

2008年1月外贸数据点评

——出口“意外”反弹可以持续吗？

基本结论

- 08年1月份出口同比增长26.7%，增速比上月大幅上升5个百分点；进口同比增长27.6%，增速比上月上升1.9个百分点；当月实现贸易顺差194.9亿美元，同比增长22.6%。
- 1月份国外经济放缓，国内广大地区遭到雨雪灾害天气的袭击，在这样内忧外患的情况下，出口的大幅反弹多少有些令人意外。综合来看，我们认为导致出口增速大幅反弹的因素是多方面的：一是1月份美国零售有所回升；二是07年12月对美国出口大幅下滑，短期内也有反弹的需要；三是虽然人民币对美元继续大幅升值，但对欧元升值停滞，对日元甚至有所贬值（图5），这提振了向日本和欧洲的出口；四是去年同比基数较低，而且今年春节早于去年，企业可能在春节前集中出口，导致一月份出口增速大幅回升。
- 进口增速的回升在我们的预期之内，其主要原因在于人民币升值的加快、国际大宗商品价格的高涨，以及关税的改革（例如降低成品油等的进口关税）等。
- 从数据上可以推断，本月加工贸易出口增速仍大幅低于一般贸易出口，后者是出口总额大幅上升的主要原因。而从出口的产品类别上看，主要是彩电和服装等产品反弹明显，我们认为这反映出我国的综合资源成本无论是在机电产品上还是在传统出口产品上（虽然在这类产品上的比较优势有所削弱）短期内在国际上都还具备相当优势，同时，一般贸易的对象不仅限于发达经济体，而且包括广大的发展中经济体，因此受到次贷问题的影响更为滞后。而主要来源于FDI的加工贸易由其性质决定其受到发达国家终端需求影响较大，美国经济下滑给发达经济体带来的忧虑可能限制了这些国家零售商的采购需求，我们相信一般贸易出口增速快于加工贸易增速的情况近期还会上演。
- 前瞻的来看，我们认为未来顺差存在再次上涨的压力。这是因为，首先美国经济对中国出口的影响可能有限。其次，日本和欧洲的经济仍然较为稳定，而人民币结构性升值仍将继续，这会促进对日本和欧盟的出口。另外，1月份的雪灾对进口和出口具有非对称的影响，对于出口，由于内陆交通运输受阻，货物难以运抵港口，会受到较大的影响；而对于进口而言，由于海运和沿海港口受到的波及较小，受到的影响也较小。因此，此间积压的出口货物，一旦天气好转必然集中出口，从而可能导致2月份出口增加，对顺差的变化形成向上的推力。
- 综合来看，出口的意外反弹导致外需明显回暖，在这种情况下，国内放松宏观调控力度的必要性减弱；但另一方面，出口反弹对于工业企业利润的增速构成了一定支持。考虑到二月份的顺差存在再次上涨的压力，这样会对货币供给管理造成困难，同时由于二月份通货膨胀的压力仍然较大，我们认为央行将加大紧缩力度，控制货币供给。数量型的手段，例如上调存款准备金率、发行央票等手段将会再次使用。

宏观策略部

杨帆

王晓辉

联系人：赵莉

中国上海黄浦区中山南路969号谷泰滨江大厦15A层（200011）

国金证券研究所

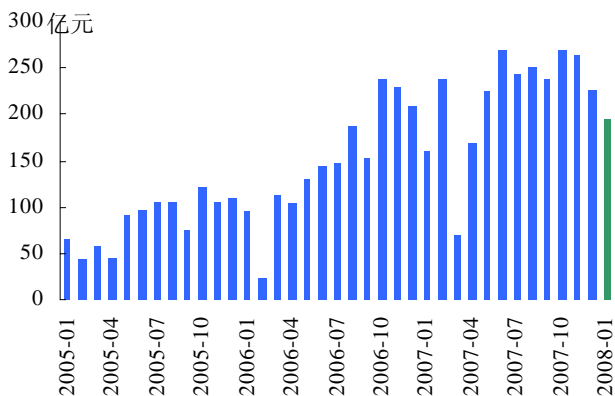
出口意外大幅反弹，顺差继续回落

08年1月份出口1096.6亿美元，同比增长26.7%，增速比上月大幅上升5个百分点；进口901.7亿美元，同比增长27.6%，增速比上月上升1.9个百分点；当月实现贸易顺差194.9亿美元，同比增长22.6%。

1月份国外经济放缓，国内广大地区遭到雨雪灾害天气的袭击，在这样内忧外患的情况下，出口的大幅反弹多少有些令人意外。综合来看，我们认为导致出口增速大幅反弹的因素是多方面的：

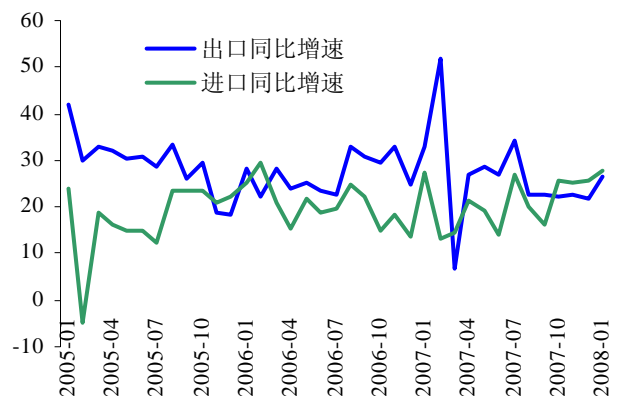
- 一是1月份美国零售有所回升。美国商务部2月13日公布的数据显示1月份，美国商品零售额增加0.3%，扭转了去年12月份下降0.4%的局面。这可能导致美国增加了从中国的进口
- 二是07年12月对美国出口大幅下滑，短期内也有反弹的需要。在12月的外贸数据点评中，我们曾经指出美国GDP下降1个百分点，中国对美国出口下降6.2个百分点。从最新公布的美国GDP数据来看，这样的推断是比较接近的。07年4季度美国经济环比增长年率仅有0.6，不过同比来看，四季度的经济增长仍有2.5%，比三季度下降0.3个百分点，但仍高过一、二季度的1.5%和1.9%。这样来看，四季度对美出口同比增速应当下滑1.86个百分点；而实际情况是四季度对美国出口同比增长10.7%，增速比三季度下滑1.7个百分点，两者十分接近。但单月来看，12月对美国出口同比仅增长6.8，与此对应的GDP同比增速为1.87%；而即使美国1季度经济环比零增长，那么同比增速仍将达到2.3%。因此，12月对美国出口的大幅下滑可能是过度反应，不具有持续性，短期内亦有反弹的需要。
- 三是虽然人民币对美元继续大幅升值，但对欧元升值停滞，对日元甚至有所贬值（图5）。从历史数据来看，近年来，对日本和欧盟的出口同汇率的关联度很高（图6、7），人民币对日元和欧元的变化无疑会提振向这两个地区的出口。由于出口的国别数据还没有公布，因此还无法验证这一判断。
- 四是去年同比基数较低，07年1月出口环比下降了7.9%，而08年1月环比仅下降4.2%（图3）。由于去年的春节在2月17号，而今年的春节在2月5号，比去年早了12天；受到农民工返乡影响，很多制造业企业会在春节期间放长假；因此这些企业可能在春节前突击出口，导致一月份出口增速大幅回升。

图表1：贸易顺差继续回落

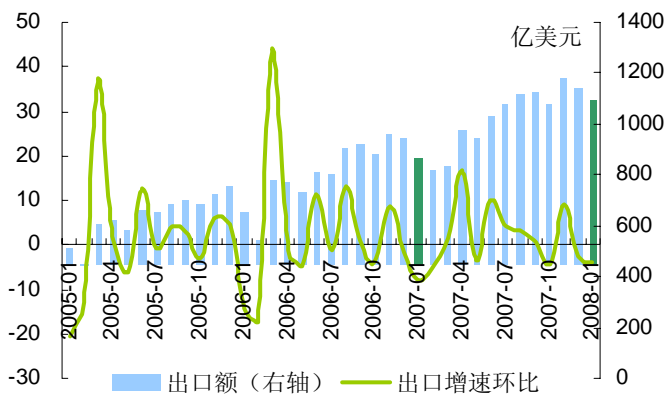


来源：国金证券研究所

图表2：出口同比增速大幅反弹

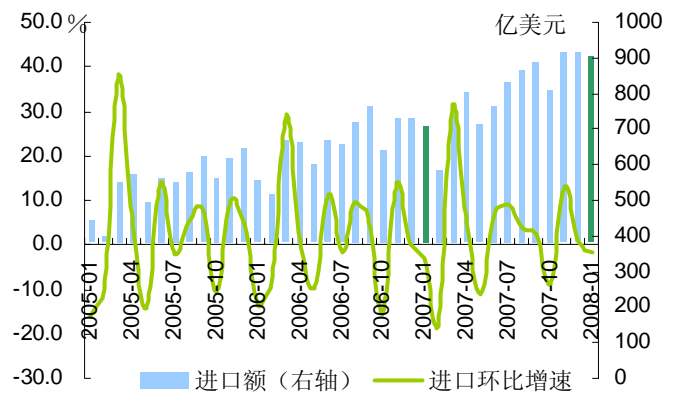


图表3: 出口环比增速

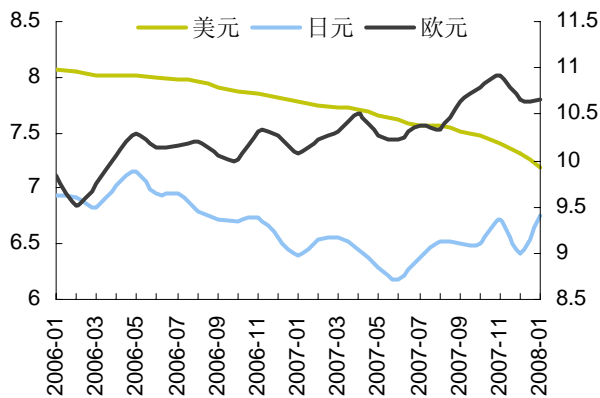


来源: 国金证券研究所

图表4: 进口环比增速

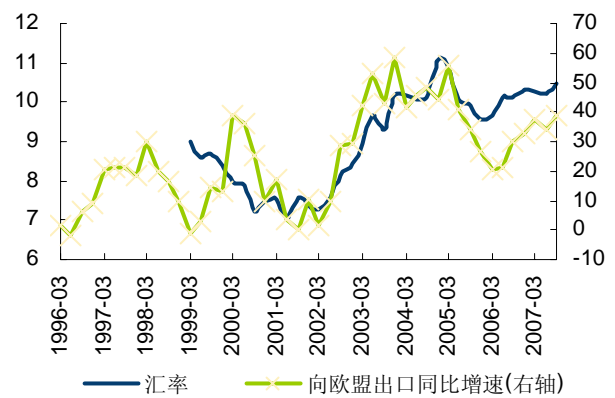


图表5: 对欧元升值停滞, 对日元有所贬值

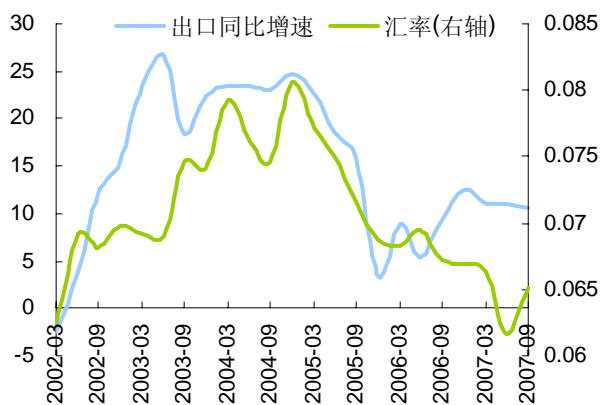


来源: 国金证券研究所

图表6: 对欧洲的出口同汇率之间的关系



图表7: 对日本出口同汇率之间的关系



来源: 国金证券研究所

进口增速的回升在我们的预期之内, 其主要原因在于人民币升值的加快、国际大宗商品价格的高涨, 以及关税的改革(例如降低成品油等的进口关税)等。

虽然出口、进口同时回升, 但进口的增速仍然超过出口, 这使的 1 月份的顺差进一步回落, 这是 07 年 5 月以来首次低于 200 亿美元。

进出口的结构分析

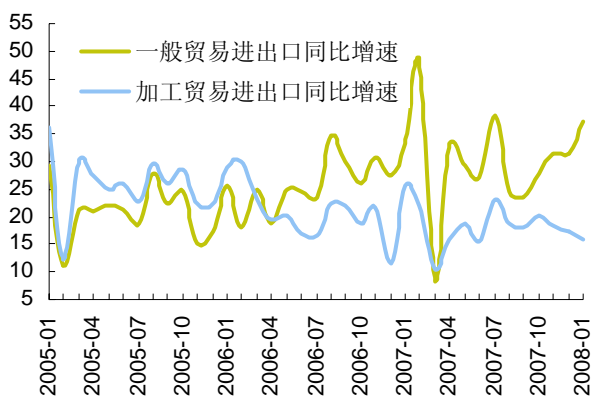
1月份我国一般贸易进出口增长强劲，加工贸易增速则继续放缓。1月份一般贸易进出口 975.5 亿美元，增长 37.2%，增速比上月大幅上升 5.9 个百分点，占同期进出口总值的 48.8%。加工贸易进出口 818.5 亿美元，增长 15.8%，增速比上月回落 1.6 个百分点。

一般贸易进口增速明显高于出口。1月份出口 519 亿美元，增长 33.2%，增速比上月上升 11.1 个百分点，占同期我国出口总值的 47.3%；进口 456.5 亿美元，增长 42%，增速比上月下降 2.1 个百分点，但高于同期一般贸易出口增速 8.8 个百分点，占同期我国进口总值的 50.6%。

一般贸易出口增速大幅反弹，而从出口的产品类别上看，主要是彩电和服装等产品反弹明显，我们认为这反映出我国的综合资源成本无论是在机电产品上还是在传统出口产品上（虽然在这类产品上的比较优势有所削弱）短期内在国际上都还具备相当优势，而一般贸易的对象不仅限于发达经济体，而且包括广大的发展中经济体。而主要来源于 FDI 的加工贸易由其性质决定其受到发达国家终端需求影响较大，美国经济下滑给发达经济体带来的忧虑可能限制了这些国家零售商的采购需求，我们相信一般贸易出口增速快于加工贸易的情况近期还会上演（1月份的加工贸易出口增速尚未公布）。

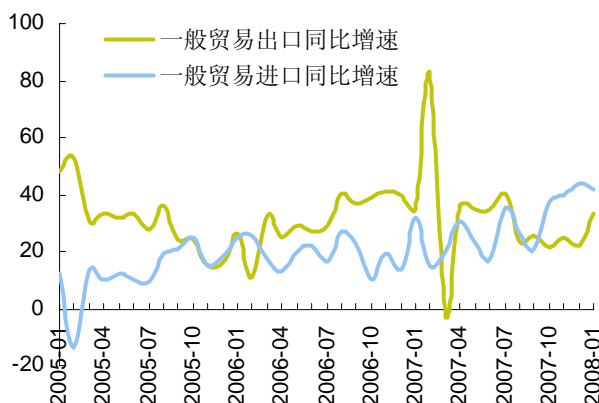
虽然本月一般贸易进口增速仍高于出口增速，但缺口已有所缩小。进口增速的放缓，可能是由于近期人民币对美元大幅升值，在一定程度上降低大宗商品的进口成本所致。出口增速的加快则是受到美国零售回升、同比基数较低等因素的影响。

图表8：一般、加工贸易进出口增速大幅背离

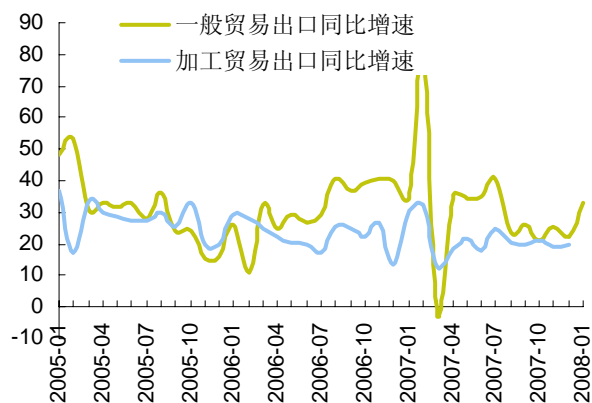


来源：国金证券研究所

图表9：一般贸易出口增速大幅上升



图表10：一般贸易出口同比增速快于加工贸易



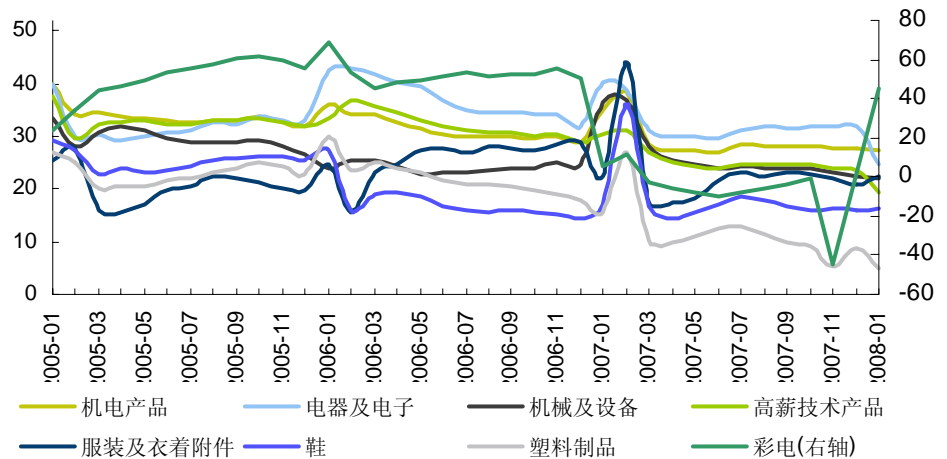
来源：国金证券研究所

重点产品的进、出口情况

从重点产品的出口情况来看，受到同比基数的影响，电器及电子产品，高新技术产品同比增速下滑，彩电同比增速大幅上升。而塑料制品出口增速下滑，主要是受到成本上升所致。服装、鞋等传统产品出口增速有所上升，表明这些产品的国际竞争力依然较强。

进口方面，初级产品所占比重进一步扩大，同比增长 61.8%，占进口总值的 30.7%，比重比 2007 年上升 0.9 个百分点。这主要是受到国际大宗商品价格上涨和关税调整所致。

图表11: 重点产品的出口



来源：国金证券研究所

对未来的预判

美国经济放缓对中国出口的影响可能不会那么大

假使美国 1 季度经济环比零增长，那么同比增速仍将达到 2.3%，这会导致对美国出口同比增速下滑 1.24 个百分点，出口总额下滑 0.25 个百分点，影响轻微。

结构性的人民币升值仍将继续

由于二月份通货膨胀的压力仍然很大，而且我国的通货膨胀具有输入型通货膨胀的特征，人民币甚至有助于减轻通胀的压力。但同时，大幅升值也会对出口造成很大的压力，按照我们的估算实际有效汇率每上升一个百分点，出口增速下滑 0.47 个百分点，如果人民币跳升 5%，则出口下降 2.35 个百分点。因此在这种情况下，进行结构性的升值将是政府的必然选择，对美元升值有助于降低以美元计价的大宗商品的进口成本；而对日元和欧元升值有助于减轻出口的压力。我们预计这种结构性升值的局面仍将延续，从而对日本和欧洲的出口将形成有力的支持。

雪灾对进出口的非对称影响

1 月份的雪灾对进出口的影响是不同的，对于出口，由于内陆交通运输受阻，货物难以运抵港口，会受到较大的影响；而对于进口而言，由于海运和沿海港口受到的波及较小，受到的影响也较小。因此，此间积压的出口货物，一旦天气好转必然集中出口，从而可能导致 2 月份出口增加，对顺差的变化形成向上的推力。

综合来看，出口的意外反弹导致外需明显回暖，在这种情况下，国内放松宏观调控力度的必要性减弱；但另一方面，出口反弹对于工业企业利润的增速构成了一定支持。考虑到二月份的顺差存在再次上涨的压力，这样会对货币供给管理造成困难，同时由于二月份通货膨胀的压力仍然较大，我们认为央行将加大紧缩力度，控制货币供给。数量型的手段，例如上调存款准备金率、发行央票等手段将会再次使用。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。