

点评报告

出口增速下降基本符合预期

2011 年 1 月 10 日

2010 年 12 月份进出口数据点评

主要预测

%	10E	11E
GDP	9.8	9.5
CPI	2.9	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.0	18.0
工业增加值	16.0	15.1
出口	30.0	12.3
进口	35.4	16.5
固定资产投资	22.8	20.0
M2	17.5	16.5
人民币贷款余额	18.8	14.7
1 年期存款利率	2.50	3.2
1 年期贷款利率	5.56	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (11 月)

工业	13.3
城镇投资	24.9
零售额	18.7
CPI	5.1
PPI	6.1

资料来源: CEIC, 招商证券

事件:

根据中国海关总署 2011 年 1 月 10 日公布的数据: 2010 年 12 月份, 我国进出口值 2952.2 亿美元, 增长 21.4%。其中出口 1541.5 亿美元, 增长 17.9%; 进口 1410.7 亿美元, 增长 25.6%; 当月贸易顺差 130.8 亿美元, 减少 28.9%。

评论:

1、12 月份出口同比增速下滑明显基本符合我们此前的预期。综合季节因素、基数效应和国内外经济形势, 我们认为 2010 年下半年进出口同比增速总体将呈现震荡下滑的走势。从已公布的数据来看, 除了 11 月的数据略超预期之外, 总体震荡下滑的态势明显。

2、对于 12 月出口增速下滑较为显著, 我们认为除了正常的趋势因素外, 主要还是受到经常项下不规则因素的影响。造成这一情况的原因, 我们认为可能与经常项目下的非正常贸易相关。

3、加工贸易出口同比大幅回落导致整体出口增速回落显著, 一般贸易逆差导致整体顺差规模下降明显。

4、综合重点商品的进出口情况看, 消费品和劳动密集型商品出口延续总体稳定的趋势, 同时经济向好和政策因素导致进口同比增速降幅小于出口。

5、对主要贸易伙伴出口旺季的结束应该是出口环比增速下降的主要原因。

6、2011 年月度增速将呈现逐步向下收敛的态势。我们维持对 2011 年整体出口增长 12.3% 的判断。对于国内经济, 我们认为经济总体向好的趋势没有改变。当然近期受短期政策影响而出现进口较快增长的商品未来增速可能有所回落。我们维持对 2011 年整体进口增长 16.5% 的判断。

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

赵文利

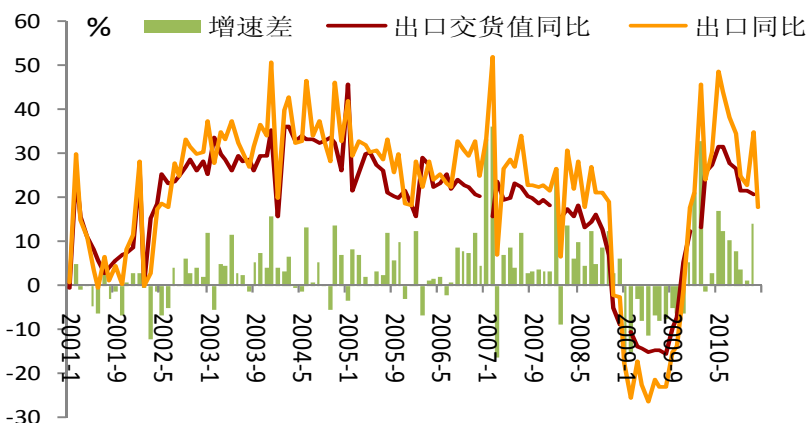
852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

图: 海关出口与出口交货值增速间存在明显差异

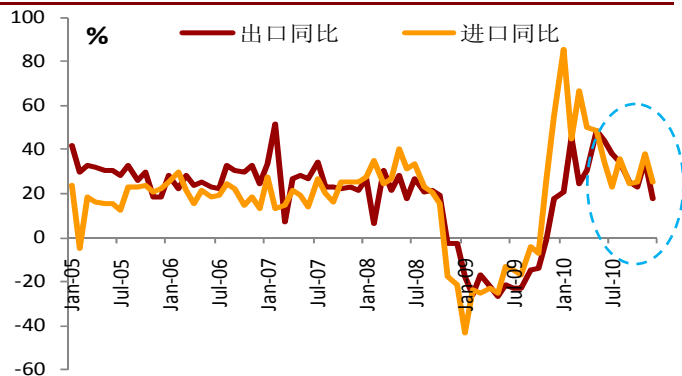


数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

1、出口增速回落基本符合预期

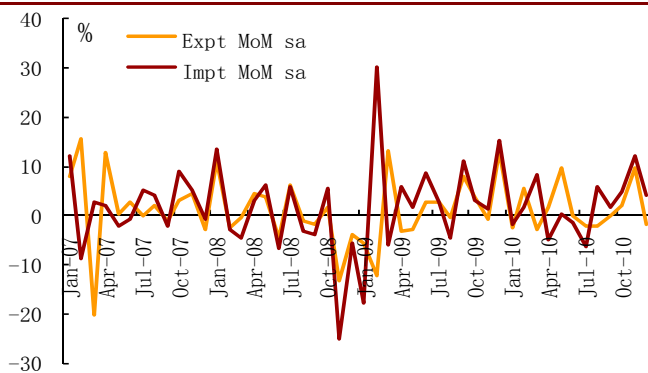
12 月份进出口增速均出现下降，特别是出口同比增速下滑明显。这一情况基本符合我们此前的预期。综合季节因素、基数效应和国内外经济形势，我们认为 2010 年下半年进出口同比增速总体将呈现震荡下滑的走势。从已公布的数据来看，除了 11 月的数据略超预期之外，总体震荡下滑的态势明显。

图 1：2010 年下半年进出口增速总体呈现震荡回落态势



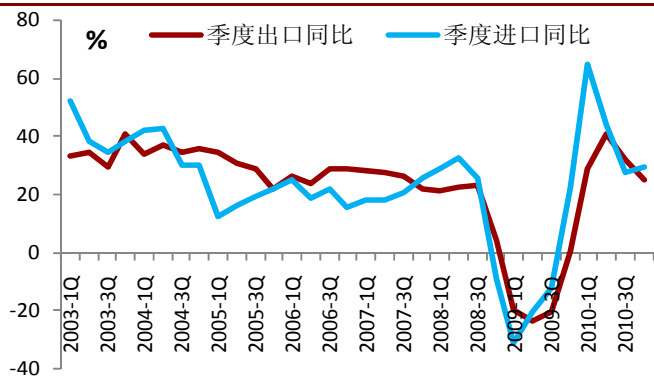
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：季调后出口增速下滑明显



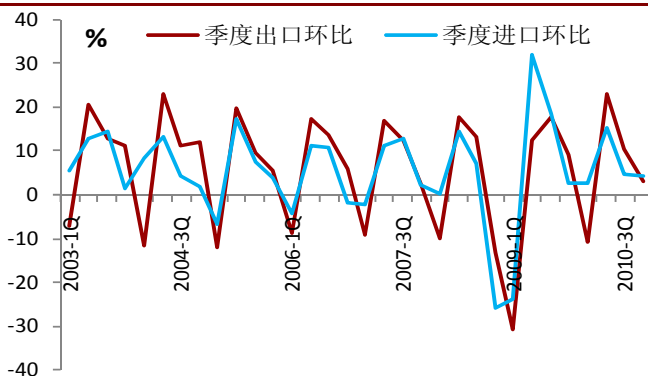
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3：10 年 4 季度出口增速如期回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：10 年 4 季度进口环比增速相对稳定

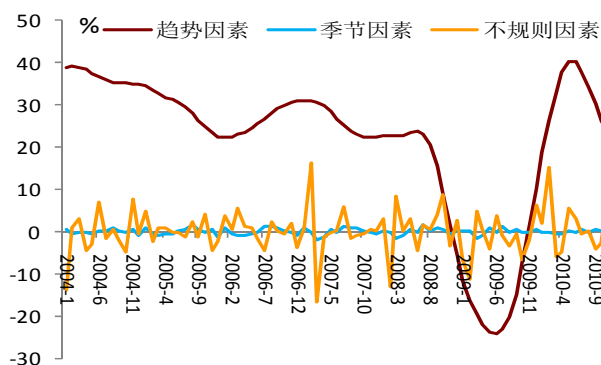


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

对于 12 月出口增速下滑较为显著，我们认为除了正常的趋势因素外，主要还是受到经常项下不规则因素的影响。从季调后的情况来看，出口同比增速的主要影响因素是趋势因素，而短期波动则主要受到不规则因素的影响。对于出口趋势值的变动，我们认为基本符合国内外经济的整体发展状况和基数效应的影响，因此 2010 年 6 月份以来同比增速逐步下降应该是正常情况。

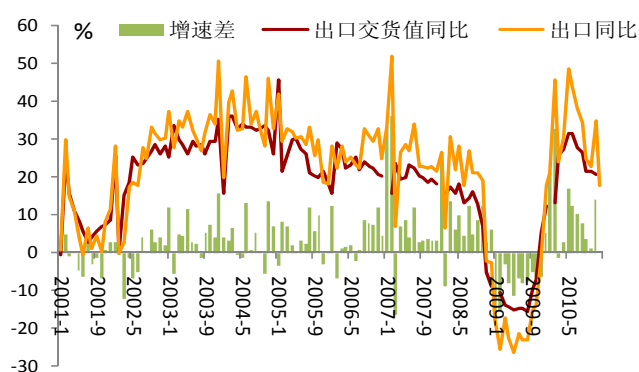
对于不规则因素的成因，我们则从海关出口和出口交货值的增速差异上进行分析，正常商品的出口增速应该和工业销售中的出口交货值基本一致，但是从实际情况来看，两者有时差异会相当明显。而且这一差异还与不规则因素基本一致。造成这一情况的原因，我们认为可能与经常项目下的非正常贸易相关。

图 5: 不规则因素影响超过季节性因素



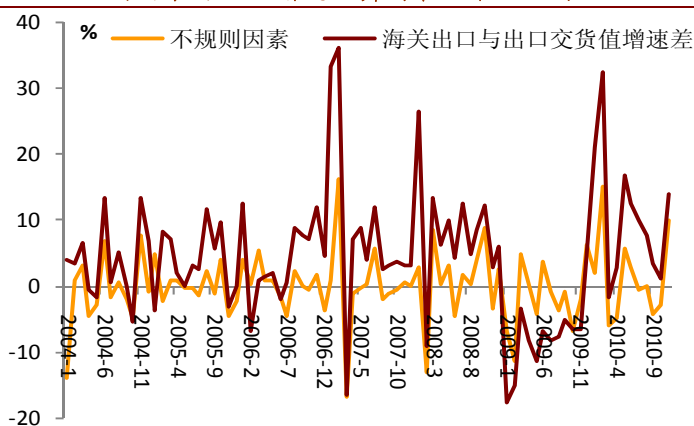
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 海关出口与出口交货值增速间存在明显差异



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 不规则因素与上述增速差异存在正相关关系

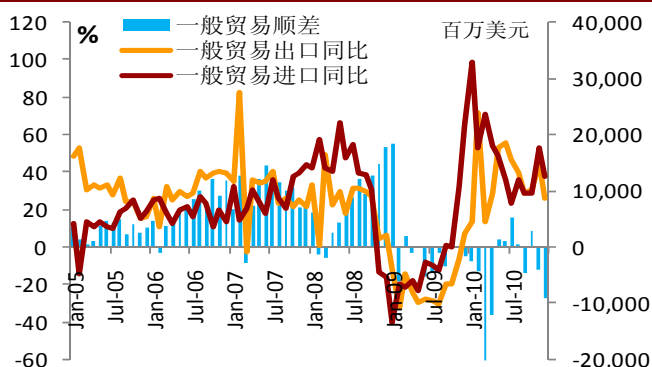


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、加工贸易出口同比增速大幅下滑

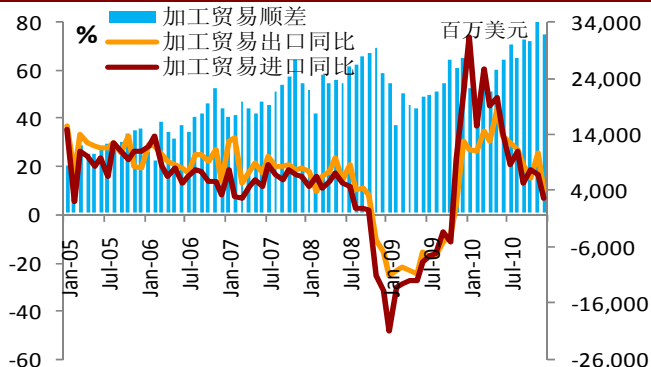
从贸易方式来看, 12 月份一般贸易出口和加工贸易出口的同比增速为 25.8%和 10.6% (11 月份为 44.9%和 25.4%), 一般贸易进口和加工贸易进口的同比增速为 37.4%和 7.0% (11 月份为 52.6%和 16.6%)。加工贸易出口同比大幅回落导致整体出口增速回落显著, 一般贸易逆差导致整体顺差规模下降明显。

图 8: 一般贸易逆差扩大



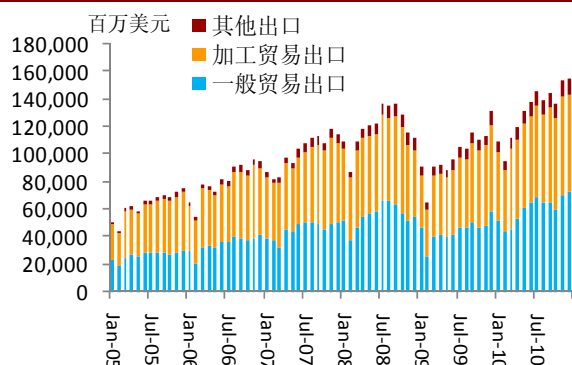
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 9: 加工贸易顺差有所缩小



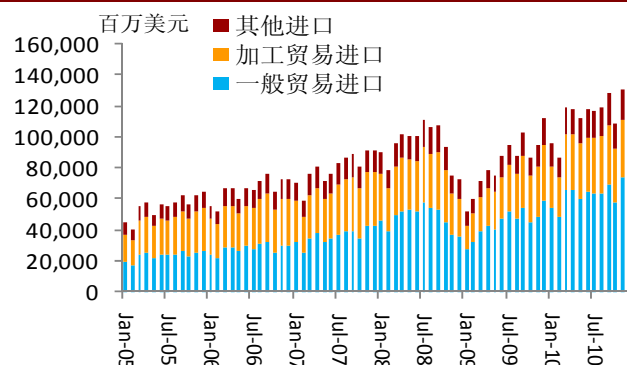
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: 出口总额相对稳定



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 11: 进口总额增幅显著



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

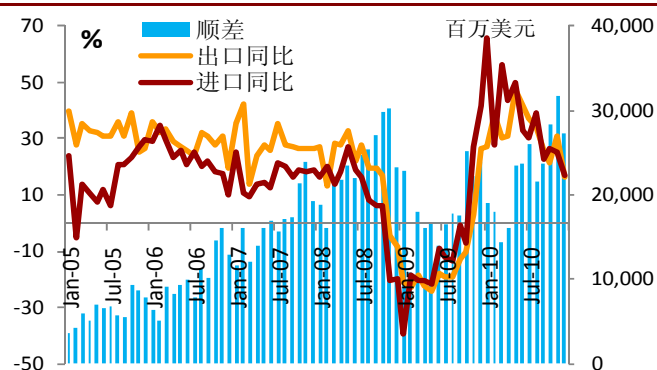
3、经济向好和政策因素导致进口同比增速降幅小于出口

从出口重点商品来看，服装、鞋类、家具和纺织品等劳动密集型产品的增速均出现一定幅度的下滑，但是总体情况仍算稳定。电动机及发电机和手机等机电产品和高新产品出口增速下降显著。

从进口重点商品来看，具体增速降幅要显著小幅出口商品。这一方面体现经济总体稳定向好；另一方面，氧化铝、食用油等商品进口增速上升与年底节能限电和抑制物价政策有关。

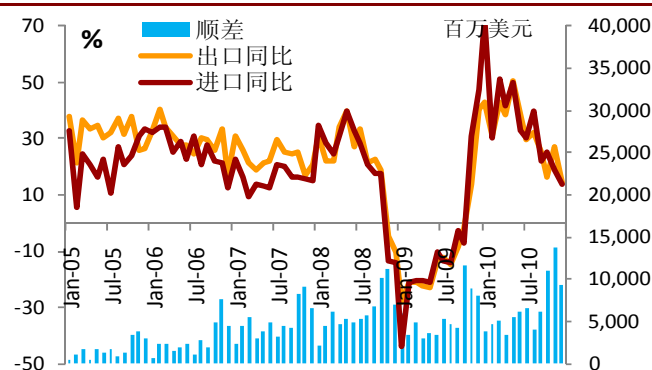
综合重点商品的进出口情况看，消费品和劳动密集型商品出口延续总体稳定的趋势，同时经济向好和政策因素导致进口同比增速降幅小于出口。

图 12: 机电产品出口顺差下降幅度略小于高新技术产品



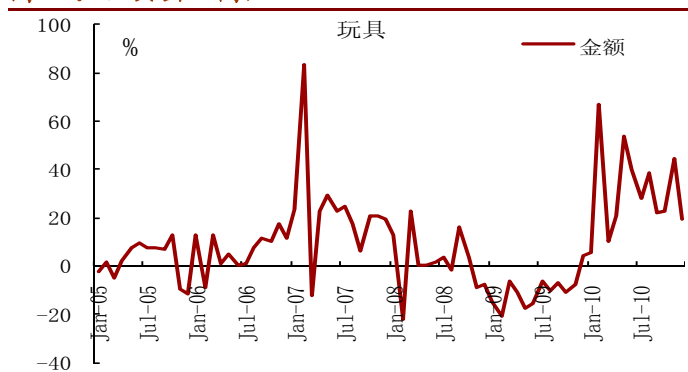
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 高新技术产品出口增速下降较为明显



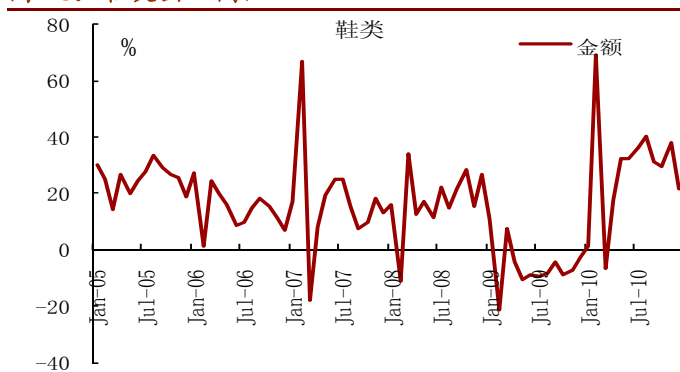
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 玩具出口同比



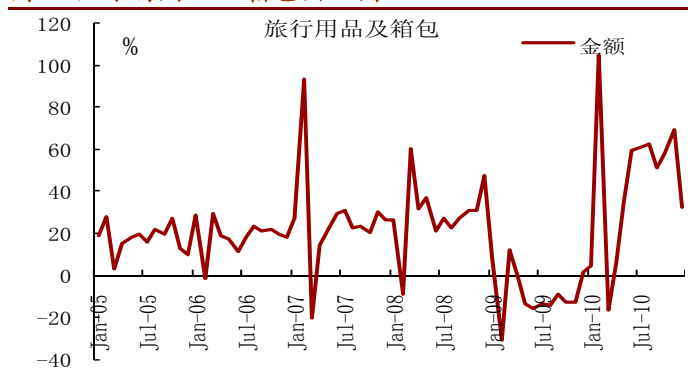
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 鞋类出口同比



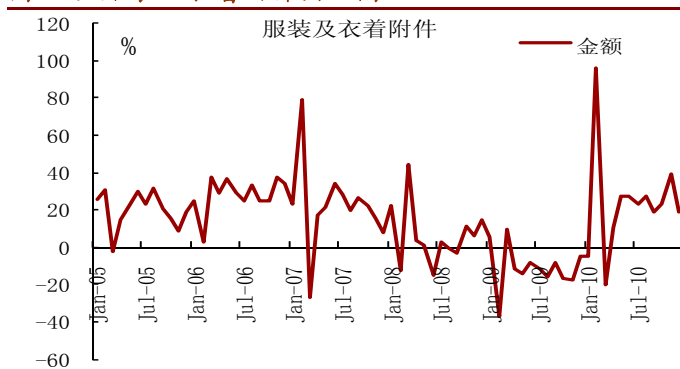
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 旅行用品及箱包出口同比



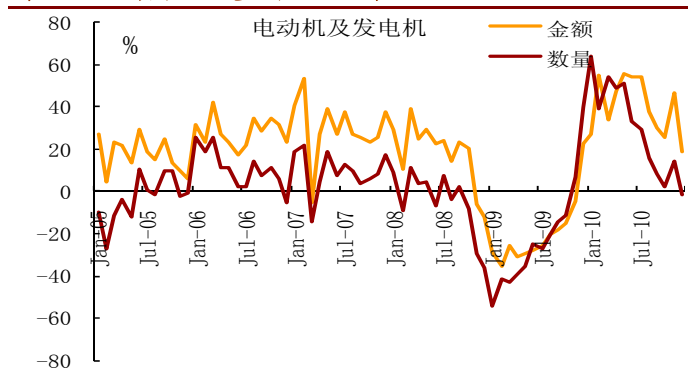
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 17: 服装及衣着附件出口同比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 电动机及发电机出口同比



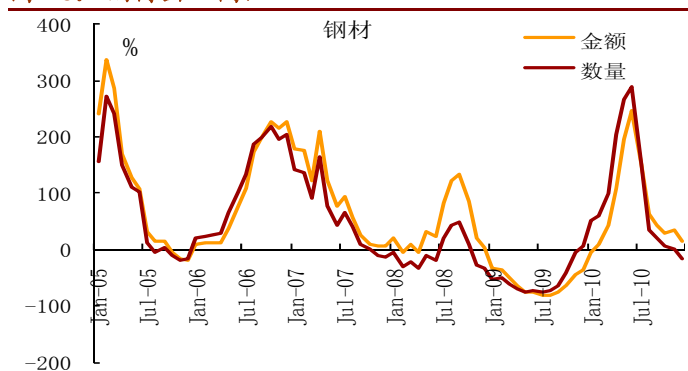
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 19: 手持或车载无线电话机出口同比



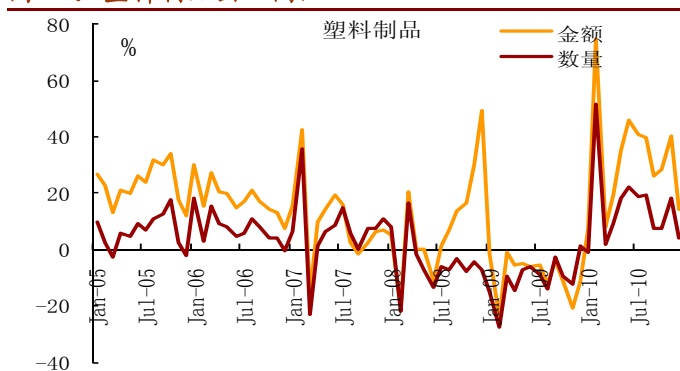
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 20: 钢材出口同比



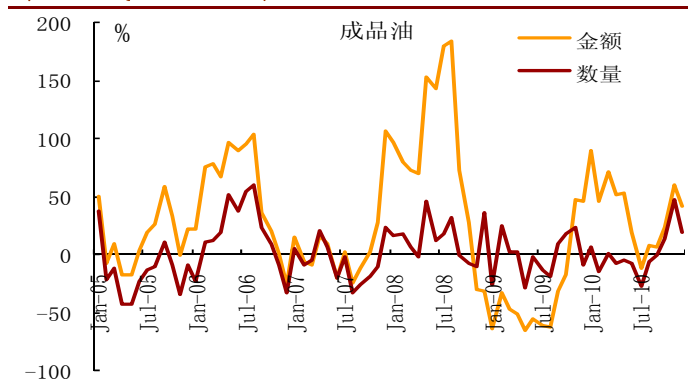
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 21: 塑料制品出口同比



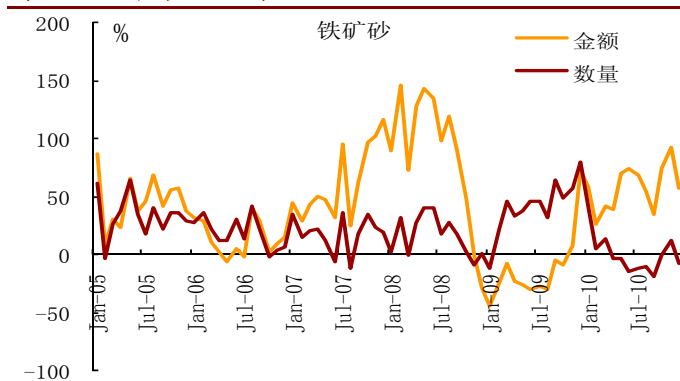
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 22: 成品油进口同比



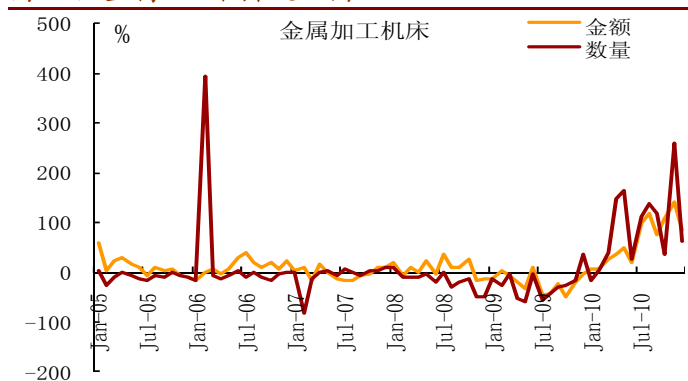
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 23: 铁矿砂进口同比



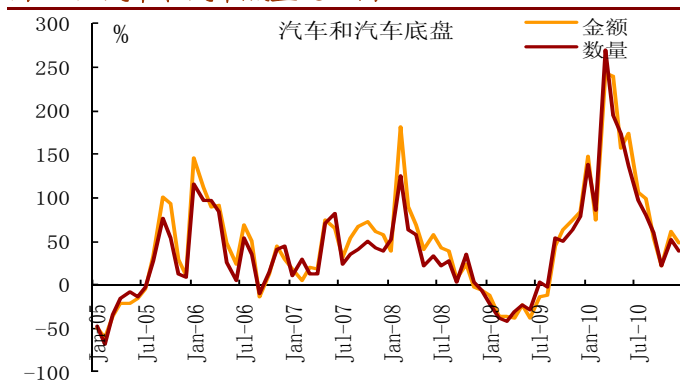
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 24: 金属加工机床进口同比



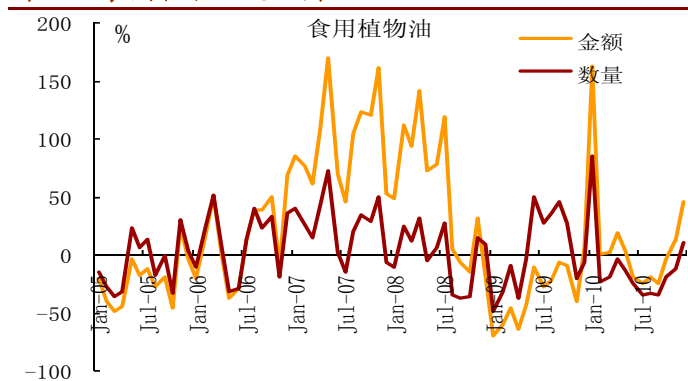
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 25: 汽车和汽车底盘进口同比



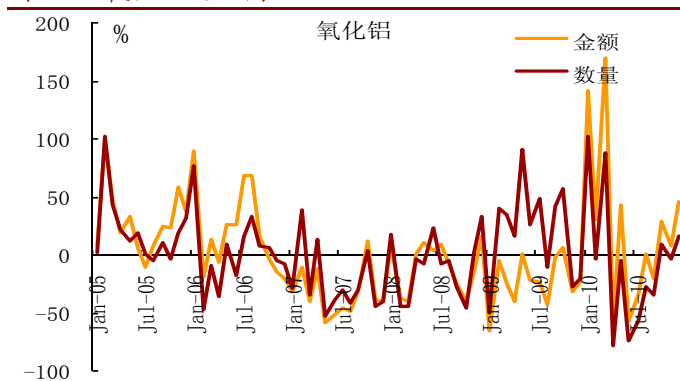
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 26: 食用植物油进口同比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 27: 氧化铝进口同比

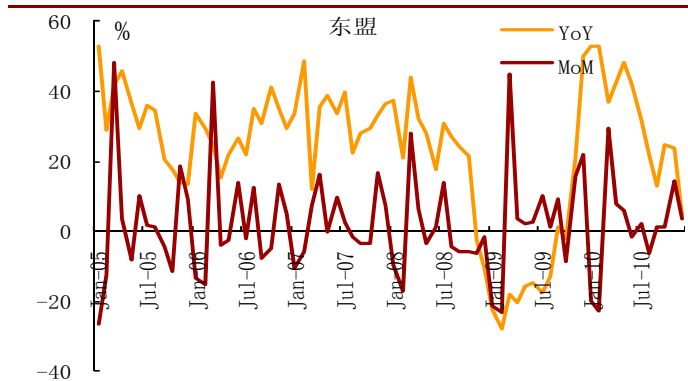


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

4、对主要贸易伙伴出口旺季结束导致环比增速呈现下降态势

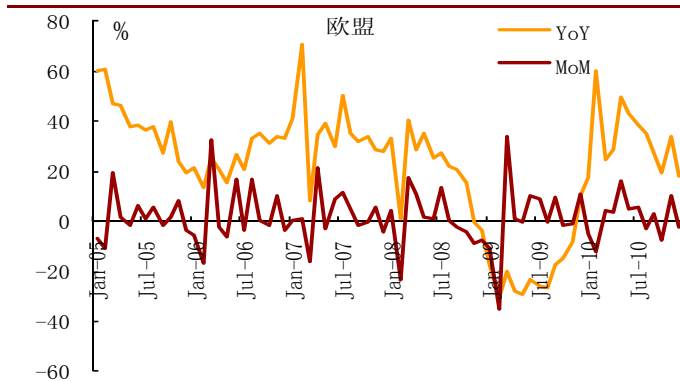
从主要贸易地区来看,2010年12月份对主要贸易伙伴的出口同比和环比增速均出现下降走势。其中,对主要贸易伙伴出口旺季的结束应该是出口环比增速下降的主要原因。同比增速则主要受基数影响。

图 28: 对东盟出口



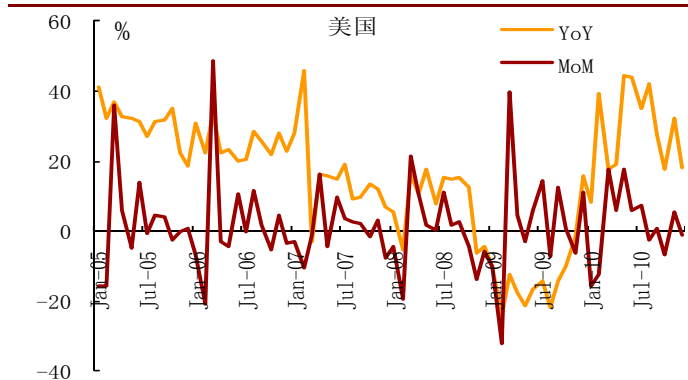
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 29: 对欧盟出口



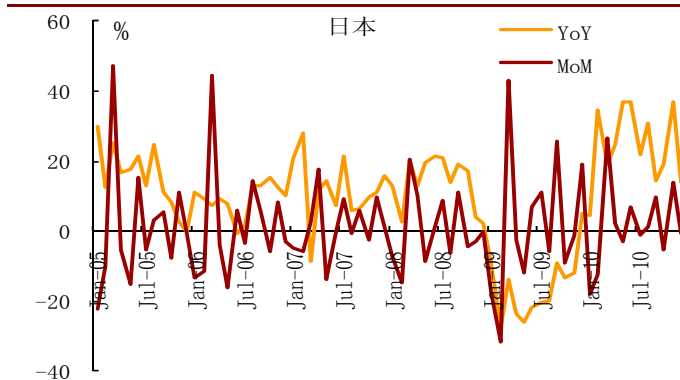
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 30: 对美国出口



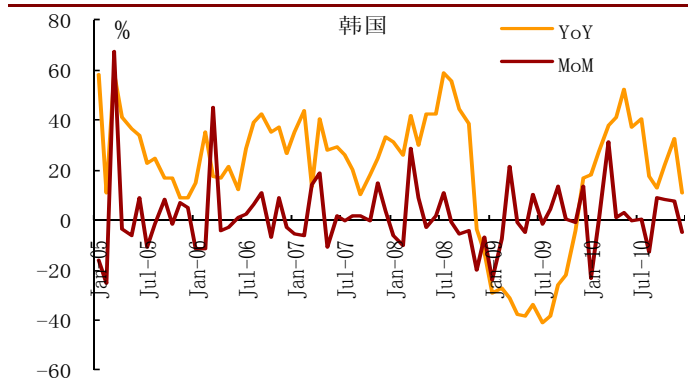
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 31: 对日本出口



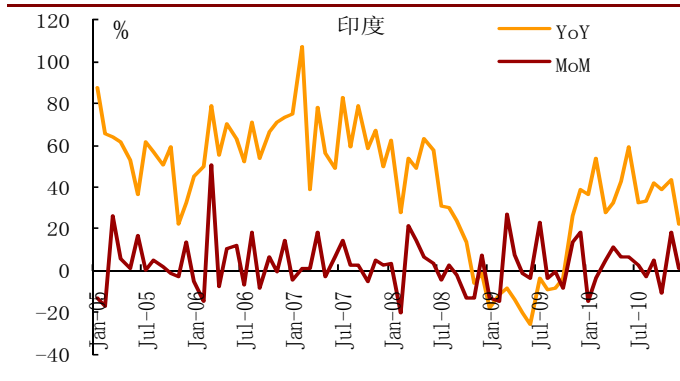
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 32: 对韩国出口



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 33: 对印度出口



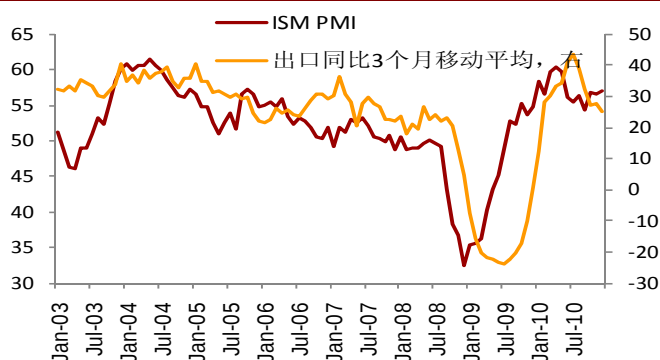
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

5、2011 年出口增速将呈现逐步向下收敛的态势

在近期美国经济数据走好和外围环境相对稳定的背景下，我们对明年经济的判断也更为乐观。当然外围风险和不确定因素仍在，一方面，美国经济好于预期是否会带来原油等大宗商品价格的继续上涨从而推高国内物价压力是一大不确定；另一方面，由于财政整固是一个艰难又漫长的过程，欧债危机会长期困扰市场，我们预计欧债问题对市场造成的冲击会较今年小。我们维持对 2011 年整体出口增长 12.3% 的判断。2011 年月度增速将呈现逐步向下收敛的态势。

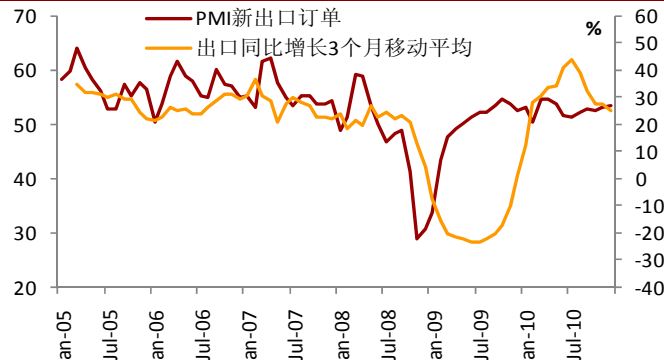
对于国内经济，我们认为经济总体向好的趋势没有改变。当然近期受短期政策影响而出现进口较快增长的商品未来增速可能有所回落。我们维持对 2011 年整体进口增长 16.5% 的判断。

图 34：外需总体稳健



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 35：未来出口将在稳定中逐步向下收敛



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》 2011/1/7
2. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》 2011/1/3
3. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》 2011/1/3
4. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》 2010/12/28
5. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》 2010/12/26
6. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》 2010/12/6
7. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》 2010/12/3
8. 《近期国务院和央行宏观政策点评-市场期待另一只靴子》 2010/11/21
9. 《2010 年 10 月宏观数据点评-政策重心将落在应对通胀压力》 2010/11/12
10. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》 2010/11/11
11. 《2010 年 10 月份进出口数据点评-季节性因素导致进出口环比增速下滑》 2010/11/11
12. 《2010 年 10 月份 PMI 数据点评-PMI 显示经济走势向好》 2010/11/2
13. 《美联储第二轮量化宽松最新动向点评: 看得见的手_看不见的潘多拉魔盒》 2010/10/29
14. 《欧洲近期货币政策动向点评: 以静制动还是后发制人》 2010/10/26
15. 《2010 年 10 月 19 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-兼顾多重目标与加强流动管理》 2010/10/20
16. 《通胀的全球视角: “脱钩”难以持久 通胀仍是中长期主要风险》 2010/10/19
17. 《美联储九月议息会议声明点评: 第二轮量化宽松如箭在弦》 2010/10/18
18. 《2010 年 9 月份金融货币数据点评-货币信贷维持总量控制不放松》 2010/10/14
19. 《2010 年 9 月份进出口数据点评-顺差收窄源于内需相对稳定》 2010/10/14
20. 《宏观经济 2010 年第四季度投资策略-全球政策分歧加剧_货币宽松上演变奏曲》 2010/10/13
21. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会点评-强调人民币汇率双向浮动和增强汇率弹性》 2010/10/11
22. 《2010 年 9 月份 PMI 数据点评-经济主体去库存小周期或已接近尾声》 2010/10/8
23. 《2010 年 7 月宏观数据点评-经济增速将稳中有降》 2010/9/13
24. 《2010 年 8 月份进出口数据点评-维持未来进出口增速震荡下滑的走势判断》 2010/9/12

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。