

分析师： 李冒余 (8621) 68751636 limy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120003

联系人： 王夏儒 (8621) 68751610 wangxr@cjsc.com.cn

8 月份外贸数据点评——进口增速上行难表强劲内需

报告要点

■ 2011 年 8 月份中国对外贸易数据

海关总署于 10 日公布 8 月的外贸进出口情况，今年 1 至 8 月，我国对外贸易进出口总值 23525.3 亿美元，比去年同期增长 25.4%。其中出口 12226.3 亿美元，增长 23.6%；进口 11299 亿美元，增长 27.5%。今年 8 个月累计贸易顺差 927.3 亿美元，减少 10%。8 月当月，我国进出口总值为 3288.7 亿美元，增长 27.1%。其中出口 1733.1 亿美元，增长 30.2%；进口 1555.6 亿美元，增长 30.2%。

■ 外需尚未反转

8 月份进出口增速皆有上行，其原因主要为如下几条：1) 出口的增速上行部分源于基数效应。本来环比来看，8 月份出口的走向并无明显的规律性，而 10 年和 11 年出口环比都出现了回落，其中 10 年环比回落幅度较大。2) 随着大宗商品价格的回落，一些企业开始补充原材料库存，这表现在金属材料、成品油等原材料产品进口额增加上。3) 欧美实体经济并无好转迹象。美国此前公布的 8 月制造业 PMI 数据和非农就业数据都在继续恶化。同时，深受欧债危机影响的欧洲，目前也难以增加终端需求。

当前美国和日本制造业扩张都在放缓，而欧元区和英国的制造业已经陷入收缩。8 月美国糟糕的非农就业数据加上原本就非常不利于复苏的经济信心低迷，这使得未来美国经济复苏的形势更加难以看好。总的来说，至少在今年剩余的时间里，外需都将是脆弱的。

■ 进口数据显示内需加速回落

8 月工业增加值同比 13.5%，较上月 14% 有小幅度的下降。从环比上看，8 月工业增加值环比增长 1%，同样较上月 0.9% 小幅上涨。但是结合历史数据，8 月工业增加值有一个季节性的回升的过程。此次 8 月工业增加值回落幅度高于历史水平。加之通胀有所回落，内需问题就难以解释进口增速的上行。

我们认为，造成本月进口增速上行的主要有两个因素，一个是前面说到的低基数问题，另一个则是工业企业的库存微观决策。前期在 QE2 和中东危机的推波助澜下，大宗商品价格一度高企，随后大宗商品价格又因为市场对于实体经济和欧洲债务问题的担忧而下滑。这样，我们就可以观察到，前期因价格高企而导致的工业金属、能源产品进口增速下降，而本月随着大宗商品价格的回落，工业金属、能源产品的进口增速又有所上行。

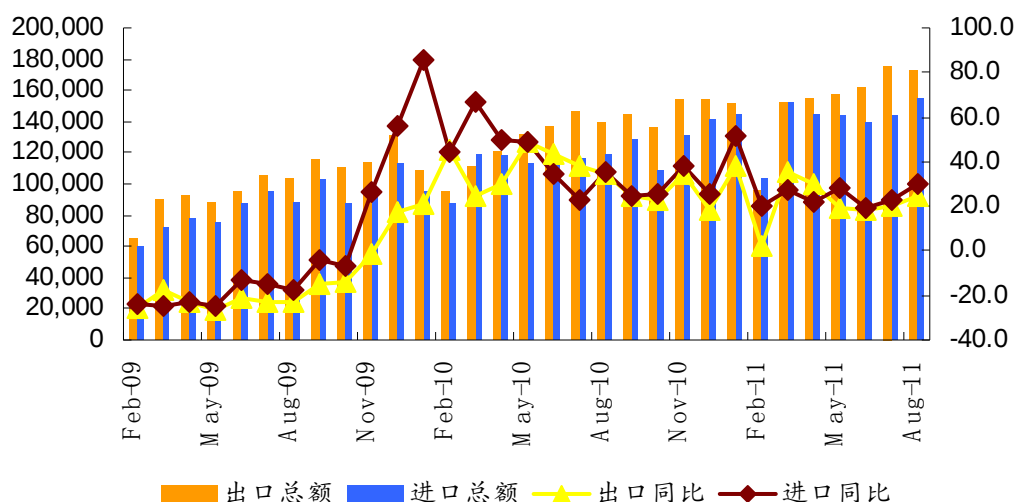
8 月进出口概况:

1、8 月份贸易概况

海关总署于 10 日公布 8 月的外贸进出口情况, 今年 1 至 8 月, 我国对外贸易进出口总值 23525.3 亿美元, 比去年同期增长 25.4%。其中出口 12226.3 亿美元, 增长 23.6%; 进口 11299 亿美元, 增长 27.5%。今年 8 个月累计贸易顺差 927.3 亿美元, 减少 10%。8 月当月, 我国进出口总值为 3288.7 亿美元, 增长 27.1%。其中出口 1733.1 亿美元, 增长 30.2%; 进口 1555.6 亿美元, 增长 30.2%, 月度进口规模刷新今年 3 月份创下的 1522.6 亿美元的历史纪录。

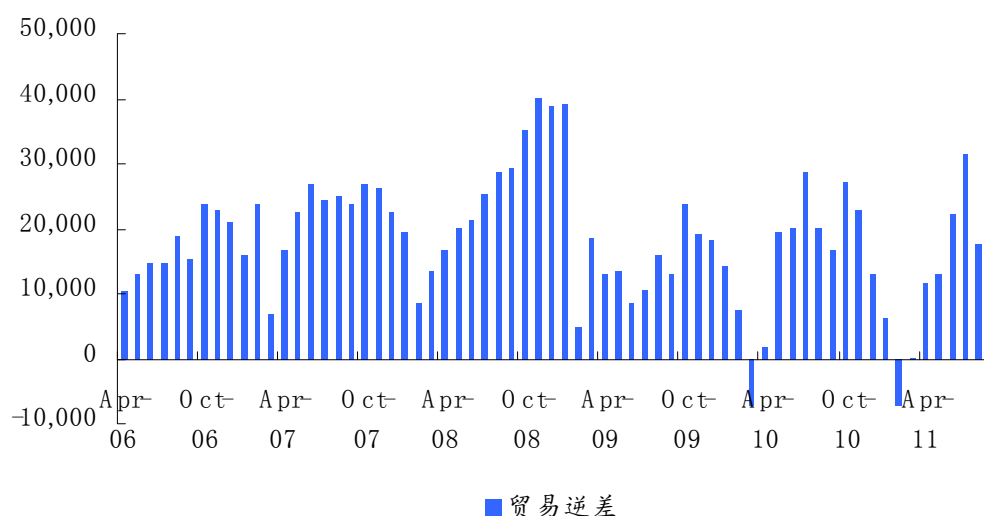
8 月份, 我国进出口总值为 3288.7 亿美元, 增长 27.1%。其中出口 1733.1 亿美元, 增长 24.5%; 进口 1555.6 亿美元, 增长 30.2%。

图 1: 中国月度进出口数据 (单位: 十亿美元, %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 2: 04 年以来中国月度贸易差额 (单位: 十亿美元)

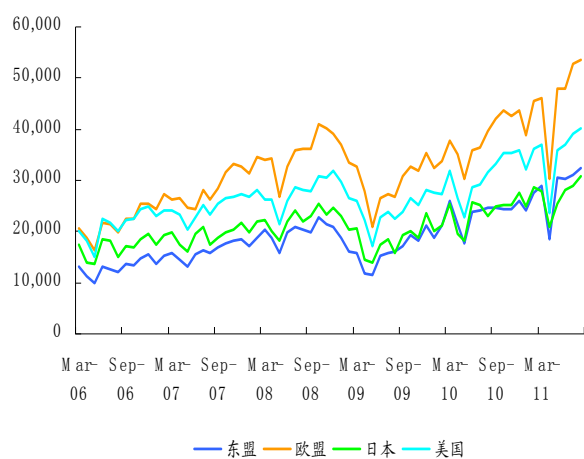


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

2、与主要经济体贸易情况

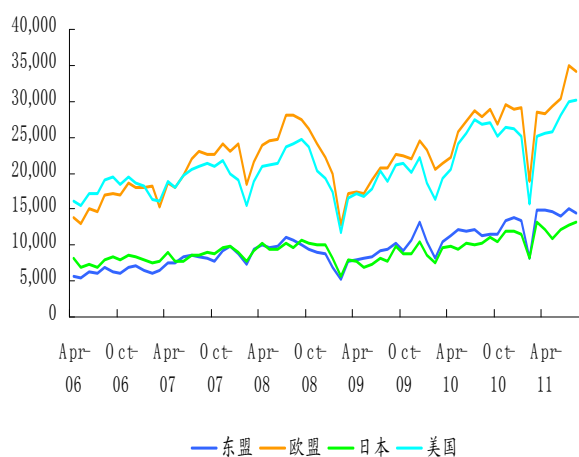
在我国与主要贸易伙伴的双边贸易中，前8个月，中欧双边贸易总值3721.4亿美元，增长21.8%。同期，中美双边贸易总值为2856.5亿美元，增长17.8%。前8个月，我与东盟双边贸易总值为2346.1亿美元，增长26.6%。其中，我对东盟出口1094.7亿美元，增长24.3%；自东盟进口1251.4亿美元，增长28.6%；对东盟贸易逆差156.7亿美元，扩大69.6%。前8个月中日双边贸易总值为2219.8亿美元，增长18.8%。其中，我对日本出口941.3亿美元，增长25%；自日本进口1278.5亿美元，增长14.6%；对日本贸易逆差337.2亿美元，减少7%。

图 3：中国与四大贸易伙伴进出口（单位：百万美元）



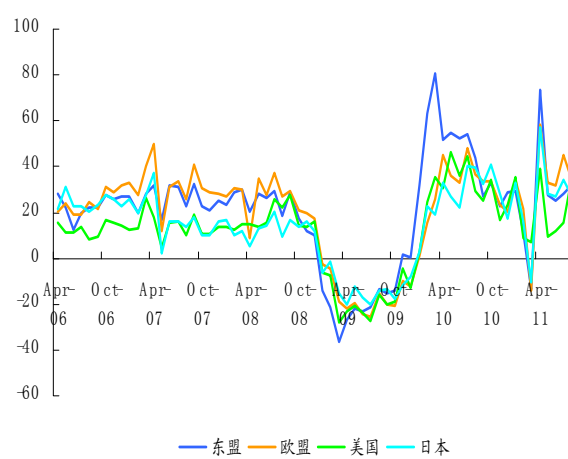
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：中国对四大贸易伙伴出口（单位：百万美元）



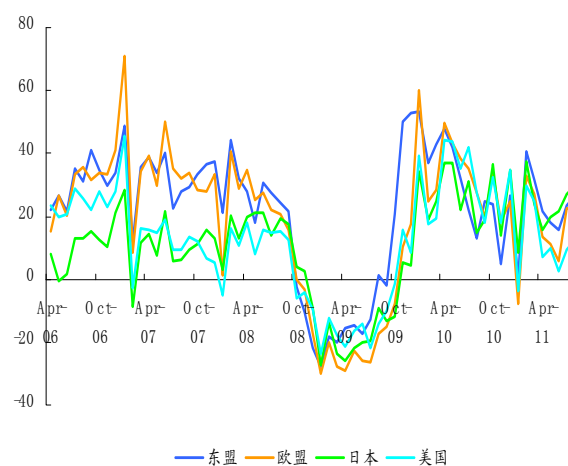
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 4：中国与四大贸易伙伴进出口同比变动（单位：%）



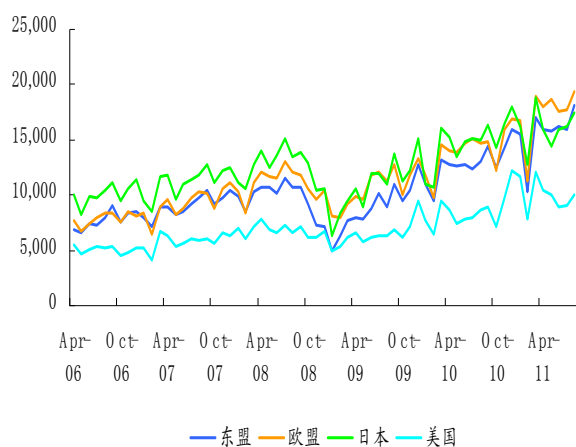
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：中国对四大贸易伙伴出口同比增长（单位：%）



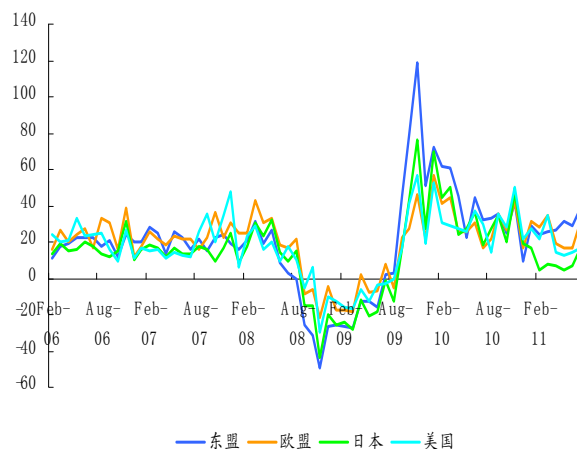
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 7: 中国对四大贸易伙伴进口 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 8: 中国对四大贸易伙伴进口同比增长(单位: %)



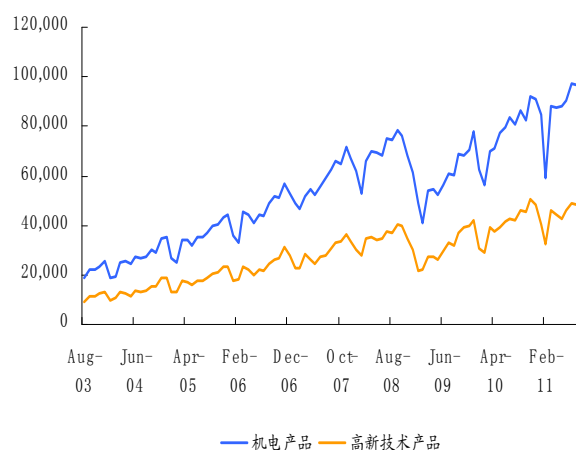
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

3、主要进出口商品情况

在出口商品中,传统大宗商品出口平稳增长。海关统计显示,前8个月,我国机电产品出口6916.1亿美元,增长19%。其中电器及电子产品出口2826.4亿美元,增长19.2%;机械设备出口2276.3亿美元,增长16.5%。传统大宗商品出口平稳增长,其中服装出口1002亿美元,增长24.8%;纺织品出口629.6亿美元,增长27.2%;鞋类出口279.1亿美元,增长20.9%。

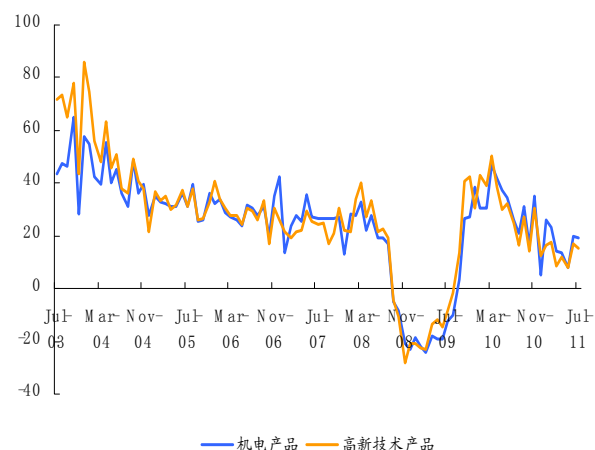
在进口商品中，前 8 个月，我国进口铁矿砂 4.5 亿吨，增长 10.6%，进口均价为每吨 164.4 美元，上涨 37.4%。同期，进口煤 1.04 亿吨，下降 1.4%，进口均价为每吨 111.5 美元，上涨 11.9%；进口大豆 3358 万吨，下降 5.5%，进口均价为每吨 574.8 美元，上涨 31.2%。此外，进口机电产品 4925.5 亿美元，增长 17.5%；其中进口汽车 63.5 万辆，增长 22.1%。

图 9: 主要出口商品额 (单位: 百万美元)



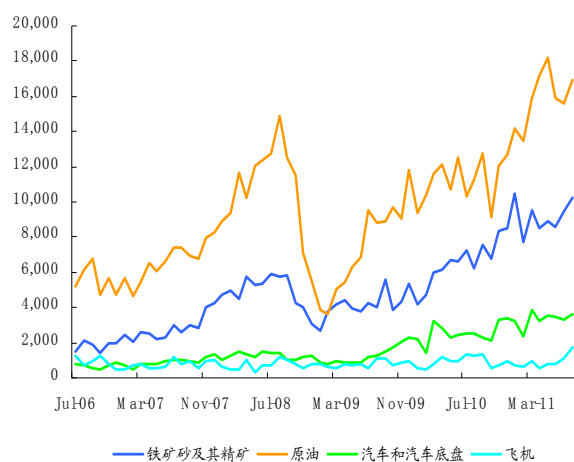
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: 主要出口商品同比 (单位: %)



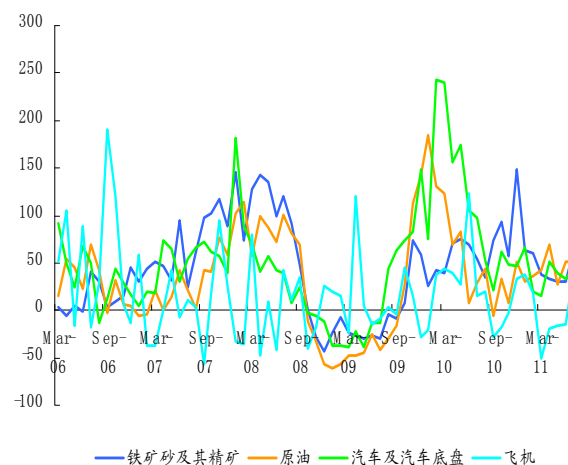
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 11: 主要进口商品额 (单位: 百万美元)



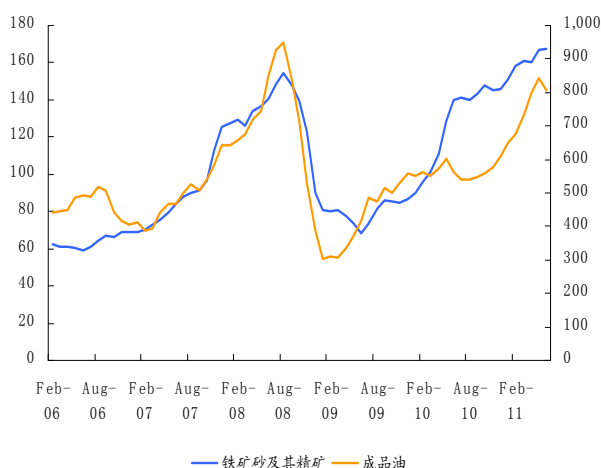
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 12: 主要进口商品同比 (单位: %)



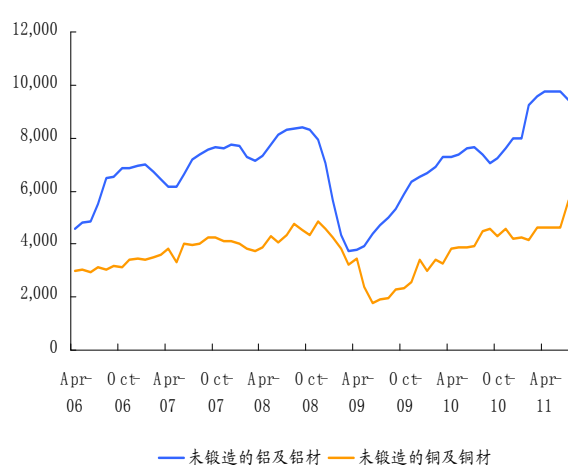
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 13: 进口成品油和铁砂矿价格



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 14: 进口铜和铝价格



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

外需继续疲弱

从 8 月份公布的外贸数据上来看, 出口同比增速较上月继续有所上升, 进口同比增速也有明显反弹; 而贸易差额方面本月顺差则较上月收窄, 达到 177.59 亿美元。

8 月份进出口增速皆有上行, 其原因主要为如下几条:

1、出口的增速上行部分源于基数效应。本来环比来看, 8 月份出口的走向并无明显的规律性, 而 10 年和 11 年出口环比都出现了回落, 其中 10 年环比回落幅度较大。因此在环比回落的情况下, 出口的同比增速仍然上升, 这不能说明外需的改善。

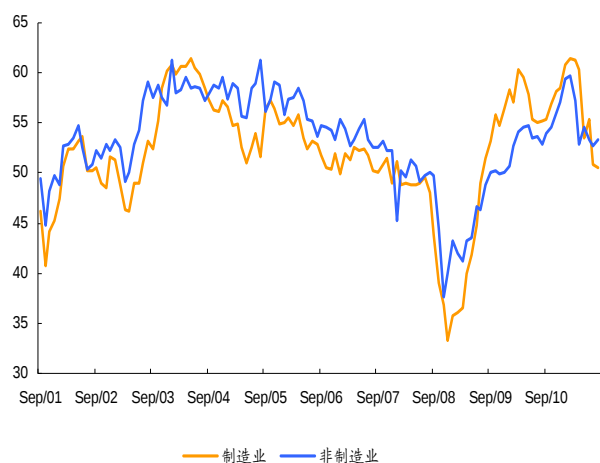
2、进口的增速更可能来源于企业的微观库存决策。随着大宗商品价格的回落, 一些企业开始补充原材料库存, 这表现在金属材料、成品油等原材料产品进口额增加上。此外, 联系上周末公布的 8 月实体经济数据, 工业增加值增速放

缓，且历史上 8 月份工业增加值增速以增加为主。因此进口增速的增加并不能表明国内需求的增加。

3、欧美实体经济并无好转迹象。美国此前公布的 8 月制造业 PMI 数据和非农就业数据都在继续恶化。同时，深受欧债危机影响的欧洲，目前也难以增加终端需求。

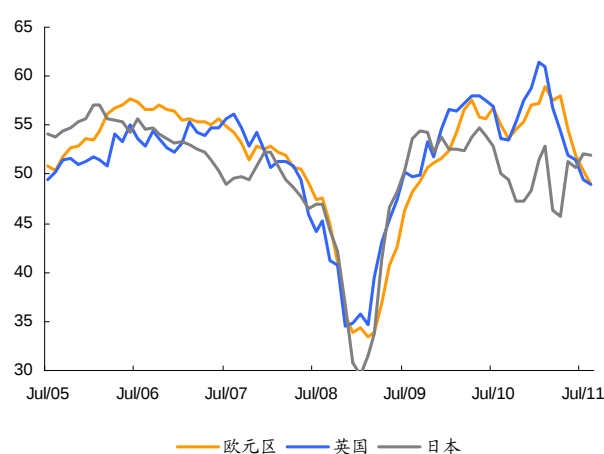
目前，外需依然疲弱。美国 8 月份制造业 PMI 回落至 50.6，已是连续两月回落。同时作为制造业 PMI 领先指标的“新订单/库存”分项之比继续回落，这表明未来美国制造业 PMI 可能会进一步逼近甚至进入收缩区间。其他主要经济体同样陷入低迷，欧元区、英国、日本与美国一样，制造业 PMI 都出现了回落，其中，欧元区和英国的制造业 PMI 都已经降到 49，这也就意味着两国的制造业活动可能会有所收缩，而日本的制造业 PMI 升势也暂时终止，8 月日本制造业 PMI 回落至 51.9。

图 15：美国 PMI 数据低迷



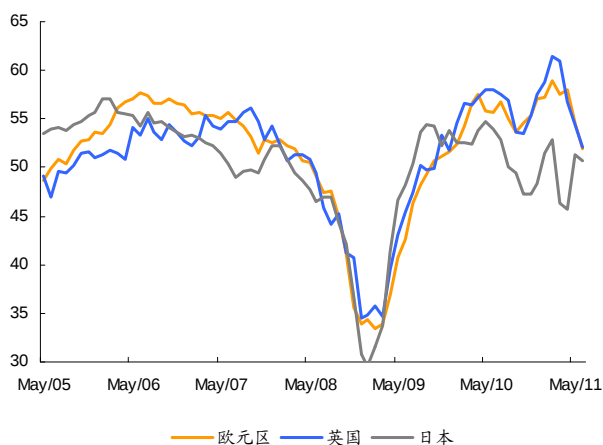
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 16：欧、英 PMI 继续下滑



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 17：其他主要发达经济体的生产也有所回落（各经济体制造业 PMI）

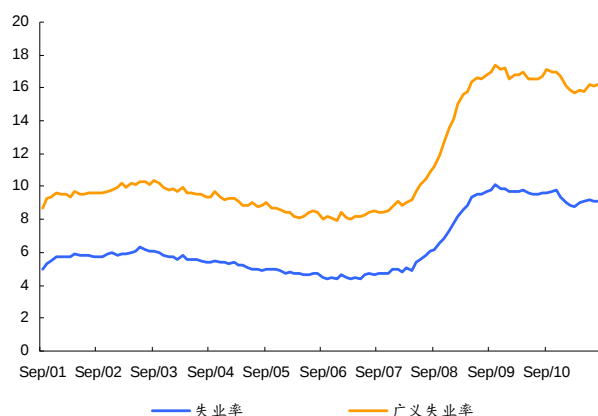


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

此外，上周公布的美国 8 月份就业数据也令人担忧。从本次公布的就业数据来看，失业率持平，广义失业率（U6）小幅反弹，非农就业零增长。虽然失业率并没有上升，但是消除了供给影响的 U6 则反弹了 0.1%。同时，非农就业零增长已经相当糟糕，非农就业增幅在 15 万人以上时才能够超过美国的平均人口增长幅度。因此，我们认为糟糕的就业

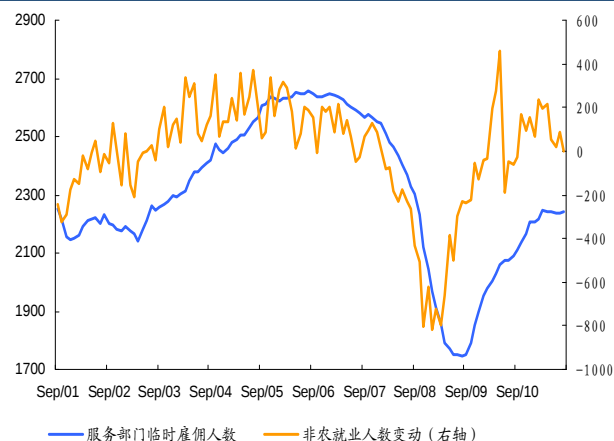
市场环境导致了就业供给的回落，这在一定程度上稳定了失业率数据，但是失业率的稳定并不代表就业市场没有恶化。本月的工作小时数据也支持了我们的看法，本月平均每周工作小时数下滑至 33.5 小时。

图 18: 广义失业率 (U6) 有所反弹



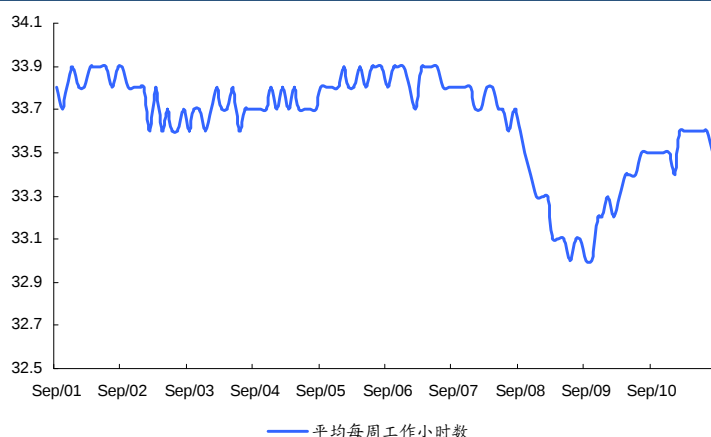
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 19: 非农就业零增长



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 20: 周平均工作小时数回落



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

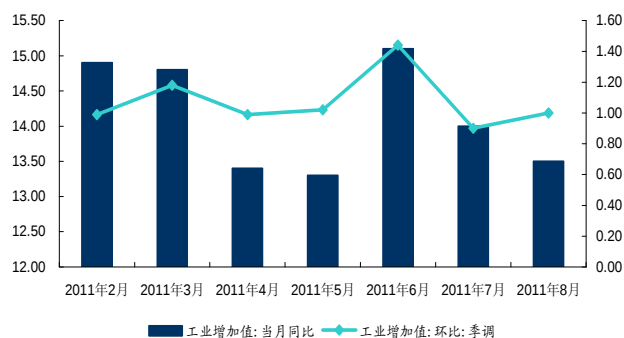
尽管政策层面可能会有所反应，市场也在期待联储本月的议息会议，但是我们认为在通胀回落还未得到确认的时候，对于货币政策的放松不可过分期期待。同样，财政政策方面受到债务上限提升法案中的相关条款限制，奥巴马将会向负责第二阶段债务提升的两党委员会提交冲销新财政政策刺激的相关方案。所以，我们认为即使相关法案得到通过，其对于市场的刺激作用仍然是有限的。

进口增速上行源于企业库存决策

根据之前外贸数据点评构建的框架，当前的经济增速放缓不支持一个增速上行的进口额。8 月工业增加值同比 13.5%，较上月 14% 有小幅度的下降。从环比上看，8 月工业增加值环比增长 1%，同样较上月 0.9% 小幅上涨。但是结合历史数据，8 月工业增加值有一个季节性的回升的过程。此次 8 月工业增加值回落幅度高于历史水平。这与 6 月份政策干预导致 6、7 月工业生产同比大幅回升有关。

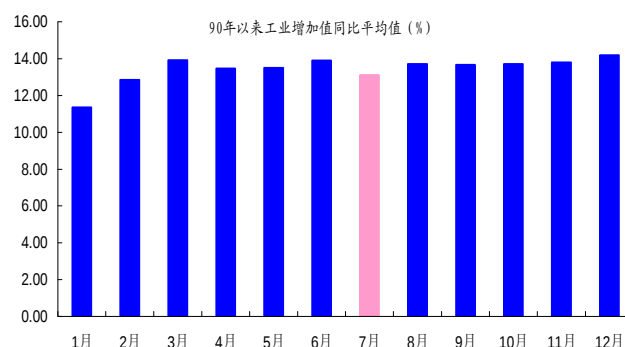
此外，8月PMI新订单指数与7月持平，为51.1。积压订单指数较上月小幅回升，为47.6，绝对数据较低。值得注意的是，8月出口订单指数大幅度下降2.1，由50.4降至48.3。PMI出口订单指数的大幅回落反映了全球经济增速放缓情况下，企业家对未来出口情况的担忧。因此，从国内实体经济和领先指标的表现来看，进口数据的表现都难以得到解释。

图 21: 工业增加值同比及环比走势 (%)



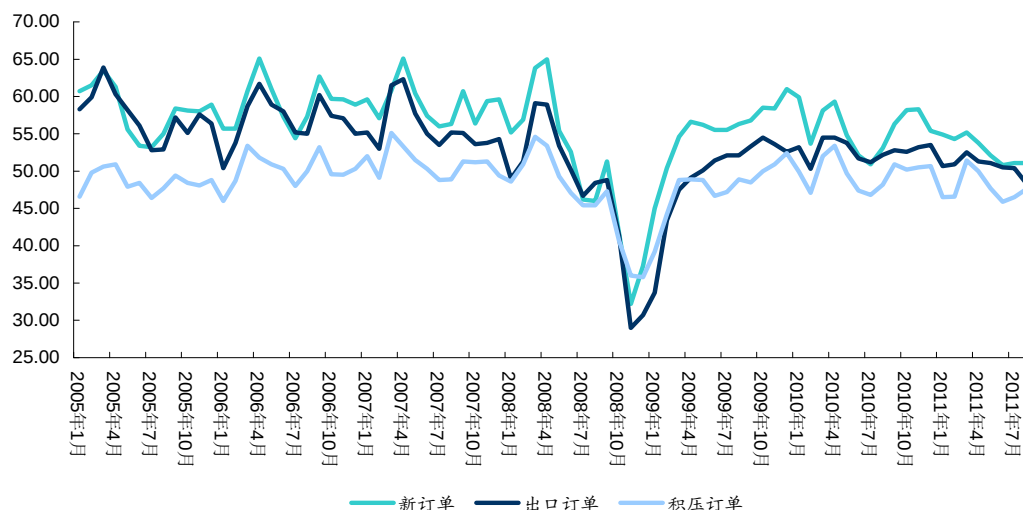
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 22: 1990 年以来工业增加值同比平均值 (%)



资料来源: 专家访谈, 长江证券研究部

图 23: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势



资料来源: 中国物流与采购联合会, 长江证券研究部

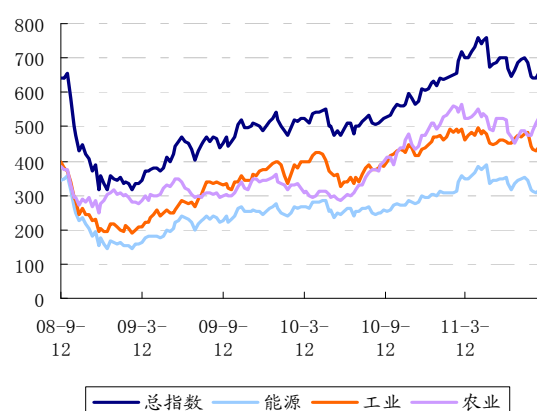
我们认为，造成本月进口增速上行的主要有两个因素，一个是前面说到的低基数问题，另一个则是工业企业的微观决策。在我们之前讨论影响进口的因素时主要讨论了通胀和内需的因素，除此之外，还有个因素值得关注，这就是工业企业的库存决策，特别是在大宗商品价格动荡时期。前期在QE2和中东危机的推波助澜下，大宗商品价格一度高企，随后大宗商品价格又因为市场对于实体经济和欧洲债务问题的担忧而下滑。这样，我们就可以观察到，前期因价格高企而导致的工业金属、能源产品进口增速下降，而本月随着大宗商品价格的回落，工业金属、能源产品的进口增速又有所上行（图 11、12）。我们认为这很有可能是因为企业库存决策所致。

图 24: 原油价格走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 25: 标普分类商品指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。