

点评报告

# 春节因素导致异常下降

2011 年 3 月 11 日

2011 年 2 月份进出口数据点评

## 主要预测

| %        | 10   | 11E  |
|----------|------|------|
| GDP      | 10.3 | 9.5  |
| CPI      | 3.3  | 3.8  |
| PPI      | 5.5  | 5.9  |
| 社会消费品零售  | 18.4 | 18.0 |
| 工业增加值    | 15.7 | 15.1 |
| 出口       | 31.3 | 12.3 |
| 进口       | 38.7 | 16.5 |
| 固定资产投资   | 23.8 | 20.0 |
| M2       | 19.7 | 16.5 |
| 人民币贷款余额  | 19.9 | 14.7 |
| 1 年期存款利率 | 2.75 | 3.2  |
| 1 年期贷款利率 | 5.81 | 6.31 |
| 人民币汇率    | 6.62 | 6.30 |

## 最新数据 (1 月)

|      |      |
|------|------|
| 工业   | 13.3 |
| 城镇投资 | 24.9 |
| 零售额  | 18.7 |
| CPI  | 4.9  |
| PPI  | 6.6  |

资料来源: CEIC, 招商证券

## 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

## 事件:

根据中国海关总署 2011 年 3 月 10 日公布的数据: 2011 年 2 月份, 我国进出口总值为 2007.8 亿美元, 增长 10.6%。其中出口 967.4 亿美元, 增长 2.4%; 进口 1040.4 亿美元, 增长 19.4%。由于春节长假的影响, 导致 2 月份出口增长步伐明显放缓, 当月出现 73 亿美元的贸易逆差。

## 评论:

1、我们认为 2 月进出口增速出现大幅波动的主要原因还是在于春节因素的影响, 由于春节恰好在 2 月月初, 所以造成进出口抢报关的情况, 导致 1 月进出口增速大幅上升, 而 2 月本身工作日较少, 再加上部分进出口已经前移至 1 月, 所以整体出现大幅回落的情况。综合来看, 1-2 月出口累计同比增速 21.3%, 进口累计同比增速 36%。如果将 1-2 月合并来看, 可以剔除春节因素的影响, 出口累计同比增速基本符合我们的预期, 而进口增速略超我们的预期。在当前大宗商品价格持续走高, 通胀预期维持高位的情况下, 年初进一步加库存行为使得进口增速上升特别显著。综合季节因素、基数效应和国内外经济形势, 当前进出口同比增速逐步向下收敛的走势基本明确。

2、一般贸易出口占出口比重为 43.1%, 加工贸易出口占比为 49.6%; 一般贸易进口占进口比重为 58.1%, 加工贸易进口占比为 27.0%。一般贸易占比单月有所下降, 但总体趋势上升, 表明国内整体需求仍然强劲。

3、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走势主要体现春节因素影响, 而重点商品进口增速相对稳定显示当前需求平稳和通胀因素。

4、从主要贸易地区来看, 2011 年 2 月份对主要贸易伙伴的出口同比增速均出现不同幅度的下降, 环比增速也基本出现下降走势。2 月春节因素影响普遍, 但其中, 对日本、东盟和韩国的出口增速下滑幅度相对较小。

5、对于国内经济, 我们认为经济总体稳定, 但是通胀问题和对应的紧缩政策仍将持续一段时间。因此, 内需可能会在未来出现一定的波动, 从而对进口增速产生影响。当然, 内需相对外需更为稳定, 这就必然会导致顺差规模的稳步收敛。

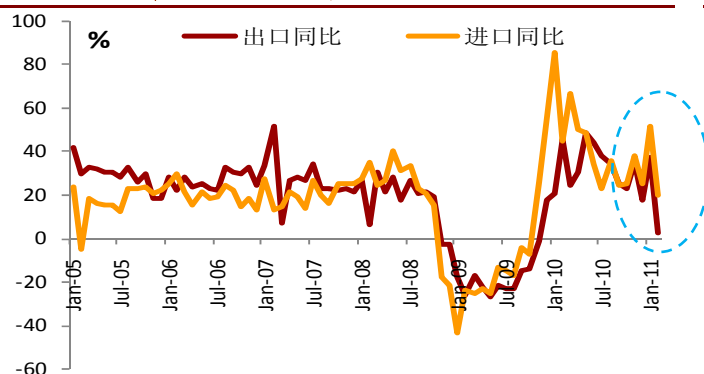
## 1、2月进出口增速大幅回落来自春节因素影响，剔除春节因素的1-2月累计出口同比基本符合预期，进口略超预期

1月和2月份进出口增速出现大幅波动，远超出市场平均预期（我们的预测是1月份出口同比增速 22%、进口同比增速 28.5%，2月份出口同比增速 18%、进口同比增速 27.8%）。

从季调后的结果来看，2月份进出口超预期主要还是来自于春节不规则因素的影响，趋势因素基本稳定，体现了稳步向下收敛的态势。

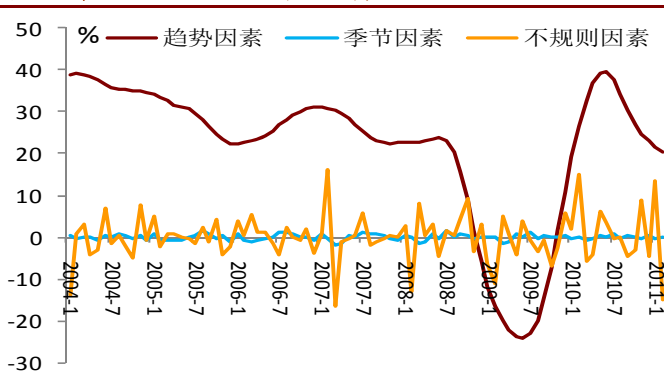
因此，我们认为进出口增速出现大幅波动的主要原因还是在于春节因素的影响，由于春节恰好在2月月初，所以造成进出口抢报关的情况，导致1月进出口增速大幅上升，而2月本身工作日较少，再加上部分进出口已经前移至1月，所以整体出现大幅回落的情况。综合来看，1-2月出口累计同比增速 21.3%，进口累计同比增速 36%。如果将1-2月合并来看，可以剔除春节因素的影响，出口累计同比增速基本符合我们的预期，而进口增速略超我们的预期。在当前大宗商品价格持续走高，通胀预期维持高位的情况下，年初进一步加库存行为使得进口增速上升特别显著。综合季节因素、基数效应和国内外经济形势，当前进出口同比增速逐步向下收敛的走势基本明确。

图 1：2011 年 2 月进出口增速快速回落



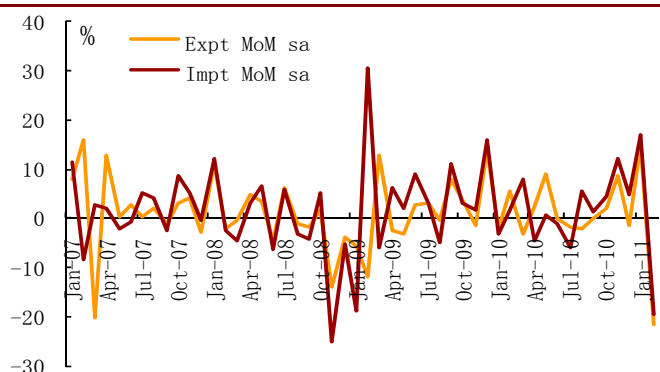
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：季调后出口同比增速趋势稳定



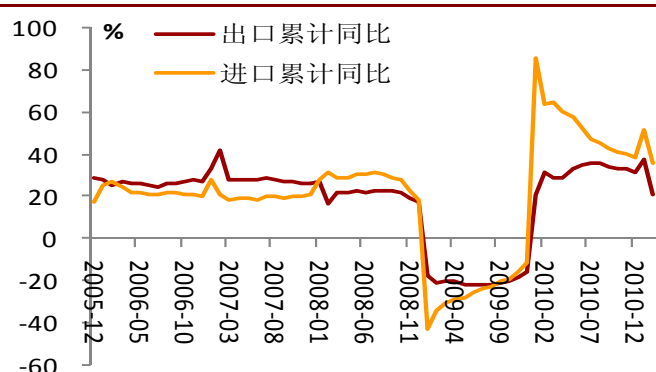
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3：进出口增速环比下降主要来自春节的不规则扰动



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：1-2 月进出口累计同比增速基本符合我们的预期

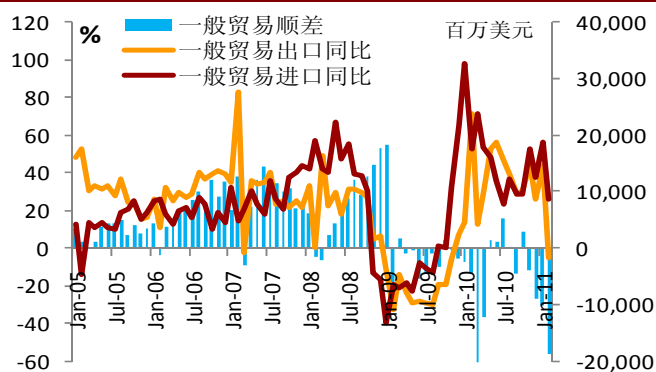


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

## 2、一般贸易当月占比虽然有所下降但整体趋势仍然上升，显示需求依然强劲

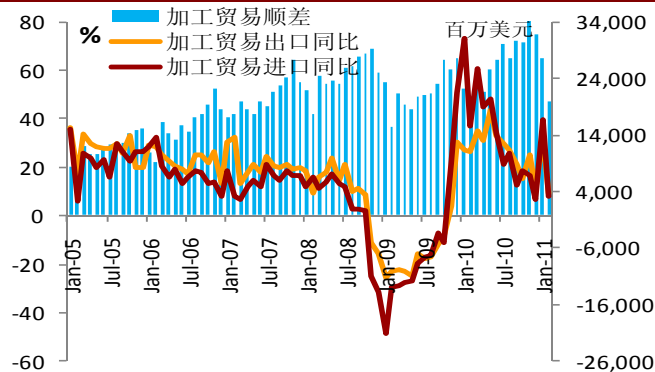
从贸易方式来看,2月份一般贸易出口和加工贸易出口的同比增速为-4.87%和9.56%(1月份为44.1%和32.7%),一般贸易进口和加工贸易进口的同比增速为25.6%和7.9%(1月份为55.5%和39.8)。一般贸易出口占出口比重为43.1%,加工贸易出口占比为49.6%;一般贸易进口占进口比重为58.1%,加工贸易进口占比为27.0%。一般贸易占比单月有所下降,但整体趋势上升,表明国内整体需求仍然强劲。

图 5: 一般贸易逆差继续扩大



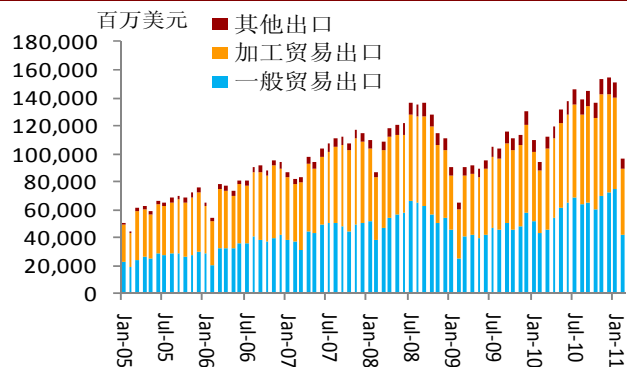
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 加工贸易顺差进一步缩小



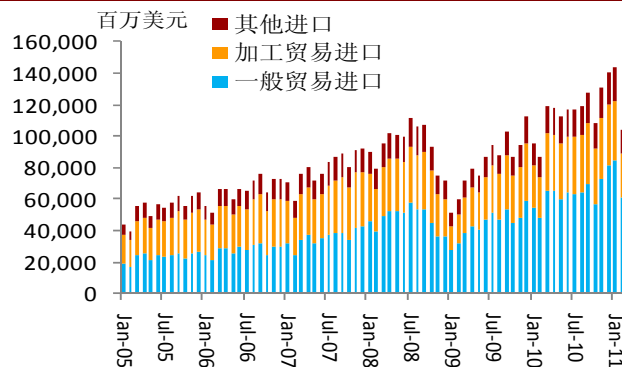
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 出口总额出现大幅回落



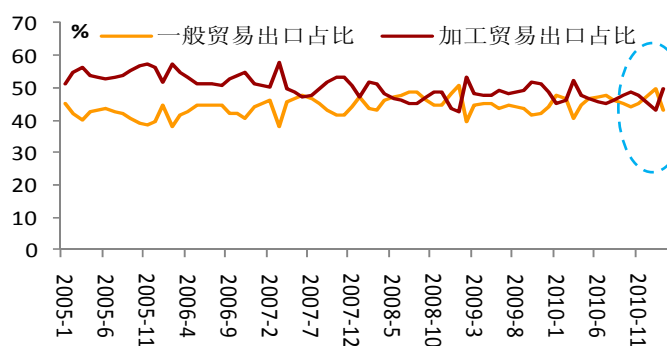
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 进口总额大幅回落



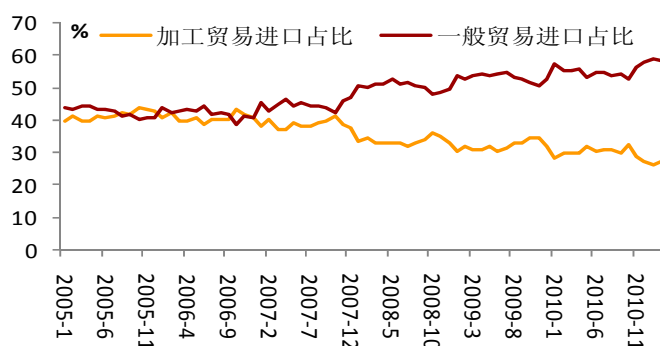
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 9: 一般贸易出口占比稳定



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: 一般贸易进口占比持续上升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

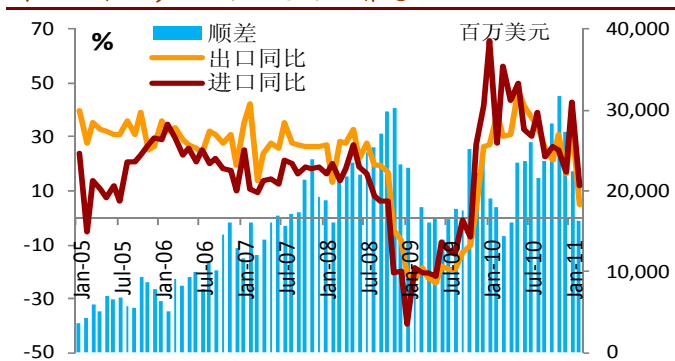
### 3、需求稳定和通胀预期导致进口同比增速相对稳定

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大幅下降。电动机及发电机和手机等机电产品和高新技术产品出口增速回落小于劳动密集型产品。

从进口重点商品来看，铁矿砂、成品油等工业原材料的进口增速明显下降。金属加工机床、汽车、食用植物油等商品进口增速稳定甚至上升。

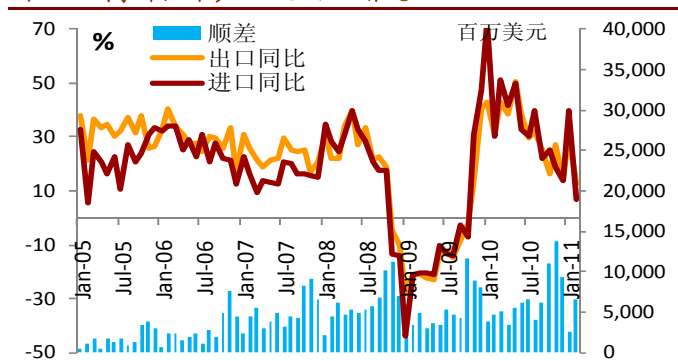
综合重点商品的进出口情况看，消费品和劳动密集型商品出口走势主要体现春节因素影响，而重点商品进口增速相对稳定显示当前需求平稳和通胀因素。

图 11：机电产品出口进出口增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 12：高新技术产品进出口增速



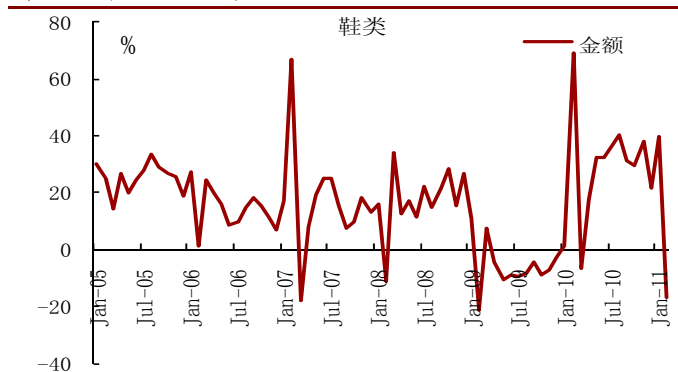
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 13：玩具出口同比



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 14：鞋类出口同比



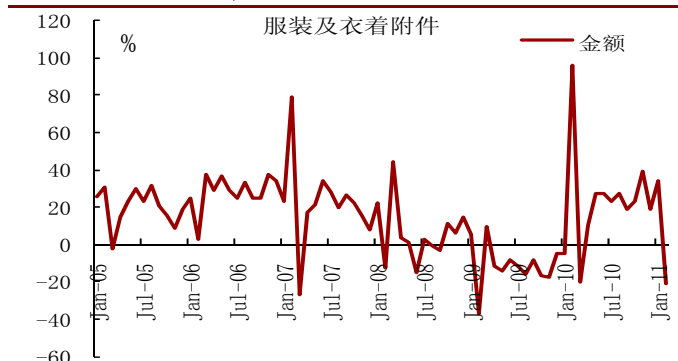
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 15：旅行用品及箱包出口同比



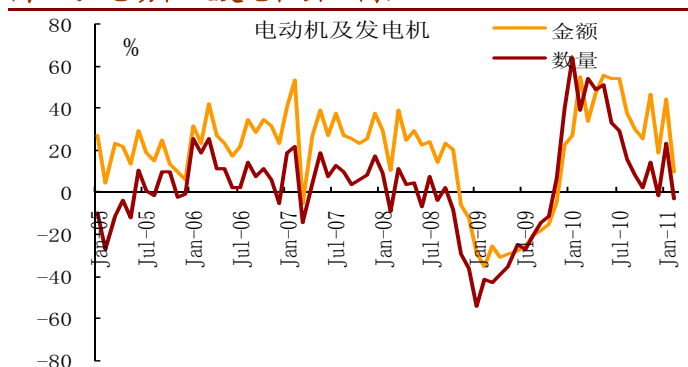
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 16：服装及衣着附件出口同比



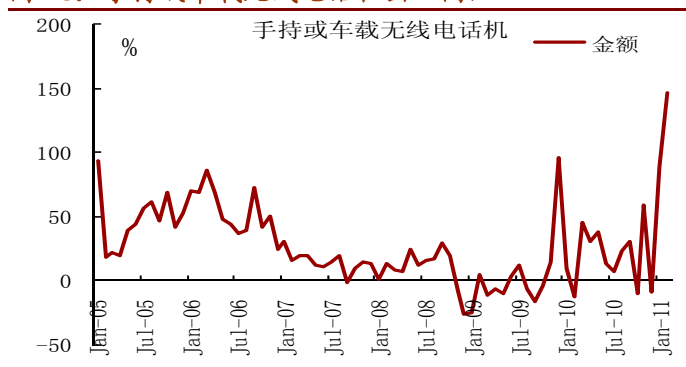
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 17: 电动机及发电机出口同比



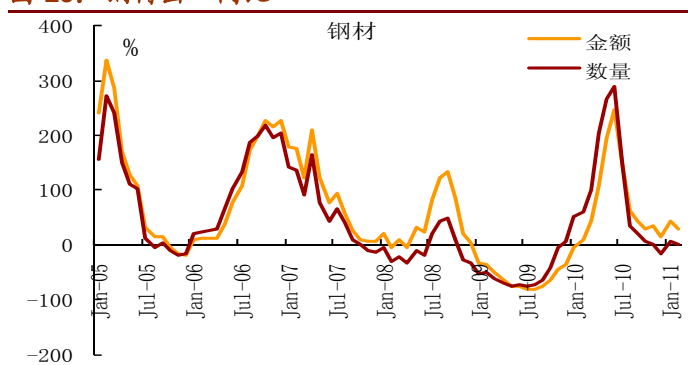
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 手持或车载无线电话机出口同比



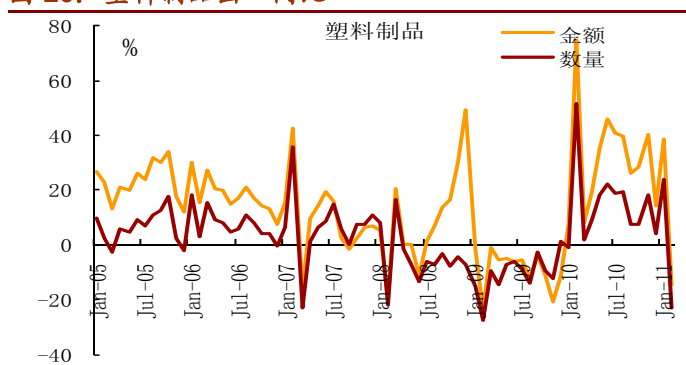
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 19: 钢材出口同比



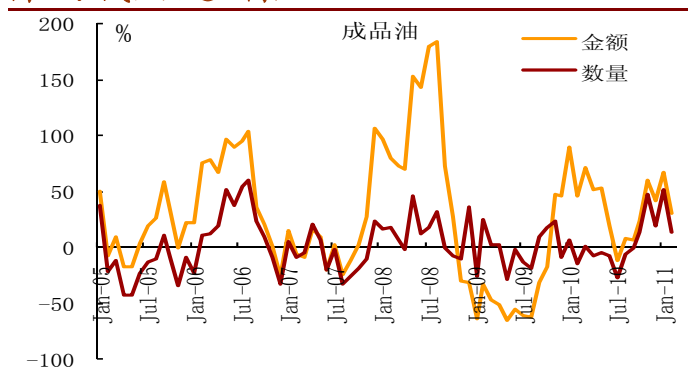
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 20: 塑料制品出口同比



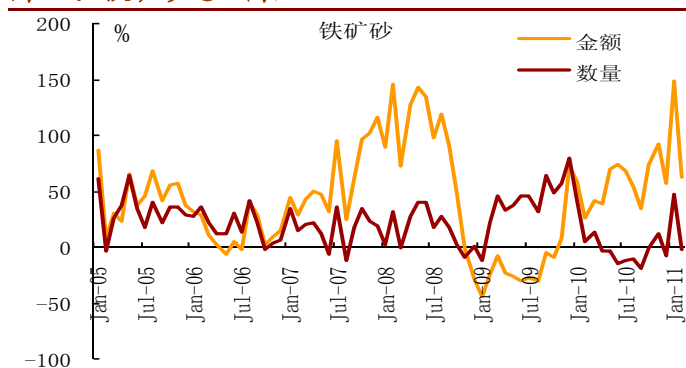
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 21: 成品油进口同比



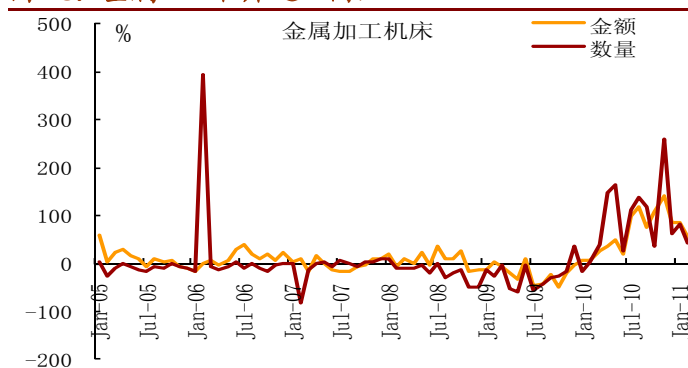
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 22: 铁矿砂进口同比



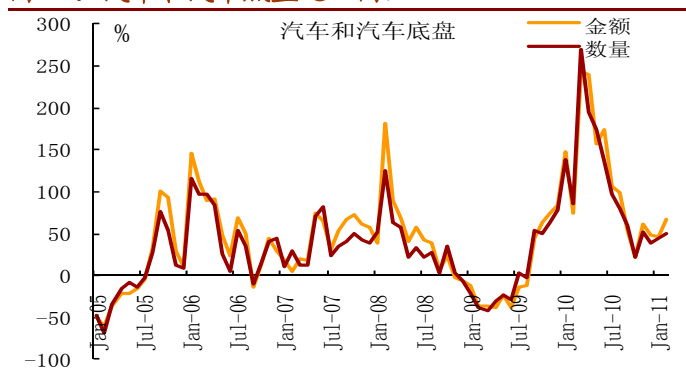
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 23: 金属加工机床进口同比



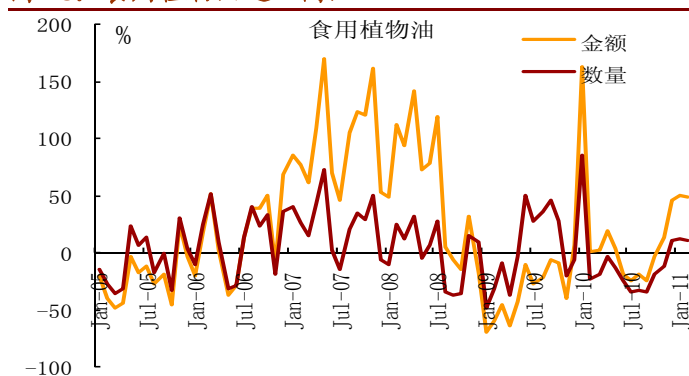
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 24: 汽车和汽车底盘进口同比



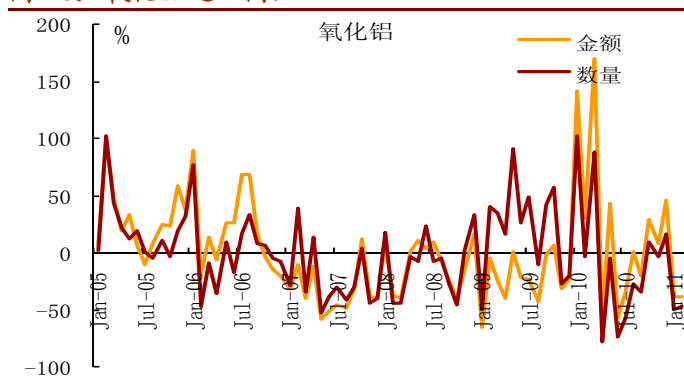
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 25: 食用植物油进口同比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 26: 氧化铝进口同比

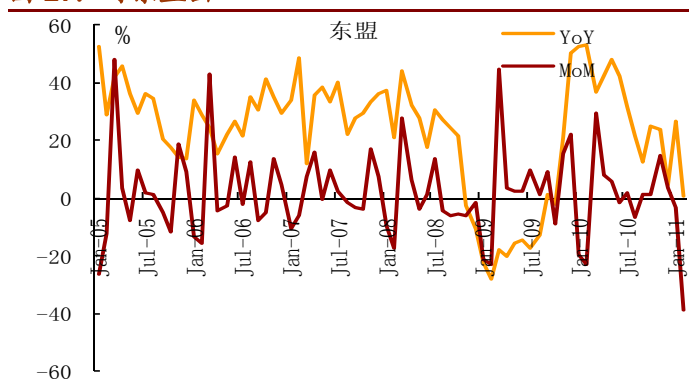


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

#### 4、对日本、东盟、韩国出口受春节因素影响相对较小

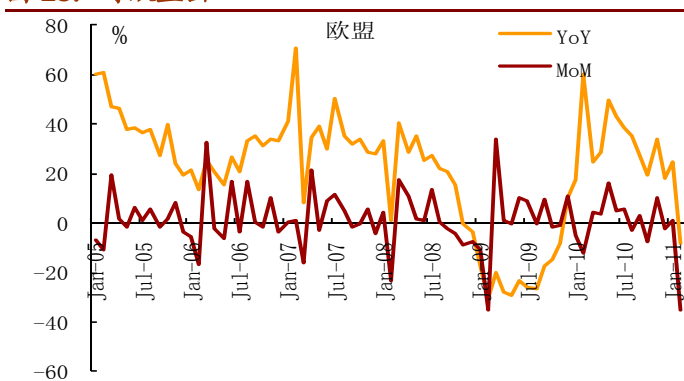
从主要贸易地区来看, 2011 年 2 月份对主要贸易伙伴的出口同比增速均出现不同幅度的下降, 环比增速也基本出现下降走势。2 月春节因素影响普遍, 但其中, 对日本、东盟和韩国的出口增速下滑幅度相对较小。

图 27: 对东盟出口



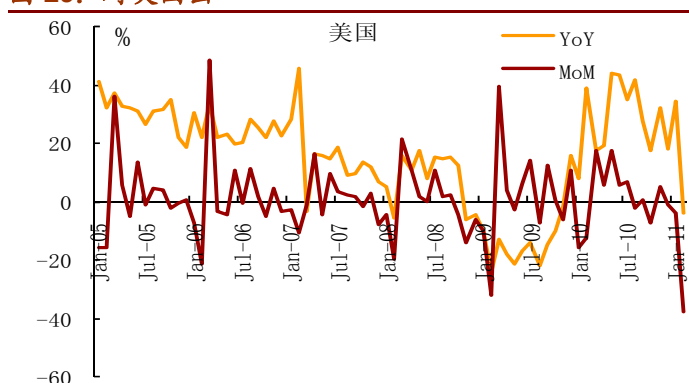
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 28: 对欧盟出口



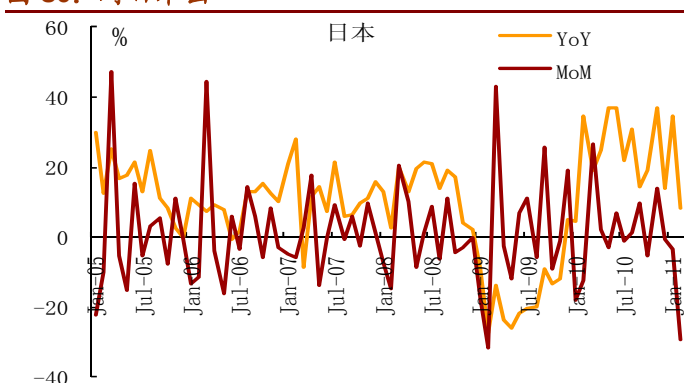
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 29: 对美国出口



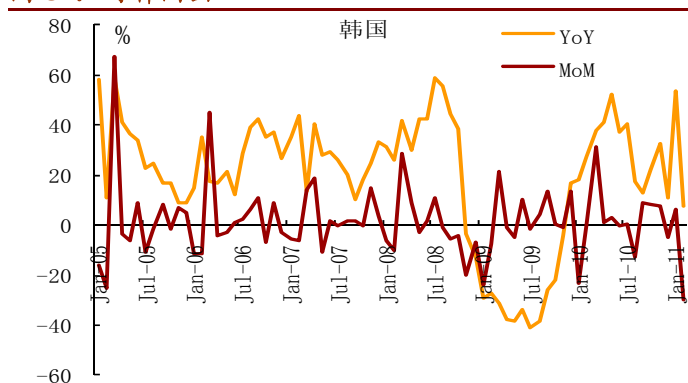
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 30: 对日本出口



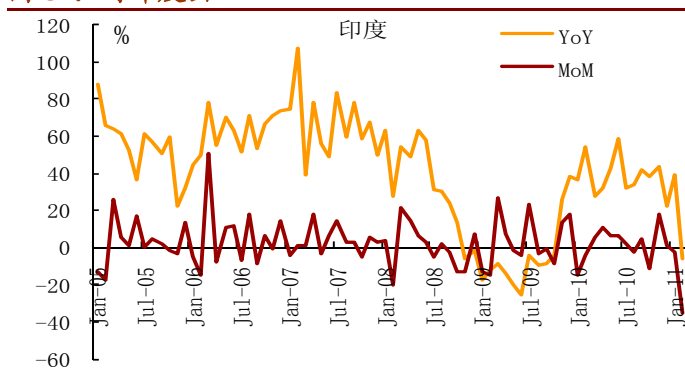
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 31: 对韩国出口



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 32: 对印度出口



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

## 5、剔除春节因素影响，我们维持全年出口增速在稳定中逐步向下收敛的判断

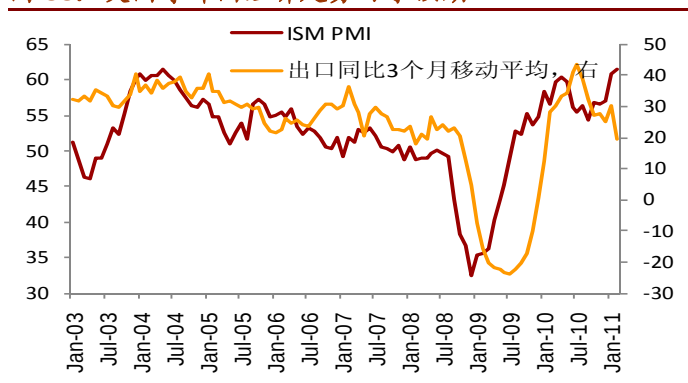
在近期美国经济数据走好和外围环境相对稳定的背景下，中国2月份外贸走势异常下滑主要应该归因于春节因素影响。把1、2月份合并计算，我们就会发现整体外贸形势依然稳定。同时从趋势因素走势来看，基本印证了我们对2011年全年出口形势保持逐步向下收敛的判断。

对于全年出口形势逐步向下收敛的判断原因在于，短期的周期性应对政策并未能解决全球经济内在的结构性矛盾，持续的大规模财政刺激和超宽松货币政策反而可能带来长期的不良后果。外围经济固有的和新增的风险与不确定因素仍在，一方面，中东北非局势发展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。也就是说，全球经济的平衡稳定增长尚需时日，这必然会影响到中国的出口。

对于国内经济，我们认为经济总体稳定，但是通胀问题和对应的紧缩政策仍将持续一段时间。因此，内需可能会在未来出现一定的波动，从而对进口增速产生影响。

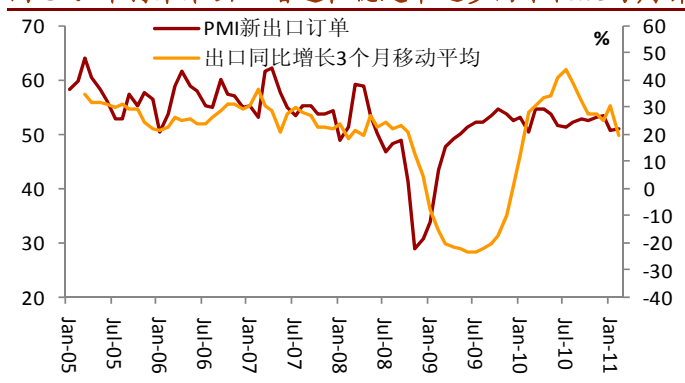
当然，内需相对外需更为稳定，这就必然会导致顺差规模的稳步收敛。

图 33: 美国等外围经济走势好于预期



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 34: 维持未来出口增速在稳定中逐步向下收敛的判断



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

**参考报告:**

1. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前的判断》 2011/3/2
2. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》 2011/2/20
3. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》 2011/2/15
4. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》 2011/2/9
5. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》 2011/2/9
6. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》 2011/1/20
7. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》 2010/1/15
8. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》 2010/1/12
9. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》 2010/1/10
10. 《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》 2010/1/8
11. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》 2010/1/3
12. 《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》 2010/1/3
13. 《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
14. 《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
15. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》 2010/12/6
16. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》 2010/12/3
17. 《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
18. 《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
19. 《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
20. 《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

## 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。