

日期: 2010 年 10 月 13 日



胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

舒廷飞

021-53519888-1972

henry.shu@126.com

执业证书编号: S0870110090001

顺差回落 降温人民币过快升值预期

——9 月外贸数据点评

■ 主要观点:

受累外部需求和人民币升值 出口预计继续下滑

9 月出口下滑符合预期, 受去年同期基数和欧美经济通货紧缩压力的影响, 出口难再现危机前的辉煌。目前拉低出口增长的原因有: 原料价格上涨, 出口企业效益下降; 国际市场需求不振; 人民币升值造成的出口产品价格上涨, 出口环境恶化。但出口下滑的空间有限, 机电为主的装备制造业在国际上的竞争力增强, 海外需求趋于稳定。另外纺织品、家具、鞋类产品在欧美失业率数据高企下, 价格优势突出。

大宗商品价格上涨推动进口环比增长创新高

大宗商品和国际粮食价格上涨减缓了进口金额环比下滑的幅度。铁矿石等大宗商品价格在美国量化宽松政策(QE2)的推动下, 成为资金避险的选择之一。俄罗斯、东欧等传统产粮区受自然灾害减产, 成为推动了国际粮价上涨的诱因。我们预计随着人民币兑美元升值, 国内企业将借此机会增加大宗商品的进口。随着消费升级, 居民对汽车等耐用消费品的需求量在长期内将保持稳定增长。

顺差预计高位回落 降温人民币过快升值预期

我们认为贸易顺差在未来将出现逐步下降的趋势。追求外贸平衡已成为中国进出口贸易的政策导向。9 月贸易顺差的高位回落将逐步减轻人民币短期内快速升值的压力。我们认为人民币升值突然提速的直接原因是来自美国国内政治和经济复苏的压力, 而中国顺差近 20 年的过快增长, 才是人民币升值的内因。我们预计四季度出口将继续回落, 而进口提速将拉动顺差增长下滑, 制约人民币升值速度。未来主动扩大对美进口将是缓解人民币升值压力的办法之一。因此贸易顺差的高位下滑受到国际政治和外需不缺定的双重向下牵引力影响。

报告编号:

相关报告:

前三季度中国外贸情况概览

海关总署13日发布今年前三季度我国外贸进出口情况。据海关统计，1至9月我国进出口总值21486.8亿美元，比去年同期(下同)增长37.9%。其中出口11346.4亿美元，增长34%；进口10140.4亿美元，增长42.4%；贸易顺差为1206亿美元，减少10.5%。

图 1 我国前三季度贸易数据概况

月份	10/09	10/08	10/07	10/06	10/05	10/04	10/03	10/02	10/01
出口额: 亿美元	1,449.90	1,393.02	1,454.92	1,373.62	1,316.79	1,198.63	1,120.69	944.78	1,094.94
出口当 月同比	25.10	34.38	38.05	43.90	48.46	30.40	24.22	45.65	21.01
进口额: 亿美元	1,281.10	1,192.66	1,167.97	1,172.31	1,122.10	1,183.54	1,194.61	870.16	955.03
进口当 月同比	24.70	34.74	30.79	39.15	48.38	39.38	42.86	45.28	44.51
顺差当 月同比	33.27	29.94	180.22	153.32	49.37	-88.34	-140.24	55.23	-64.23

数据来源: 海关总署、上海证券研究所

9月份当月，我国进出口值2731亿美元，增长24.7%。其中出口1449.9亿美元，增长25.1%；进口1281.1亿美元，增长24.1%。当月贸易顺差168.8亿美元，较上月环比减少15.7%。9月份我国外贸进出口值环比增长5.6%，刷新今年7月份创下的2622.9亿美元的纪录，再创历史新高，其中进口环比增长7.4%，也创下历史新高。9月进出口增长率与我们之前的预测值25.1%和23.2%基本吻合。

受累外部需求和人民币升值 出口预计继续下滑

9月出口环比仅增长4.1%，致使9月份当月顺差降低至近5个月的最低点。我们认为出口下滑符合预期，受到去年同期基数和欧美经济面临通货紧缩的压力影响，出口增长难现危机前的辉煌，原因是：

首先，原料价格上涨，部分出口企业效益下降。中国部分劳动密集型企业经营利润来自加工费用或简单的初加工，缺乏可持续的核心竞争力。目前国际大宗商品价格上涨和国内人力成本上升，将使部分出口企业面临经营上的压力。

其次，国际市场需求不振。9月美国公布的就业数据低于预期，美国、欧盟、日本的经济增长仍面临较大不确定性，甚至存在通货紧缩的可能性。市场对美国经济是否会出现双底衰退存在许多担忧；欧盟市场面临投资和政府财政开支的削弱；日本面临日元近期大幅升值，外部需求的不确定性对我国出口的影响较大。

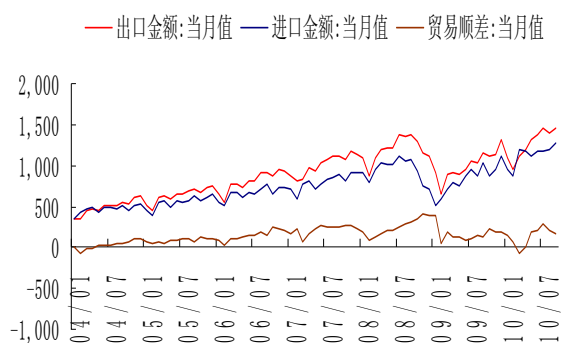
第三，9月以来人民币升值步伐明显加快。截至11日人民币兑美元的中间价为：1美元兑换6.6732元人民币，较6月19日汇改重启以来，人

人民币已累计升值近2.2%。人民币升值对出口企业的盈利预期产生不利影响,企业更趋向于接短单,但人民币升值造成的出口产品价格上涨,削弱了企业的盈利能力,恶化了外部出口环境。

尽管出口出现同比下滑的趋势,但我们认为出口下滑的空间有限。我们从出口商品大类的增长中发现,中国出口产品依然有着较强的竞争力。前3季度我国机电产品出口6677.2亿美元,增长34.5%,高于同期我国总体出口增速0.5个百分点,占同期我国出口总值的58.9%。同期,部分传统大宗商品中纺织纱线、织物及制品出口563.3亿美元,增长30.7%;家具出口237.4亿美元,增长33.9%;玩具出口72.8亿美元,增长29.9%;服装出口934.9亿美元,增长19%;鞋类出口264.4亿美元,增长26.6%。

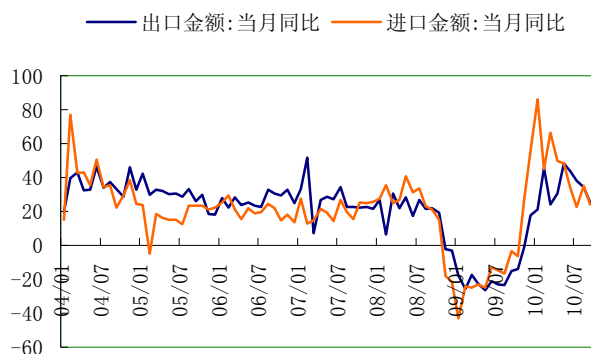
我们认为出口速度不会低于安全阈值的基础是中国经过多年产业升级的努力,机电出口产品的技术含量显著提高。机电为主的装备制造业在国际上的竞争力增强,国际买家对“中国制造”的产品需求趋于稳定。另外中国传统的出口优势产品譬如纺织品、家具、鞋类和服装已在国际上确立了以质优价廉的口碑。欧美失业率居高不下的背景下,中国产品的价格优势更加突出,确保了这类消费品出口保持稳定。

图 2 进出口和顺差当月金额 (亿元)



数据来源: 海关总署、上海证券研究所

图 3 进出口当月同比增长率



数据来源: 海关总署、上海证券研究所

大宗商品价格上涨推动进口环比增长创新高

9月份我国进口环比增长7.4%，创下历史新高。在进口商品中，前3季度铁矿砂进口4.6亿吨，下降2.5%，进口均价为每吨121.7美元，上涨56.4%；进口大豆4016万吨，增长24.1%，进口均价为每吨439.4美元，上涨1%。此外，进口机电产品4819.7亿美元，增长39.4%，其中汽车58.6万辆，增长1.3倍。

从进口产品的价格变动看，大宗商品和国际粮食价格上涨减缓了我国进口金额环比下滑的幅度。铁矿石等大宗商品价格在美国量化宽松政策(QE2)的推动下，大宗商品成为资金避险的选择之一，推动了各类

金属大宗商品的价格。另外俄罗斯、东欧等传统产粮区受自然灾害减产，成为推动了国际粮价上涨的诱因。我们预计随着人民币兑美元升值提速，国内企业将借此机会增加大宗商品的进口，一方面利用人民币的购买力，另一方面减少对中国贸易顺差过大的政治责难。另外伴随着中国进入消费升级的时期，居民对汽车等耐用消费品的需求量在长期内将保持稳定增长。进口机车、高档家电等产品的进口迅速增长。

顺差预计高位回落 或降温人民币过快升值预期

前三季度贸易顺差为1206亿美元，同比减少10.5%。9月贸易顺差168.8亿美元，较上月环比减少15.7%，处于今年贸易顺差中位数水平。中国的贸易顺差主要来自美国、欧盟和拉美。其中中美贸易顺差的重要原因是美国对中国出口民用高科技产品出口实施限制。美国出口产品的传统优势领域是航空、航天、电子和新能源、新材料等高科技产业。对民用高科技产品的出口限制，造成美国对华贸易长期存在逆差。欧盟在欧债危机以后一直推行较为严格的财政自律政策，也降低了欧盟对中国的进口需求。

我们认为贸易顺差在未来将出现逐步下降的趋势。追求外贸平衡已成为中国进出口贸易的政策导向。9月贸易顺差的高位回落将逐步减轻人民币短期内快速升值的压力。

图 3 三季度后人民币升值提速

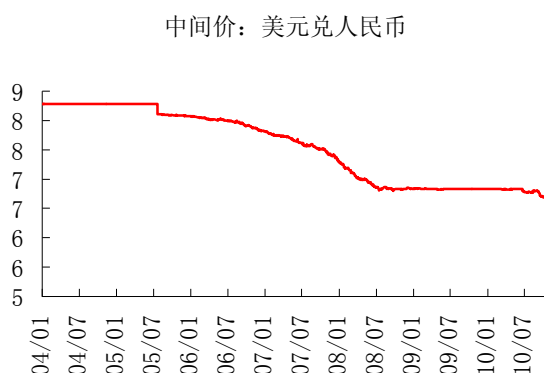
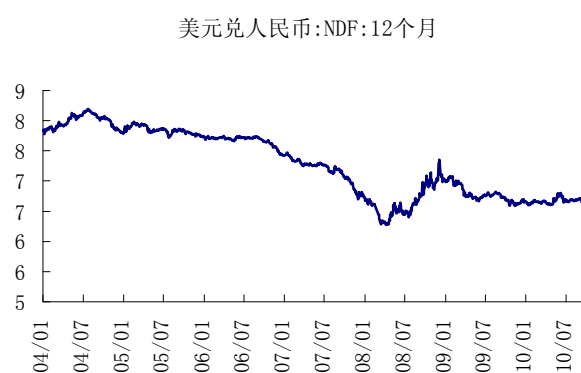


图 4 三季度后 NDF 市场对人民币升值预期提高



数据来源：CEIC、上海证券研究所

数据来源：CEIC、上海证券研究所

随着11月在韩国举行的二十国集团峰会临近，NDF市场人民币升值预期有所增强，截至11日报价显示，未来12个月人民币升值预期为3.5%左右。我们认为人民币升值突然提速的升值的直接原因是来自美国国内政治和经济复苏的压力，而中国顺差近20年的过快增长，才是人民币升值的内因。我们预计四季度出口将继续回落，而进口提速将拉动顺差增长下滑，制约人民币升值速度。我们预计，四季度人民币不大可能维持9月份的升值速度，全年人民币累计增值不会超过5%。中国主动扩大对美进口将是缓解人民币升值压力的办法之一。因为未来贸

易顺差的高位下滑受到政治和外需不缺定的双重向下牵引力影响。

分析师承诺

分析师 胡月晓 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。