

重要经济指标

宏观经济

2 月份海关数据点评

2009 年 3 月 12 日

外贸同比压力 3 月份后增大

宏观经济分析师 周炳林

事项:

海关公布 09 年 2 月份外贸数据: 2 月份当月我国外贸进出口总值为 1249.5 亿美元, 比去年同期下降 24.9%。其中出口 649 亿美元, 同比下降 25.7%, 进口 601 亿美元, 同比下降 24.1%。顺差降至约 48 亿美元。

按照 1-2 月合计, 我国外贸进出口总值 2667.7 亿美元, 同比下降 27.2%。其中出口 1553.3 亿美元, 降 21.1%; 进口 1114.4 亿美元, 降 34.2%。贸易顺差 438.9 亿美元。

评论:

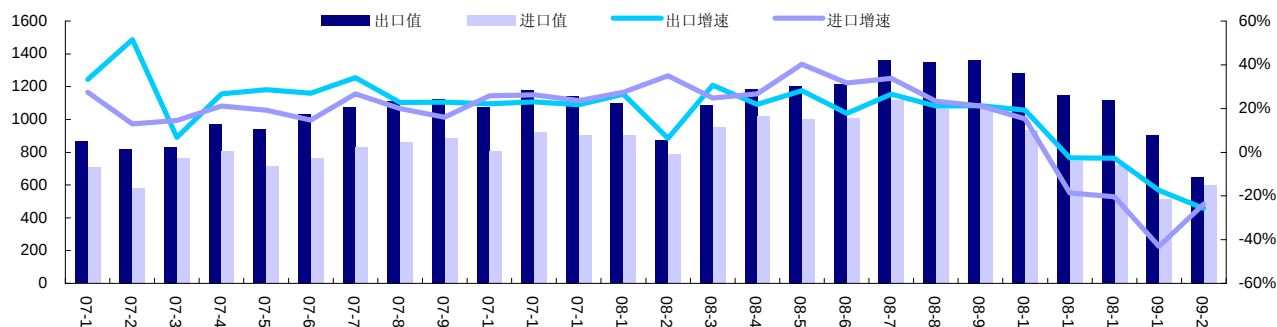
■ 同比压力 3 月份后增大

08 年 2 月的工作日是 15 天, 09 年 2 月是 20 天, 工作日增加 5 天或 25%。在春节因素的正向作用下, 2 月份出口仍大幅下降, 可以确认外需猛烈下降。按照单位工作日出口量同比, 2 月出口实际下滑幅度近 44%。由于 08 年实体经济的实质性转折发生在第四季度, 而油价到达 140 多美元/桶以及各国通胀的高峰在 08 年七八月份, 进入 08 年 3 月份至 10 月, 我国的月度出口总值达到了 1100-1400 亿美元的高峰, 因此, 08 年月度高基数的压力即将在 3 月份充分展现, 上述单位工作日所隐含的-40%到-50%调整有可能随之表面化。

进口方面下滑的幅度有所放缓, 同比增速由 1 月份的-43%收窄至 2 月份的-24%, 2 月相对于 1 月环比则增加 17%, 这在一定程度上显示国内需求下滑态势有所放缓, 但此项判断有待 2 月份其他数据和 3 月份进口数据的佐证, 因为, 2 月进口按照单位工作日同比下降仍达 43%, 08 年 3 月到 10 月的月度进口基数在 1000-1100 亿美元之间, 数据的同比压力也将显现。

图 1: 中国每月外贸总额及同比增长

单位 亿美元



资料来源: 中国海关, 国信证券经济研究所

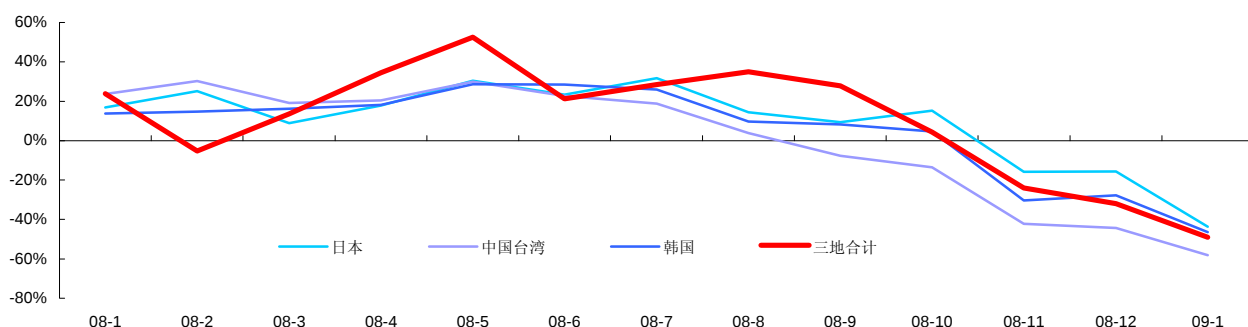
本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

■ “三角贸易”发源端继续萎缩

三角贸易发源端口的继续萎缩预示我国出口大幅下滑的难以避免。元件进口、加工、出口的中国内地“三角贸易”发源端口在 08 年底出现骤然萎缩：08 年 11 月至 09 年 1 月，中国内地从日本进口增速分别为-16%、-16%、-44%，内地从台湾进口增速-42%、-44%、-58%，从韩国为-30%、-28%、-46%。

中国内地从日本、中国台湾、韩国等亚洲地区的进口数据能够很好地说明中国的出口，我们在 08 年 1 月份有关进出口数据的点评中已经提醒，考虑产品生产周期因素，从上述三地进口的每月降幅可能令未来 3-4 个月内地出口严重受压。

图 2：中国内地从日本、台湾省、韩国进口额同比增长

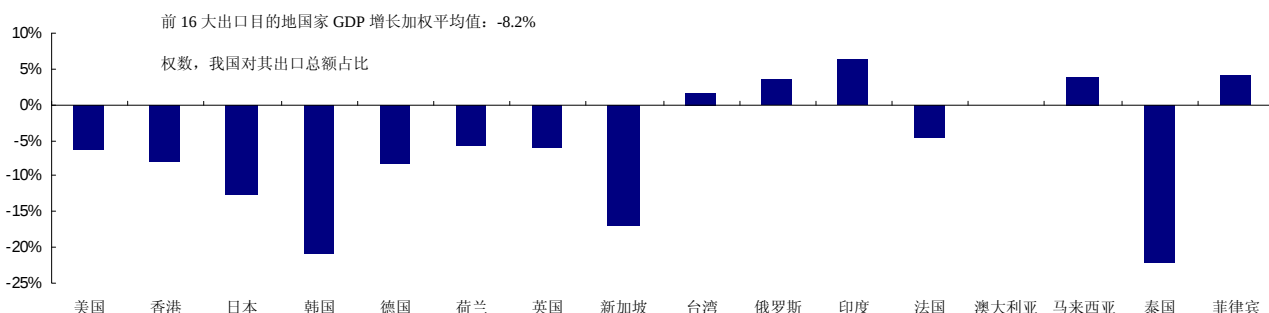


资料来源：中国海关，国信证券经济研究所

■ 中国出口敏感性分析

作为一种外部需求，中国出口目的地国家的 GDP 增长率是中国出口变化的导因，目前我国重要贸易伙伴 08 年第四季度 GDP 数据多数已经出炉，最新实体经济趋势不容乐观，以我国对其出口的份额占比为权数，我国前 16 大贸易伙伴 GDP 增速的加权平均值为 -8.2%（按季折年率）。08 年第四季度，美、欧、日 GDP 增长（按季折年率）进一步下探至 -6.2%、-5.8%、-12.7%，包括港台、东南亚、俄罗斯、澳洲等中国内地其他重要出口目的地的 GDP，也均出现较大负增长或者增速大幅放缓。

图 3：08Q4 中国内地前 16 大出口目的地 GDP 增速（按季折年率）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

由于出口数据为包含价格变化因素，各国名义 GDP 水平值更能解释我国的出口数据，我们建立了前 16 大贸易伙伴名义 GDP 数据与我国出口之间的误差修正模型（ECM），并进行敏感性分析。若 09 年各国 GDP 按照 08 年第四季度的最新趋势不变，那么中国出口全年将下滑 16.6%，如果各国 GDP 增速恶化 2 个百分点，则中国出口全年将下滑 20.1%，若改善 2 个百分点，则全年下滑 13.1%，敏感性分析的具体结果如表 1（假设 09 年各国通货膨胀率为 -2%）。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

表 1: 08Q4 中国内地前 16 大出口目的地 GDP 增速(按季折年率)

单位 %

三类敏感性假设		按照 08Q4 趋势不变	相对于 08Q4 趋势继续恶化 (百分点)					相对于 08Q4 趋势继续改善 (百分点)				
各国 GDP 增速变化		0.0	-1.0	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
中国出口增速		-16.6	-18.4	-20.1	-21.9	-23.6	-25.4	-14.9	-13.1	-11.3	-9.6	-7.8
各国 GDP 情景	美国	-6.2	-7.2	-8.2	-9.2	-10.2	-11.2	-5.2	-4.2	-3.2	-2.2	-1.2
	香港	-7.8	-8.8	-9.8	-10.8	-11.8	-12.8	-6.8	-5.8	-4.8	-3.8	-2.8
	日本	-12.7	-13.7	-14.7	-15.7	-16.7	-17.7	-11.7	-10.7	-9.7	-8.7	-7.7
	韩国	-20.8	-21.8	-22.8	-23.8	-24.8	-25.8	-19.8	-18.8	-17.8	-16.8	-15.8
	德国	-8.2	-9.2	-10.2	-11.2	-12.2	-13.2	-7.2	-6.2	-5.2	-4.2	-3.2
	荷兰	-5.8	-6.8	-7.8	-8.8	-9.8	-10.8	-4.8	-3.8	-2.8	-1.8	-0.8
	英国	-5.9	-6.9	-7.9	-8.9	-9.9	-10.9	-4.9	-3.9	-2.9	-1.9	-0.9
	新加坡	-16.9	-17.9	-18.9	-19.9	-20.9	-21.9	-15.9	-14.9	-13.9	-12.9	-11.9
	台湾	1.7	0.7	-0.3	-1.3	-2.3	-3.3	2.7	3.7	4.7	5.7	6.7
	俄罗斯	3.5	2.5	1.5	0.5	-0.5	-1.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5
	印度	6.3	5.3	4.3	3.3	2.3	1.3	7.3	8.3	9.3	10.3	11.3
	法国	-4.6	-5.6	-6.6	-7.6	-8.6	-9.6	-3.6	-2.6	-1.6	-0.6	0.4
	澳大利亚	-0.2	-1.2	-2.2	-3.2	-4.2	-5.2	0.8	1.8	2.8	3.8	4.8
	马来西亚	4.0	3.0	2.0	1.0	0.0	-1.1	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0
	泰国	-22.2	-23.2	-24.2	-25.2	-26.2	-27.2	-21.2	-20.2	-19.2	-18.2	-17.2
	菲律宾	4.1	3.1	2.1	1.1	0.1	-0.9	5.1	6.1	7.1	8.1	9.1

资料来源: 国信证券经济研究所

经济数据的关键是要找出经济趋势的转折点, 由于周期性的历史数据并不充足, 在过去高增长的趋势线下, 绝大多数预测方法的偏差都很大, 比如, IMF 对全球 100 多个国家的 GDP 增长数据都有预测, 但是在过去一年调整了 11 次, 换句话说, 是承认发生了 11 次预测错误。由于各国的 GDP 是中国出口的解释变量, 各国 GDP 数据这个前提出现偏差将令模型的整个基础动摇。

我们分析的基础是在 08 年第四季度 GDP 按季折年率增速的基础上做敏感性分析 (这是实际发生的数据), 必须说明的是, 在可以确定经济增长趋势已经发生重大变化的情况, 按季折年率数据是一个非常好的参考数据, 依照这个方法, 按季环比升幅 1% 大约相当于年度升幅 4% (更准确是 $4.06\% = (1+1\%)^4 - 1$), 相关解释是: 若 GDP 在第 4 季的 1% 环比升幅能够维持一整年, 其年度的整体升幅将会是约 4%。按季环比数据需要经季节因素调整, 尽管相关预测仍可能有误差, 但是, 相对未考虑趋势变化的同比数据, 此项误差将是相对较小的。从长短期的角度看, 按季折年率的数据会较重地考虑短期趋势变化而淡化历史过往趋势, 这恰恰是经济转折时期所必须。对于进出口数据详细的预测情况, 我们近期将以专题报告的形式进行探讨。

■ 全年出口增速预计在-13%至-20%

在敏感性分析的基础上, 我们预计全年的出口增速将在-13%至-20%之间。

很明显, 我们并不主张将 2 月份出现的-40%多 (按工作日环比) 作为全年出口变化的趋势, 这有两方面原因:

其一, 如果说 08 年第四季度至今是金融动荡引发实体经济的剧烈调整, 那么 09 年二季度以后将是金融体系在国家的帮助下稳定下来, 并且持续吸收实体经济恶化压力返流的过程, 这正是金融与实体先后行关系的“下半场”。我们判断, 欧美金融体系在国家的帮助下稳定下来的可能性大于崩溃的可能性 (参见国信证券近期报告《从美国 6 大金融机构财报审视金融危机第二波》、《稀释风险显现: 金融体系稳定与金融股稳定出现分化》、《花旗 1-2 月实现盈利: 美国金融体系出现回稳迹象》), 在金融体系逐次稳定之后, 预计海外实体经济也将慢慢回稳, 为此, 虽然 2 月份出口实际下滑趋势超过 40%, 但将其作为全年增速并不合理。

其二, 我们看到日本、中国台湾、韩国的出口下滑幅度近月以来在-30%到-50%之间。但是, 由于产品性质的不同, 可以预期, 中国出口的跌幅不应大于上述三个地区。日本、中国台湾、韩国在过去二三十年, 已经先后完成了

由最终产品出口到生产设备出口的转向，在全球经济扩张大周期逆转的时候，以资本产品为主的日本、台湾、韩国的出口将最先且最大地受到削减，更接近终端的中国产品出口的跌幅不应大于上述三大地区。