

外贸寒冬来临

数据与事件:

海关总署 12 月 10 日发布的对外贸易数据显示, 11 月份我国进出口总值 3344 亿美元, 同比增长 17.6%。其中出口 1744.6 亿美元, 增长 13.8%, 增幅较上个月的 15.8% 出现了进一步的下降; 进口 1599.4 亿美元, 增长 22.1%。当月贸易顺差 145.3 亿美元, 环比减少 25.0 亿美元

报告摘要:

- 我们在过去几个月的月度点评报告中反复指出在外需不振的情况下, 中国进出口的下行趋势将是一个大概率事件。本月进出口增速双双下降, 虽然比市场预计的要稍好一些, 但是目前进出口部门正在进入严冬已经是一个不争的事实。
- 欧洲经济较为悲观的增长前景是造成外需下行的主要压力, 美国和日本虽然处于缓慢复苏的进程中, 但是依然难以挽回中国出口部门的下行。而国内消费的不振以及生产意愿的下降造成进口的整体趋势也是向下的, 虽然其波动程度较趋势更为明确的出口要更大一些。
- 欧元区的经济的全面下行导致了需求的整体性收缩, 作为中国出口的重要对象, 其给中国出口部门的下行压力是非常明显的, 其负面影响要超过美日经济复苏给中国出口带来的提振。
- 受制于国内的经济下行, 中国国内的需求不可能在短时间内打开, 这会使得进口增速波动的中枢下移, 但是国际大宗商品价格的波动以及政策驱动等因素会使得进口数据的波动较大。
- 我们预计中国的出口增速明年会稳定在 10 至 14% 的区间, 而进口数据也会在明年 1 季度降至 18% 左右, 贸易顺差会进一步收窄, 并有很大的可能性在明年 1 季度转变成逆差。

宏观策略研究组

研究支持

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师

郇彬 (S1180511050001)

相关研究

欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
美债之争.....	2011/7/29
流动性锦标赛: 大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点: 个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇: 油与血.....	2011/3/13
2011 年宏观经济十大预测: 从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景: 三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本: 高收入水平陷阱.....	2010/9/27

2011年11月中国宏观数据发布情况（截至12月10日19:08）

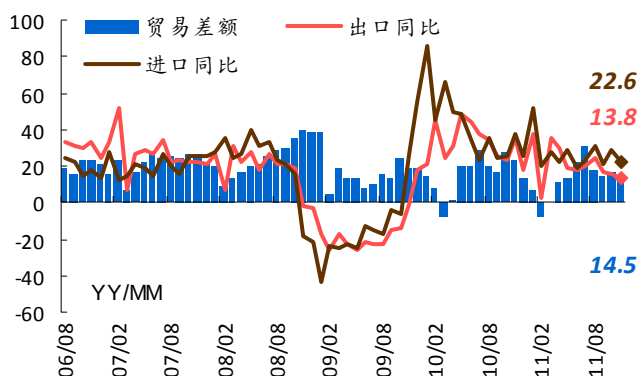
指标	单位	2011			最新	发布日期	11月			
		8月	9月	10月	11月		市场预期	宏源预测		
国民经济核算										
实际GDP	同比%	9.10				2012年1月				
实际GDP	季调环比%	2.30				2012年1月				
名义GDP	十亿人民币	11491				2012年1月				
工业活动										
工业增加值	季调环比%	0.92	1.12	0.88	0.91 ↑	12月9日				
工业增加值	同比%	13.5	13.8	13.2	12.4 ↓	12月9日	12.6	↓	12.6	↓
工业增加值: 累计	同比%	14.2	14.2	14.1	14.0 ↓	12月9日	13.9	↑	14.0	=
工业企业利润: 累计	同比%	28.2	27.0	25.3		12月27日				
工业企业收入: 累计	同比%	29.9	29.6	29.1		12月27日				
消费										
名义消费品零售	季调环比%	1.25	1.34	1.30	1.27 ↓	12月9日				
名义消费品零售	同比%	17.0	17.7	17.2	17.3 ↑	12月9日	16.8	↑	17.0	↑
名义消费品零售: 累计	同比%	16.9	17.0	17.0	17.0 =	12月9日	17.0	=	17.0	=
名义消费品零售	十亿人民币	1471	1587	1655	1613 ↓	12月9日				
实际消费	同比%	10.4	11.0	11.3	12.8 ↑					
投资										
固定资产投资	季调环比%	1.69	0.12	1.23	-0.19 ↓	12月9日				
固定资产投资: 累计	同比%	25.0	24.9	24.9	24.5 ↓	12月9日	24.8	↓	24.8	↓
固定资产投资: 累计	十亿人民币	18061	21227	24137	26945 ↑	12月9日				
FDI实际利用额	同比%	11.1	7.9	8.7		11月10日				
对外贸易										
贸易差额	十亿美元	17.8	14.5	17.0	14.5 ↓	12月10日	15.2	↓	15.2	↓
出口额	十亿美元	173	170	157	174 ↑	12月10日				
进口额	十亿美元	156	155	140	160 ↑	12月10日				
出口	同比%	24.4	17.0	15.8	13.8 ↓	12月10日	10.9	↑	12.1	↑
进口	同比%	30.4	21.1	29.1	22.6 ↓	12月10日	18.8	↑	19.3	↑
价格										
CPI	环比%	0.3	0.5	0.1	-0.2 ↓	12月9日				
CPI	同比%	6.2	6.1	5.5	4.2 ↓	12月9日	4.5	↓	4.6	↓
CPI-非食品	同比%	3.0	2.9	2.7	2.2 ↓	12月9日				
CPI-食品	同比%	13.4	13.4	11.9	8.8 ↓	12月9日				
PPI	环比%	0.1	0.0	-0.7	-0.7 =	12月9日				
PPI	同比%	7.3	6.5	5.0	2.7 ↓	12月9日	3.4	↓	3.4	↓
PPI-购进价格指数	同比%	10.6	10.0	8.0	5.1 ↓	12月9日				
PPI-生产资料	同比%	8.0	7.1	5.2	2.6 ↓	12月9日				
PPI-生活资料	同比%	4.8	4.6	4.2	3.1 ↓	12月9日				
货币金融										
M1 货币供应	同比%	11.2	8.9	8.4		12月11~15日	8.6	8.6		
M2 货币供应	同比%	13.6	13.0	12.9		12月11~15日	12.8	12.7		
新增人民币贷款	十亿人民币	549	470	587		12月11~15日	550	520		
新增外汇占款	十亿人民币	377	247	-25		12月11~15日				
官方外汇储备	十亿美元	3262	3202	0						

数据来源: Bloomberg, CEIC, “市场预期”值为Bloomberg市场调查中位数; 宏源证券研究所

一、出口增速继续下行，进口增速超预期回升

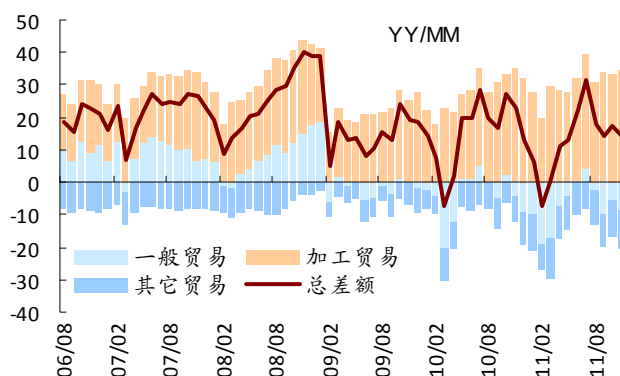
海关总署 12 月 10 日发布的对外贸易数据显示，11 月份我国进出口总值 3344 亿美元，同比增长 17.6%。其中出口 1744.6 亿美元，同比增长 13.8%（**市场：10.9%↑，宏源：12.1%↑**），增幅较上个月的 15.8% 出现了进一步的下降；进口 1599.4 亿美元，同比增长 22.1%（**市场：18.8%↑，宏源：19.3%↑**），较上个月的 29.1% 出现了一定程度的下行。当月贸易顺差 145.3 亿美元（**市场：152 亿美元↓，宏源：152 亿美元↓**），环比减少 25.0 亿美元（图 1）。1—11 月，我国进出口总值 33096.2 亿美元，同比增长 23.6%。其中出口 17240.1 亿美元，增长 21.1%；进口 15856.1 亿美元，增长 26.4%。累计贸易顺差 1384 亿美元，较去年同期减少 18.1%。

图 1：中国对外贸易同比及差额（%，十亿美元）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 2：按贸易类别划分贸易差额构成（十亿美元）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

我们在过去几个月的月度点评报告中反复指出在外需不振的情况下，中国进出口的下行趋势将是一个大概率事件。虽然上个月的进口数据有些超预期，但是我们依然认为这并不意味着国内需求的打开，而只是一个由政策和国际大宗商品价格的价格供需波动所产生的扰动，而受海外需求萎缩的影响，出口的下行趋势比较明确，进出口的全面下行也一直是对于我们中国宏观经济走势所提示的重点风险之一。

本月进出口增速双双下降，虽然比市场预计的要稍好一些，但是目前进出口部门正在进入严冬已经是一个不争的事实，我们认为欧洲经济较为悲观的增长前景是造成外需下行的主要动力，美国和日本虽然处于缓慢复苏的进程中，但是依然难以挽回中国出口部门的下行。而国内消费的不振以及生产意愿的下降造成进口的整体趋势也是向下的，虽然其波动程度较趋势更为明确的出口要更大一些。

二、对欧出口进一步下行

出口方面的增速下行符合预期，经济疲软和外需下行依然是世界发达国家的主流趋势，在这样的趋势下，中国的出口将会持续呈现出稳步下行的走势。本月的出口数据中，对美国和日本出口增速都出现了一定程度的回升，显然这是美国和日本经济的复苏的自然结果，11 月美国的消费者信心指数出现了明显的回升说明美国消费意愿可能已经随着经济的逐步向好而好转，而日本经济重建所导致的产出确保了其对进口需求。

本月拉底中国出口增速的是对于欧洲国家出口的进一步下行：对意大利出口同比下降 23.3%，降幅高于上个月的 17.6%。更重要的是，对于德国和法国这样的债务压力并不大的欧元区核心国家的出口同样全面下行，对德国的出口同比减少 1.6 个百分点，对法国出口同比仅仅增长 0.2%，这都较上个月的水平出现了非常明显的下跌。可见，**欧元区**

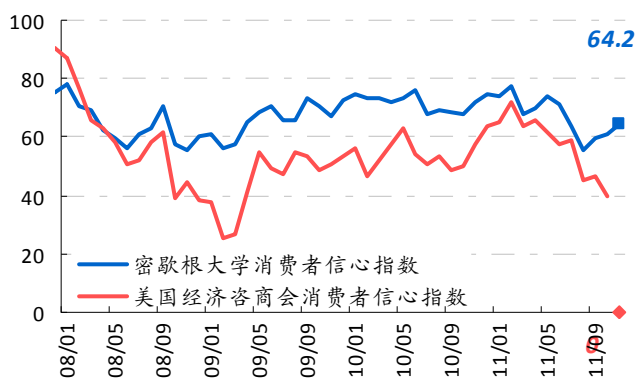
的经济的全面下行导致了需求的整体性收缩，作为中国出口的重要对象，其给中国出口部门的下行压力是非常明显的，其负面影响要超过美日经济复苏给中国出口带来的提振。

表A: 2011年11月中国与主要贸易伙伴外贸情况 (亿美元, %)

排序	经济体	出口额	进口额	差额	出口同比	进口同比	区域
1	美国	309.4	114.9	194.5	17.0	18.1	北美
2	日本	141.7	162.5	-20.8	17.7	-1.4	亚洲
3	韩国	75.2	146.3	-71.0	12.3	15.7	亚洲
4	德国	64.8	84.4	-19.7	-1.6	13.2	欧洲
5	荷兰	53.9	7.6	46.3	11.3	31.8	欧洲
6	印度	46.9	20.0	26.9	17.4	43.5	亚洲
7	英国	42.2	15.1	27.1	13.1	40.3	欧洲
8	俄罗斯	34.6	36.8	-2.2	20.6	87.3	欧洲
9	澳大利亚	33.2	82.6	-49.4	11.6	36.5	大洋洲
10	新加坡	32.7	22.1	10.6	11.0	-5.0	亚洲
11	印尼	29.5	34.6	-5.2	44.3	71.2	亚洲
12	台湾省	28.7	105.4	-76.7	-2.2	3.9	亚洲
13	马来西亚	28.1	51.9	-23.8	34.9	11.6	亚洲
14	巴西	26.9	50.6	-23.6	26.4	34.1	南美
15	越南	26.7	12.1	14.5	1.0	92.0	亚洲
16	法国	25.6	20.5	5.1	0.2	50.4	欧洲
17	意大利	23.3	14.7	8.6	-23.3	17.0	欧洲
18	加拿大	22.6	23.3	-0.6	19.2	65.4	北美
19	泰国	21.0	28.9	-7.9	8.4	0.0	亚洲
20	菲律宾	14.3	16.5	-2.2	30.4	12.7	亚洲
21	南非	12.8	37.9	-25.0	22.8	72.8	非洲
全球		1745	1599	145	13.8	22.6	全球

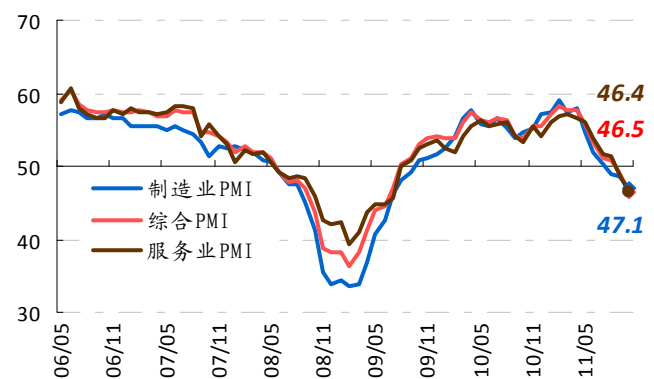
数据来源: CEIC, 不包括香港特别行政区

图 3: 美国消费者信心指数 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 4: 欧元区 PMI 指数 (%)



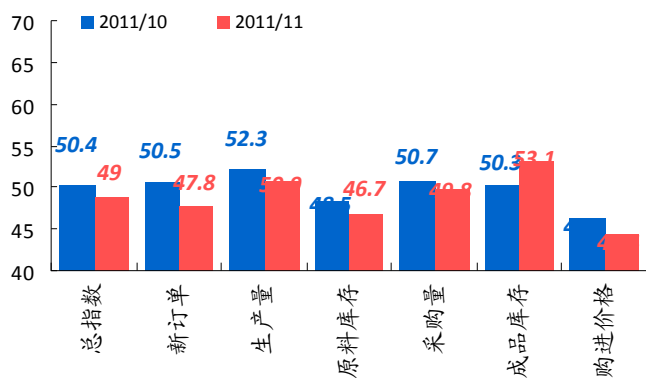
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

进口方面，我们认为国内需求特别是生产需求的下行导致进口整体的下行趋势同样明显。我们在本月对于实体经济数据的点评中（《硬着陆风险隐现，政策微调窗口打开》12月9日）指出目前中国经济需求端的不景气已经通过影响企业的预期开始导致供给端的下行，无论是存货的数据，工业生产的数据，PMI 的采购数据还是企业的投资数据都从各个角度证明着我们的逻辑。本月重要的基础工业品生产的增速都出现了明显的放缓，这意味着整个供给部门生产意愿的收缩。对于进口部门来说，这会导致对于主要工业原材料进口需求的下降，这反映在对于原油，铁矿石，钢材等商品的进口增速出现了下降。

如果我们考虑到国内消费数据依然毫无起色，汽车家电这样的可选消费品的消费增速都出现了下降，国内需求的下行趋势其实已经非常明显，这使得我们坚持我们一直以来的观点：受制于国内的经济下行，中国国内的需求不可能在短期内打开，这会使得进口增速波动的中枢下移，但是国际大宗商品价格的波动以及政策驱动等因素会使得进口数据的波动较大。

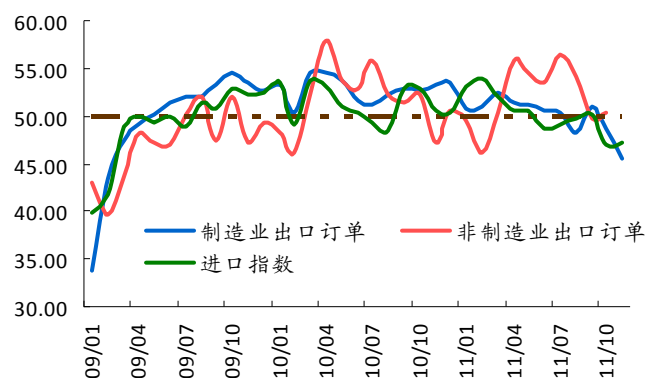
从 PMI 的数据来看，本月出口订单指数较上个月的低点出现了进一步的下降，降至 45.6%，这一数据预示着出口下行的趋势还会延续，进口指数小幅回升，但是依然在枯荣分界点以下徘徊，说明进口的下行的整体趋势同样是向下的。整套 PMI 数据的全面下行意味着中国整个工业生产的不景气，其带来的内需的萎缩对于进口部门的压力将是长期性的。

图 5：中国制造业 PMI 分项指数 (%)



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 6：制造业与非制造业出口订单以及进口 PMI 指数 (%)



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

总结来说，基于我们对于全球宏观局势的判断，我们对于四季度的发达国家外需依然持悲观的态度，这会造成四季度中国的进出口的整体不振。本月进出口数据的双双下降仅仅是中国外贸部门下行趋势的一个延续，虽然美国和日本较好的经济复苏形势会给下行的中国的出口部门形成一个支撑，促进进口的政策也会使得进口不会出现非常大的程度的下行，但是欧洲经济的悲观前景和整个国内工业生产的收缩还是会使得中国的进出口面临相当大的压力，我们预计明年中国的出口增速会在 10~14% 左右保持稳定，而进口数据也会在明年 1 季度降至 18% 左右，贸易顺差会进一步收窄，并有很大的可能性在明年 1 季度转变成逆差。

分析师简介:

邴 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。