

2010 年中国对外贸易：将实现恢复性增长

2010 年春季宏观报告

2010 年对外贸易将实现恢复性增长，其中进口增长相对强劲，但贸易顺差仍有望实现小幅增长。宏观经济总体上呈现“外冷内热”的格局，内需强于外需，使得 2010 年上半年进口增速明显快于出口。考虑到经济过热的风险正在增加，下半年内地宏观调控政策将在一定程度上抑制进口过快增长，下半年进出口增速的差距将会有所收窄，同时基于我们认为人民币升值对于贸易差额影响不大的判断，全年贸易顺差仍有望实现小幅增长，预计净出口对 GDP 增长的贡献为 0.2 个百分点。

招商证券（香港）研究部

赵文利 博士

(852) 31896126

wenzhao@cmschina.com.cn

谢亚轩 博士

(86-755) 83295524

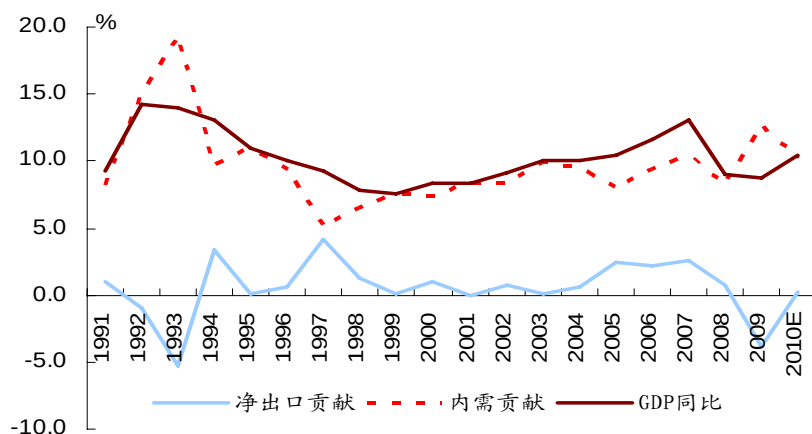
xiexy@cmschina.com.cn

何 钟

(852) 31896818

hezhong@cmschina.com.cn

图：预计净出口对 GDP 增长贡献 0.2 个百分点



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

2010 年 4 月 13 日

China's Foreign Trade 2010: Will Regain Modest Growth

Macroeconomic Report – Spring 2010

- China's foreign trade in 2010 is expected to regain growth, in which import growth is relatively strong, but the trade surplus is still expected to achieve modest growth. Macroeconomic generally shows the pattern of stronger domestic demand in contrast with weaker external demand, making import growth much faster than export growth in 1H2010. Considering the growing risk of economic overheating, mainland macro-control policy will curb excessive growth in imports to some extent in 2H2010, and the gap between import and export growth will be narrowed as a result. Meanwhile, based on our judgments that RMB appreciation has little effect on trade balance, the annual trade surplus is still expected to achieve modest growth, and we estimate that net exports will contribute 0.2 percentage points to GDP growth.

Dr. Cliff ZHAO
(852) 31896126
wenzhao@cmschina.com.cn

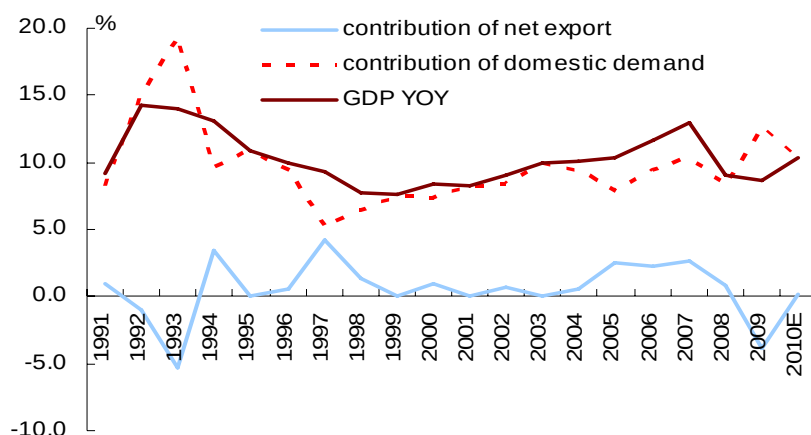
Dr. David XIE
(86-755) 82943724
xieyx@cmschina.com.cn

Zhong HE
(852) 31896818
hezhong@cmschina.com.cn

Research Department
CMS (HK)

13 April 2010

Net exports will contribute 0.2 percentage points to GDP growth

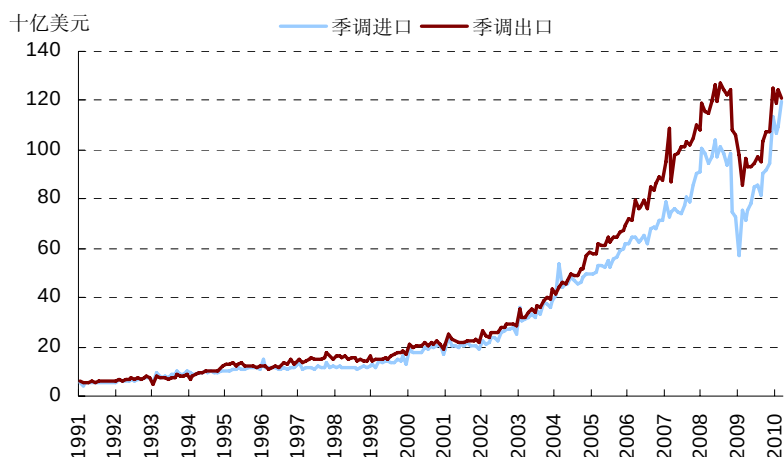


Source: CEIC, National Bureau of Statistics, China Merchants Securities

一、宏观经济“外冷内热”，将使进口增长快于出口

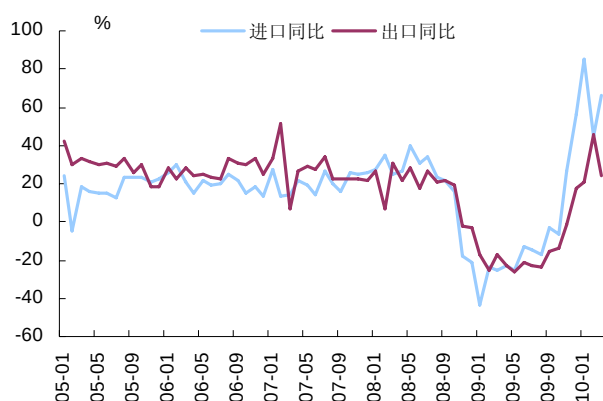
2010 年外需正在逐步恢复，但以美欧为首的发达经济体失业率持续高企、财政状况捉襟见肘，经济持续复苏的动能明显不足。加之全球贸易保护主义抬头、人民币升值压力加大、我国对外贸易政策空间有限，出口面临的外部环境并不乐观。而相比之下，内需增长则十分强劲，同时进口价格上升的速度也明显快于出口价格。09 年下半年以来，进口增速，无论是同比还是环比，均显著快于出口增速。这实际上印证了去年底我们在 2010 年年度宏观经济报告中的判断——宏观经济总体上呈现“外冷内热”的格局，内需强于外需，使得 2010 年上半年进口增速明显快于出口。但与之前的判断略有不同的是，考虑到经济过热的风险正在增加，下半年内地宏观调控政策将在一定程度上抑制进口过快增长，进出口增速的差距将会有所收窄，全年贸易顺差仍有望实现小幅增长。

图 1：宏观经济“外冷内热”使得上半年进口增速明显快于出口



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 2: 09 年下半年以来, 进口同比增长持续快于出口



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 3: 3 月份进出口环比增速再次出现分化

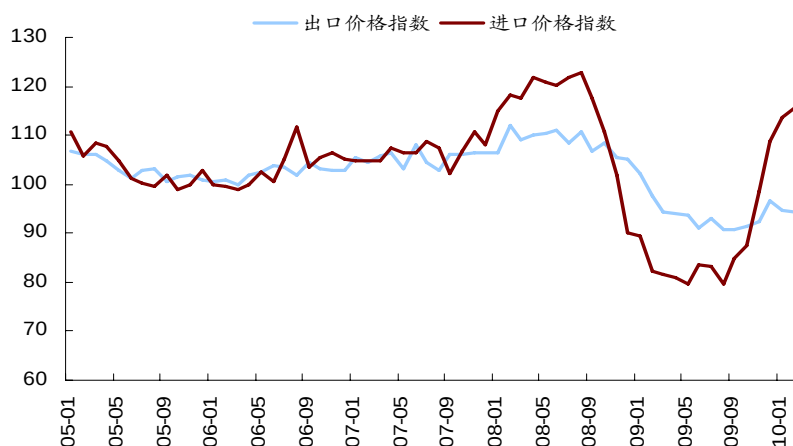


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

据海关统计, 1 至 3 月, 我国进出口总值 6178.5 亿美元, 比去年同期增长 44.1%。其中出口 3161.7 亿美元, 增长 28.7%; 进口 3016.8 亿美元, 增长 64.6%; 贸易顺差为 144.9 亿美元, 减少 76.7%。今年 3 月份, 我国进出口总值为 2314.6 亿美元, 增长 42.8%。其中出口 1121.1 亿美元, 进口 1193.5 亿美元。当月贸易逆差为 72.4 亿美元, 中止了我国自 2004 年 5 月开始连续 70 个月贸易顺差的局面。

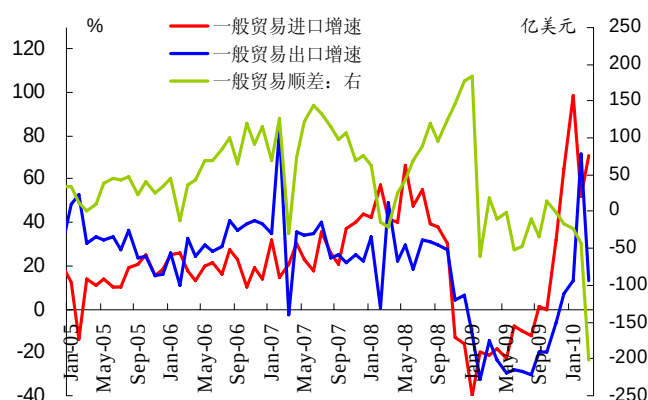
进口持续大幅增长的主要原因, 一方面是由于国内需求持续旺盛, 另一方面则是由于贸易条件的恶化, 进出口价格指数增速的差额持续扩大。海关数据显示, 3 月份, 我国进口商品总价格同比上涨 17.2%, 进口数量增加 41.7%, 导致进口金额大增 66%。仅价格因素使进口增加 174.7 亿美元, 占进口额增量的 36.8%。

图 4: 进口的过快增长相当一部分来自于贸易条件恶化



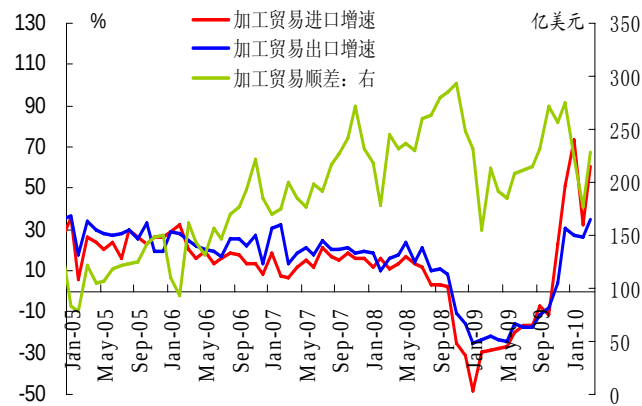
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 5: 3 月份一般贸易逆差继续大幅扩大



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 3 月份加工贸易顺差回归正常水平



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

我们预计 2010 年对外贸易将出现恢复性的增长, 进出口总额将明显高于 2009 年的水平 (22,073 亿美元, 其中出口 12,017 亿美元, 进口 10,056 亿美元), 但难以超越 2008 年的水平 (25,616 亿美元, 其中出口 14,285 亿美元, 进口 11,331 亿美元)。预计全年进出口总额将达 25,052 亿美元 (同比增长 13.5%), 其中进口总额将达 11,460 亿美元 (同比增长 13.9%), 出口总额将达 13,592 亿美元 (同比增长 13.1%)。贸易顺差将由 09 年的 1,961 亿美元, 小幅增长至 2,133 亿美元, 同比增长 8.8%。

二、领先指标显示出口同比增速或于年中见顶

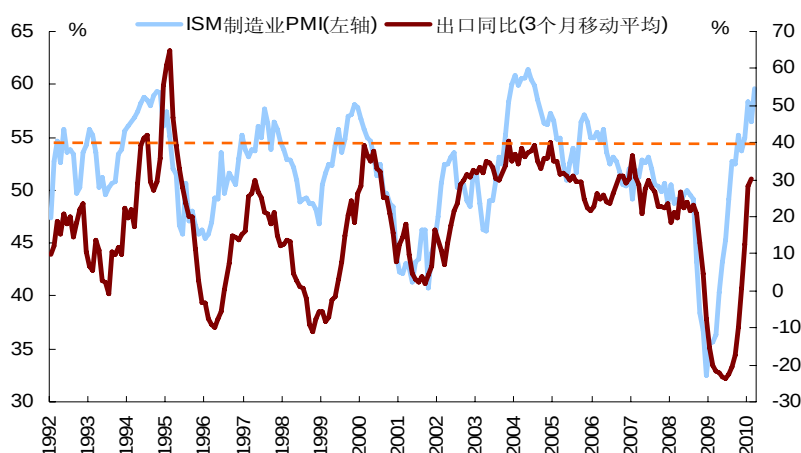
虽然 3 月份出口增速出现下滑, 但领先指标显示第二季度出口增速仍有进一步上升的空间。

美国约占中国总出口的 18%, 美国经济复苏和进口需求走势对中国的出口前景有重要影响, 美国制造业的库存周期对中国出口的领先左右尤为显著。历史数据显示, 美国 ISM 制造业 PMI 领先中国出口 4 个月左右 (PMI 指数与滞后 4 期的出口同比增速相关系数最高, 达 0.72)

3 月份美国制造业 PMI 指数回升 3.1 个点, 至 59.6, 创 2004 年 7 月以来新高, 但已接近 04 年 5 月份 61.4 的前期高点。其中进口分项指数回升 1.0 个点, 至 57.0, 连续 7 个月超出 50 临界值, 表明美国国内需求仍在持续回升。18 个行业中有 8 个行业进口出现增长 (前月 10 个): 纺织服装/皮革产品、交运设备、食品饮料和烟草、电气设备、家电、化工等, 基本金属和电子产品/计算机行业进口下降。

从历史经验来看，特别是 97-98 年亚洲金融危机以及 2003 年 SARS 过后，出口同比（3 个月移动平均）反弹一般在 40% 左右（图中红色虚线所示）见顶，随后则逐月震荡回落。当时外需环境较之本次危机为佳。因此，我们预计出口同比增速有可能于 6-7 月份见顶回落，考虑到 2009 年的底部较历次出口下滑的低点更深，月平均增速将低于 18.5% 的历史均值

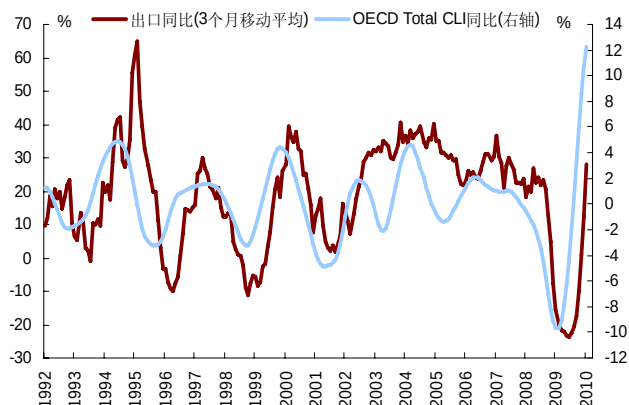
图 7：美国制造业 PMI 领先中国出口 4 个月



数据来源：Bloomberg，国家统计局，招商证券研发中心

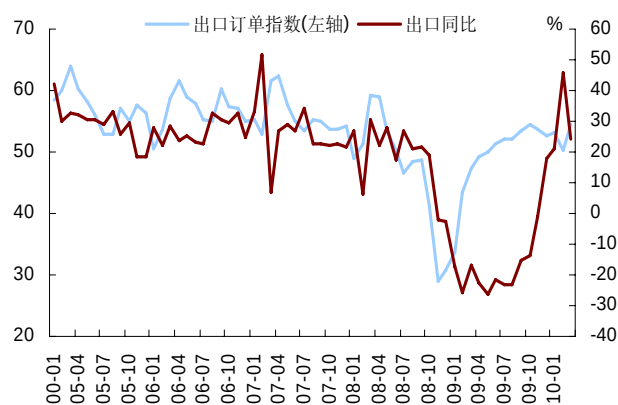
而反应更广范围发达经济体需求的 OECD 领先指标，领先中国出口 5 个月（同比增速与滞后 5 期的出口同比增速相关系数最高，达 0.81）。最近发布的一月份数据显示，OECD 领先指标连续第 11 个月上升，至 103.6 的 20 年来历史最高值。如果假定 OECD 领先指标在 103.6 左右的水平见顶，则预示中国出口同比增速也很有可能在 6-7 月份见顶，与 ISM 领先指标给出的结论一致。

图 8：OECD 领先指标领先中国出口 5 个月



资料来源：OCED，国家统计局，招商证券研发中心

图 9：3 月份出口订单指数为 54.5%，较上月上升 4.2 个百分点

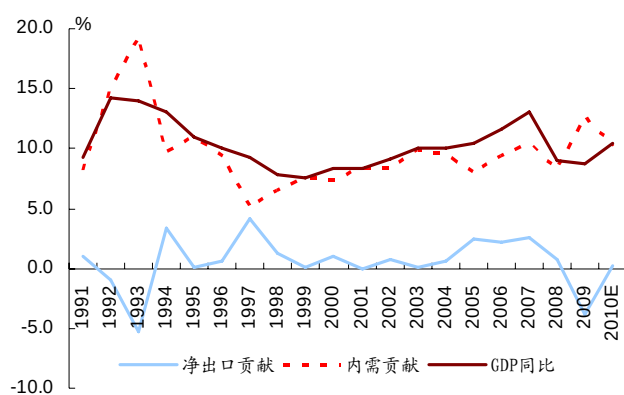


资料来源：彭博，国家统计局，招商证券研发中心

三、净出口对 GDP 增长的贡献可望转正，但总体拉动作用微弱

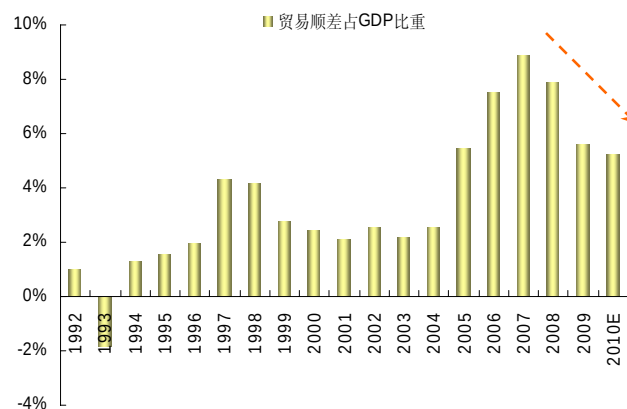
而根据国家统计局公布的 2009 年“三驾马车”(消费、投资和出口)对 GDP 增长的贡献数据: 2009 年净出口对 GDP 的贡献率-44.8%, 拉动 GDP-3.9 个百分点。基于前面的分析, 我们预测 2010 年贸易顺差有望实现小幅增长, 净出口对 GDP 增长的贡献可望转正, 但总体拉动作用仅为 0.2 个百分点。中长期来看, 随着中国经济结构调整逐步走向深入, 内需在中国经济中的比重逐步提高, 贸易顺差的 GDP 占比将会持续回落。

图 10: 预计净出口对 GDP 增长贡献 0.2 个百分点



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 11: 贸易顺差占 GDP 比重较 06-08 年显著回落



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

四、人民币升值对贸易差额的影响不大

人民币升值对贸易的影响将更多地表现为对出口企业利润的影响和出口结构的变化, 而对贸易差额的影响并不显著。我国具有传统出口优势的劳动密集型产品, 包括纺织、服装和鞋类等, 对汇率变动非常敏感, 人民币持续升值将进一步挤压上述行业的利润空间, 迫使企业转向开发新产品、提高技术水平、培育自主品牌等, 以寻求新的利润来源。而对于技术密集度相对较高的机电和高新技术产品, 如机械和运输设备、化工和通讯等产品, 我国已经形成较大的竞争优势, 汇率升值导致的出口价格相对上涨相对容易被进口成本下降、新产品开发和技术进步所抵消, 因此对其利润的影响不大。

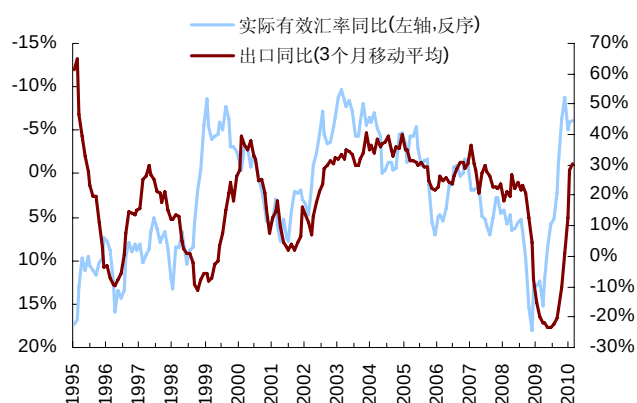
汇率升值对出口的抑制作用受出口需求弹性的影响。我国出口产品以纺织、服装、鞋类等劳动密集型产品以及机电等资本技术含量较高的产品为主。纺织等产品的技术含量较低, 同时由于其他发展中国家的激烈竞争, 因此

需求弹性较大，汇率升值对这些产品出口影响较大（这些产品出口比重接近 20%）。机电类产品出口主要受国际产业转移、我国生产加工能力不断增强的影响，产品在国际市场上竞争力较强，需求弹性相对较小，出口受升值的影响较小（此类产品出口比重高达 50% 以上）。因此，我国出口总额将受到的影响相对较小。而从出口方式看，我国出口产品 50% 以上是以加工贸易的方式实现的。尽管人民币升值使得出口产品的国际价格上升，然而加工贸易多是进口原材料和机械设备后在我国进行生产然后再出口，人民币升值使进口原材料等的本币价格降低，导致加工贸易的生产成本降低，因此在一定程度上抵消了人民币升值造成的出口商品外币价格上升的不利影响。人民币升值后加工贸易出口产品成本仍然有下降的可能，即出口产品的国际竞争力并不一定会随着人民币的升值而下降，从而表现为我国产品出口仍然以较快速度增长。同时历史数据显示，出口主要受实际有效汇率（REER）而非名义汇率影响，因此人民币名义汇率兑美元升值，并不一定造成出口下滑。

汇率升值对进口增加的促进作用受进口需求弹性的影响。实际上，我国进口商品以能源（石油）、原材料（铁矿石、钢材）、粮食、加工贸易的零部件和高新技术设备为主，这些贸易产品的需求弹性较小，再加上能源、原材料价格的大幅上涨进一步抵消了人民币升值带来的进口产品价格相对下降，因此，汇率升值后我国进口商品价格的相对下跌并不一定会引起进口量的大幅增加，对进口的促进作用也并不显著。

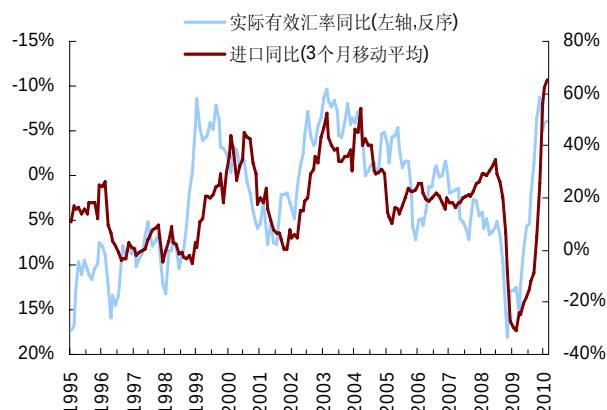
实际上，由于中国的进口与出口之间存在着较强的联系，汇率波动往往通过影响出口的方式间接影响进口。此外，由于我国出口基数远远大于进口基数，再加上产生顺差的根本原因在于我国在国际产业链条中的加工组装地位、对于外需的依赖和我国出口产品竞争力的增强，我国出口规模大于进口规模的格局短期内难以改变，贸易顺差在今后相当长的时期内还将继续存在，但顺差增幅将逐步回落。随着人民币持续升值，其抑制出口、扩大进口的作用将会进一步显现。另外，我国进口价格涨幅已高于出口价格涨幅。从进出口产品结构来看，我国出口的大多数商品没有国际话语权，价格上涨的空间有限；而从国际市场进口的主要是能源、原材料等大宗商品，如原油、铁矿石、农产品等，这些商品受国际价格上涨的影响很大，同时我国对此类商品的需求弹性较小，国际市场价格上涨并不会对此类产品进口造成太大影响，从而在整体上表现为我国贸易顺差增幅的回落。

图 12: REER 对出口增速有重要影响



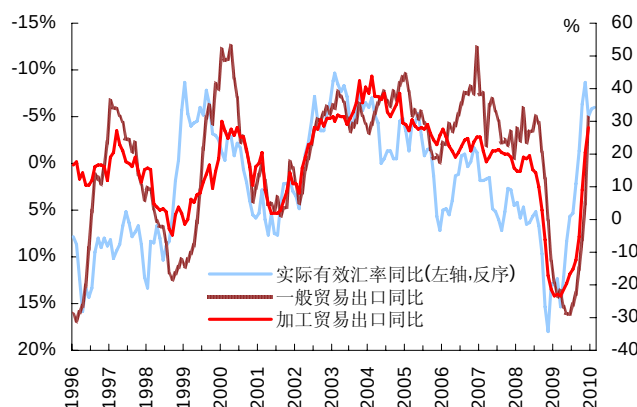
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 但同时 REER 通过影响出口间接影响进口



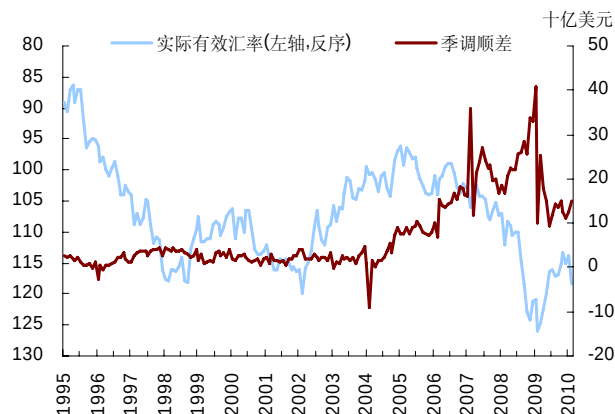
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 加工贸易出口对 REER 的敏感性较低



资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 15: REER 对贸易差额的影响并不显著



资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人何钟、谢亚轩、赵文利未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828