

2011.09.13

进出口增速回升难以持续

——2011年8月中国贸易数据点评

	王虎	薛鹤翔	姜超
	021-38676011	021-38674809	021-38676430
	wanghu007633@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
	S0880511010057	S0880110100143	S0880511010045

本报告导读：

点评中国8月贸易数据。

摘要：

- 8月份出口增速24.5%，高于我们19.2%的预测20.1%的市场平均预期。人民币持续升值对于出口增速存在严重的高估，如果以人民币计价，8月份出口增速仅为17.5%，比海关公布的美元计价的出口增速低了7个百分点。8月份人民币的升值加快为8月份出口增速反弹贡献了1.3%。同时，升值对于出口的影响存在J曲线效应，即初期会导致出口增长更快，而后会逐步抑制出口的增长。
- 从出口区域看，8月份出口的反弹主要由新兴市场国家贡献。由于7月份美国消费支出反弹，对美国的出口也有小幅反弹。对欧洲的出口增速与上月持平，实际上已经反映了欧洲经济的疲弱，惟有新兴市场仍保持了较为强劲的增势。
- 从产品看，导致8月出口增速较上月多增4.1%的主要原因是化学化工类产品，非金属制品，纸浆等产品的增速较上月多增7.1%，达到了35.8%。而纺织品、服装、鞋帽等产品出口增速25.4%，仅较上月回升1.5%，机电产品增长19.4%，较上月回升3.6%，高新技术产品增长15.6%，较上月回升0.5%。
- 8月进口增长30.2%，远超出我们21.3%的预期，而市场平均预期只有20.3%。进口的超预期增长表明内需仍有较强的韧性，但进出口数据的超预期可能导致政策难以转变。随着紧缩政策的持续，内需的萎缩将趋于明显。
- 8月份进口大幅回升的主要原因是铁矿砂、成品油等大宗商品进口的大幅反弹，剔除掉这部分，其他产品的进口仅是小幅回升。从大宗商品的金额来看，铁矿砂和成品油增速8月份大幅回升，较7月份反弹了近一倍。原油增速维持在50%的高位。但三类商品实物量进口增速远低于金额增速，尤其原油，剔除价格因素后8月份几乎是零增长。
- 8月份进口增速大幅回升使得进口的趋势项环比处于升势，而8月的工业趋势环比增速仍保持下降趋势，有如09年4季度进口趋势和工业趋势的背离一样，进口趋势的回升可能难以持续。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《避险货币稀缺或推升美元》

2011.09.07

《PMI微弱反弹、警惕出口下降》

2011.09.01

《欧债危机深度解析》

2011.08.29

《准备金超调，加剧经济下行，未来或下调——点评央行将保证金存款纳入缴存范围》

2011.08.29

《工业利润率加速下滑》

2011.08.28

目 录

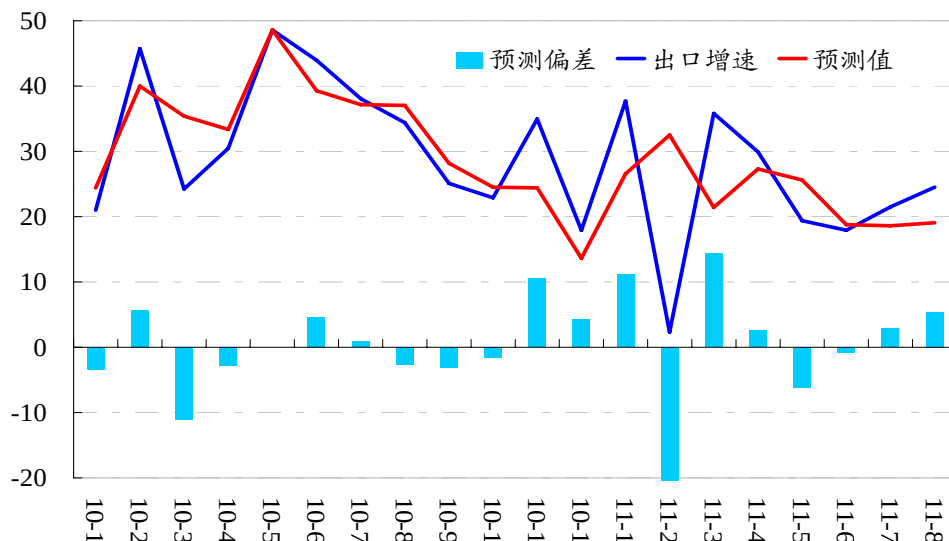
一、 出口增速超预期回升	3
二、 出口新兴市场有所加快	3
三、 化工产品等出口大幅反弹	4
四、 出口趋势继续回落	5
五、 进口增速大幅反弹	5
六、 大宗原材料进口回升是主因	6
七、 趋势背离，进口回升或难持续	7
八、 进出口增速将持续回落	7

一、出口增速超预期回升

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%；高于我们 19.2% 的预测 20.1% 的市场平均预期。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。

图 1：出口增速、预测偏差、预测值

左轴单位：%

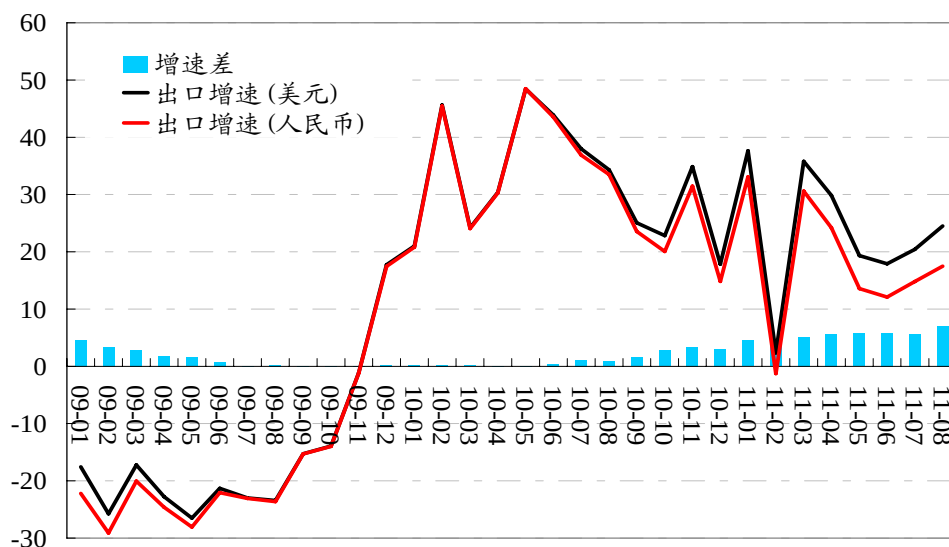


数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

我们发现人民币持续升值对于出口增速存在严重的高估，如果以人民币计价，8 月份出口增速仅为 17.5%，比海关公布的美元计价的出口增速低了 7 个百分点。8 月份人民币的升值加快为 8 月份出口增速反弹贡献了 1.3%。升值对于出口的影响存在 J 曲线效应，即初期会导致出口增长更快，而后会逐步抑制出口的增长。

图 2：出口增速

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

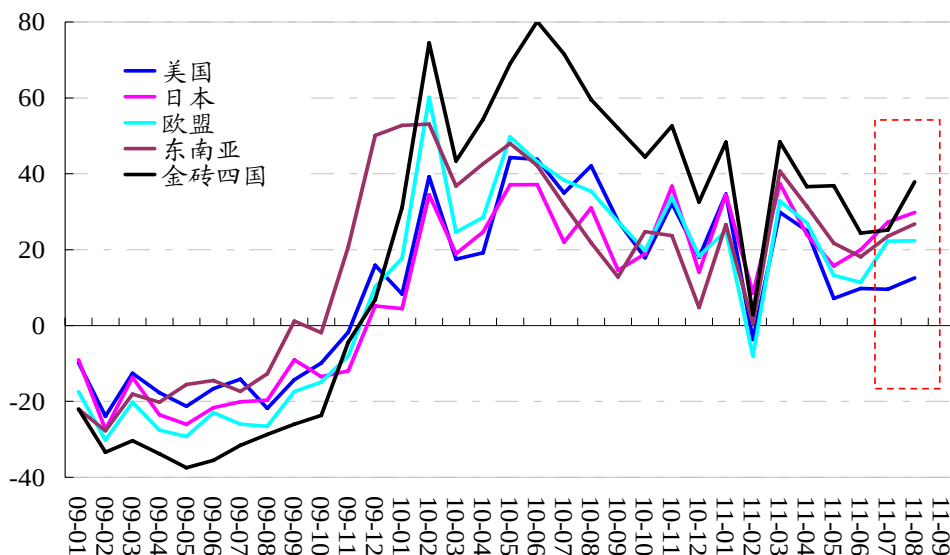
二、出口新兴市场有所加快

8 月份出口的反弹主要由新兴市场国家贡献，对美国的出口也有小幅反弹，主要

是因为7月份美国消费支出反弹，但8月份以来美国消费者信心指数大降，7月下旬以来的股市大跌导致美国居民财富缩水，从而消费支出可能会减速，对美国的出口增速反弹难以持续。对欧洲的出口增速与上月持平，实际上已经反映了欧洲经济的疲弱，惟有新兴市场仍保持了较为强劲的姿态。

图3：出口区域同比增速

左轴单位：%

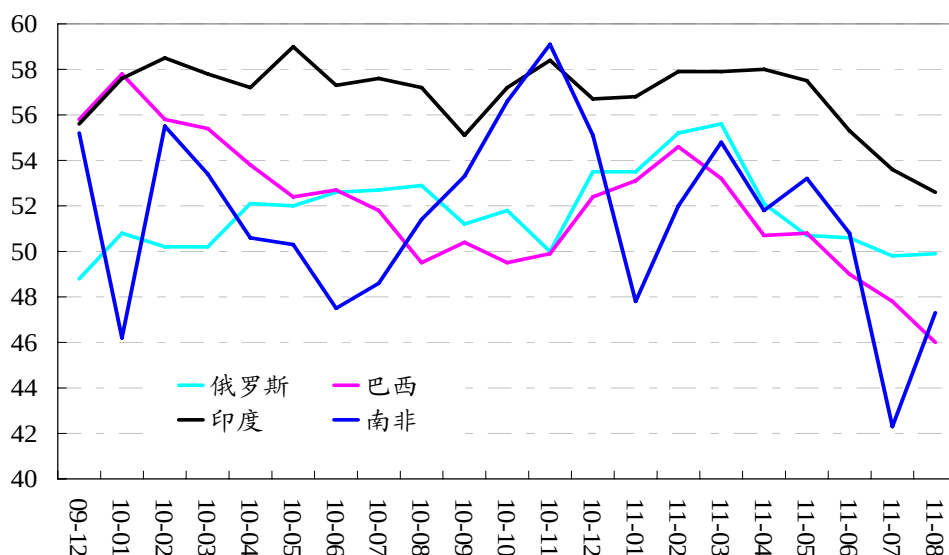


数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

6月以来，新兴市场国家PMI指数普遍回落，反映了未来新兴市场经济增长也将会放缓，因此，对新兴市场出口的增长可能也会下降。

图4：新兴市场国家PMI指数

单位：%



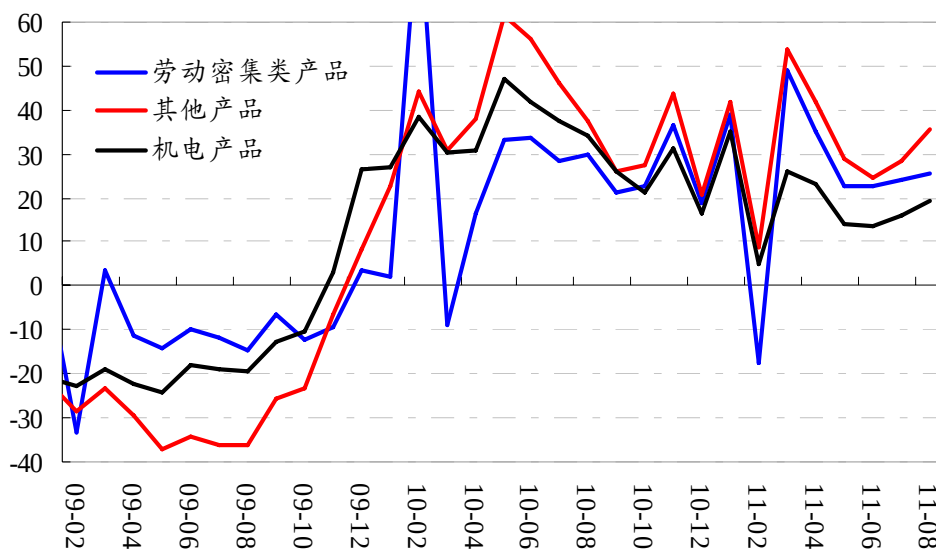
数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

三、化工产品等出口大幅反弹

8月出口增速较上月多增4.1%，而纺织、服装、鞋帽等产品出口增速25.4%，较上月回升1.5%，机电产品增长19.4%，较上月回升3.6%，高新技术产品增长15.6%，较上月回升0.5%，其他产品出口增长35.8%，较上月多增7.1%。其他产品主要包括化学和化工类产品，非金属制品，纸浆等。

图 5：各类产品出口增速

左轴单位：%



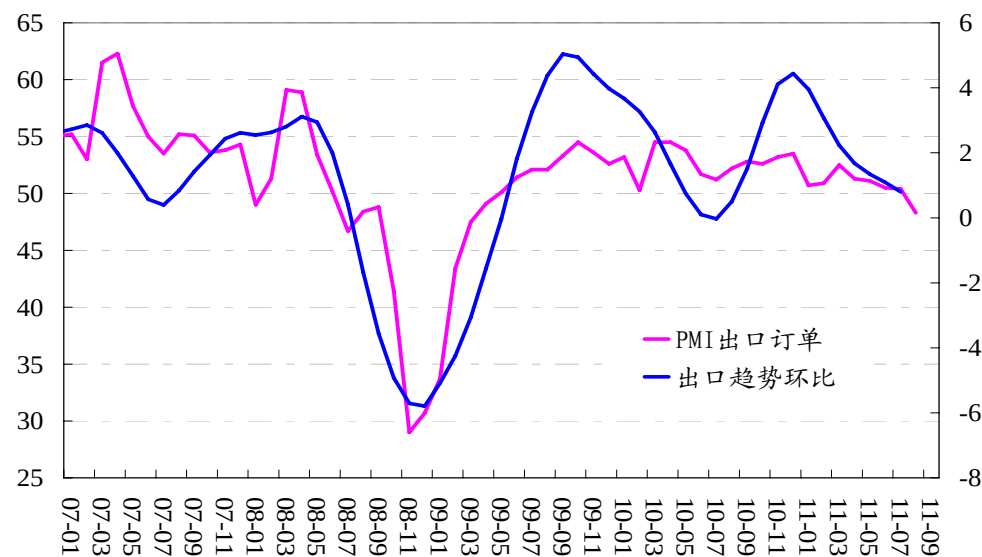
数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

四、 出口趋势继续回落

虽然 8 月份出口增速有所反弹并超预期，但其趋势项的环比增速仍继续回落。PMI 出口订单指数比出口趋势环比领先一个月，从其走势来看，出口趋势仍将继续回落。

图 6：一般出口趋势环比和 PMI 出口订单指数

左右轴单位：%



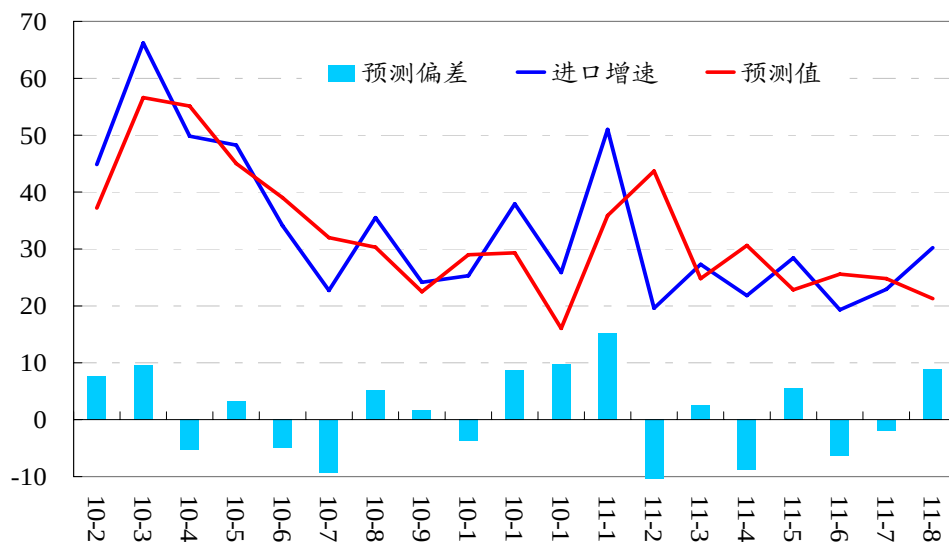
数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

五、 进口增速大幅反弹

8 月进口增长 30.2%，远超出我们 21.3% 的预期，而市场平均预期只有 20.3%。进口的超预期增长表明内需仍有较强的韧性，但进出口数据的超预期可能导致政策难以转变。随着紧缩政策的持续，内需的萎缩将趋于明显。

图 7：进口增速、预测值、预测偏差

单位：%



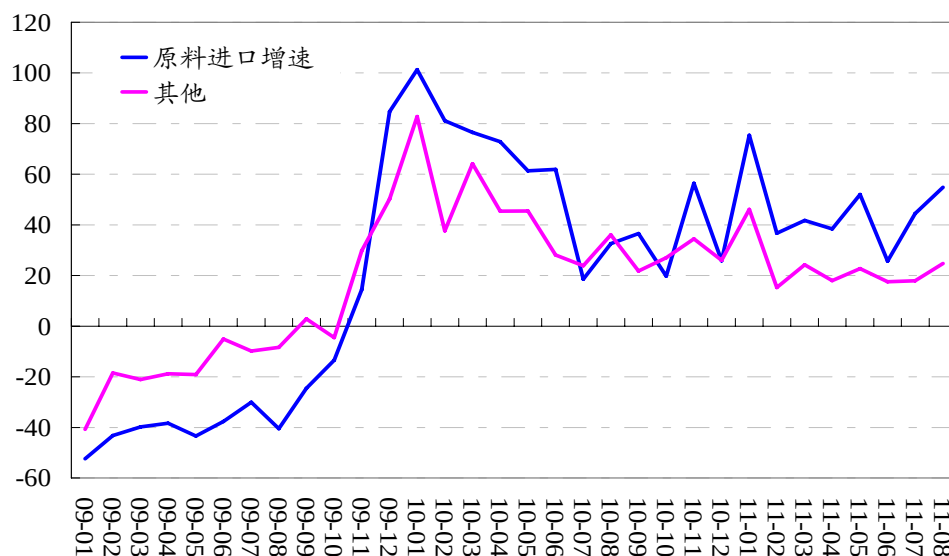
数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

六、 大宗原材料进口回升是主因

8 月份进口大幅回升的一个主要原因是铁矿砂、成品油等大宗商品进口的大幅反弹，剔除掉这部分，其他产品的进口只是小幅回升。

图 8：各类产品进口增速

单位：%

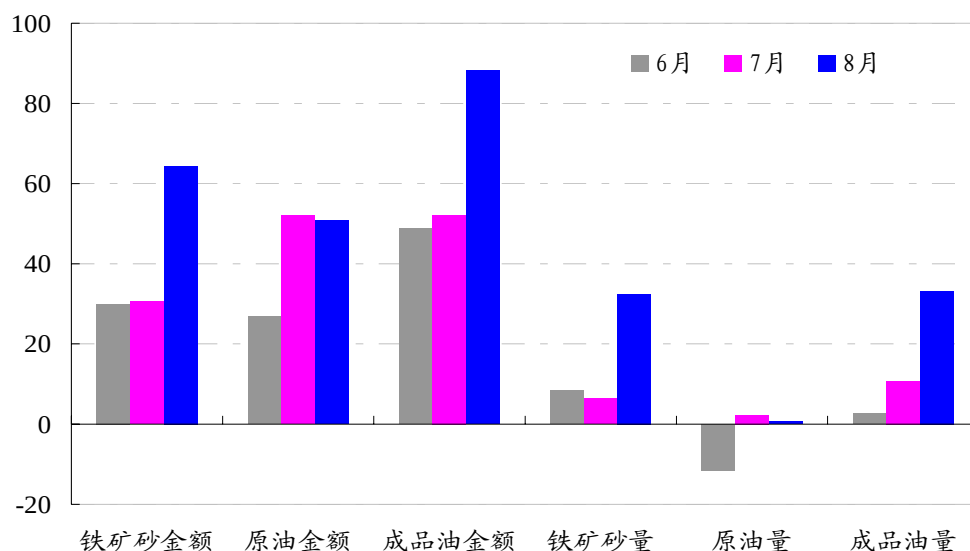


数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

从大宗商品的金额来看，铁矿砂和成品油增速 8 月份大幅回升，较 7 月份反弹了近一倍。原油增速维持在 50% 的高位。但三类商品实物量进口增速远低于金额增速，尤其原油，剔除价格因素后 8 月份几乎是零增长。

图 9：大宗商品进口同比增速

左轴单位：%



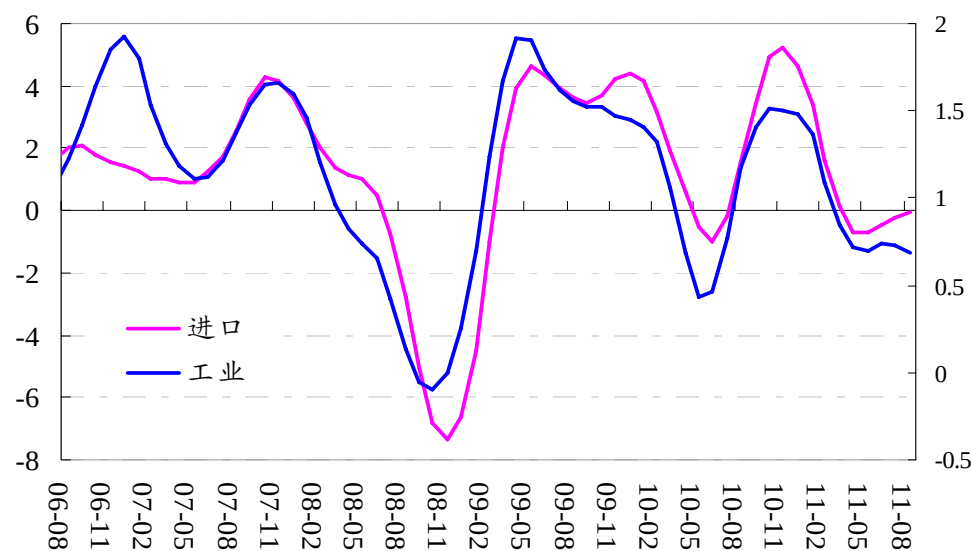
数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

七、趋势背离，进口回升或难持续

8 月份进口增速大幅回升使得进口的趋势项环比处于升势，根据我们的研究，最新数据三个月前的趋势基本可以确认，因此，5 月份应该是个底部，但本轮回升势头非常微弱，而且 8 月的工业趋势环比增速仍保持下降趋势，有如 09 年 4 季度进口趋势和工业趋势的背离一样，进口趋势的回升可能难以持续。

图 10：进口和工业趋势环比增速

左轴单位：%



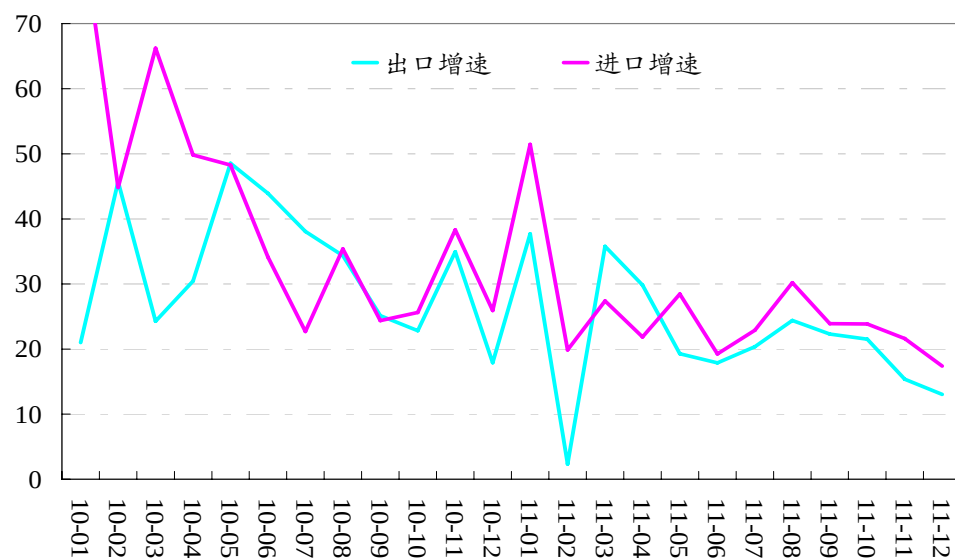
数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

八、进出口增速将持续回落

虽然 8 月份进出口都出现了反弹，但根据我们的预测，进出口增速到年底都将处于回落趋势，我们预计 9 月份出口增速小幅回落至 22.3%，进口增速回落至 23.9%。贸易顺差为 182.77 亿美元。

图 11：出口和进口增速预测

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，海关总署

作者简介:**王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

姜超:

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其它机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		