

市场有风险，投资需谨慎。

宏观策略专题

欧美补库存活动提升中国出口增长预期

2010年02月11日	孙方红 联络员	0755-626432	Sunfanghong001@pingan.com.cn
	刘琳娜 宏观研究助理	0755-627805	Liulinna001@pingan.com.cn

主要观点

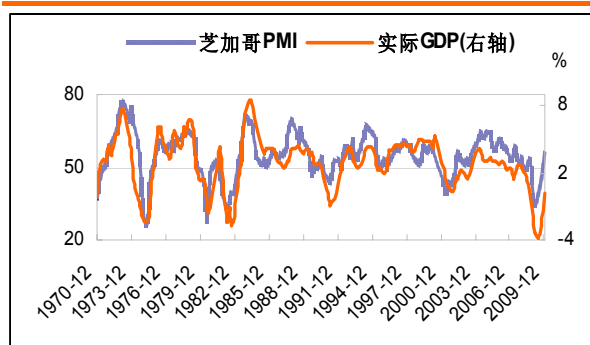
- 1、根据我们对近期美国补库存活动的观察，美国企业补库存在2010年上半年持续的可能性较大，并将因基数的影响而表现为较明显的增幅；而欧盟和日本库存变动周期分别滞后美国大概3、6个月，且企业库存在历史低位。因此，发达国家陆续开始的补库存过程将有可能延续至2010年3季度，推升中国出口增长预期，最新公布的我国出口数据也表明这一态势延续的可能性。
- 2、根据历史上美国补库存活动发生的顺序，我们初步判断：2010年1季度开始中国纺织服装、箱包及类似容器类出口有望实现正增长；随之是音响、电脑及办公器械类的出口增长显现；机械和交通运输设备类出口将从2010年2季度开始改善。
- 3、我们对下半年国际经济形势的演变，从而对出口增长的持续性，谨慎乐观。在发达国家失业率有可能继续攀升、整体消费和投资低迷、欧洲多国的债务困境、美元升值及贸易保护加剧的背景下，需求扩张趋势的形成大约是一个较为缓慢的过程，而当前因基数影响带来的明显增长将会有有一个回落过程，因此全年实质性需求增长仍然有限，而人民币汇率的上行压力也将使对汇率敏感的出口企业面临风险。

一、美国企业库存处于底部区间

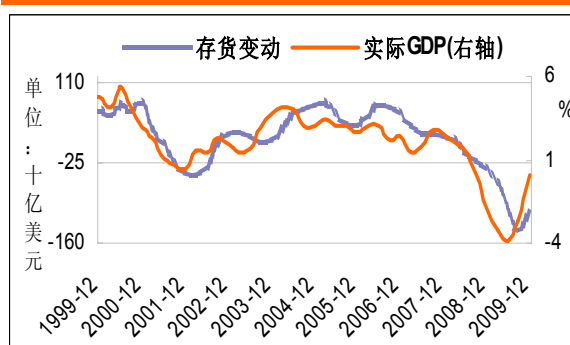
从历史数据看,美国芝加哥采购经理人指数领先实际 GDP 增速约 3 个月(图表 1), GDP 增速领先库存变化约 3 个月(图表 2)。根据这样的变化顺序,我们看到,自 09 年 3 季度以来,芝加哥采购经理人指数萎缩幅度开始放缓,目前已站在 50 以上,扩张性有所扩大。近期制造业就业萎缩幅度的收窄、制造业新订单出现大幅改善、临时工就业人数环比连续 4 月正增长等等,都表明:PMI 在 09 年 2 季度已经阶段性见底, GDP 增速在 09 年 3 季度见底, 09 年 4 季度开始库存增长周期也正在逐渐展开。

从美国企业批发库存情况看,当前尽管仍处于历史低位,但非耐用品库存的改善已显起色。自 09 年底以来整体批发库存降幅明显改善,非耐用品库存的改善幅度远超过耐用品(图表 3),非耐用品新订单的改善幅度也好于耐用品(图表 4)。近期费城联储制造业调查指数显示企业资本支出分项连续 5 个月上升(图表 5),因此,我们认为未来几月耐用品补库存周期有望开始。

图表 1 芝加哥采购经理人指数领先实际 GDP 约 3 个月

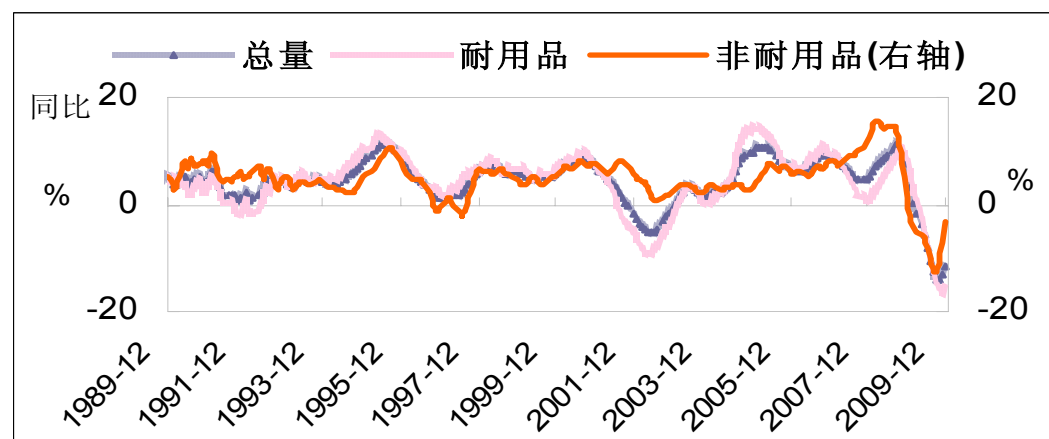


图表 2 美国实际 GDP 增速领先存货变动约 3 个月



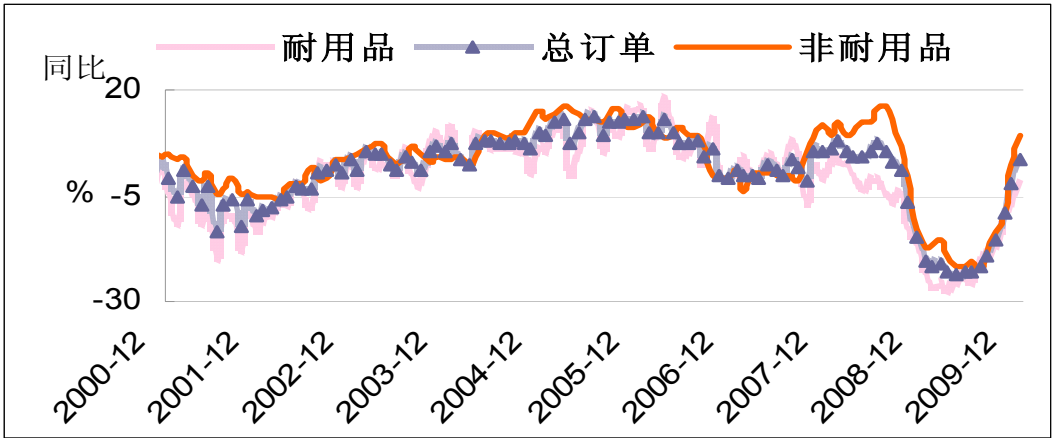
资料来源: CEIC / 平安证券综合研究所

图表 3 目前非耐用品库存降幅收窄明显



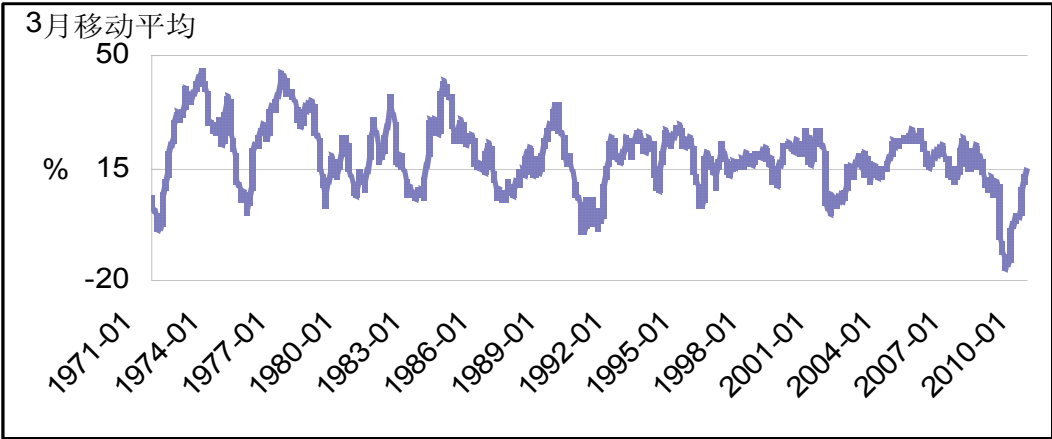
资料来源: CEIC / 平安证券综合研究所

图表 4 制造业新订单大幅改善



资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

图表 5 费城联储制造业调查显示资本支出上升

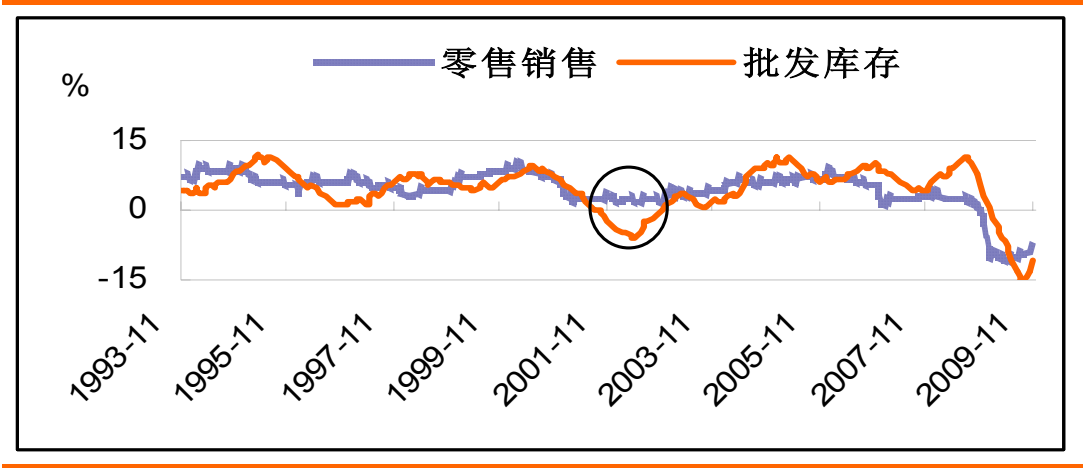


资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

二、美国企业补库存可能在 2010 年上半年持续

2000 年网络科技泡沫破裂后，美国零售销售同比增速在持续回落之后停留在 2.6 %左右的水平，并持续了 22 个月时间；而同期批发库存则经历了一个持续下跌的过程，直到 2002 年 2 季度末开始回升，因此 2002 年 2 季度到 2002 年年末这段时期，是库存前期大幅萎缩后的补库存，大约持续了 9 个月（图表 6）。鉴于此次经济衰退程度比上次严重，失业率约为上次衰退期的两倍，企业对投资前景普遍谨慎，我们认为，美国补库存活动将会持续数月，但其上升幅度和后续持续时间还需要看总体经济的恢复程度。

图表 6 美国上次经济衰退期补库存持续约 9 个月

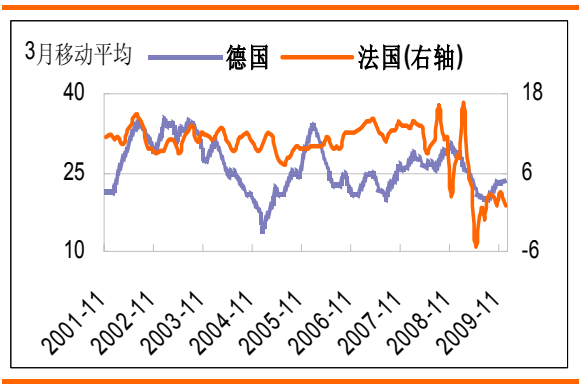


资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

三、2010 年 1 季度欧盟有望开始补库存

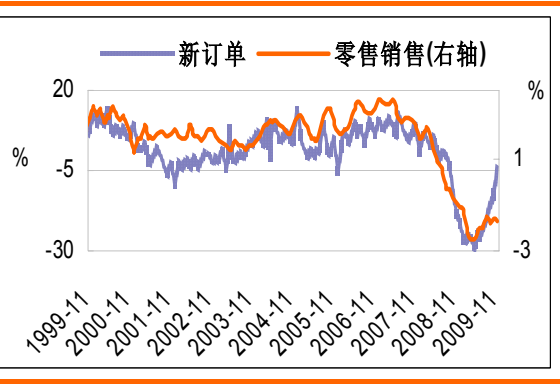
欧洲委员会零售贸易信心指标显示德国、法国库存数量短期已摆脱了前期大幅萎缩的状况，开始回升（图表 7）；自 2009 年 10 月以来欧盟制造业新订单增长较快，但零售销售增长相对缓慢，反映了企业一定的补库存需求（图表 8），但幅度还会比较有限。欧盟库存变动周期大概滞后美国 2-3 个月（图表 9），因此，我们预计欧盟企业在 2010 年 1、2 季度开始补库存的可能性较大。

图表 7 德法零售贸易库存开始回升



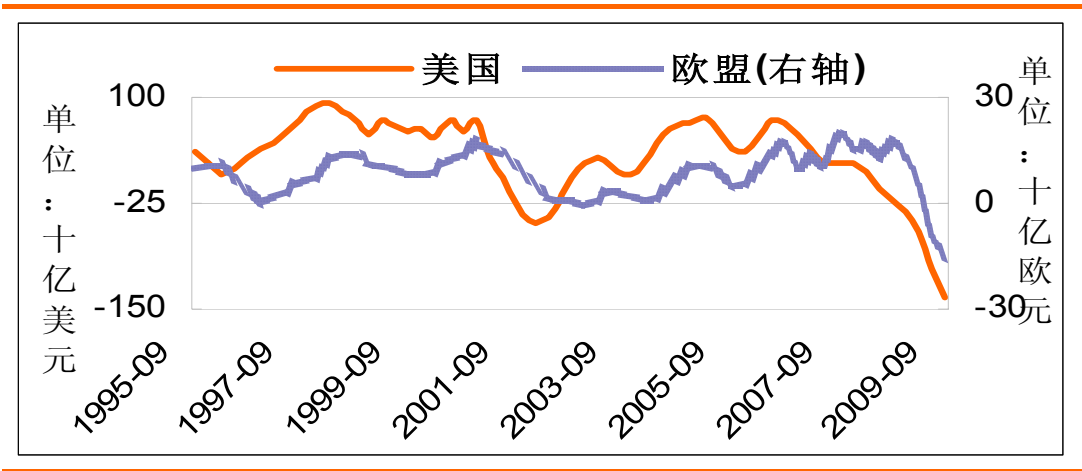
资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

图表 8 欧盟新订单增幅远超零售销售



资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

图表 9 欧盟存货变动周期滞后于美国 2-3 个月



资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

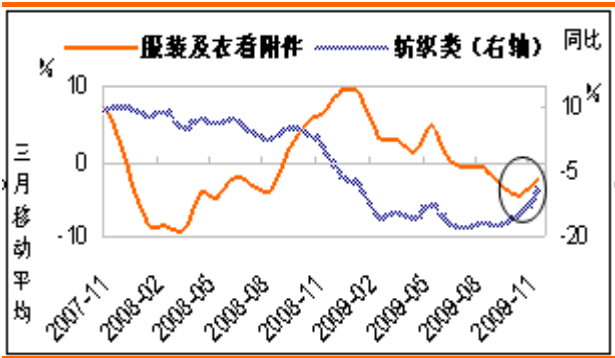
四、欧美补库存将至少在 2010 年前三季度推动中国纺织服装及部分机械类出口增长

由于中国对欧、美出口占中国出口总额的比重高达 40%(包括香港转出口至欧美的部分)，因此，美国补库存的持续和欧盟补库存周期的开始，其叠加影响将延长对中国出口的利好时间，预计将持续至 2010 年三季度末，为年内中国出口部门的恢复增长提供了基础。

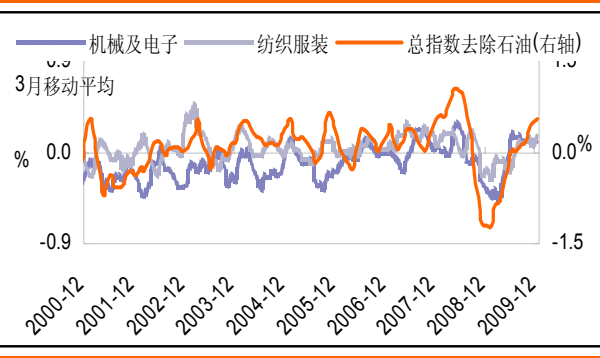
1、2010 年 1 季度开始中国纺织服装、箱包及类似容器类出口得到改善

在中国纺织品出口中欧盟和美国占比约在 35%左右，由于欧美非耐用品类的补库存周期率先开始，自 09 年 9 月以来美国从中国进口的纺织品同比降幅已显示大幅收窄，进口的服装及衣着附件也出现改善迹象（图表 10）；预计 2010 年 1 季度开始中国的纺织服装、箱包及类似容器类出口将实现正增长，从近几个月主要进口品价格指数的快速攀升可见需求恢复势头较好（图表 11）。

图表 10 美国从中国非耐用品进口出现改善



图表 11 美国对中国主要进口品价格环比快速攀升



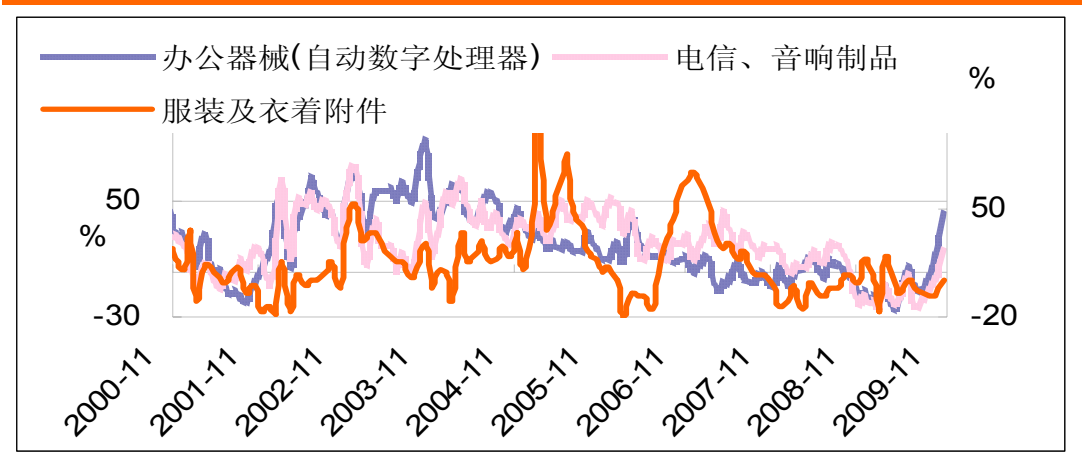
资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

2、中国音响及办公器械类出口有望继续增长

自 09 年 9 月以来美国电脑类和商业器械类库存同比已连续 3 个月收窄；在中国音响及办公器械类出口中欧盟和美国占比约 65%，目前这些类别对美国出口降幅已经收窄（图表

12)。随着欧美前期萎缩过度的资本支出的改善，中国的商业、办公器械、电信和音响制品品类、及电脑产品出口有望继续增长。

图表 12 美国从中国进口品实际增速上升较快

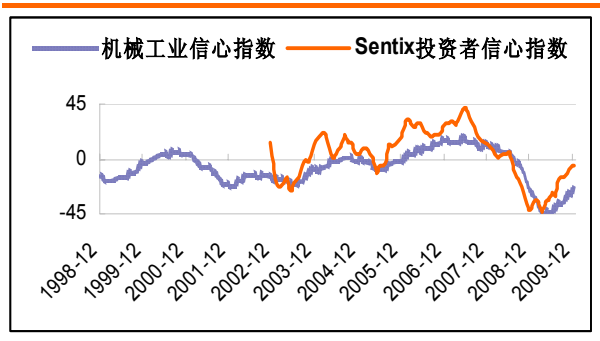


资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

3、中国机械和交通运输设备类出口将从 2 季度开始改善

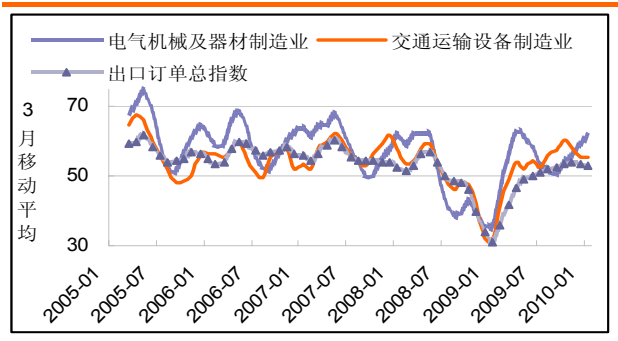
美国上次经济衰退周期显示，在商业器械和电脑产品见底后约 6-7 个月，机械和电子类库存见底。因此机械和电子类库存有望在 1 季度末见底，将推动欧美这类产品进口在 2 季度改善；而美国和欧盟占中国机械和交通运输设备出口总量的 45%左右，欧美补库存周期从 2 季度开始的叠加效应以及低基数效应都将促进中国这类产品出口的改善，近期美国费城联储制造业调查资本支出分项和欧盟信心调查指数出现改善迹象（图表 13），将进一步利好这类产品的出口，中国 PMI 出口订单指数持续扩张也反映了这点（图表 14）。

图表 13 欧盟投资信心指数改善



资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

图表 14 中国 PMI 出口订单指数持续扩张

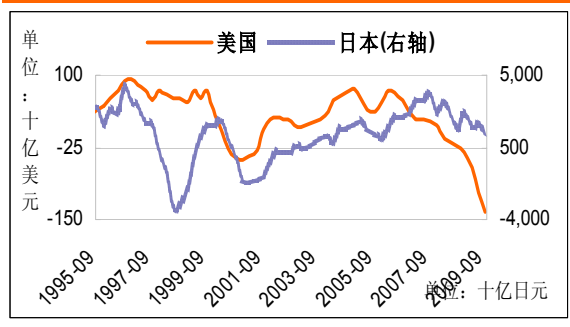


五、日本补库存将在 2010 年 2-3 季度促进中国纺织服装及部分机械类出口增长

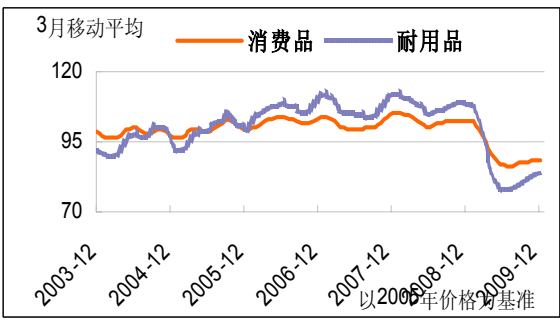
日本库存变动大概滞后美国 6 个月（图表 15），且自 08 年底以来日本企业库存大幅萎缩，现在处于历史低位（图表 16），因此日本企业有可能在 2010 年 2、3 季度开始补库存。中国出口至日本占中国出口总量约 8.5%，日本企业的补库存至少将在 2010 年 2-3 季度带动纺织服装类，机电、音响设备及零附件类出口的增长。但此次衰退中日本

企业库存萎缩不如美国严重，也好于 1997 年亚洲金融危机和 2000 年网络科技泡沫破裂后的经济时期，因此企业补库存的上升空间相对比较有限。

图表 15 日本企业库存变动滞后美国 6 个月



图表 16 目前日本企业库存处在历史低位

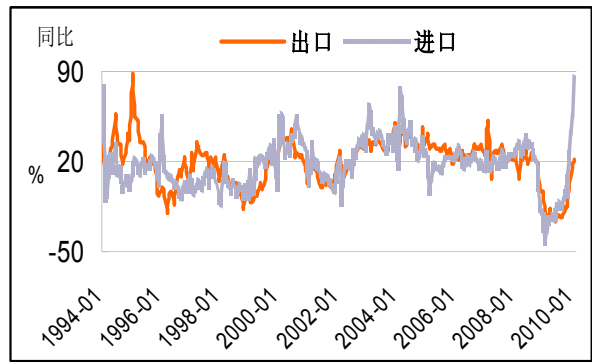


资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

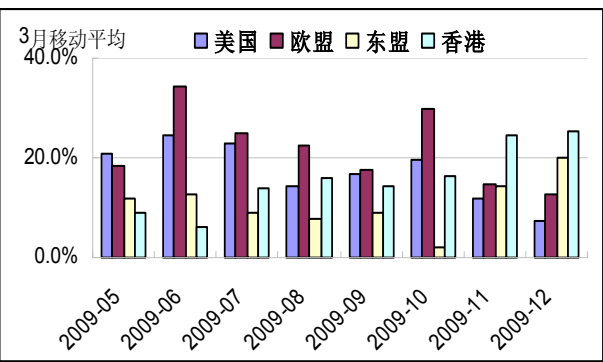
六、欧美补库存过程是稳定中国主要出口市场的重要因素，而当前增长的主要来源在于发展中国家市场

从海关总署昨日公布的 2010 年 1 月份的进出口数据来看，出口同比增长 21.1%，进口增长 85.5%，和去年同期的出口下降-17.6%和进口下降 43.1%相比，有了十分明显的转变。从总量的变化上看，当前 1 月份的出口总量基本相当于 08 年 1 月份的水平，进口规模略高于 08 年 1 月，应该说恢复状况良好（图表 17）。其中，对欧盟出口同比增长 17.7%，对美增长 8.4%，对日本增长 4.7%，而对东盟的出口增长达到 52.8%，对巴西增长 78.7%。从目前的市场变化情况看，欧美市场在中国出口中所占比重很大，因此其恢复增长，即使相对缓慢，对于稳定中国的出口都具有十分重要的意义。显然地，发展中国家经济的增长势头远好于发达国家，其市场将可能成为我国出口结构调整的重要战略方向。总体看，欧美当前的补库存过程是稳定中国主要出口市场、稳定出口增长的重要的积极因素，而增长快的部分则来自于发展中国家市场（图表 18）。

图表 17 中国进出口恢复情况良好



图表 18 中国主要出口市场占出口增量的比重



资料来源：CEIC / 平安证券综合研究所

七、结论

1、发达国家陆续开始的补库存过程将有可能延续至2010年3季度，推升中国出口增长预

期；2010年1季度开始中国纺织服装、箱包及类似容器类出口有望实现正增长；随之是音响、电脑及办公器械类的出口增长显现；机械和交通运输设备类出口将从2010年2季度开始改善。

- 2、欧美当前的补库存过程是稳定中国主要出口市场、稳定出口总规模的重要的积极因素，而增长快的部分则来自于发展中国家市场。
- 3、在欧美失业率居高不下、整体消费和投资低迷、贸易保护主义升级的背景下，后期库存进一步上升幅度将受到制约，出现反复也是不可避免的，将可能阻碍中国出口复苏进程，从而加剧出口月度数据的波动。
- 4、目前欧元区内某些国家债务危机风险上升（希腊、西班牙、爱尔兰、葡萄牙），欧元区经济复苏晚于美国、及滞后于美国的政策转向预期等因素使欧系货币面临下行压力，将加剧人民币对其他货币、特别是欧系货币的上行压力；另外对中国先于美国实施紧缩政策的预期将加快人民币汇率升值步伐，这些因素都将使对汇率敏感的出口企业面临一定风险。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010年版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257