

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人: 郑振源 宋启超

电话: 0755-82485176

邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

## 美国向好, 日本受伤, 中国受益

### ——二季度中国出口形势展望

#### 报告要点:

- **3月出口加速增长, 对日出口表现抢眼。**3月出口的恢复超出我们的预期。一方面, 3月出口累计同比增速为26.5%, 较1-2月加快5.2个百分点, 显示3月出口的增长在加速。另一方面, 3月出口达到1522亿美元, 剔除春节扰动的2月, 出口已连续4个月维持在1500亿美元的历史高水平。从商品结构上看, 3月低端消费品出口增长要好于机电产品和高新技术产品的增长, 不过考虑去年同期基数较高因素, 后两者20%的增速仍属表现不错。从国别结构上看, 不管是环比增长, 累计同比增长, 抑或是占比变化, 3月主要发达经济体中, 对日、对美出口表现要明显好于对欧出口, 尤其是对日出口。相比之下, 对非欧美日出口的表现整体要好于对欧美日的出口。
- **双轮驱动有望延续, 二季度美国经济继续改善。**四季度以来, 美国经济加速复苏, 尤其是个人消费支出贡献明显提升, 从之前平均的1.3%跃升至四季度的2.8%。这主要得益于两个方面: 一是四季度就业改善加快, 推动收入增长持续增长, 二是在房市低迷的情况下, 美国股市不断攀升, 替代房地产发挥财富效应。09年下半年以来, 只有10年四季度, 收入增长和财富效应的双轮驱动作用是最为明显的。11年二季度这种双轮驱动有望延续, 动力就在于就业市场的持续改善。80、90年代和2001年的历史经验显示, 初请失业金人数达到34万, 往往是就业改善开始迟滞的分界线, 而在这之前, 改善将持续。截至4月2号, 美国初请失业金人数为38.95万人, 离34万人仍有一段距离。按照四季度以来月均1.3万人左右的改善力度, 预计仍将维持3-4个月的改善时间。由于初请失业金人数减少将促进收入增长, 并存在推动美国股指上扬的历史关系, 因此二季度收入增长和财富效应的双轮驱动将得以延续。
- **日本制造业被“震伤”, 出口短期颓势难以改变。**311大地震对日本经济造成损害的可怕之处, 不在于2.5-4%的经济损失(世行估计), 而在于电力、交通运输体系所遭受的严重破坏。核泄漏危机使得占据日本电力30%的核电供给明显减少(11座核电站已遭关闭)。限电、交通不便, 日本生产体系已受到极大的负面影响。3月日本制造业PMI指数仅为46.4%, 较上月大幅回落6.5个百分点, 为09年5月以来的最低点, 显示制造业景气度急剧受挫; 3月中旬, 即地震后的十天, 日本出口的同比增速从去年的40%高增速大幅下滑至-6%。由于电力、交通运输体系短期内难以快速恢复, 因此预计短期内日本制造业和出口的颓势难以改变。
- **需求向好, 供给受益, 二季度中国出口强劲势头将继续。**需求面上, 二季度美国就业市场继续改善将推动个人消费的继续增长。从以往来看, 美国个人消费与中国出口之间存在明显的正相关关系。持续复苏的美国经济将为中国出口构建良好的外需环境。此外, 日本灾后重建也将增加对中国进口的需求。据悉, 三一



重工已收到日本订购 30 台 56 米以上混凝土泵车的意向。供给面上，日本大地震对全球制造业的巨大冲击，表明日本在某些关键领域无可替代的地位，但这不代表日本在所有领域都是无可替代的。中国和日本的出口商品结构存在十分相似的地方，即以机电产品为主。2010 年机电产品在中国出口中的占比为 60%左右，在日本出口中的占比预计为 70%左右。正是由于这种相似性，我们认为在许多非关键领域，包括钢铁，包括工程机械等，中国产品的竞争力都十分强，能够形成对日本产品的较好替代。综上我们预计，二季度中国出口增速有望整体维持在 25%的高增速水平。

- 权益市场方面，鉴于对二季度出口形势的看好，我们建议重点配置受益于出口强劲增长的相关行业。



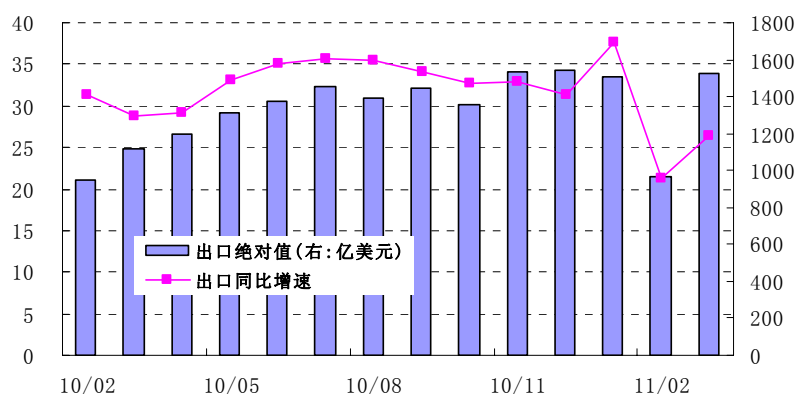
## 一、3月数据超预期，出口形势强劲

**3月出口增长加速，整体形势强劲。**虽然原先预计3月出口增速将回升，但最终数据的表现还是超出我们的预期，同时也表明当前出口形势十分强劲。从以下两个方面可以看出：

从同比增速来看，3月出口当月同比增长35.8%，累计同比增速达到26.5%，较1-2月加快5.2个百分点。这说明3月出口的增长形势较1-2月在加快。

从绝对值来看，3月出口达到1522亿美元，在2月跌落1000亿美元之后，迅速恢复到1500亿美元以上。剔除春节因素扰动的2月，出口已连续4个月维持在1500亿美元以上的历史高水平。

图1：3月出口加快复苏



资料来源：中国海关 第一创业整理

从商品结构上来看，低端消费品恢复领头，机电产品和高新技术产品表现依旧不错。1-3月低端消费品(纺织、服装、鞋类等)累计同比增速为23.6%，较1-2月加快10个百分点，而机电产品和高新技术则分别加快1.9和-2个百分点，显示3月低端消费品出口的恢复要好于后两者。不过，如果考虑到10年同期基数较高的缘故，当前机电产品和高新技术20%左右的累计增速仍属表现不错。

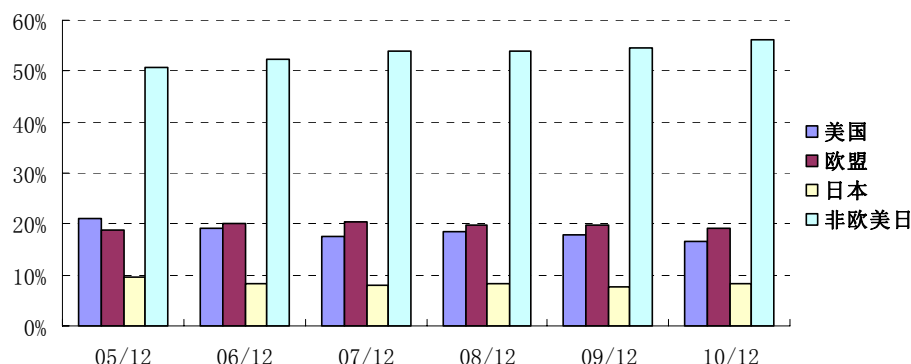
从国别结构来看，主要发达经济体中，对美、对日出口表现好于对欧出口，而对非欧美日的出口份额在不断提升。从环比来看，3月对美、对日、对欧、对非欧美日的出口环比分别增长59%、60%、51%和59%，其中仅对欧出口的环比增速要低于57.3%的总体增速。而由于2月对日出口的环比回落幅度要明显低于其他国家，因此对日出口的增长更加明显。此外，1-3月对日出口累计增速为28%，高于对美的21.4%和对欧的17%；对非欧美日的累计增速则达到31.4%。

从出口份额占比来看，3月对美、对日出口的份额均提升0.16个百分点，而对欧出口份额则下降0.85个百分点。整体来看，欧美日主要发达经济体在中国出口份额中的占比在不断下降，而非欧美日，尤其是新兴市场经济体在中国出口份



额中的占比不断提升。

图 2: 中国出口国别地区的占比



资料来源: 中国海关 第一创业整理

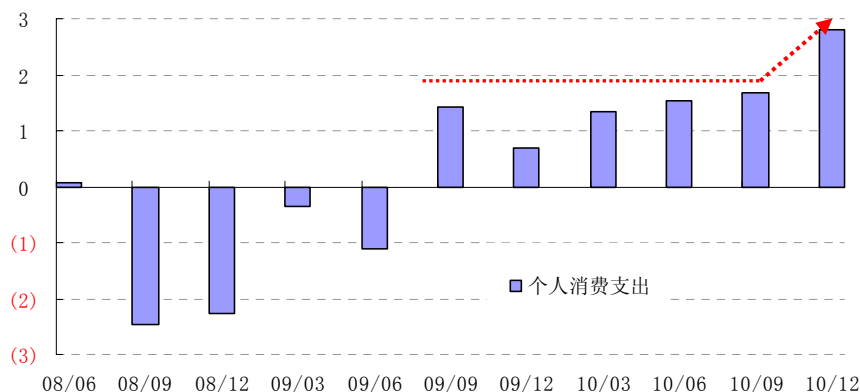
## 二、美国经济: 二季度改善步伐将继续

### 1、四季度美国经济加速改善: 双轮驱动

10 年四季度以来, 美国个人消费支出贡献提速。10 年四季度美国 GDP 增长 3.1%, 连续两个季度回升。不过个人消费支出贡献的明显提升, 更引起我们的关注。毕竟个人消费支出占据美国 GDP 的 70%。

回顾 09 年下半年以来, 个人消费支出仅为 GDP 贡献平均 1.3 个百分点, 远远低于 2.2 个百分点的历史平均水平, 表明美国个人消费支出的疲软。然而 10 年四季度个人消费支出的 GDP 贡献突升至 2.8 个百分点, 不仅远远强于之前的复苏水平, 更为 GDP 增长贡献了 90%之多。从零售额来看, 1-2 月环比分别增长 0.6%和 0.7%, 一定程度上说明消费较好的形势仍在延续。

图 3: 10 年四季度美国个人消费支出的 GDP 贡献明显提升



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

四季度美国个人消费贡献的明显提升, 原因归结于两个方面:



**一是就业改善加速，收入增长加快。**一改 10 年前三季度踌躇不前的态势，四季度以来初请失业金人数的改善步伐明显加快，至今累计下降近 8 万人。此外，四季度以来，美国新增就业人数已经连续 6 个月实现就业增加，失业率也从 9.7% 下降至 8.8%。受就业市场明显改善推动，四季度以来个人收入实现连续四个月环比正增长。

**二是房市低迷，股市崛起。**在销售低迷，供给压力严峻的情况下，美国房价自去年 8 月以来，已连续 6 个月下跌。因此，房屋财富已经难以再度发挥撬动美国个人消费的杠杆作用，过往房地产所发挥的巨大财富效应遭受严重削弱。不过，四季度美国股市的引吭高歌，一定程度上替代房地产，提升了美国家庭的财富水平。受此影响，美国消费者降低其储蓄率，扩大消费，个人债务的去杠杆化过程也在推迟。

从下表中可以看出，09 年下半年以来美国股市财富的每一次增值，美国个人储蓄率都相应下降。股市的财富效应让美国消费者重新拾得大胆消费的勇气。

该表同时也说明了为何四季度个人消费支出得以加速。**09 年下半年以来，只有 10 年四季度，收入增长和财富效应的双重作用是最为明显的。**

表 1：09 年以来美国经济主要指标表现

|            | GDP   | 个人消费<br>支出贡献 | 家庭总财富变化<br>(十亿美元) | 股票市值变化<br>(十亿美元) | 收入<br>环比增长% | 个人<br>储蓄率% |
|------------|-------|--------------|-------------------|------------------|-------------|------------|
| 2011-3-31  | -     | -            | -                 | 617.2            | 0.4         | 5.8        |
| 2010-12-31 | 3.10  | 2.79         | 2137.5            | 1552.3           | 0.7         | 5.4        |
| 2010-9-30  | 2.60  | 1.67         | 1351.4            | 1347.1           | (0.1)       | 6.0        |
| 2010-6-30  | 1.70  | 1.54         | (1632.5)          | (1891.0)         | 1.5         | 6.2        |
| 2010-3-31  | 3.70  | 1.33         | 1309.1            | 682.4            | 0.2         | 5.5        |
| 2009-12-31 | 5.00  | 0.69         | 692.3             | 1012.8           | 0.5         | 5.6        |
| 2009-9-30  | 1.60  | 1.41         | 2538.8            | 1780.7           | (0.8)       | 5.6        |
| 2009-6-30  | -0.70 | -1.12        | 1676.8            | 1555.4           | 1.1         | 7.2        |
| 2009-3-31  | -4.90 | -0.34        | (2559.4)          | (1215.1)         | (0.1)       | 5.4        |

资料来源：Bloomberg 第一创业整理

## 2、二季度双轮驱动将延续

从表 1 可以看出，1-2 月美国股市财富和收入增长较上季度放缓，因此预计个人消费支出贡献也将从高点回落。不过我们认为，短期内个人消费依旧有望维持较好的复苏势头，二季度美国经济的改善步伐不会停止。

**首先，二季度就业市场有望继续改善。**从中长期来看，由于生产率提升慢于新兴国家，竞争力遭到削弱，因此美国高失业率要想迅速回到 5% 的历史平均水平，存有很大困难。不过，短期来看，美国就业市场仍将继续改善。

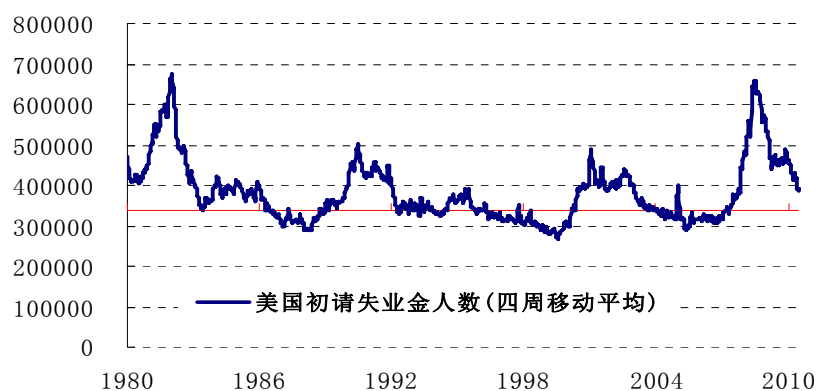
初请失业金人数是美国就业市场最为领先和灵敏的指标。观察历史，我们发



现，当初请失业金人数(以下均为四周移动平均值)触顶之后，往往经历短期的大幅度改善过程，之后便会逐渐步入一段较长时期的迟滞改善时期。80 年代、90 年代和 2001 年的历史经验显示，初请失业金人数达到 34 万，往往是就业改善开始迟滞的分界线。在这之前，改善较快；在这之后，改善力度将明显放缓。

**截至 4 月 2 号，美国初请失业金人数四周移动平均值为 38.95 万人，离 34 万人仍有一段距离。按照四季度以来月均 1.3 万人左右的改善力度，预计仍将维持 3-4 个月的改善时间。**

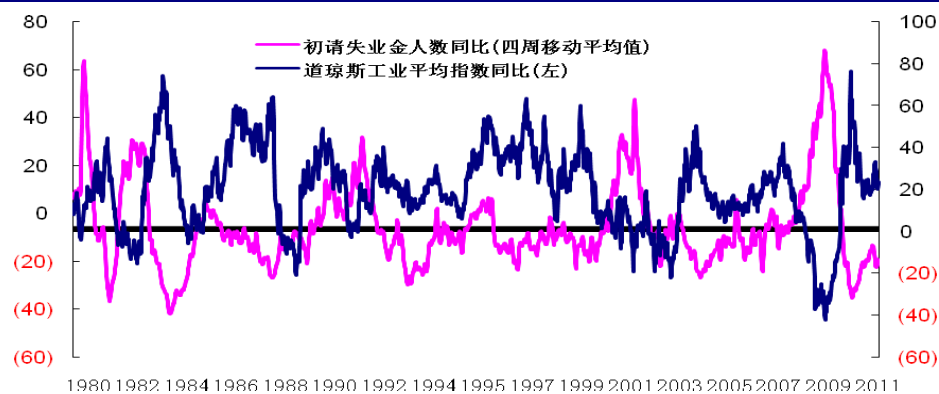
图 4： 80 年代以来，美国初请失业金人数的四轮改善



资料来源：Bloomberg 第一创业整理

其次，就业市场改善继续支撑美国股市财富效应。从历史来看，初请失业金人数改善与美国股指之间存在明显的负相关关系。鉴于二季度初请失业金人数有望继续改善，因此预计美国股指将继续上涨，财富效应也将继续支撑美国个人消费支出的增长。

图 5： 美国初请失业金人数与美国股指的关系



资料来源：Bloomberg 第一创业整理





### 三、被“震伤”的日本出口

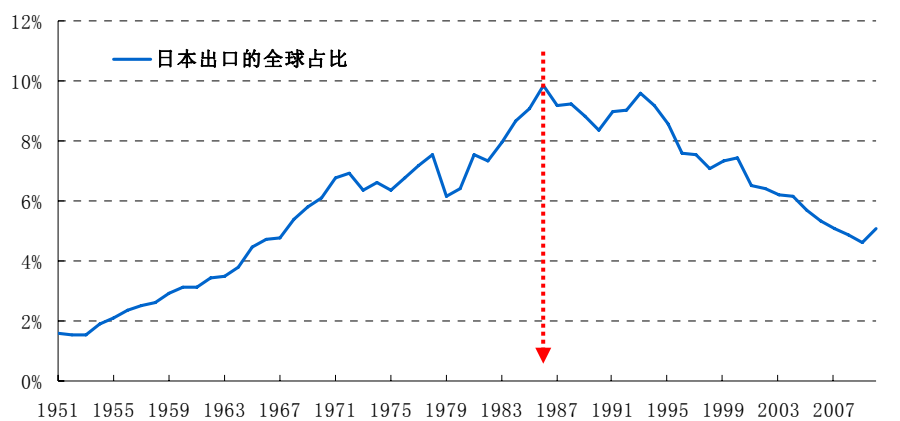
#### 1、举足轻重的日本制造业

虽经历二十年衰落，但日本出口仍坐稳全球第四把交椅。经历战后十年的统制计划经济后，50 年中期日本开始推行贸易兴国政策，对出口行业加以大力扶持。之后三十年中，除了 1970 年代的十年缓慢期之外，日本出口行业整体经历长达二十多年的辉煌发展，在全球出口份额的占比从 1953 年的 1.5% 跃升至 1986 年最高峰的 9.9%。之后随着日元大幅升值和泡沫经济的破裂，日本出口的全球占比便一路下滑。

根据世贸组织最新发布的《2010 年全球贸易报告》，**2010 年日本出口总额为 7698 亿美元，占全球比重为 5.1%，仅次于中国、美国、德国。**虽经历二十年衰落，但日本依然是一个相当重要的出口大国。

**日本制造业在全球供应链的地位举足轻重。**在许多产业，尤其是电子产品、汽车、半导体等，日本的全球供应能力是相当突出和重要的。这一点从日本大地震对全球供应链的冲击可见一斑。我们看到，由于日本电子、汽车等产业在大地震中受损严重，美国、法国、中国等许多依赖日本关键零部件的公司不得不大幅减产，等待零部件的重新供应。汽车方面，美国通用、法国雪铁龙、中国东风日产等汽车公司的许多工厂被迫减产或停产。电子产品方面，如苹果公司平板电脑 iPad2，至少有 5 种电子零部件由日本厂家生产。特别是其显示屏只能采用日本产品，受地震影响 iPad2 不得不减产。

图 6：1950 年以来，日本出口的全球占比



资料来源：世贸组织 WTO 第一创业整理

#### 2、日本制造业在大地震中“很受伤”

可怕的不是产能损失，可怕的是电力、交通运输体系遭到的破坏。根据世界银行的估计，311 地震给日本带来的经济损失达到 GDP 的 2.5%-4%。此外，日本东北部受灾地区规模占总体国内生产总值的 8% 左右。从这两方面来说，311 大地震



对日本经济，以及实体企业的产能并不会造成实质性的损害。

然而，由于电力和交通运输体系遭受严重破坏，再加上核泄漏危机，不管是灾后重建，还是生产恢复，本次大地震比 95 年阪神地震更加困难，也更加缓慢。

一方面，由于核泄漏的严重势态，11 座日本核电站已遭关闭。而核能占据日本电力供应的 30% 左右，因此核危机对日本电力体系将造成更加长远的负面影响。震前日本电力公司的供电能力为 5200 万千瓦，而截至 3 月 23 号供电能力仅恢复至 3750 万千瓦。东京电力公司表示，今后该公司的供电能力不可能再超过 5000 万千瓦。在缺电情况下，企业重新开工生产将十分困难。

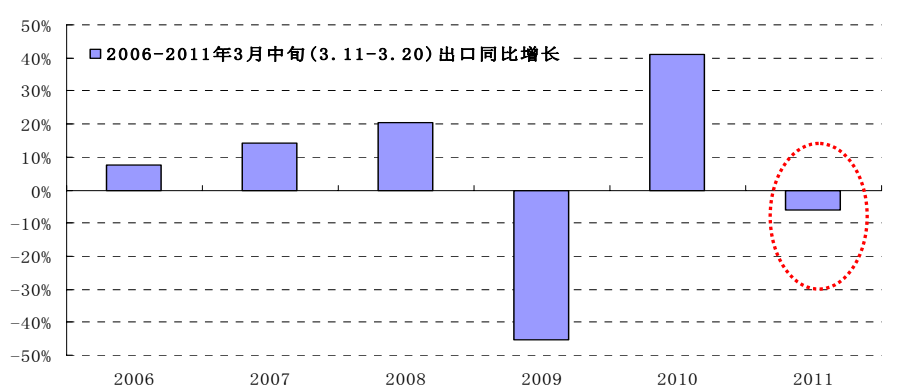
另一方面，港口、公路等基础设施遭到严重破坏，产品和原材料的运输将面临极大的困境，制约生产能力的扩大。

**大为受挫的日本出口和制造业。**根据日本财务省数据显示，在 311 地震发生后的 10 天内，即 3 月中旬，日本出口即遭受到很明显的负面影响。

在 2006-2010 年期间，除了金融危机时的 2009 年，各年 3 月中旬日本出口同比增速呈现逐年加快的特征。然而 2011 年 3 月中旬，仅仅是在日本地震后的 10 天，日本出口的同比增速便从 2010 年 40% 的高增速，下滑为 -6%。此外，3 月日本 PMI 指数仅为 46.4%，较上月大幅回落 6.5 个百分点，为 09 年 5 月以来的最低点，也显示制造业景气度急剧受挫。

鉴于日本电力和交通运输体系遭受破坏程度较为严重，且短期内难以迅速恢复，因此预计短期内日本出口明显下滑的态势难以得到扭转。

图 7：地震后十天，日本出口增长明显下滑

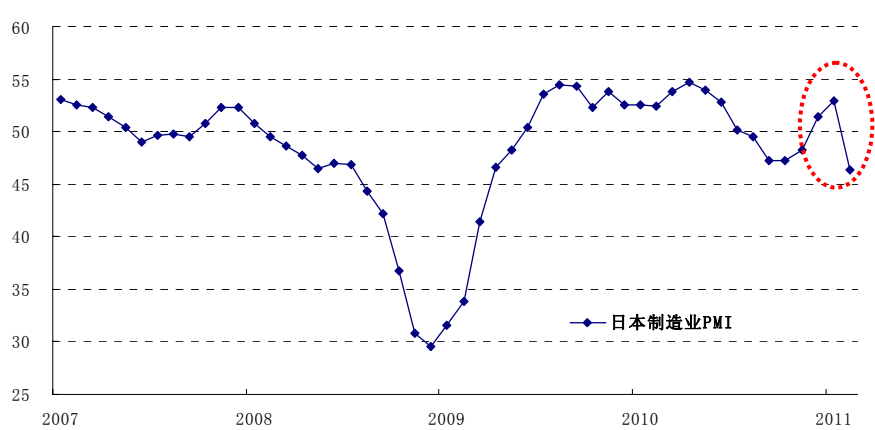


资料来源：日本财务省 第一创业整理





图 8: 3 月日本制造业景气度严重下挫



资料来源: wind 第一创业整理

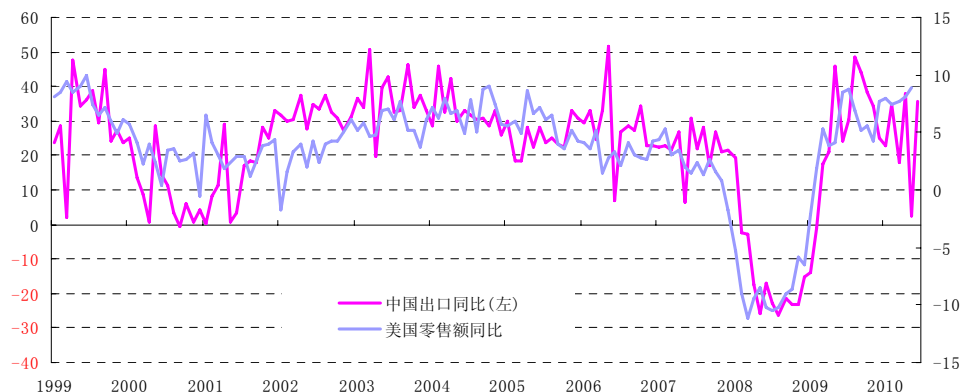
## 四、短期内中国出口延续强势

### 1、需求面：二季度外需形势将继续改善

如前所述，今年以来，占据美国经济 70% 的个人消费支出仍在继续改善。同时，由于二季度美国就业市场改善的步伐预计不会停止，从而支撑美国个人收入的增长和财富的增值。因此，总体来看，上半年美国个人消费支出增长会较快，美国经济也因此继续复苏，预计上半年 GDP 增速在 2.5%-3% 之间。

2010 年，对美出口占到中国出口总额的 18% 左右，美国经济的持续复苏必将直接带动中国对美出口的增长。从历史来看，美国个人消费支出与中国出口之间存在紧密的联系。此外，作为全球最大的经济体，美国经济的复苏必然带动其他经济体的复苏步伐，从而也会增加其他经济体对中国的进口需求。因此美国经济的持续复苏下，二季度中国出口将面临良好的外需环境。

图 9: 美国个人消费与中国出口增速的关系



资料来源: 美国商务部 中国海关 第一创业整理



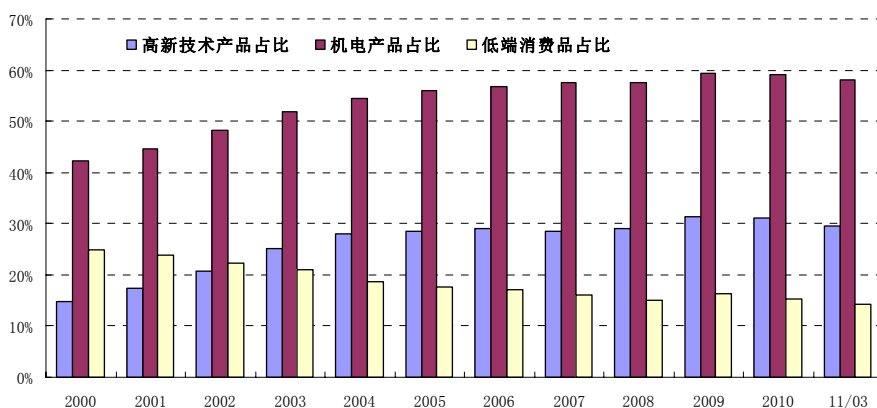
## 2、供给面：日本受挫，中国受益

日本制造业和出口在地震中受挫严重，而全球许多汽车、电子等企业的减产或停产，说明了一点，即在关键零部件领域，日本在全球供应链中的地位很难有对手加以替代。

不过应该看到，在那些非关键领域，那些并非仅日本一家的制造业中，如钢铁行业、工程机械行业等，日本在全球中的地位并非无可取代。中国在这些领域中的全球地位已经越发提升，产品竞争力和替代性已经大大加强。自入世以来，中国出口商品结构中，低端消费品占比不断下降，高新技术和机电产品的占比则不断提升。2010年，低端消费品、高新技术产品和机电产品的出口占比分别为15.4%、31%和59.2%。**中国以机电产品为主的出口商品结构与日本存在相似之处。**2010年日本出口中，资本设备和耐用消费品的占比合计达到69.5%。

正是由于这种相似性，正是由于出口产品的不断升级，中国在许多领域都与日本展开竞争，包括造船、工程机械等装备行业。因此我们认为，在日本制造业短期内整体明显受挫的情况下，中国出口有望受益。

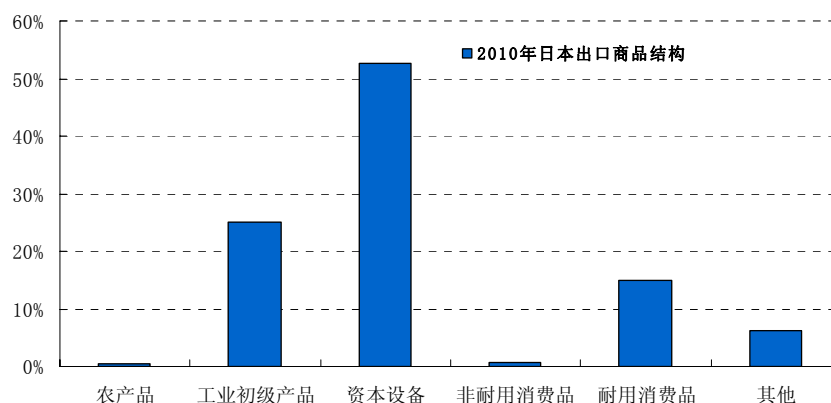
图 10：2000 年以来，中国出口的商品结构变化



资料来源：中国海关 第一创业整理



图 11:2010 年日本出口的商品结构



资料来源：日本财务省 第一创业整理

此外，日本灾后重建已陆续展开，日本进口商品的需求也将让中国出口受益。根据三一重工总裁向文波表示，该公司已收到东京电力希望购买 30 台 56 米以上混凝土泵车的意向。这从侧面说明了中国出口产品的国际竞争力在不断增强，以及中国出口在日本灾后重建过程中有望受益。

**综上所述我们认为，由于二季度美国经济继续向好，出口的外部需求形势较好；而日本制造业在地震中明显受挫，中国出口由于国际竞争力的不断增强，预计有望在供给面上受益。预计二季度中国出口整体将维持 25%左右的高增长态势。**



## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                         |
|--------|------|------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 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         |

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼  
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238  
P.R.China:200120