

进口激增，预示投资或远超预期

事件

海关总署 10 日《一季度进出口平衡增长 6 年来首现季度贸易逆差》显示：3 月份当月，我国外贸进出口环比较 2 月份大幅增长 51.4%，其中出口环比增长 57.3%；进口环比增长 46%。进口的强劲增长，导致 10.2 亿美元的贸易逆差，继 2003 年和 2004 年一季度之后再次出现贸易逆差。

基本结论

■ 外贸数据再超预期

1、对于 2011 年 3 月，进出口增速均超市场预期。数据特性上，由于进出口数据历来波动较大，而 1 季度内各月受到春节、季节因素剧烈更加剧烈。总体上看，市场预期的进出口整体规模小于实际；3 月延续逆差预期也不强烈。

2、逆差超预期的主要原因是进口猛增，尽管 3 月出口也出现了恢复性反弹。一季度整体进口值创历史新高，首次超过 4000 亿美元。6 年来首先季度逆差（约 10 亿）。

我们此前预计的总体方向为：2010 年 4 季度的顺差分别为：63、144、411、845 亿美元，总体较 2010 年美元减少 280 亿至 1351 亿元。目前来看，如果 2 季度投资拉动进口继续增长，总体 2 季度低顺差比较符合实际判断。

■ 贸易逆差的主要推动力量

1、贸易顺差的季节规律

进口具有明显的季节规律，1 季度偏低，而 2、3 季度逐季度走高，4 季度回落，但依然要高于 1 季度、与 3 季度相当；这与我国投资多在 2、3 季度进入旺季相关。而出口同样具有明显的季节过滤，1 季度最低，2、3 季度逐季度走高，4 季度有所回落，但略高于 3 季度。这样的季节背景往往导致 1 季度顺差偏低，而 4 季度顺差最高。（图表 1）

2、国内投资为“量”、大宗商品为“价”共同推动

由于我国的进口主要与进口原材料、中间产品相关，2011 年 1-2 月投资数据异常强劲显示 1 季度总体投资旺盛；同时国际市场大宗商品价格大幅上涨，也导致量价齐增，推动进口额激增。于此同时，由于劳动力逼近“商贸化点”（2 季度季报《投资兴起》），也导致了出口企业开工不足等现象。

■ 三、进口激增的程度与含义

1、季度进口环比折年接近一翻。季调后，2011 年 1 季度进口环比折年率达到了 99%，这一增速高于 2003 年 1 季度（74.4）、2004 年 1 季度（87.2），仅次于 2009 年 2 季度（114%）；上述 3 个年度进口猛增的共同背景是投资强劲（图表 2）。与此相应证，BFI 散干货指数 3 月环比增长 26%，而 CCFI（中国出口集装箱运价指数）月环比-2%（图表 3）。从同比数据上看，由于 2010 年 1 季度经济过热导致进出口地基数较高，从而 1 季度的同比数据并无太多惊奇。

2、进口或并不来自对发达经济体的巨额订单。从进口国别看，3 月向美国、欧盟进口分别达到了 27.58%、31.16%，均超越了 3 月进口的平均同比增速 27.3%，实质上，对美国、欧盟的顺差分别录得 32%、36% 的大幅增长；3 月的逆差有可能并非主要来自对发达经济体的巨额订单造成，而是进口原材料、大宗商品造成。

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

刘茜华 联系人
(8621)61356502
liuqh@gjzq.com.cn

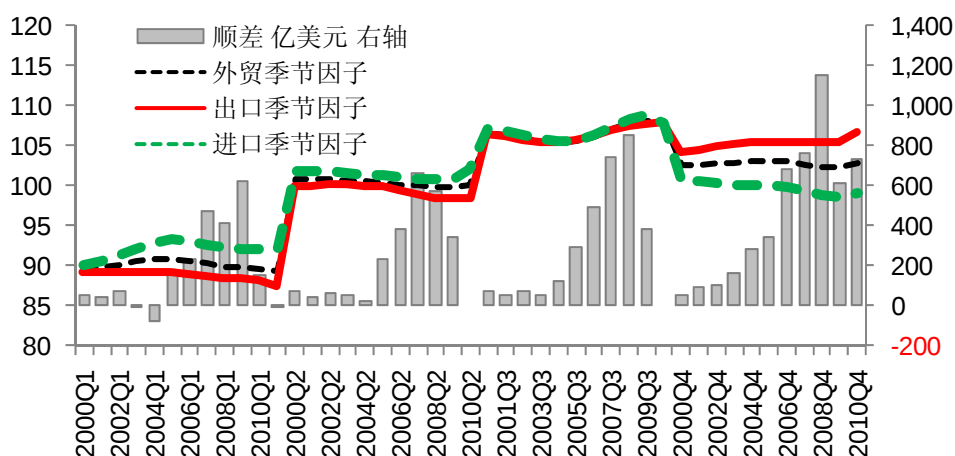
刘峰 分析师 SAC 执业编号：
s0730209090111
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

3、投资或远超预期

除 2005 年 q1 因为 2004 年 Q4 强烈紧缩的基数效应导致的环比激增以外，在 3 个进口环比折年超过 70% 的年度中，固定资产投资同比增速均在 30% 增长以上。如果 Q2 发改委不特别严控新增投资（注），或者央行收缩信贷额度；2011 年的投资增长，将远超市场预期。（图表 4、图表 5）

（注：4 月 8 日新华社电：《张平：多管齐下扩大内需》……我国将继续发挥投资对扩大内需的重要作用。我国是一个发展中的大国，无论是提高满足人民群众物质和文化需求的供给能力，还是积极推进工业化、城镇化，都需要在较长的时期内保持合理的投资规模。）

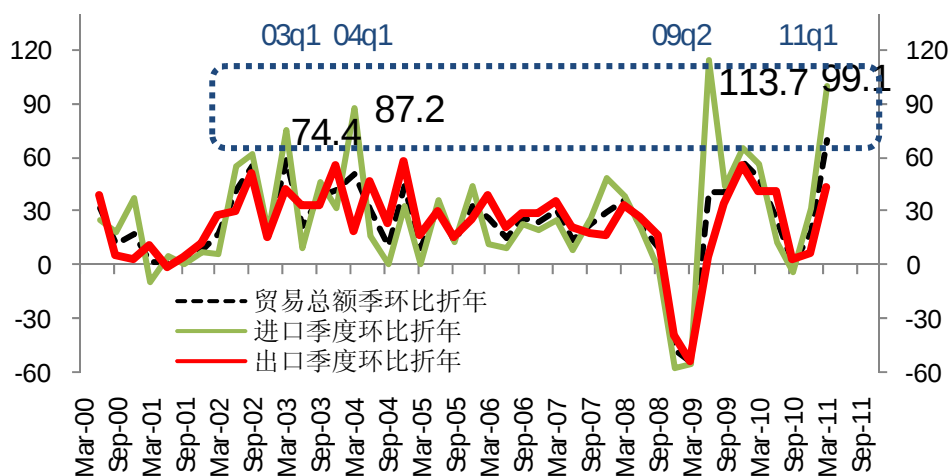
图表1：季度外贸季节规律：前低后高



来源：海关总署，国金证券研究所

图表 1：键入图表的标题 XXXX

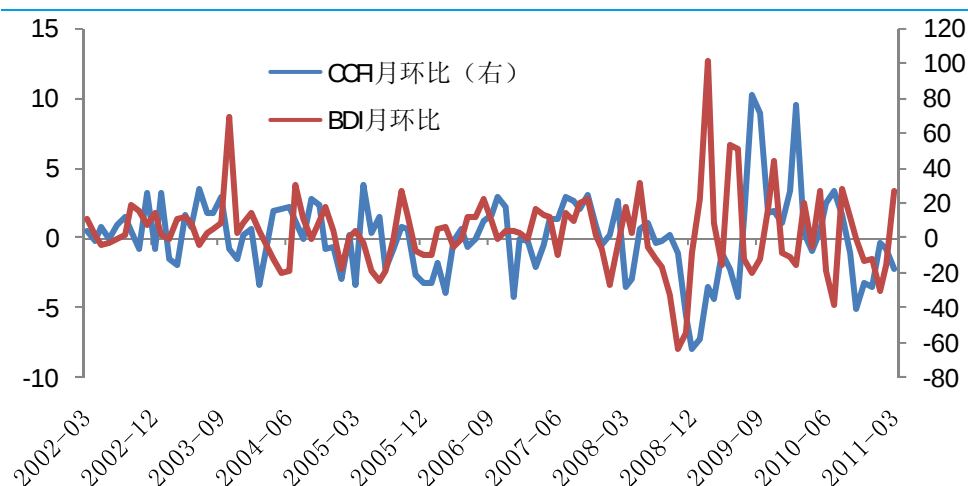
图表2：进口环比折年比较：十年历史第二强劲



来源：海关总署，国金证券研究所

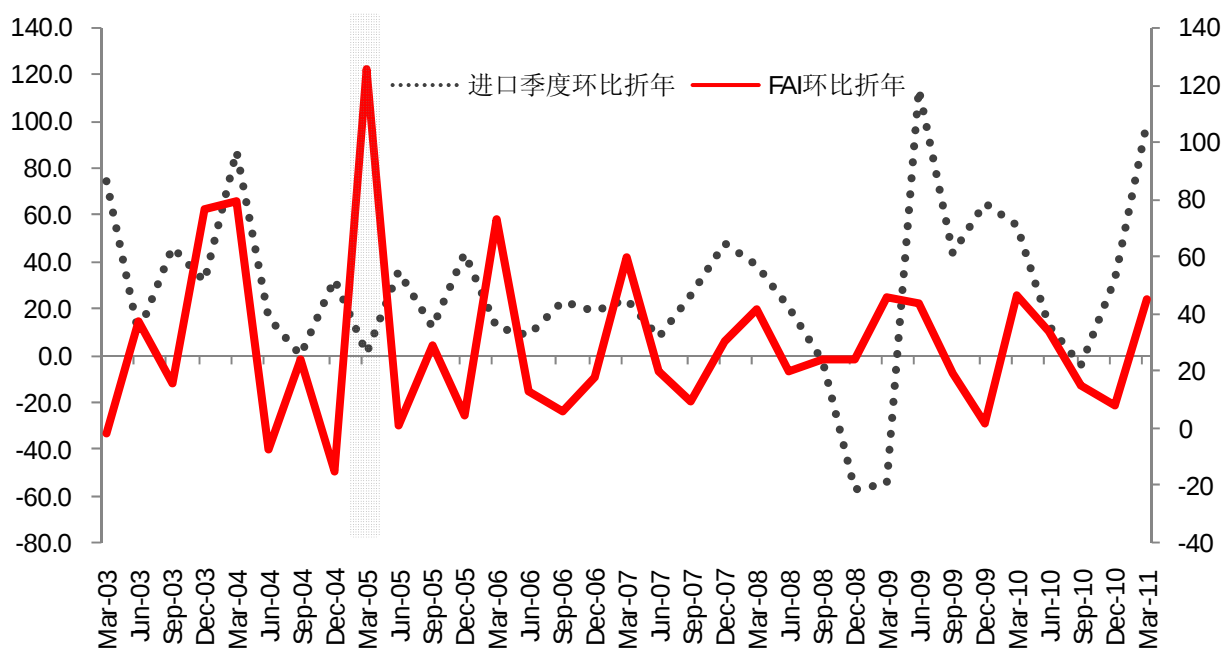
来源：国金证券研究所

图表3: BDI 向上、CCFI 向下预示进出口各不相同



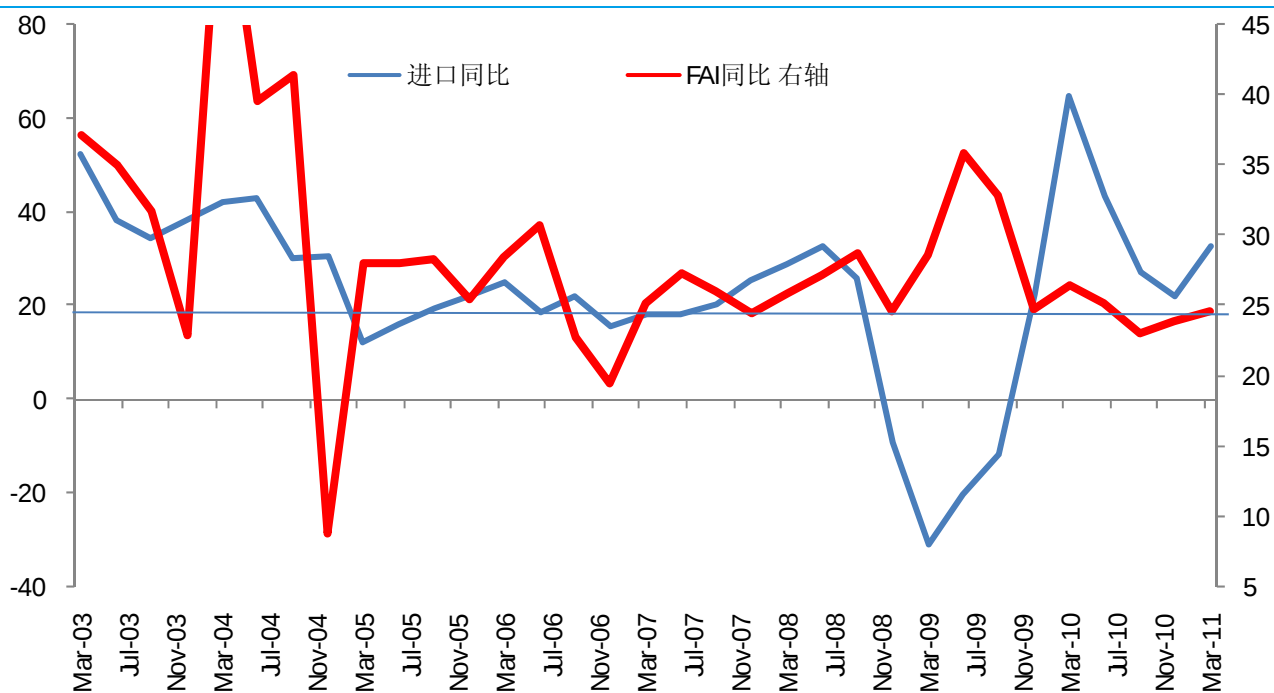
来源: 国金证券研究所

图表4: 进口环比折年与投资环比 (季度环比 peason 相关性大约为 0.3%)



来源: 国金证券研究所

图表 5: 高进口年度, 投资增速均超 30%, 尽管 2011 年通胀压力持续, 但投资或远超市场预期



来源: 海关总署, 国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室