

09 年贸易逆差将再现

朱俊春(0755) 8249 2203
zhujc@lhq.com**熊伟**(021) 50106020
xiongweisz@lhq.com**戴爽**(0755) 8249 2172
daishuang@lhq.com

2 月份披露的进出口数据表明进出口下滑趋势分化

进口跌幅有所缩小虽然和 08 年的春节因素有关,我们认为更主要的原因在于中国政府大力投资应对经济衰退的迅猛动作——4 万亿投资引发的大宗原材料采购,弥补了前期的进口下滑。

出口持续下滑主要源于国外经济形势的恶化。我们认为,美国银行业尚未走出金融泥潭,实体经济的问题正慢慢暴露,欧洲的银行业又被东欧拖入深渊;中国贸易伙伴的货币纷纷大幅贬值,未来国际形势不容乐观。

分地区来看, 中国对美国以外经济体的出口下滑幅度更大

今年以来我国对美国的出口下滑 16%, 低于 21% 的均值, 而对欧盟、东南亚国家、东亚新兴经济地区、俄罗斯以及巴西的出口下滑明显高于美国。主要有以下三方面原因:

(1) 最近两年对美出口增速快速下降, 已经显著低于其他经济体 (2) 美元汇率稳定, 而其他主要贸易伙伴货币贬值进一步打击出口 (3) 但发达经济体对生活必需品的需求弹性较小, 同时此类出口下滑较轻; 而输往新兴经济体的机电产品是过去两年中国出口增长最快的, 也是目前下滑最快。

未来进出口形势的判断

出口方面, 假设 09 年美国内需较 08 年水平回落 4 个百分点, 中国对美出口增幅可能回落 20 个百分点至负 15% 的水平; 而其他经济体内需预计会有三个百分点的下滑, 中国对其出口增幅回落至负 20% 以上。根据中国目前对外出口的结构测算, 09 年中国出口大致下滑 19%。

进口方面, 对中国历年的 GDP、消费、固定资产投资以及进出口的同比数据进行回归; 在 09 年 GDP 增长 8%, 消费增长 17%, 固定资产投资增长 26.5%, 出口下滑 -19% 的假设前提下, 09 年中国进口同比增长应当为零增长。此时, 2009 年预计贸易顺差将收窄至 225 亿美元。尽管全年可能仍为贸易顺差, 但考虑到 1-2 月份已经形成近 440 亿美元的贸易顺差, 则今年接下来的时间, 中国出现贸易逆差的可能性非常大。

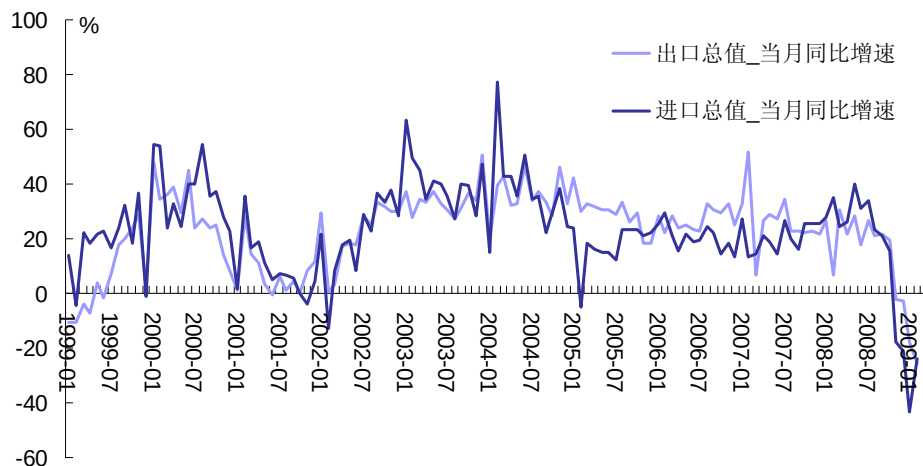
目 录

进出口下滑趋势分化，贸易顺差急剧缩小.....	3
昨天的伙伴，今天的对手.....	5
最近两年对美出口增速快速下降，并且显著低于其他经济体	5
美元汇率稳定，而其他主要贸易伙伴货币贬值进一步打击出口	5
发达经济体对生活必需品的需求弹性较小，同时此类出口下滑较轻.....	6
2009 年贸易逆差将再现.....	7

进出口下滑趋势分化，贸易顺差急剧缩小

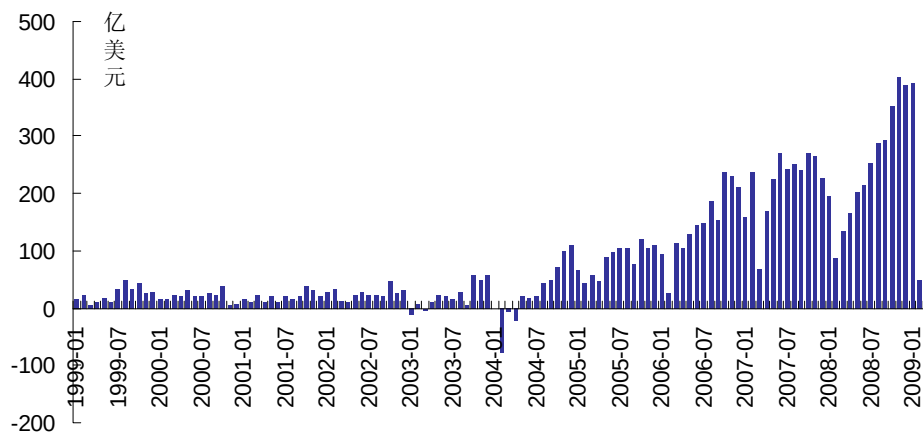
根据海关总署公布的数据，2 月我国出口继续下滑，进口跌幅较上月有所减小，外贸顺差急剧缩小，单月贸易顺差降到 48.4 亿美元，为数年来罕见。

图 1、进口同比下降减缓，出口同比下降加速



数据来源：中经数据库

图 2、单月贸易顺差急剧下降



数据来源：中经数据库

前期进口下跌先于出口，本质在于中国“大出大进”的加工贸易模式，诱因在于全球性的经济衰退，国内厂商为应对国外订单的减少停止进口原材料（大宗原材料大幅跌价也是原因之一），同时企业去“库存化”，当时出口跌幅小于进口仅是一种假象。

随着金融危机从金融领域向实体经济领域扩散，全球经济增长明显放缓。进入 2009 年，外需依然惨淡，我们依然看不到美国、欧洲和日本经济有复苏的迹象，而新兴经济体却也进入了衰退。据 IMF 最新预测，2009 年世界经济增长预计下滑至 0.5%，其中发达经济体将出现 2% 的负增长，新兴发展经济体的预测值则从 2008 年的 6.3% 增速下滑到 3.3%。

表 1、世界经济产出的最新预测

	2007	2008	2009E	2010E
World output	5.2	3.4	0.5	3.0
Advanced economies	2.7	1.0	(2.0)	1.1
United States	2.0	1.1	(1.6)	1.6
Euro area	2.6	1.0	(2.0)	0.2
Germany	2.5	1.3	(2.5)	0.1
France	2.2	0.8	(1.9)	0.7
Italy	1.5	(0.6)	(2.1)	(0.1)
Spain	3.7	1.2	(1.7)	(0.1)
Japan	2.4	(0.3)	(2.6)	0.6
United Kingdom	3.0	0.7	(2.8)	0.2
Canada	2.7	0.6	(1.2)	1.6
Other advanced economies	4.6	1.9	(2.4)	2.2
Newly industrialized Asian economies	5.6	2.1	(3.9)	3.1
Emerging and developing economies	8.3	6.3	3.3	5.0
Africa	6.2	5.2	3.4	4.9
Sub-Sahara	6.9	5.4	3.5	5.0
Central and eastern Europe	5.4	3.2	(0.4)	2.5
Commonwealth of Independent States	8.6	6.0	(0.4)	2.2
Russia	8.1	6.2	(0.7)	1.3
Excluding Russia	9.7	5.4	0.3	4.4
Developing Asia	10.6	7.8	5.5	6.9
China	13.0	9.0	6.7	8.0
India	9.3	7.3	5.1	6.5
ASEAN-5	6.3	5.4	2.7	4.1
Middle East	6.4	6.1	3.9	4.7
Western Hemisphere	5.7	4.6	1.1	3.0
Brazil	5.7	5.8	1.8	3.5
Mexico	3.2	1.8	(0.3)	2.1

数据来源: IMF 网站

表 2、国际贸易的最新预测

	2007	2008	2009E	2010E
World trade volume (goods and services)	7.2	4.1	(2.8)	3.2
Imports				
Advanced economies	4.5	1.5	(3.1)	1.9
Emerging and developing economies	14.5	10.4	(2.2)	5.8
Exports				
Advanced economies	5.9	3.1	(3.7)	2.1
Emerging and developing economies	9.6	5.6	(0.8)	5.4

数据来源: IMF 网站

进口方面, 跌幅有所缩小虽然和 08 年的春节因素有关, 我们认为更主要的原因在于中国政府大力投资应对经济衰退的迅猛动作——4 万亿投资引发的大宗原材料采购弥补库存, 开始遏制了前期的进口大幅下滑的势头。例如, 今年前两个月, 中国的铁矿砂进口增长 6%, 大豆进口增长 15.1%。其他大宗商品的量的跌幅也并不大, 例如成品油进口量仅下降 6.4%, 原油进口量下跌 13%, 仅仅是由于价格跌幅过大, 而令总的进口金额跌幅显得较大。

出口的持续下滑主要源于国外经济形势的持续恶化。我们认为, 美国银行业尚未走出金融泥潭, 实体经济的问题正慢慢暴露, 欧洲的银行业又被东欧拖入深渊, 有爆发新的危机的可能; 中国贸易伙伴的货币纷纷大幅贬值, 未来国际形势不容乐观。另外, 世界各国虽然先后出台了大量财政刺激政策, 但在执行效率上显然不如中国, 加上各国为了自保而引发贸易保护主义抬头, 中国的产品的技术含量不足, 且“价格低廉”的优势在别国货币大幅贬值面前也荡然无存, 出口的

局面显然更加不利。

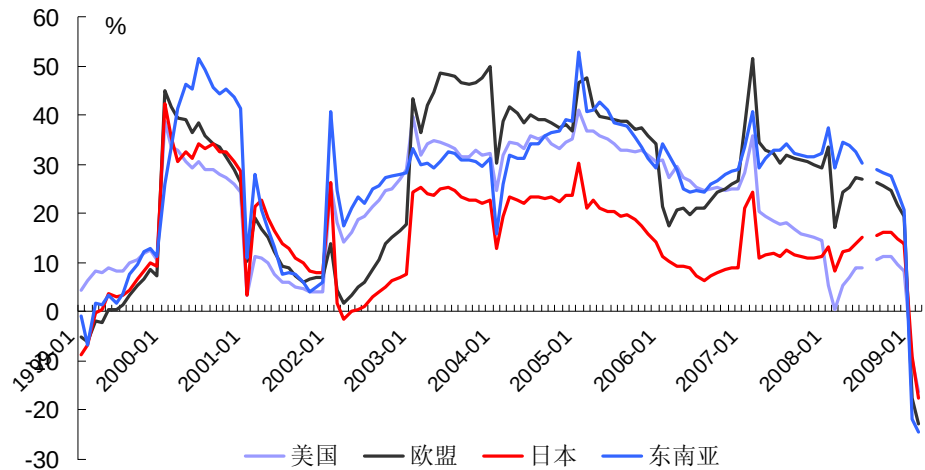
昨天的伙伴，今天的对手

分地区来看，今年以来我国对美国的出口下滑 16%，低于 21% 的均值，而对欧盟、东南亚国家、东亚新兴经济地区、俄罗斯以及巴西的出口下滑明显高于美国。主要有以下三方面原因：

最近两年对美出口增速快速下降，并且显著低于其他经济体

2002 年以来对日本的出口增速已经明显落后于其他经济体；2007 年以来对美国的出口增速迅速落后于其他经济体，特别是 2008 年以来，中国对美出口的增速下滑到历史低位；近十年，中国对欧盟、东南亚等经济体的出口保持高速。可以这么理解，对美、日的出口已经跌过了，而对欧盟、东南亚等经济体则属于“补跌”。

图 3、对东南亚国家、欧盟、日本、美国的出口累计增速

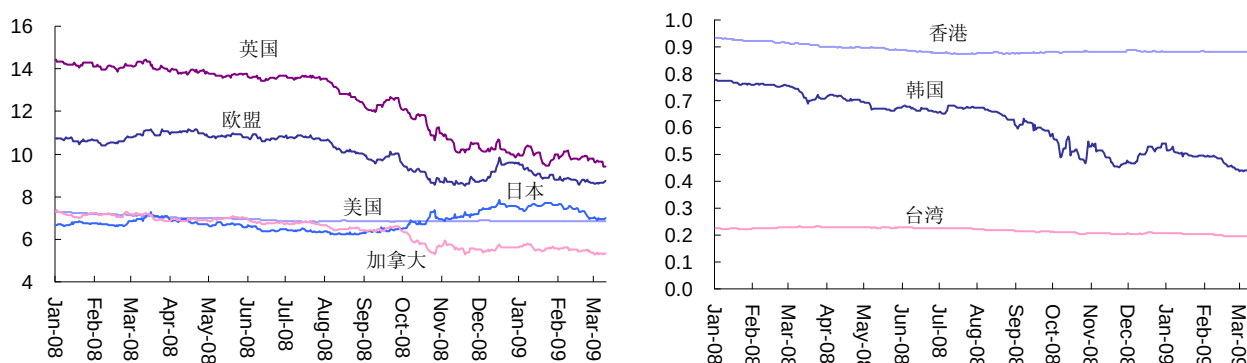


数据来源：中经数据库

美元汇率稳定，而其他主要贸易伙伴货币贬值进一步打击出口

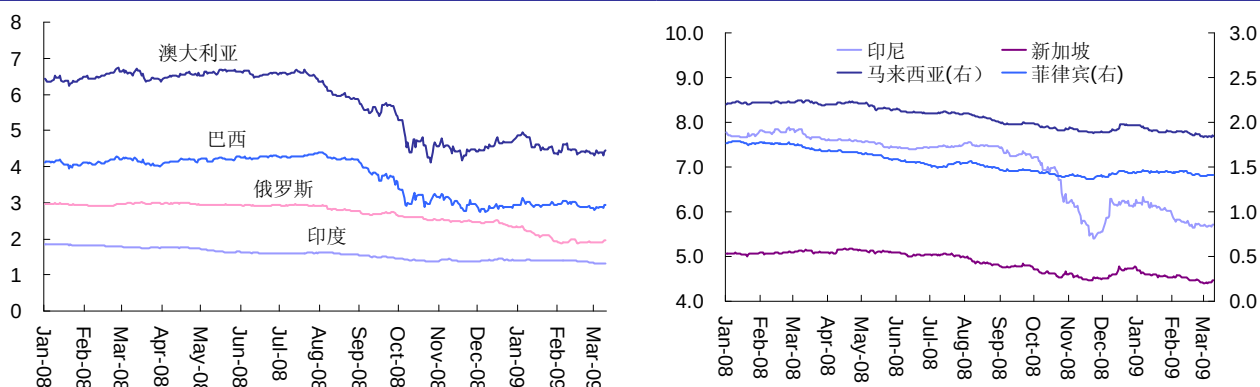
人民币的相对其他货币的升值对我国的出口同样造成了不小的压力。主要贸易伙伴中，大部分国家或地区的货币相对人民币都是贬值的。其中贬值幅度较大的包括：英国、欧盟、澳大利亚、巴西、韩国、印度尼西亚等。

图 4、主要贸易伙伴的汇率，兑人民币（一）



数据来源: Bloomberg。注: 日元、韩元经调整

图 5、主要贸易伙伴的货币汇率，兑人民币（二）



数据来源: Bloomberg。注: 印度、俄罗斯、印尼、菲律宾货币经调整

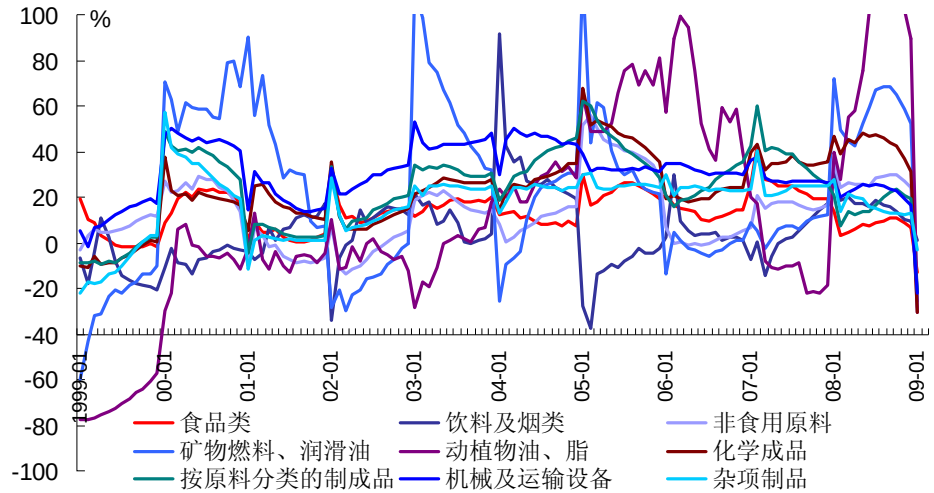
发达经济体对生活必需品的需求弹性较小，同时此类出口下滑较轻

出口分类中，输往美、日、欧的食品、饮料、服装鞋帽箱包出口下滑较轻，而输往新兴经济体的机械与运输设备、化学制品、非食用原料、动植物油脂下滑幅度较大。究其原因，可能是美国等发达经济体对食品、饮料、服装鞋帽等需求弹性较小，对新兴经济体对机械设备、化学制品类等的需求弹性较大（汇率的原因前面已经分析过）。

初级产品中，食品类、饮料及烟类的出口下滑程度较轻，非食用原料、矿物燃料及润滑油、动植物油脂的下滑幅度较大；工业制成品中，以服装、鞋靴、家具、照明用具为主的杂项类下滑幅度较小，化学成品、按原来分类的制成品、机械及运输设备下滑幅度较大。

可以预见的是，新兴经济体国家正在通过货币贬值，在需求弹性较低的低端消费品上与中国展开竞争，成为中国出口的竞争对手，而非中国出口的市场。

图 6、不同产品的出口下滑比较



数据来源：中经数据库

十年以来，包括东南亚国家、金砖三国等新兴经济体在中国出口中的比重则有明显的提升。因此，新兴经济体在中国出口中由市场转为竞争对手，对中国的出口影响更大。

表 3、出口依赖的全球化特征更加明显

	1999 年		2008 年
美国	21.5%	欧盟	20.5%
香港	18.9%	美国	17.7%
日本	16.6%	香港	13.4%
欧盟	15.5%	日本	8.1%
东南亚	6.2%	东南亚	8.0%
韩国	4.0%	金砖三国	5.8%
台湾	2.0%	韩国	5.2%
金砖三国	1.8%	台湾	1.8%
澳大利亚	1.4%	澳大利亚	1.6%
其他	12.0%	其他	18.0%

数据来源：中经数据库

2009 年贸易逆差将再现

根据我们的测算，美国内需回落一个百分点，中国对其出口增幅回落 5 个百分点；其他经济体内需的回落对中国出口的增幅影响更大，每回落一个百分点中国对其出口增幅回落 15 个百分点。

假设 09 年美国内需较 08 年水平回落 4 个百分点，由此中国对美出口增幅可能回落 20 个百分点至负 15% 的水平；而其他经济体内需预计会有三个百分点的下滑，对其出口增幅回落至负 20% 以上。根据中国目前对外出口的结构，09 年中国出口大致下滑 19%。

进口方面，我们总体判断下滑幅度将显著低于出口甚至有所增长。主要逻辑在于，政府为了保持经济增长在 8% 的一个较高的水平，国内的绝大部分产能还将得到利用，在产能不减的情况下对原材料的需求将不会减弱，同时国内进行的大规模技术、设备更新活动，将拉起对国外高附加值设备的需求。

进口方面，对中国历年的 GDP、消费、固定资产投资以及进出口的同比数据进行回归；在 09 年 GDP 增长 8%，消费增长 17%（全年 CPI 按 2%），固定资产投资增长 26.5%，出口下滑-19% 的假设前提下，09 年中国进口同比增长应当为零增长。此时，2009 年预计贸易顺差将收窄至 225 亿美元。考虑到 1~2 月份已经形成近 440 亿美元的贸易顺差，则今年接下来的时间，中国出现贸易逆差的可能性非常大。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券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。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。