

总量研究

进口、价格、融资不断验证，制造业强复苏进行时

——2021年3月贸易数据点评

要点

事件：

2021年4月13日，海关总署公布2021年3月贸易数据，出口同比增30.6%，预期增31.1%，前值增154.9%；进口同比增38.1%，预期增19.6%，前值增17.3%。

核心观点：

出口略低于预期，回落主要出现在消费品。向前看，海外供应链重启并非是一蹴而就的，依然受到疫情反复和疫苗产能的制约。我们认为，出口短期会受到中国产品补位海外供需缺口，和海外供应链复苏补库的双重支撑，尚未看到下行拐点。

进口持续上行，除受原材料进口价格上行的支撑外，我国制造业景气度不断上行、补库存进程开启，也在持续抬升进口中枢。我们在4月8日发布的报告《为什么强烈看好今年的制造业投资》中，详细描述了支撑制造业强复苏的五大理由。从3月发布的价格、融资、贸易数据来看，PPI环比加速上行，企业融资需求强劲，进口中枢抬升，持续验证我们的制造业强复苏逻辑。

出口略低于预期，消费品回落，汽车、机电产品增速依然较强，工业品回暖。

3月出口增速30.6%，略低于市场预期，与2019年同期相比，3月出口增速22%，相对1-2月下滑30个百分点，防疫物资和非防疫物资出口增速均出现回落。非防疫物资中，汽车、机电产品增速依然较强，工业品增速出现回暖，下滑主要出现在消费品链条，灯具、玩具、服装、箱包、农产品出口增速均出现回落。

进口持续回升，制造业强复苏逻辑不断验证。

3月进口增速超市场预期，与2019年同期相比，3月进口增速36%，高于1-2月的26%。一方面，大宗商品价格快速上涨助推了进口金额的增长，进口的铁矿砂、铜矿砂、大豆进口价格均在上行。另一方面，我国工业生产、投资、消费继续恢复，制造业的景气度不断回升，补库存进程开启，也拉动集成电路、能源资源等产品进口较快增长。

出口拐点出现了吗？

虽然3月出口略低于预期，但我们依然对2021年上半年出口增速保持乐观，出口短期会受到海外供需缺口，和海外供应链复苏补库的双重支撑：

第一，全球复工进程，会受到疫苗接种不均衡和疫情反复的制约。

全球经济重启，会受到疫苗接种不均衡和疫情反复的制约，供给端的恢复并非是一蹴而就的。尤其是低技术链条，不发达国家经济复苏进程较慢，发达经济体将主要依赖中国产能，来解决低技术链条产品的消费需求。

第二，美国新一轮派现正在发挥效益，海外居民需求仍然有较强支撑。

美国对个人的1400美元直接补助在3月份已经开始发放。随着派现支票陆续寄送到美国居民手中，强“收入效应”将继续支撑美国消费。

第三，海外供应链复苏，企业开始补库，全球朱格拉周期正在启动。

2020年初开始，美国商品存货水平一路走低，在6月触底，并自第三季度开始持续反弹。美国经济重启，企业开始补库存，也将持续拉动中国出口。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

为什么我们强烈看好今年的制造业投资？
——《全球朱格拉周期开启》第九篇
(2021-04-08)

大国崛起背后的“人口钥匙”——《人口峭壁》
第二篇 (2021-04-07)

全方位拆解拜登2万亿美元“美国就业计划”
——《全球朱格拉周期开启》第八篇
(2021-04-01)

基建开始发力，经济环比动能进一步提升——
2021年3月PMI数据点评 (2021-03-31)

利率上升，能阻挡美国房市的进击势头吗——
《全球朱格拉周期开启》第六篇 (2021-03-25)

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球
朱格拉周期开启》第五篇 (2021-03-24)

出生率下滑无法逆转，90后直面人口峭壁——
《人口峭壁》第一篇 (2021-03-22)

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何
不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇
(2021-03-07)

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹
——2021年全国两会点评报告 (2021-03-06)

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉
周期开启》第三篇 (2021-03-03)

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期
开启》第二篇 (2021-03-01)

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应
链再造——2021春季宏观策略报告
(2021-02-22)

目 录

一、进口强劲，制造业复苏进行时	3
二、出口略低于预期，工业品链条表现突出	4
防疫物资出口回落，未来会随着全球疫情的发展波动	4
非防疫物资：工业品链条回暖，消费品出口下滑	5
三、进口抬升，制造业强复苏逻辑不断验证	6
四、出口拐点出现了吗？	7

图目录

图 1：2021 年 3 月，出口增速有所回落，进口增速持续上行	3
图 2：防疫物资出口出现回落	4
图 3：3 月以来，全球疫情再次回升	4
图 4：汽车、机电链条增速维持高位，工业品出现回暖	5
图 5：消费品增速出现下滑	6
图 6：自各国进口增速波动中上行	6
图 7：制造业存货同比增速进入上升期	6

表目录

表 1：2021 年 3 月进口增速持续上行，大超预期	3
-----------------------------------	---

一、进口强劲，制造业复苏进行时

事件：2021年4月13日，海关总署公布2021年3月贸易数据，出口同比增30.6%，预期增31.1%，前值增154.9%；进口同比增38.1%，预期增19.6%，前值增17.3%。

核心观点：出口略低于预期，回落主要出现在消费品，工业品链条则表现较好。向前看，随着发达经济体经济重启，出口也将逐步从中国产品直接补位海外供需缺口，转换到，海外供应链重启，补库存拉动中国出口。不过，海外供应链重启依然受到疫情反复和疫苗产能的制约，出口短期会受到海外供需缺口和海外供应链复苏补库的双重支撑，尚未看到下行拐点。

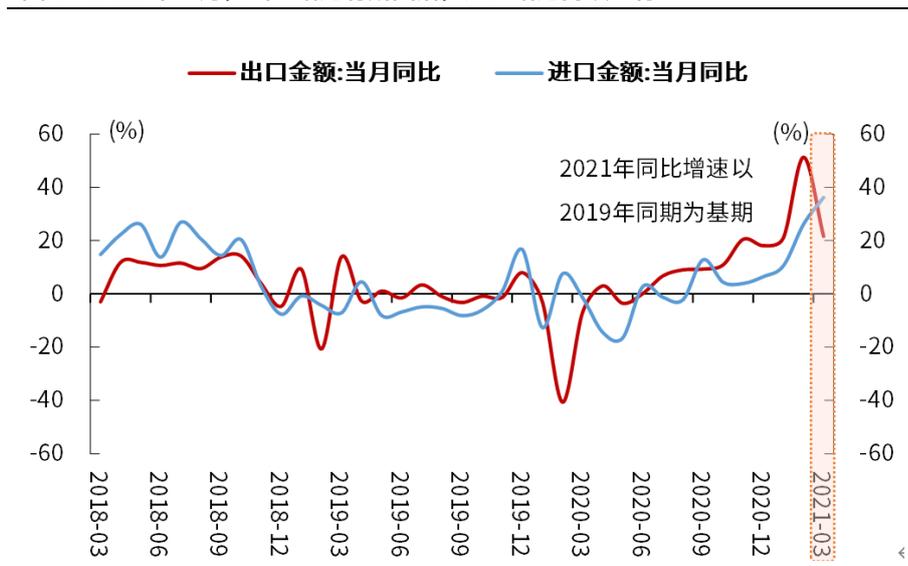
进口持续上行，一方面受国际大宗商品上行的抬升，另一方面我国工业生产、投资、消费继续恢复，也拉动集成电路、能源资源等产品进口较快增长。我们在4月8日发布的报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中坚定看好今年的制造业投资。从3月发布的价格、融资、贸易来看，PPI环比加速上行，企业融资需求强劲，进口抬升，持续验证我们的制造业强复苏逻辑。

表 1：2021 年 3 月进口增速持续上行，大超预期

月份	出口 (单月同比)	进口 (单月同比)
2020 年 11 月 实际值	21.1%	4.5%
2020 年 12 月 实际值	18.1%	6.5%
2021 年 1-2 月 实际值	60.6%	22.2%
2021 年 3 月 实际值	30.6%	38.1%
2021 年 3 月 预测值	31.1%	19.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期，进出口均为美元计价）

图 1：2021 年 3 月，出口增速有所回落，进口增速持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

二、出口略低于预期，工业品链条表现突出

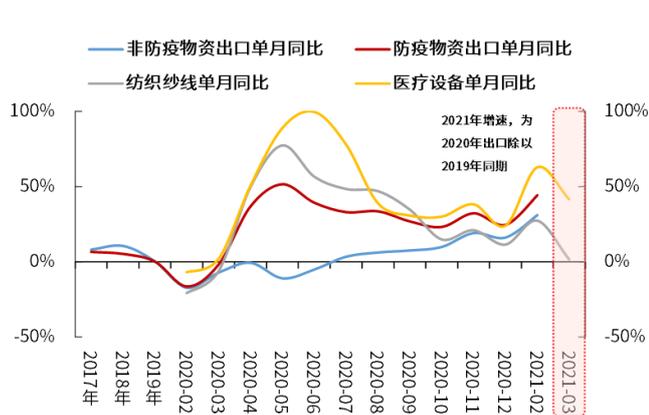
出口略低于市场预期，但依然处于较高水平。3月出口增速 30.6%，略低于市场预期的 31.1%。由于疫情对于 2020 年一季度出口冲击较大，基数较低，为剔除去年基数影响，与 2019 年同期相比，3月出口增速 22%，相对 2月下滑 30 个百分点。

防疫物资出口回落，未来会随着全球疫情的发展波动

防疫物资出口增速在 1-2 月大幅上行后，3 月份回落。2021 年 3 月，与 2019 年同期相比，纺织纱线用品出口增速从 1-2 月的 27% 回落到 3 月的 2%，医疗器械出口增速从 1-2 月的 63% 回落到 3 月的 42%。

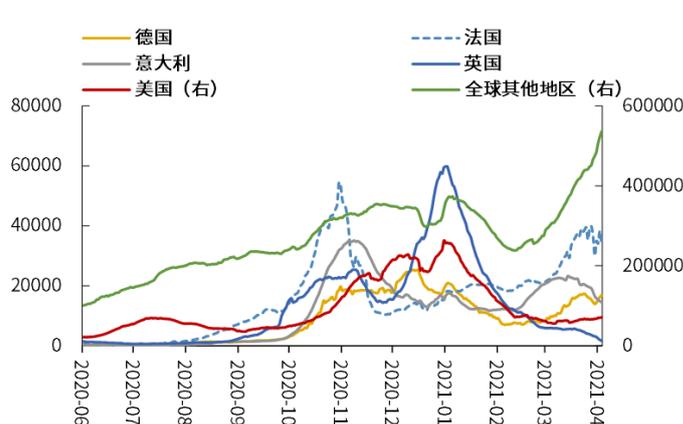
全球疫情再次反复，法国新增确诊人数快速上行，防疫物资出口依然会随着全球疫情波动。防疫物资¹主要向欧美出口，占比约为 41%（2020 年累计），向东南亚、日韩出口占比约为 23%，向印度、巴西出口约为 3%。向前看，全球疫苗接种进度的不平衡，会导致疫情持续存在波动和反复的风险。3 月以来，全球疫情再次反复，法国新增确诊人数快速上行，美国疫情也随着各州防疫措施解除，出现反弹。3 月 2 日，钟南山院士表示，“随着疫苗的研发和陆续上市，至少要有 2-3 年的时间才能实现世界范围内的群体免疫”。向前看，我们认为防疫物资出口，依然会随着全球疫情的发展而波动。

图 2：防疫物资出口出现回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：2021-02 指 1 至 2 月；2021 年增速，均为 2021 年当期出口除以 2019 年同期。

图 3：3 月以来，全球疫情再次回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：人 更新截至 2021 年 4 月 12 日

¹ 我们按照 HS2 位码拆分得到的防疫物资和非防疫物资。优点在于，其作为国际通用的贸易代码，可以横向比较各品类商品的进出口变化及对各类产品对不同国家的进出口变化。缺点在于更新速度较慢，2 月月我们只能观测到中国海关总署公布的重点进出口产品的数据。

非防疫物资：工业品链条回暖，消费品出口下滑

非防疫物资增速同样在3月出现下滑，与2019年同期相比，汽车、机电产品和工业品链条表现较好，下滑主要出现在消费品链条。为了剔除2020年的低基数影响，得到真实的出口增长情况，我们将2021年3月单月出口、1-2月累计出口分别与2019年同期相比，并且比对两个增速的变化：

第一，汽车和机电产品链条继续维持较高增速水平。汽车（62%，下行55pct），集成电路（47%，上行4pct），液晶显示板（15%，下行1pct）。

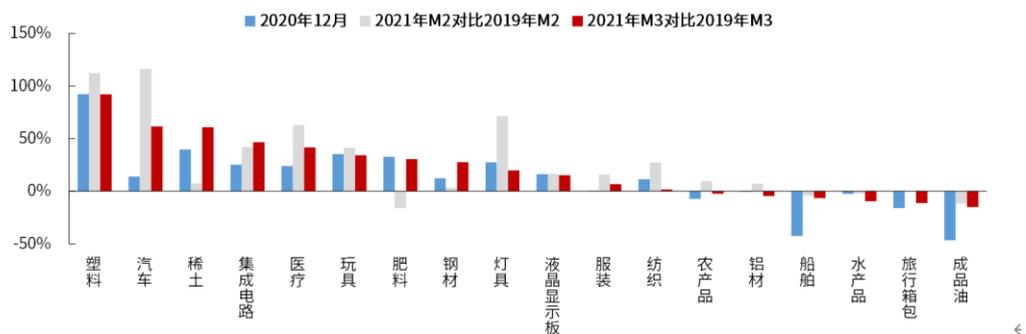
第二，工业品普遍表现较好。钢材、肥料、稀土增速均在上行，塑料增速出现下行，但是处于相对高位。钢材（28%，上行24pct），肥料（30%，上行47pct），稀土（61%，上行53pct），塑料（92%，下行20pct），仅有铝材（-4%，下行12pct）增速下行。

第三，宅经济品类增速普遍下滑，玩具（34%，下行7pct），灯具（20%、下行52pct）增速下行，表明随着海外疫苗接种推进，天气转暖，居民出行活动增加，居家消费需求在下滑。

第四，消费品增速普遍下滑，农产品（-2%，下行12pct），水产品（-10%，下行7pct），旅行箱包（-11%，下行12pct），服装（7%，下行9pct）。

向前看，随着发达经济体经济重启，出口的逻辑也将逐步从中国产品直接补位海外供需缺口，转换到海外供应链重启，补库存拉动中国出口。今年以来，随着海外防控力度上升及疫苗接种推进，欧美经济体疫情回落，生产、消费景气度回升，外需增长拉动我国出口。从结构来看，消费品的出口有所回落，但是工业品出口出现回升，这也表明出口的主要动能，逐步转向海外供应链重启，补库存拉动中国出口抬升。

图4：汽车、机电链条增速维持高位，工业品出现回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：消费品增速出现下滑

	出口额 (2020年, 亿美元)	2020年												2021年1-2月相比2019年1-2月	2021年3月相比2019年3月
		2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
防疫物资	1720	20%	5%	50%	78%	61%	31%	46%	34%	6%	23%	3%	31%	6%	
农产、水产	948	14%	1%	1%	7%	8%	1%	1%	1%	5%	1%	6%	7%	4%	
衣着、箱包	1580	22%	24%	32%	30%	13%	10%	0%	0%	0%	2%	2%	13%	4%	
机电产品	1364	4%	4%	2%	10%	5%	3%	9%	4%	2%	25%	24%	32%	40%	
汽车	157	5%	29%	25%	8%	19%	9%	3%	3%	5%	38%	4%	16%	62%	
船舶	172	23%	31%	12%	40%	4%	2%	9%	16%	14%	3%	42%	-4%	7%	
灯具、玩具	711	25%	12%	6%	2%	3%	4%	10%	1%	29%	50%	31%	58%	27%	
塑料	853	24%	57%	64%	55%	84%	91%	91%	96%	98%	113%	92%	112%	92%	
肥料	67	45%	3%	32%	29%	1%	29%	4%	1%	49%	5%	33%	16%	30%	
钢铁、有色、稀土	589	27%	2%	6%	27%	28%	26%	22%	18%	8%	3%	9%	4%	21%	
成品油	255	23%	1%	11%	58%	55%	58%	38%	56%	32%	58%	47%	12%	15%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

三、进口抬升，制造业强复苏逻辑不断验证

3月进口增速超市场预期，继续上行。为剔除基数影响，以2019年同期作为基期，则进口增速从2021年2月的26%，上行至3月的36%。一方面，大宗商品价格快速上涨助推了进口增长，据海关总署，一季度铁矿砂、铜矿砂、大豆进口价格同比分别上涨了53.5%、28%和11.1%。另一方面，我国工业生产、投资、消费继续恢复，制造业的景气度不断回升，补库存进程开启，也拉动集成电路、能源资源等产品进口较快增长。

PPI上行，进口抬升，企业融资需求强劲，继续验证我们的制造业投资强复苏逻辑。我们在4月8日发布的报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中坚定看好今年的制造业投资，并列举五大证据。**证据一**：产能利用率稳步回升，制造业结构性补库存启动；**证据二**：PPI加速上行，企业利润快速修复；**证据三**：工业设备产量持续高增，制造业景气程度改善；**证据四**：企业融资需求旺盛，政策支持贷款流向制造业；**证据五**：“十四五”规划强调制造业高质量发展，产业链自主可控。从3月发布的价格数据、融资数据、贸易数据来看，PPI环比加速上行，企业融资需求强劲，进口抬升，持续验证我们的制造业强复苏逻辑。

图 6：自各国进口增速波动中上行

— 欧盟 — 日本 — 韩国 — 东盟 — 自美国进口单月增速

图 7：制造业存货同比增速进入上升期

— 制造业规模以上：存货：同比 (%)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19109

