

政策刺激下的环比反弹

——3月贸易数据点评

2009年4月14日

要点:

- ✧ 今年3月,我国进出口总值1620.2亿美元,同比下降20.9%;其中出口902.9亿美元,同比下降17.1%;进口717.3亿美元,同比下降25.1%;当月贸易顺差185.6亿美元,同比增加41.2%。
- ✧ 相对2月648.95亿美元的出口额,3月的902.91亿美元意味着出口环比上升了39.13%(未剔除工作日影响)。相对2月600.54亿美元的出口额,3月的717.29亿美元意味着出口环比上升了19.44%(未剔除工作日影响)。
- ✧ 劳动密集型产品出口环比上升是出口退税率提高等政策刺激的效果。但是一方面纺织等劳动密集型行业的退税空间已经不大,退税幅度再加大恐会引起贸易摩擦,后续政策刺激效果有限;另一方面这些为保就业而推出的权宜之计对长期产业结构的调整并没有帮助,仅能起到缓冲的效果。
- ✧ 3月进口细项中比较令人吃惊的是几个严重供过于求的商品出现净进口现象,如钢铁和铝。时隔3年多时间,我国再度成为粗钢净进口国。钢铁净进口的主要原因在于国外需求的低迷和国内钢材价格优势的消失。
- ✧ 未锻造的铝及铝材3月份的进口量高达14.72万吨,相比2月份60074吨的单月进口量,环比提升了145%,进口铝的来势汹汹主要缘于国内各省的收储行为。
- ✧ 供过于求的商品出现净进口的主要原因在于国内价格高于国际价格,结果导致一方面因需求不振而产能继续放空,另一方面投机套利盘介入,导致进口量猛增,令供求进一步失衡。
- ✧ 因此,进出口状况看似环比有所回升,但这些都是政策人为刺激之后的结果。而我们对这些政策在出口上的鼓励落后产能,在进口上的提升价格令投机升温等实际效果觉得比较担忧。

联系方式

研究员: 郑旻
联系人: 朱厚中
电 话: (86-21) 51097188-1823
电 邮: zhengmin@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号
11515 金穗大厦 15F(200120)

一、出口环比好转

据海关统计，今年3月份，我国进出口总值1620.2亿美元，同比下降20.9%；其中出口902.9亿美元，同比下降17.1%；进口717.3亿美元，同比下降25.1%；当月贸易顺差185.6亿美元，同比增加41.2%。

相对2月648.95亿美元的出口额，3月的902.91亿美元意味着出口环比上升了39.13%（未剔除工作日影响）。因环比的变化比较及时，比同比更有说服力，再加上进出口与工作日关联度并不高，我们分析中便不剔除工作日影响，不过经过仔细分析细项，我们发现环比的大幅上升中存在如下问题：

1、出口环比增速较快的产品集中在服装等劳动密集型行业

像服装及衣着附件在3月的出口额为74.28亿美元，相对2月的41.1亿美元出口上升了80%，但仍比1月105亿美元的额度下降了近三成；鞋类3月出口额为20.8亿美元，环比上升了50%，但比1月的29亿美元仍下降了28%；旅行用品及箱包在3月出口9.82亿美元，环比上升了100%，但比1月仍下降14.8%；家具及其零件出口22.28亿美元，环比上升87%，但比1月仍下降9%。劳动密集型产品出口环比上升是出口退税率提高等政策刺激的效果，自2008年7月以来，国家已先后4次调高纺织、服装产品的出口退税率，4月1日的最后一次将纺织服装的出口退税率继续上调达到16%，我们预计4月的劳动密集型产品出口仍将保持3月的良好势头。但是一方面纺织等劳动密集型行业的退税空间已经不大，退税幅度再加大恐会引起贸易摩擦，后续政策刺激效果有限；另一方面这些为保就业而推出的权宜之计对长期产业结构的调整并没有帮助，仅能起到缓冲的效果。

2、初级产品出口环比表现平平

去年出口产品结构中，我们发现初级产品所占比重很高，而今年的初级产品出口有越来越低趋势。不过，这并不代表出口的产品结构好转，而预示着一个更为深刻的问题：国内外产品价格紊乱。

表 1：部分初级产品当月出口值

时间	成品油出口值(万美元)	煤出口值(万美元)	钢材出口值(万美元)
2008-01	84529.1	40566.4	349118
2008-02	92274.9	22606.4	276534
2008-03	90321	13068	366648
2008-04	95201	39912.5	443826
2008-05	122518	51825.8	546476
2008-06	122773	81006.1	543863
2008-07	149993	59442.8	783562
2008-08	129074	42971.5	879246
2008-09	132866	26974.5	794056
2008-10	129111	39006.5	580531
2008-11	97429.5	40361.1	387666.4
2008-12	120425.9	66284.9	392686.6
2009-01	53434	48235.7	235334.7
2009-02	62923.5	18922.6	176254.8
2009-03	58121.4	27186.8	180018.8

资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

从统计表上来看，成品油出口3月的环比减少，而煤炭及钢材出口在3月的环比略有上升，但幅度都不大。

我们从上述表格中发现两个问题：一是成品油出口很好地诠释了国内外商品价格高低错

落的周期。2006 年最后 4 个月，每月出口成品油是 5 到 6 亿美元，这是比较正常的。随着国际原油价格上升，我国价格体制的僵硬，国内成品油价格显著低于国际价格，这时我们看到成品油出口快速上升，到 2008 年 7 月的高峰，达到了 15 亿美元左右。而随着国际原油价格的回落，我国商品价格毫无弹性地又处于相对高位，这导致成品油出口大幅下降。

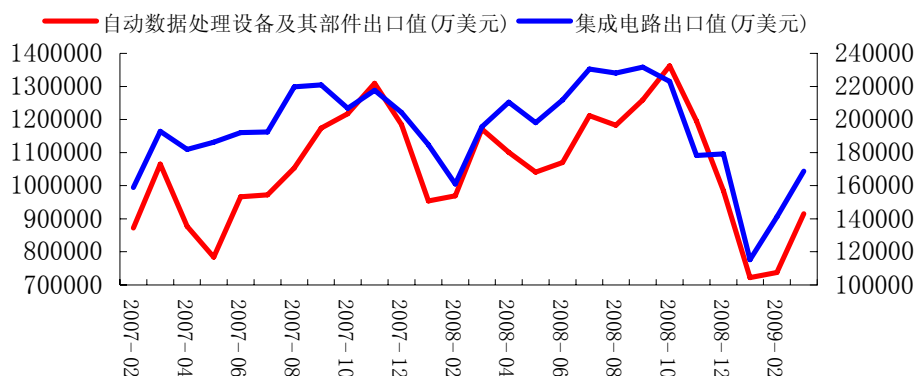
二是煤炭、钢铁等初级产品即使出口环比略有上升，但绝对值与 2008 年平均水平相比都出现了很大程度的萎缩。钢铁 3 月 18 亿美元的出口相对 2008 年年中的 7、80 亿美元出口是下降了不少。

因此，由于初级产品基本属于同质商品，附加值都不高，其出口规律如下：当国内价格远低于国际价格，出口大幅上升，就如 2008 年年中的原油和成品油那样；当国内价格远高于国际价格，出口大幅下降。从当前货币当局有意培养通胀预期的态势来看，初级产品将有较长的时间呈现国内比国际贵的情况，这部分的出口将依然萎缩。

3、高附加值产品环比略有好转

我们统计了部分高附加值产品的出口状况，发现虽然同比均有所下降，但环比状况有所好转。

图 1：部分高附加值产品出口状况



资料来源：海关总署、国元证券研究中心

自动数据处理设备及其部件出口值在 3 月达 91 亿美元，虽然比 2008 年 3 月的 117 亿元减少了 22%，但比 2 月的 74 亿元上升了 23%；集成电路出口值在 3 月约为 17 亿美元，虽然同比有 15% 的下降，但环比有 19% 的上升。

这些高附加值产品环比略出现向好的迹象是值得庆贺的，但我们也应该客观地看到，这些产品的出口额在去年 4 季度后大幅回落，是在回到极端低点之后出现的环比反弹，后续能否持续上升，取决国际市场的需求状况。

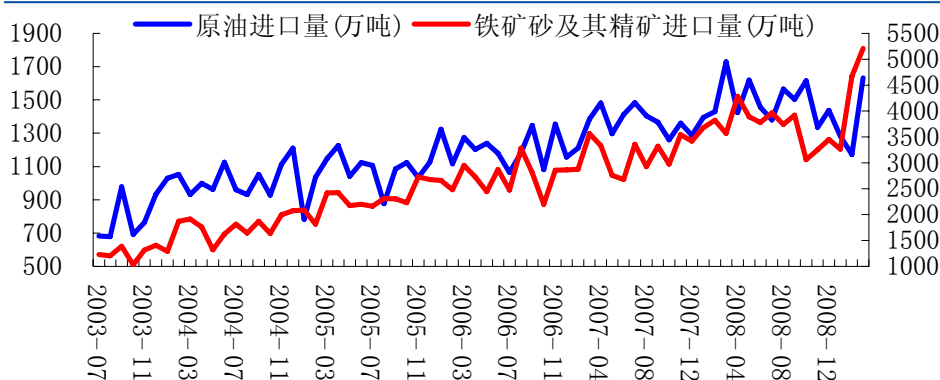
二、进口环比增加

相对 2 月 600.54 亿美元的出口额, 3 月的 717.29 亿美元意味着出口环比上升了 19.44% (未剔除工作日影响)。表面上看，进口增加意味着下游需求的上升，环比比同比更有说服力，而且这一点也与工作日并无多大关联，所以我们并未剔除工作日的影响。不过仔细研究了进口细项，我们也发现了如下的问题：

1、初级产品进口环比大幅飙升

铁矿石和原油作为与经济关联度最大的两个初级产品，3 月进口数值环比出现大幅飙升。3 月原油进口 1634 万吨，仅次于去年 3 月的 1730 万吨，成为历史第二个最大进口月份，环比大增 39.3%。而铁矿砂及其精矿进口则高达 5208 万吨，环比增加 11.42%，创下历史进口天量。

图 2：原油和铁矿砂进口状况



资料来源：海关总署、国元证券研究中心

铁矿石价格从3月份到港价为80美元/吨，当前回落到了60美元/吨，如果这些进口的铁矿石都在贸易商手里，理论上浮亏已高达10亿美元。在铁矿石进口大幅上升的同时，国内钢铁价格却在大幅下跌，产能过剩状况异常严重。我们以前分析过，钢铁行业已率先进入第一次“补库”完成后的“再次去库存化”过程中，但是由于钢厂和贸易商在第一次“补库”过程中，误判了下游需求状况，导致进口铁矿石创历史新高并大幅亏损。

有资料表明，截止4月13日，国内19个港口的铁矿石场内库存达到6774万吨，加场外堆存的，港存矿石总量预计在7500万吨到8000万吨之间，这个数字逼近去年国内铁矿石库存最高点。如果钢铁需求仍无法回暖的话，我们预计在接下来的几个月里铁矿石进口将大幅度减少，以消化库存。

原油进口有类似的状况。我们发现3月的成品油进口为320万吨，比2月的338万吨环比出现了5%的下降，但原油进口却环比大幅上升。这预示着国内炼油厂看好后市，大量买进原料囤积，与上述铁矿石的贸易商及钢厂囤积铁矿石的道理类似。这些进口原油的厂家日后究竟能否盈利，仍需观察下游的需求而定。

因此，尽管初级产品的进口环比大幅上升，但我们还不能从中得到下游需求恢复的信号，仍需一段时间的观察。

2、严重供过于求的商品惊现净进口

3月进口细项中比较令人吃惊的是几个严重供过于求的商品惊现净进口现象，如钢铁和铝。

3月份我国钢材及钢坯出口合计167万吨，环比增加7%；进口173万吨，环比增加24%；3月粗钢出现净进口6万吨，时隔3年多时间，我国再度成为粗钢净进口国。自2006年4月以来，中国一直是钢材净出口国，净出口额通常为数十亿美元。在钢材出口最多的2008年8月，净出口额高达75亿美元。

钢铁净进口的主要原因在于国外需求的低迷和国内钢材价格优势的消失。截至4月10日的最新数据显示，各钢材品种价格我国均高于独联体出口价，螺纹钢每吨高出151美元。从目前中钢协了解的情况看，企业的出口订单仍旧不乐观，即使4月1日上调了部分钢材产品的出口退税，预计4月份中国钢材的出口形势依旧严峻。

未锻造的铝及铝材3月份的进口量高达14.72万吨，相比2月份60074吨的单月进口量，环比提升了145%；今年1-3月的累计进口量则为26.36万吨，同比亦有12.2%的提升。相对应的，1至3月国内未锻轧铝的出口量较去年同期减少75.4%，至36,989吨；3月出口量仅为8,351吨。

进口铝的来势汹汹主要缘于国内各省的收储行为，年初至今，除国储先后两次收储59万吨铝之外，包括云南、广西、陕西、河南也先后抛出了铝的收储计划，计划收储规模超过100万吨。收储造成国内现货市场的铝价升水，从而带动沪铝的上扬；而在国内外比价关系的作用下，两市套利的铝锭自然流入国内市场。而海外铝的流入势必将给国内铝

价的持续上行造成一定的压力。

可见，供过于求的商品出现净进口的主要原因在于国内价格高于国际价格，结果导致一方面因需求不振而产能继续放空，另一方面投机套利盘介入，导致进口量猛增，令供求进一步失衡。

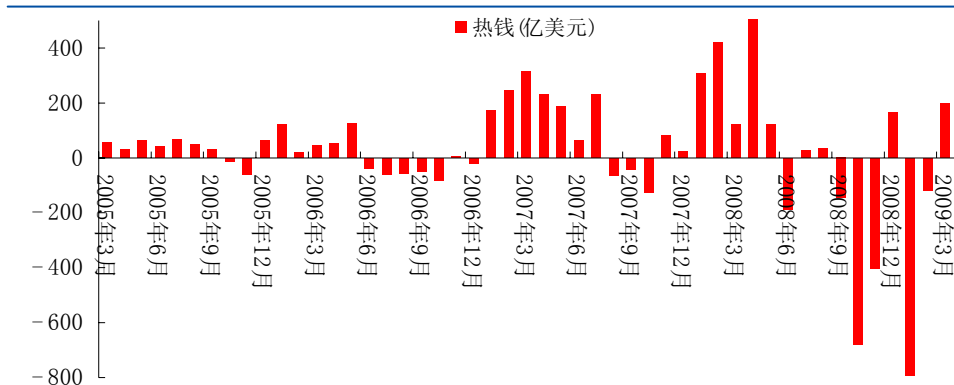
因此，进出口状况看似环比有所回升，但这些都是政策人为刺激之后的结果。而我们对这些政策在出口上的鼓励落后产能，在进口上的提升价格令投机升温等实际效果觉得比较担忧。

三、资金仍有流出倾向

从央行公布的外汇储备数据来看，1、2 和 3 月的外汇储备余额分别为 19135 亿、19121 亿和 19537 亿美元，扣除这三个月的贸易顺差及前两个月的 FDI 数据，我们看到今年 1 月和 2 月仍有无法解释的外汇流出现象，数额分别为 792 亿美元和 121 亿美元。虽然 3 月 FDI 数据未出，但大致估计为流入 200 亿美元左右。

我们发现资金流向与人民币升值预期密切相关，而资金流入或流出的动向则对国内资产价格有一定的正面或负面影响。从去年 9 月起“热钱”呈现流出趋势，至今该趋势仍保持。尽管去年 12 月和今年 3 月有一定资金流入迹象，但单月数据不足以判断转势。

图 3：热钱统计



资料来源：中国人民银行、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn