

进口大降但非趋势因素 经济调整好于预期或延缓政策放松力度

——12 月份外贸数据点评

宏观报告

发布时间：2012 年 01 月 10 日

投资要点:

- 本月重点关注数据：出口稳定而进口大幅下降。
- 核心观点：（1）出口同比基本稳定，并未失速，表明出口调整的深度好于预期。但下行调整的趋势并未改变，冬天仍未过去；（2）进口引内需担忧，但季调后趋势值处于正常的回调节奏，未必见到天塌的恶劣情况。
- 12 月的出口走势基本符合市场预期，即相对稳定。原因在于欧弱但美强的格局相互弥补。尤其是美国经济复苏好于预期，虽然 12 月对美国和欧盟出口同比增速表现为下滑和回升，但季调后的趋势是美国连续回升而欧盟持续下滑。
- 由于美国经济复苏好于预期，而欧债危机并未引发欧元崩盘从而导致的经济 and 出口大调整，出口增速连续两个月稳定在 13%，表明出现由外需引发经济硬着陆的可能性较小。
- 但是出口调整未结束，原因在于：（1）从出口国别结构看，美日欧中美国经济独木难撑，而新兴经济体中除了俄罗斯外，其他都趋势下行。（2）从贸易方式看，进料加工等领先指标并未见底。进料加工的出口和进口额同比趋势下行。
- 12 月进口增速意外大降，但季调后的趋势值为 20%，比上月下降 2 个点。进口增速的高度和降速仍处于正常的回调节奏。月度数据存在不规则因素和季节性因素影响。我们不认为进口大降将预示内需的大幅调整。除了生产去库存导致的进口减少外，春节较往年稍早也可能是影响因素。
- 从全年趋势看，我国外贸正处于战略转型的时期：（1）贸易顺差降至 1551 亿美元，比上年下降 14.5%，而经常项目盈余占 GDP 或将之 3% 左右，靠贸易盈余大幅拉动的时代或将过去；（2）出口国别结构优化。中国成功实现从依赖美日欧到扩大新兴经济体市场的出口多元化转变。出口多元有利于我们出口稳定。
- 12 月的进出口数据反映外需略好于预期，而内需处于较快回调的格局。而按我们分析，进口下降并未反映内需失速。经济出现深度调整的可能性较小，此将稳定监管层的调控节奏，而非加快放松。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)2036 1155
FAX: (8621)2036 1159
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号
邮编：200135

主要事件:

海关统计显示, 2011 年 12 月, 我国进出口总值为 3329.2 亿美元, 增长 12.6%。其中出口 1747.2 亿美元, 增长 13.4%; 进口 1582 亿美元, 增长 11.8%。

点评:

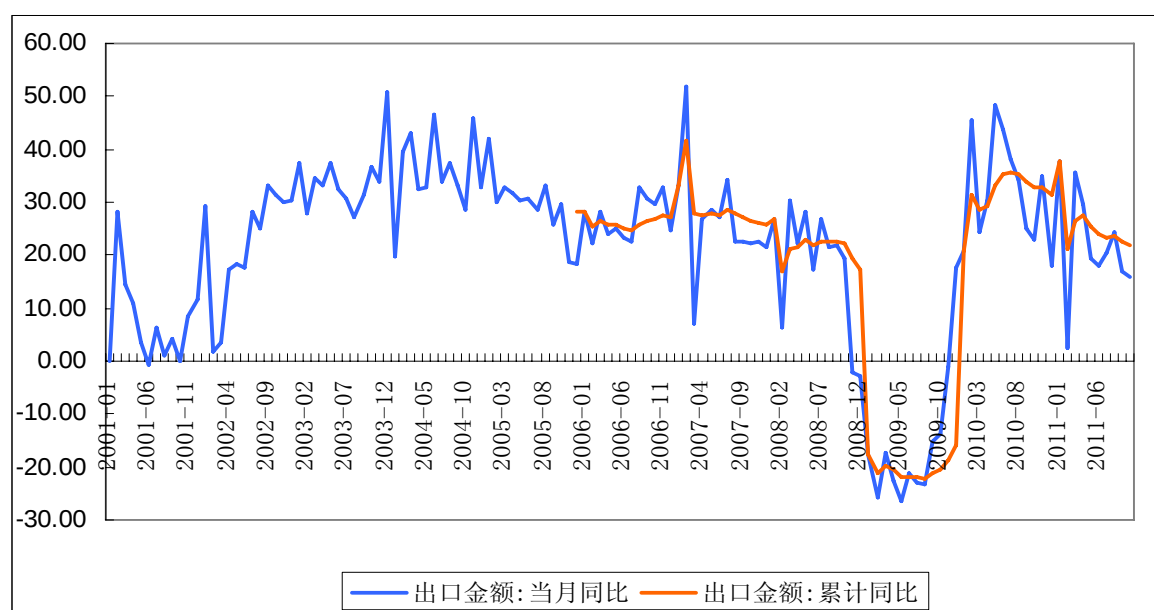
1、出口稳定, 调整延续下行趋势但深度好于预期

12 月份出口增长 13.4%, 增速仅比上月下降 0.4 个百分点, 出口增速基本稳定。

出口相对稳定的原因在于欧弱但美强的格局相互弥补。尤其是美国经济复苏好于预期, 虽然 12 月对美国和欧盟出口同比增速表现为下滑和回升, 但季调后的趋势是美国连续回升而欧盟持续下滑。

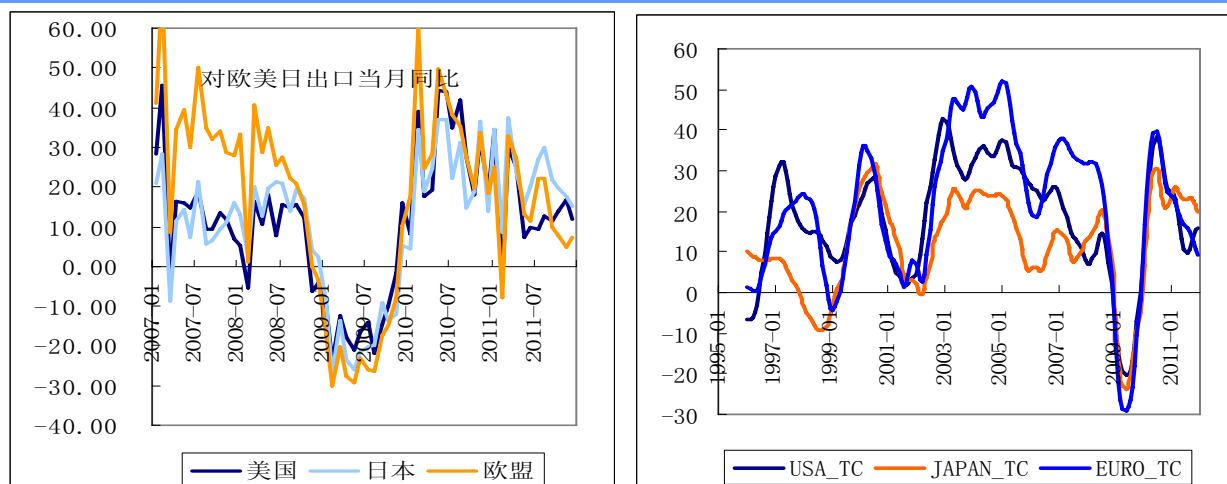
但是出口调整未结束, 原因在于: (1) 从出口国别结构看, 美日欧中美国经济独木难撑, 而新兴经济体中除了俄罗斯外, 其他都趋势下行。(2) 从贸易方式看, 进料加工等领先指标并未见底。进料加工的出口和进口额同比趋势下行。

图 1: 12 月出口基本稳定, 而全年出口保持较高增长



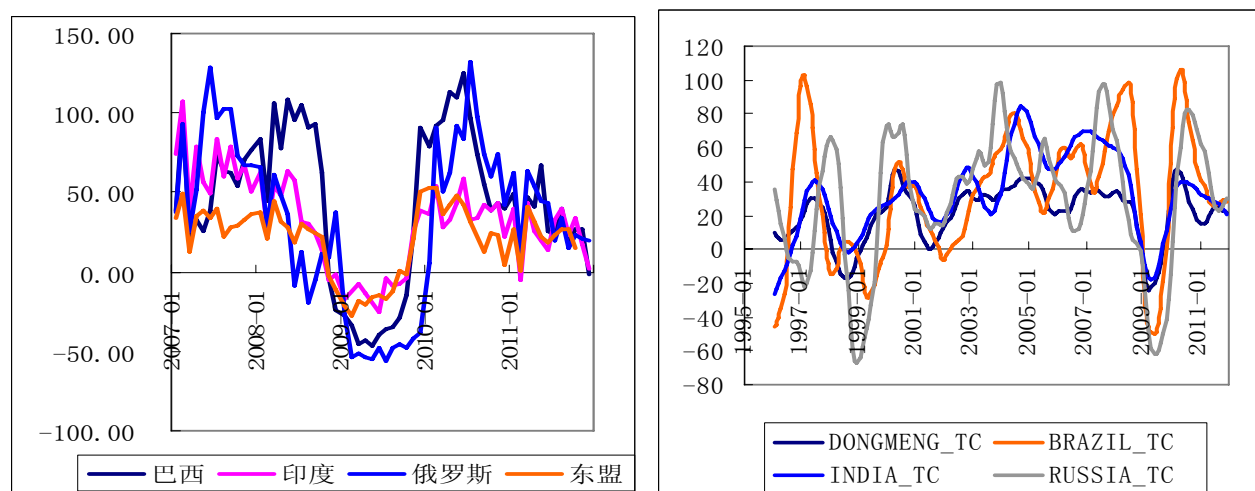
资料来源: wind, 东北证券

图 2: 12 月份对美出口下降而对欧回升, 但季调后的趋势循环值相反, 反映美强欧弱格局



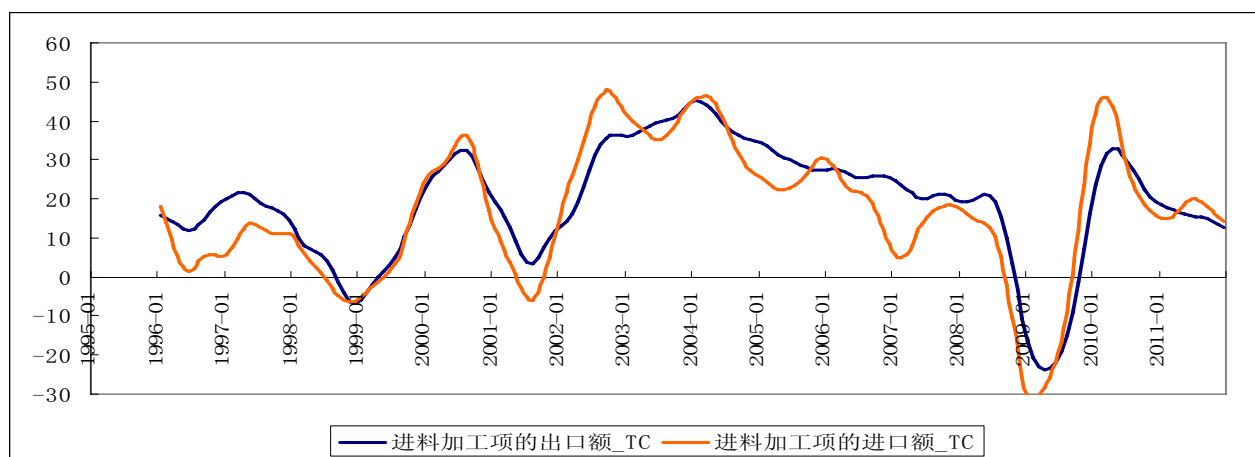
资料来源: wind, 东北证券

图 3: 12 月份对新兴经济体出口持续下降, 且季调后除俄罗斯外都下降, 出口调整未结束



资料来源: wind, 东北证券

图 4: 进料加工的进出口额趋势下行意味出口调整仍未结束



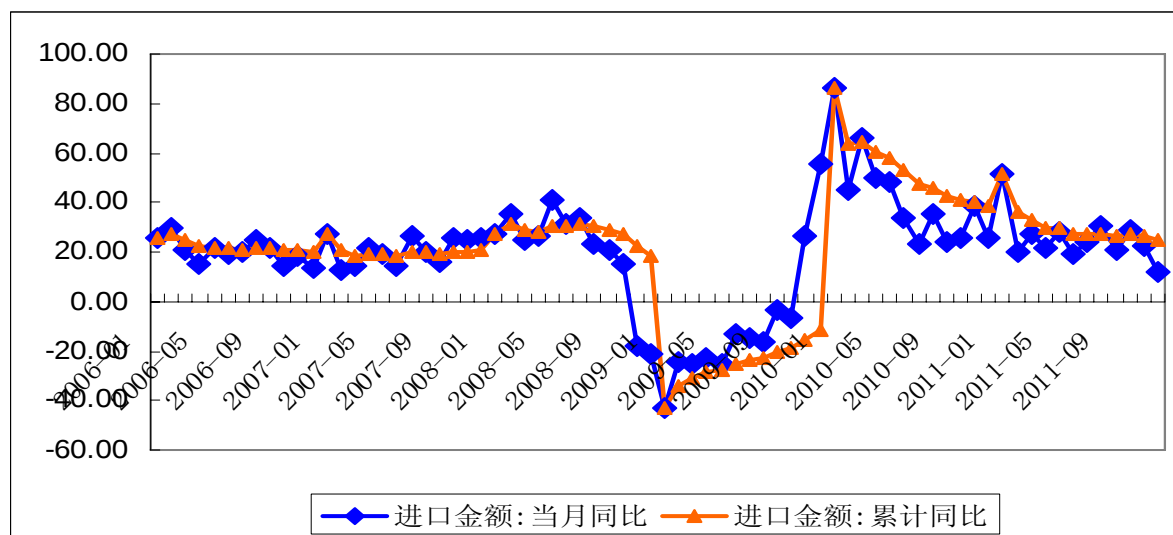
资料来源: wind, 东北证券

2、进口大降但非趋势性因素，或源自春节提前，内需大调整的可能性小

12月进口增速意外大降，但季调后的趋势循环值为20%，比上月下降2个点，好于表征数据及季调值。进口增速的高度和降速仍处于正常的回调节奏。

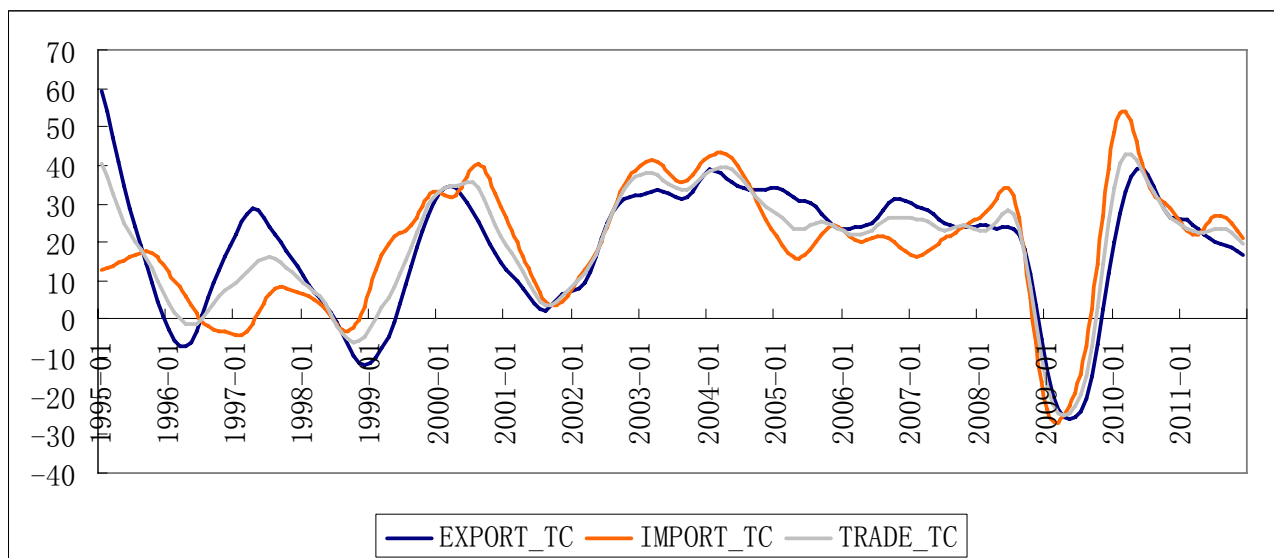
月度数据存在不规则因素和季节性因素影响。我们不认为进口大降将预示内需的大幅调整。除了生产去库存导致的进口减少外，春节较往年稍早也可能是影响因素。

图 5：12 月份进口下降 11 个百分点



资料来源：wind，东北证券

图 6：进口增速的季调后趋势循环值仍处于高位且回调节奏正常，大降非趋势因素



资料来源：wind，东北证券

3、经济调整或好于预期，有可能延缓政策放松力度

12月的进出口数据反映外需略好于预期，而内需处于较快回调的格局。而按我们分析，进口下降并未反映内需失速。经济出现深度调整的可能性较小，此将稳定监管层的调控节奏，

而非加快放松。

且从近期的央行表态看，并为释放进一步加快、加大放松的节奏。我们认为应对流动性的宽松预期保持警惕：（1）元旦并未如期降准，而央行干预外汇市场，12月份外币存贷款明显增加表明干预政策在一定程度延缓热钱流出，同时也表明监管层动用汇率工具的意愿强于连续、快节奏降准，且强调停发央票和动用逆回购，春节虽可能降准，但预防低于预期；

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。