶显示板、手机等“宅经济”相关产品出口依然强劲。值得注意的是，由于美国地产进入上升周期，持续火热，

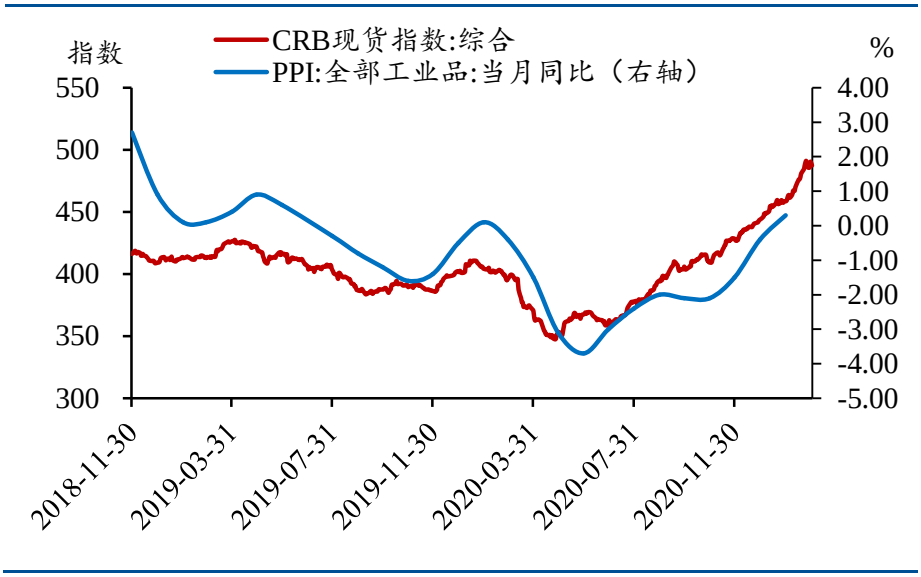
相关商品出口高增，灯具、照明装置及其零件同比增长 122.1%，家用电器同比增长 93.7%，家具及其零件增长 81.7%。

2 考虑到价格和基数，进口表现较为稳定

进口增长稳定向好。2021 年 1-2 月，以美元计，中国进口金额 3656.2 亿美元，同比增长 22.2%，上月为增长 6.5%。

进口增速上行的主要因素有两个，一是国内经济稳定恢复，二是价格上涨。国内生产保持高景气，制造业 PMI 指数已连续 12 个月位于荣枯线上。此外，原油、铜、铝等大宗商品价格从去年末开始持续上涨，为进口金额带来支撑。截至 3 月 4 日，CRB 现货指数较年初已上涨 9.2%。

图 5：CRB 现货指数持续上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

大宗商品进口数量未出现明显增长。1-2 月大豆进口量与去年同期基本持平，进口均价上涨 8.2%；原油进口量增加 4.1%，进口均价下跌 27.5%；铁矿砂进口量增加 2.8%，进口均价上涨 46.7%；未锻造的铜及铜材进口量增加 4.7%，进口均价上涨 19%。大宗商品进口未见明显增长或与大宗商品近期价格快速上涨有关。此外，机床、机电产品以及高新技术产品进口金额同比增速较高，正向带动进口增长。

3 2021 年我国出口依然可期

对于未来进出口走势，我们判断如下：

我们预计 2021 年出口依然可期。美国当地时间 3 月 6 日，美国参议院以 50 票赞同，49 票反对，通过了 1.9 万亿美元新冠纾困救助法案。这意味着美国财政刺激离落地又近了一步。2 月非农增长远超预期，美国疫情大幅回落快速提振劳动力市场，反映了美国经济正在进入上升通道，且内生需求将会继续扩张。财政刺激的溢出效果有利于我国消费品和耐用品出口，而制造业复苏将在较长一段时间带动中间品、资本品出口。另一方面，受到春节假期影响，我国 1、2 月 PMI 新出口订单环比出现下滑，而同时 2 月美国、日本等主要国家出口额明显反弹。但我们认为，这并不代表着中国出口的替代效应在未来将大幅削弱。 一是疫情导致的全球供应链重塑，部分出口商品粘性较强，如机电、家具、化学品等，二是可能出现需求下降的部分出口商品，如防疫用品，将被疫苗、出行类消费等其他需求对冲。

综上所述，我们认为，2021 年我国出口依然可期，季度走势将呈现前高后低。

风险提示

疫苗效果低于预期，中美关系恶化。

插图目录

图 1：1-2 月我国出口增幅较大 2
图 2：欧美制造业产能利用率持续回升 2
图 3：1-2 月，我国对主要贸易伙伴出口均实现大幅增长 3
图 4：房地产相关商品出口高增 3
图 5：CRB 现货指数持续上涨 4

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。