

宏观研究

数据点评

二月份贸易逆差原因解析

核心观点

二月份中国出口增长步伐明显放缓，并出现了 **73 亿美元的贸易逆差**。

首先，进口增加是**中国财富积累到一定程度，消费扩张的结果**。以经济总量算，中国已经是世界第二大经济体；按人均 GDP 算，中国已经迈入中等收入国家行列，国人的消费习惯已经到达临界点。

其次，顺差减少、甚至出现逆差是**外汇市场价格波动的结果**。人民币在过去五年间已经累计兑美元升值 20% 以上！本轮金融危机中，美元作为主要避险货币，兑欧元等发达国家货币基本稳定、甚至还有升值，加剧了人民币购买力水平的提高，反过来削弱了中国出口产品的价格竞争力。

再从中国内部看，**劳动力价格上涨趋势制约外贸低成本扩张**。2011 年春节后，东南沿海的出口型企业发愁的，并不是接不到出口订单，而是接到单子没有足够的工人完成订单，缺工率达到 10% 至 15%。行业分布上，高科技企业用工情况普遍良好，而工人缺口主要集中在技术含量低的建筑装饰、电子电器、玩具、制鞋、五金等劳动密集型行业。

最后从短期看，以利比亚内战为代表的**北非地缘政治风险，制约中国贸易顺差**。一方面，中国对非洲等发展中国家的出口会受到很大的影响，而且可能持续到 2011 年 3 月份乃至第二季度；另一方面，地缘政治因素催生高油价，拖累了全球经济复苏的进程，拖累了全球贸易扩张，必然会影响到中国的出口。

二月份的贸易逆差并非短期特殊月份的特殊结果，而是处在一个新趋势形成过程的开始阶段。乐观地看，中国贸易的平衡时代即将来临，这也是 30 年改革开放的历史成果，中国人从辛勤工作挣外汇，逐渐开始参与国际消费市场。而中国对低成本、低附加值出口产业的依赖性降低，反过来会促进高科技、高附加值出口产业的发展。

相关报告

- 1.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-唐吉诃德的风车》 2011-02-21
- 2.《国都证券-宏观经济研究-宏观经济数据点评-暮春阳光明媚，通胀阴影犹存》 2011-02-16
- 3.《国都证券-宏观经济研究-宏观政策点评-二度加息，大步迈向稳健》 2010-12-27
- 4.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-出水芙蓉渐开绽》 2010-12-27
- 5.《国都证券-宏观经济研究-宏观政策点评-2010 年中央经济工作会议点评》 2010-12-13

研究员: 许维鸿

电话: 010-84183203

Email: xuweihong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120010

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

不出所料，二月份中国出口增长步伐明显放缓，并出现了 73 亿美元的贸易逆差。如果说这种春节季节性的贸易逆差具有一定的特殊性，那么中国整体贸易情况的平衡，则是基于长期上持续而旺盛的内需增长。当然，2011 年初以来的地缘政治因素，则是必须要认真考虑的、对全球贸易经济的制约因素。

本轮金融危机的特点，是由于美国次贷危机、雷曼兄弟和贝尔斯登破产为爆发点，全球金融体系流动性突然“休克”，蔓延至实体经济的快速收缩，随之是全球贸易量萎缩 30%、大宗商品价格骤跌！但是，全球化的趋势没有改变，经过欧美央行非常规地向银行体系注入流动性，欧美经济体不会二次探底，全球的实际需求也必然经历“V 型”反转。

正是基于以上判断，我从 2009 年以来一直坚决看好中国的外贸环境，看好中国在“后危机时代”继续在国际市场顺风满帆！果不其然，2010 年中国的年度出口总额，已经明显超过了危机前的 2008 年数据（图 1）；而 2010 年的进口，则是远远超过了 2008 年（图 2）。回看国际投行在 2010 年初的预测，则是一致认为中国 2010 年的外贸面临困局，我们不禁哑然一笑。

图 1：中国出口 2008 年-2010 年（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国都证券研究所

图 2：中国进口 2008 年-2010 年（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国都证券研究所

承续 2010 年的势头，2011 年 1 月中国出口继续同比大增 37.7%，进口增速则是达到了 51%，虽然贸易顺差进一步缩窄，但是中国外贸形势的根本好转，已无争议！在大环境上，欧美经济体逐步走出通缩阴影，2010 年都实现了潜在增长水平上下的经济扩张，虽然还面临失业率高企的影响，但是从经济周期角度已经走出了困境。新兴市场国家面临的通胀问题，更是对以廉价为竞争优势的中国制造的“福音”。那么，为什么 2 月中国会出现贸易逆差呢？

首先，进口增加是中国财富积累到一定程度，消费扩张的结果。以经济总量算，中国已经是世界第二大经济体；按人均 GDP 算，中国已经迈入中等收入国家行列，国人的消费习惯已经到达临界点。本轮金融危机，中国在国际经济秩序的地位进一步加强，消费信心的增加使得整体消费潜力得到释放。如果再考虑庞大的现金储蓄，中

国人进入全球消费市场的影响不可限量。

其次，顺差减少、甚至出现逆差是外汇市场价格波动的结果。人民币在过去五年间已经累计兑美元升值 20% 以上！本轮金融危机中，美元作为主要避险货币，兑欧元等发达国家货币基本稳定、甚至还有升值，加剧了人民币购买力水平的提高，反过来削弱了中国出口产品的价格竞争力。金融危机后，美元兑发展中国家货币和资源出口国家货币都有显著贬值，“两头在外”的中国外贸需要从这些“变贵”的国家购买原材料和半成品，压缩了加工利润。

再从中国内部看，劳动力价格上涨趋势制约外贸低成本扩张。中国已经到达了发展经济学所讲的刘易斯拐点阶段，农村廉价劳动力供给已经不再是“无限的”，劳动密集型产业的发展必然受到制约。2011 年春节后，东南沿海的出口型企业发愁的，并不是接不到出口订单，而是接到单子没有足够的工人完成订单，缺工率达到 10% 至 15%。行业分布上，高科技企业用工情况普遍良好，而工人缺口主要集中在技术含量低的建筑装饰、电子电器、玩具、制鞋、五金等劳动密集型行业。出口部门总体用工成本的提高，使得“中国制造”的廉价优势逐步丧失，贸易顺差减少也是顺理成章的了。

最后从短期看，以利比亚内战为代表的北非地缘政治风险，制约中国贸易顺差。一方面，中国对非洲等发展中国家的出口会受到很大的影响，而且可能持续到 2011 年 3 月份乃至第二季度；另一方面，地缘政治因素催生高油价，拖累了全球经济复苏的进程，拖累了全球贸易扩张，必然会影响到中国的出口。国际金融市场上，流动资金的风险偏好也会降低，欧美股市投资情绪转暖，流入发展中国家的热钱已经出现了回流发达国家的迹象。

综上所述，我认为二月份的贸易逆差并非短期特殊月份的特殊结果，而是处在一个新趋势形成过程的开始阶段。乐观地看，中国贸易的平衡时代即将来临，这也是 30 年改革开放的历史成果，中国人从辛勤工作挣外汇，逐渐开始参与国际消费市场。而中国对低成本、低附加值出口产业的依赖性降低，反过来会促进高科技、高附加值出口产业的发展。

但是，贸易顺差的减少必然会带来对传统出口产业保护政策的讨论，风口浪尖的就是“出口退税”的争论就一直很激烈。中央要不要考虑劳动力价格上涨，给东南沿海出口省份带来的负面影响？要不要继续金融危机中临时的出口退税政策倾斜？这不仅仅是摆在两会期间的重要议题，更是中国出口战略的艰难选择。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			