

中国出口或已自然见顶, 翘尾因素主导 CPI 涨幅

内容要点:

- 2010年2月份中国的出口总值为945亿美元, 同比增长45.7%; 进口总值869.1亿美元, 同比增长44.7%。出口数据表面靓丽, 但未剔除2个重要的扰动因素: 1. 春节在不同年份分别落入1、2月份带来的“错月效应”; 2. 金融危机对中国出口带来外部冲击导致的“低基数效应”。
- 为剔除“错月效应”, 合并计算1—2月份的进出口情况, 则2010年1—2月份的出口增速为31.3%, 与2002年至2008年(中国加入世贸组织至金融危机前)的1—2月份出口年度复合增长率(CAGR) 30%基本持平。
- 金融危机对中国出口的外部冲击在09年2月份到达峰值, 导致异常的低基数效应和2010年数据的不可比。为剔除“低基数效应”, 计算2010年1—2月份至2008年1—2月份出口增速的年度复合增长率为1.7%, 远低于危机前30%的年度复合增长率。显示中国的出口增速已经脱离原有的长期增长轨道, 步入自然见顶区域。
- 2月份CPI同比上涨2.7%, 其中翘尾因素贡献0.8个点, 1月份新增涨价因素贡献0.7个点, 2月份新增涨价因素贡献1.2个点。由于2月份为春节月份, 1.2%的新增涨价完全符合预期, 且低于15年来由于春节因素带来的平均物价涨幅(1.42%), 未见明显通胀压力。
- 春节过后物价的环比快速回落将大部分对冲翘尾因素对物价的拉动, 3月份CPI有望回落至2.5%左右。翘尾因素在6、7月份达到顶峰至2.1%, CPI则有望见顶至3.5%左右。
- 预计央行将在3月份和6月份分二次提高存款准备金率至17.5%。

研究所副所长

首席宏观研究员: 张帆

电话: (021) 68761616-8296

邮箱: zhangfan@tebon.com.cn

地址: 上海福山路 500 号城建国际中心
26 楼

电话: (8621) 68590808

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

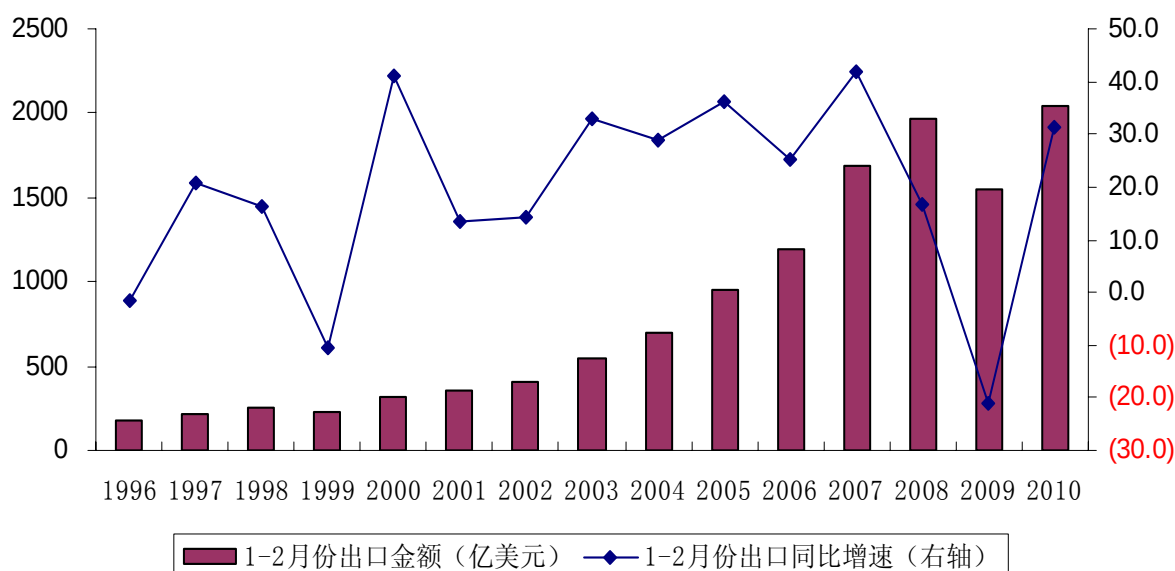
一、2 月份出口数据表面靓丽，内藏隐忧

海关总署发布的外贸数据显示，中国 2 月份进出口总值 1814.30 亿美元，同比增长 45.2%；其中，出口总值 945.20 亿美元，环比减少 13.7%，但同比增加 45.7%；进口总值 869.1 亿美元，环比下降 8.9%，而同比增加 44.7%。2 月份顺差 76.12 亿美元，环比上月的 141.5 亿美元下滑 46.2%，同比则增长 57.2%。今年 1-2 月份总顺差为 217.60 亿美元，同比去年前两个月的 438.85 亿美元下滑 50.4%。

由于出口数据的季节性因素很强，且存在春节的“错月效应”，因此环比数据不具备实质性参考意义。而从同比数据本身来看，出口表现靓丽，但值得关注的是，2 月份同比数据未剔除 2 个重要的扰动因素：1. 春节在不同年份分别落入 1、2 月份带来的“错月效应”；2. 金融危机对中国出口带来外部冲击导致的“低基数效应”。

为剔除“错月效应”，合并计算 1-2 月份的进出口情况，则 2010 年 1-2 月份的出口增速为 31.3%，与 2002 年至 2008 年（中国加入世贸组织至金融危机前）的 1-2 月份出口年度复合增长率（CAGR）30% 基本持平。金融危机对中国出口的外部冲击在 09 年 2 月份到达峰值，导致异常的低基数效应和 2010 年数据的不可比。为剔除“低基数效应”，计算 2010 年 1-2 月份至 2008 年 1-2 月份出口增速的年度复合增长率为 1.7%，远低于危机前 30% 的年度复合增长率。显示中国的出口增速可能已经脱离原有的长期增长轨道，步入自然见顶区域。未来中国出口的长期年度增长率可能回落至 5% 以下区域。

图一、2010 年 1-2 月份出口金额和同比增速



数据来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

二、2010 年出口增速的变化主要取决于基数效应，呈“U”型变化。

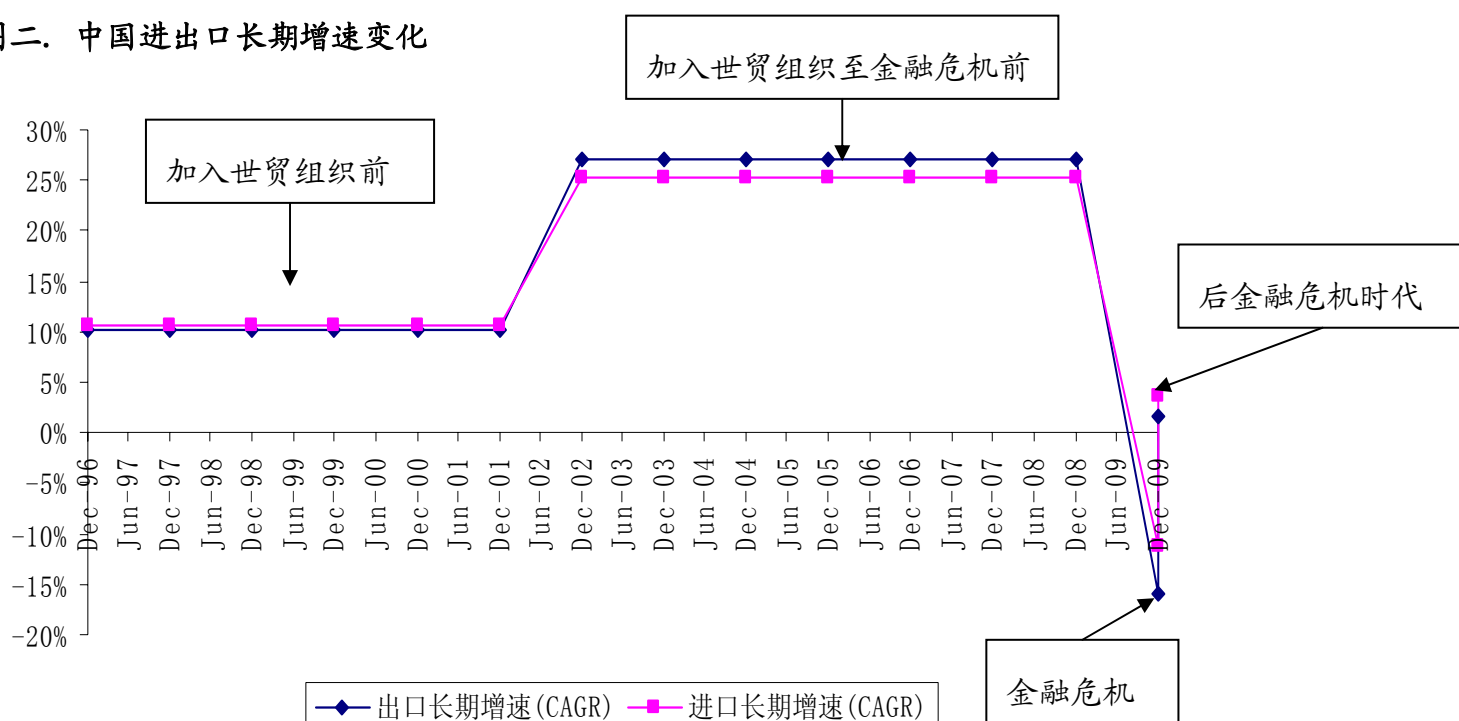
由于中国出口在危机后的增长率显著低于危机前的长期增长率水平，并步入 5% 左右的缓慢增长见顶区域，2010 年的出口同比增速变化主要取决于 2009 年基数变化效应。2009 年出口的恢复性快速反弹集中在 2009 年的二、三两个季度，因此高基数效应将导致 2010 年出口增速在二三两个季度维持较低的水平；另一方面，一季度由于低基数效应将导致 2010 年出口在一季度的高增长；而 2009 年四季度出口的旺季不旺也会带来低基数效应并导致 2010 年四季度出口增速的重新攀高。总体来看，2010 年的出口增

速将呈现 2 头高中间低的“U”形走势。

三、出口长期增速水平将高于进口增速，2012 年或步入全面贸易逆差阶段

从进口数据表现来看，与出口数据表现类似：剔除掉春节的“错月效应”和金融危机冲击导致的“低基数效应”后，进口的长期增速也出现了显著低于危机前的变化。2010 年 1—2 月份相对于 2008 年 1—2 月份的进口年度复合增长率为 3.71%，远低于中国加入世界贸易组织至金融危机前 7 年间的长期增速 30.1%的水平。由于中国经济体量的迅速增长，目前要素瓶颈全面显现（劳动力、资源、环境、能源等），未来的进口的长期增长水平可能会高于出口增速的长期水平，中国持续出现贸易顺差的局面将在未来几年发生彻底扭转。

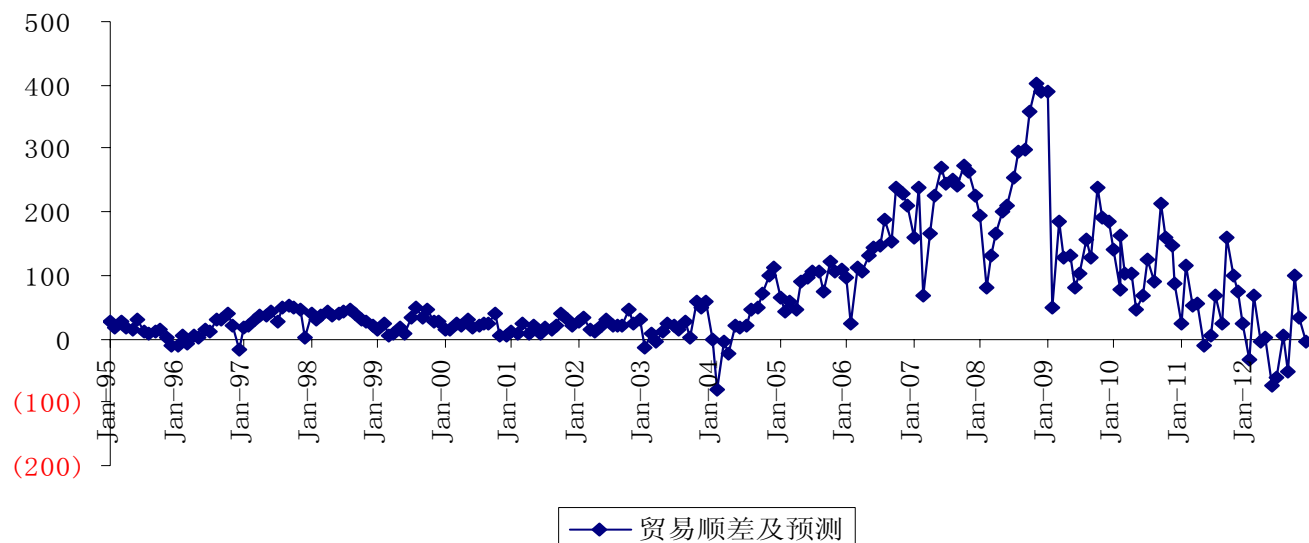
图二. 中国进出口长期增速变化



数据来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

贸易顺差目前维持在较高水平将加剧国际社会对人民币升值的政治和经济压力。但我们认为，金融危机之后，中国出口的长期增长水平可能已经大幅下降，并步入自然见顶区域。未来的进口增速在国内资源紧张的局面下，其长期水平将高于进口增速。即使维持人民币目前的名义汇率水平不变，国内要素价格的上涨也将推高人民币实际汇率，对中国的出口构成负面压力。**不考虑人民币升值和国内要素资源价格上涨对出口的负面冲击**，仅假设后危机时代出口增速的长期水平为 2% (CAGR)，进口增速的长期水平为 4% (CAGR)，则中国最快将在 2012 年步入全面贸易逆差阶段。如人民币重新步入缓慢升值通道，或国内通胀压力持续上升，则中国进入贸易逆差的时间节点可能大幅提前至 2011 年。

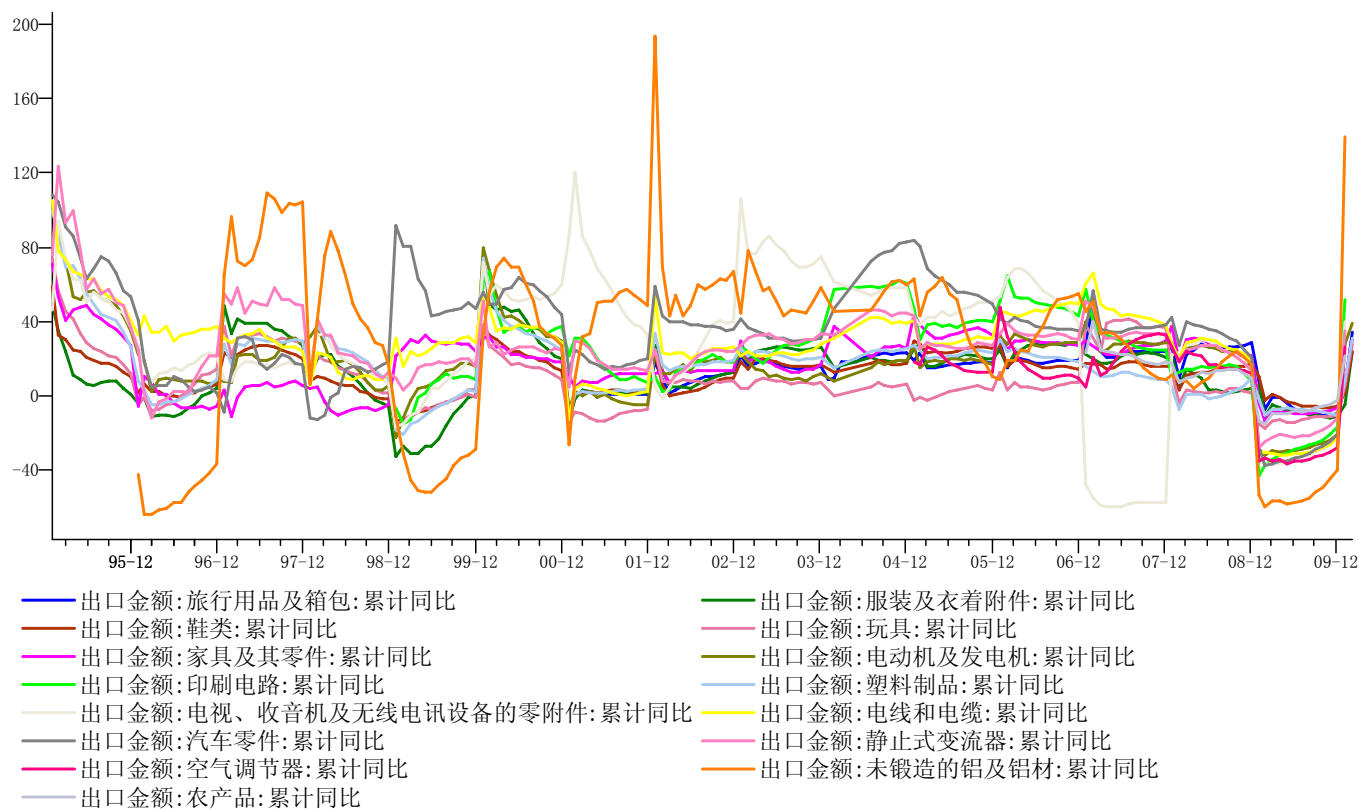
图三. 中国月度贸易顺差及预测



数据来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

四. 分部门来看, 机电、汽车零配件、家电、印刷电路及纺织鞋帽箱包等出口反弹最好

图五. 分行业出口增速变化



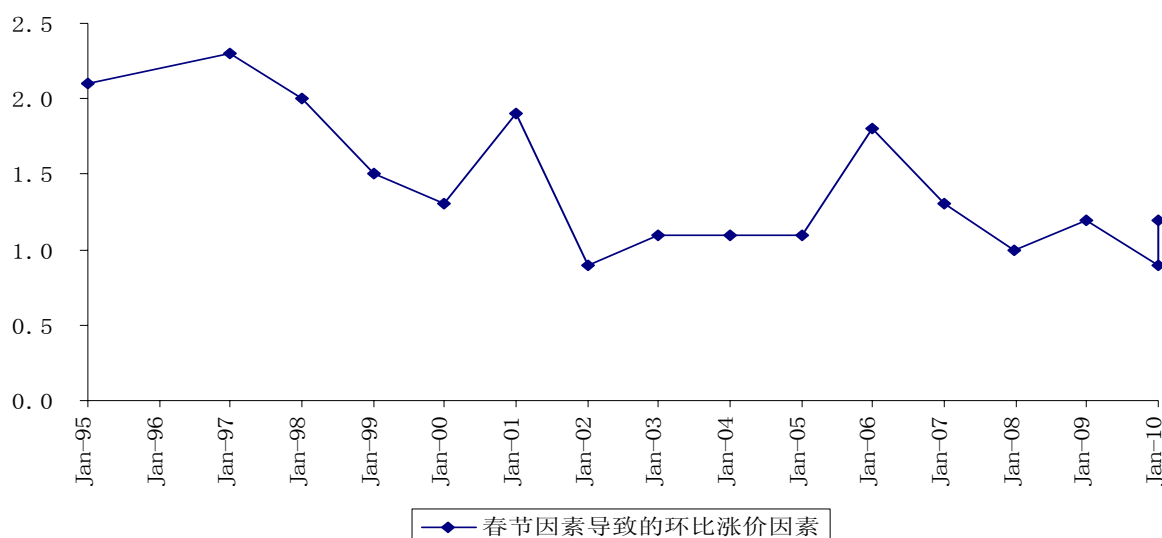
数据来源: Wind 资讯、德邦证券研究所

五. CPI 增速符合预期，无明显通胀压力

国家统计局 11 日发布的数据显示：经初步核算，1-2 月居民消费价格 (CPI) 同比上涨 2.1%。其中，2 月份居民消费价格 (CPI) 同比上涨 2.7%，比上月扩大 1.2 个百分点，环比上涨 1.2%。

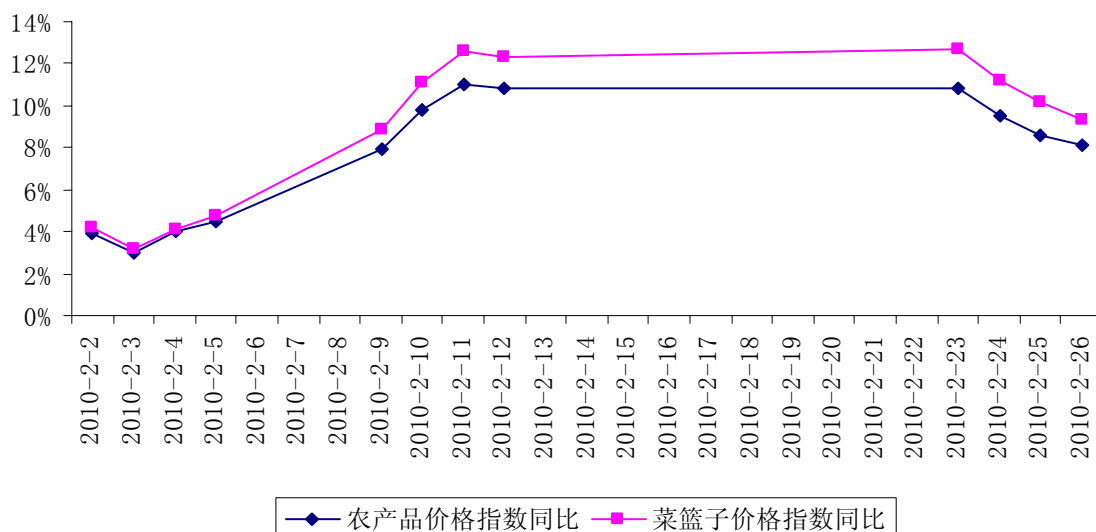
我们认为 CPI 增速符合预期，具体拆解来看：2 月份 CPI 同比上涨 2.7%，其中翘尾因素贡献 0.8 个点，1 月份新增涨价因素贡献 0.7 个点，2 月份新增涨价因素贡献 1.2 个点。由于 2 月份为春节月份，1.2% 的新增涨价完全符合预期，且低于 15 年来由于春节因素带来的平均物价涨幅 (1.42%)，未见明显的通胀压力。

图六. 历年来春节因素导致的月度新增涨价因素



数据来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

图七. 农产品批发价格指数与菜篮子指数同比涨幅



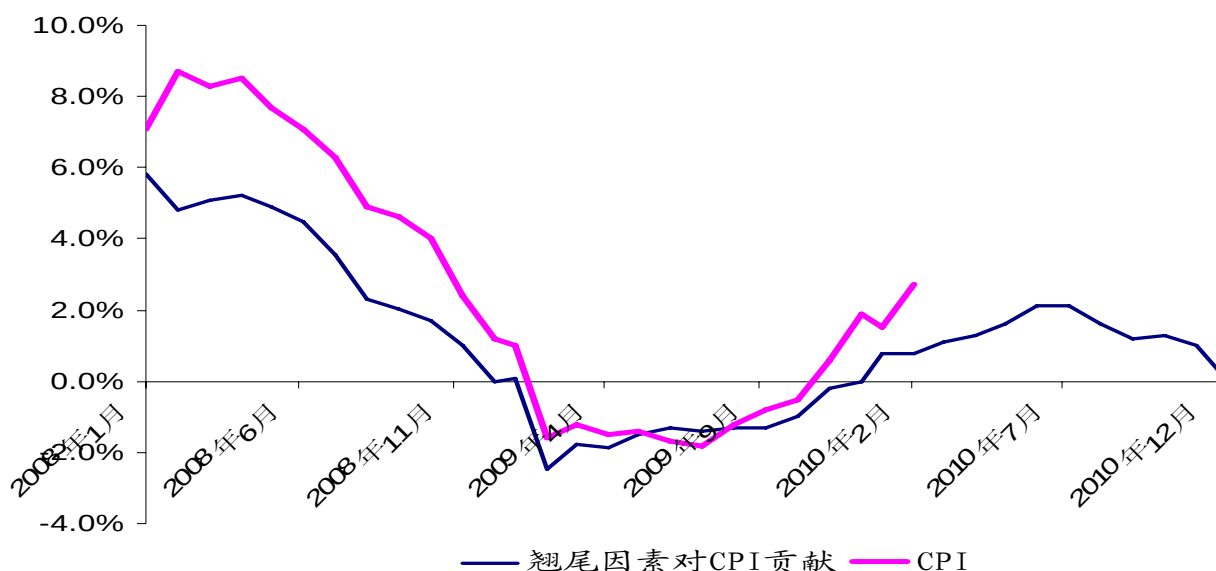
数据来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

春节之前农产品价格同比涨幅冲高至 10% 以上，蔬菜价格上涨幅度更高；节后农产品价格涨幅出现回落，但同比仍有 8% 左右的涨幅。按照我们的模型预测，农产品价格在春节前后的上涨对 2 月份新增的 1.2% 的涨价因素中占据半壁江山，贡献 0.6 个百分点。

六. 三月份 CPI 增速有望回落至 2.5% 附近，全年在 6 月份见顶至 3.5% 左右。

按目前对农业部农产品价格批发指数和菜篮子价格批发指数的监测，春节过后物价环比将快速回落。农产品价格环比回落对三月份的新增涨价因素贡献将在 -0.4 个百分点左右，其他对 3 月份新涨价因素贡献为 -0.1 个百分点，翘尾因素将在 3 月份拉抬高 CPI 1.1 个百分点，1—2 月份的新涨价因素对 CPI 的已有贡献是 1.9 个百分点：则 3 月份的 CPI 有望回落至 2.5% 附近。CPI 的全年增速将在 6 月份见顶，届时翘尾因素对 CPI 的贡献将达到年内极值 2.1%，当月 CPI 将在 3.5% 左右。除非出现罕见农作物歉收，否则 2010 年下半年物价将自然回落。

图七. CPI 与翘尾因素



数据来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

七. 三月份和六月份央行仍将提高存款准备金率，排除上半年加息的可能。

由于 2 月份 CPI 已经超过一年期存款利率，负利率的出现将推动央行进一步采取紧缩性政策：预计央行将在 3 月份和 6 月份分二次提高存款准备金率至 17.5%。尽管市场对通货膨胀的担忧在加剧，但从目前的情况来看，没有物价持续快速上扬的迹象，CPI 维持在 3% 以上的月份不会连续超过 2 个月，符合两会设定的通胀控制目标。由于人民币坚持盯住美元进行窄幅波动，在人民币重启升值进程之前，我们不认为央行会提前美联储采取加息举措。由于美国经济复苏进程的不确定性（失业率重新攀升和新屋销售的下降），全球的加息进程可能推迟至 2011 年。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。