

2010年10月15日

✍ 分析师：王凭

☎ 联系电话：010-66290443

✉ 邮箱：wangp@gsjq.com.cn

执业证书编号：S0600210050002

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsjq.com.cn

相关研究报告：

《PMI：节日效应推动内需“阶段性”
回暖--宏观经济周报》

《软着陆趋势逐渐确认，CPI已近年
内峰值--宏观经济周报》

《PMI回升源自“季节性”和“小对
冲”--宏观经济周报》

《调控微分化，经济软着陆，挖掘对
冲的前瞻性信号--宏观经济周报》

《第二次“周期撞车”提前驶至--宏观
经济周报》

《“修复”的尾声，震荡期的开始，
风格将再次转换》

《逆周期思维的再诠释：现在开始前
瞻强周期行业的“重估性”修复--宏观
经济周报》

《青黄不接下的转型阵痛--宏观经济
半年报》

季节、价格、汇率推升进出口环比回升，但内外 需同处下滑周期的大趋势并未改变

宏观观点：

- 出口环比“阶段性”提升，源自季节性效应。我们发现近10年的出口数据存在较为明显的季节性效应，每年三季度的季节性效应最强。我们计算的季调后数据显示：剔除性因素的出口名义总量实际上在5、6月已达到峰值，在7月开始呈现下滑趋势，因此我们认为季节性因素对9月出口数据有较强的助涨作用。
- 进口环比“阶段性”提升，主要源自人民币升值压力和大宗商品价格的上涨。2009年至今，人民币升值压力共出现3次强化阶段，巧合的是同时期都对应着进口环比大幅提升。我们认为这一方面是源于人民币升值推动国内购买力，一方面可能是由于政府在政策方面鼓励进口，收窄顺差来缓释升值压力。此外，9月农产品和资源类大宗商品价格高涨也推进进口名义金额的提升。
- 内、外需同处下降周期的趋势并未改变。我们认为，尽管进出口当月名义金额再创历史新高，但这并不意味着中国内、外需状况出现明显改观。从内需角度来看，在度过二季度的低谷之后，三季度内需层面确实出现了回暖的迹象，但比较历史均衡水平，仅是低位平稳运行。从外需来看，出口名义总量虽高，但存在季节性因素干扰，我们计算的季调后当月出口名义总量在5、6月已经见顶。这符合我们一直以来对中国主要双边贸易体经济趋势的判断，即：新兴市场最先向下、美国随后，欧元区已经触顶，整体外需的拐点就在年中时段。预计欧美经济体复苏疲弱对中国出口的影响将在四季度将越发明显。
- 我们预计：随着季节效应在四季度的衰减，环比来看，出口当月名义金额将逐渐下滑；同比来看，出口增速将继续维持稳中回落的趋势。随着人民币升值预期的不断强化，进口当月金额在四季度存在再创新高的可能，受“基期因素”影响，同比下滑的趋势不变。四季度贸易顺差金额还将持续收敛，预计将回落至120亿至150亿的区间之内。

目录:

评论: 季节、价格、汇率推升进出口环比回升, 但内外需同处下滑周期并未改变 3

图表目录:

图 1: 进口当月金额再创历史新高, 出口当月金额几近峰值 4

图 2: 9 月进出口环比增速同时提升, 进口环比增速提升显著 4

图 3: 出口当月金额季调后的数据与季调前形成反差 5

图 4: 进口当月金额季调后的数据与季调前形成反差 5

图 5: 人民币升值预期强化阶段往往伴随进口环比快速提升 5

图 6: 同比数据对大趋势更具描述性, 外需萎缩早已确立 5

图 7: 9 月铁矿石进口价格继续上行 6

图 8: 9 月原油进口价格继续上行 6

图 9: 铜矿砂进口价格高位盘整 6

图 10: 9 月铝材价格进口价格上涨 6

表 1: 出口产品分项 7

表 2: 对外贸易按地域分类 7

事件:

海关总署 10 月 13 日公布 9 月中国对外贸易数据。

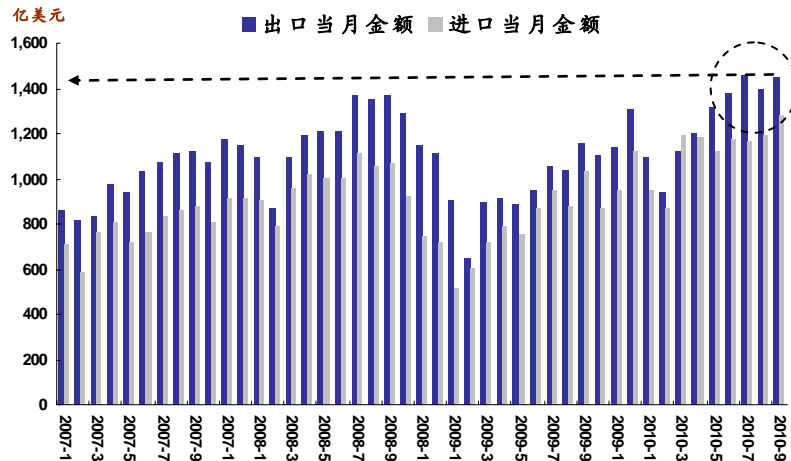
评论: 季节、价格、汇率推升进出口环比回升, 但内外需同处下滑周期并未改变

进出口同比如期下行, 环比“阶段性”回升, 顺差持续收窄。9 月当月出口金额为 1450 亿美元; 出口当月同比增长 25.13%, 较 8 月大幅 9 个百分点左右; 累计同比增长 34.04%, 较 8 月下滑 1.4 个百分点。9 月当月进口总额为 1281 亿美元; 当月同比增长 24.1%, 较 8 月大幅下滑 10 个百分点左右; 累计同比增长 42.4%, 较 8 月小幅下滑 3.1 个百分点。9 月实现贸易顺差 168.74 亿, 贸易顺差持续萎缩。尽管基期因素导致 9 月出口和进口同比数据如期下行, 但从进出口名义总量和环比的角度来看, 9 月份中国对外贸易的活跃度出现较为明显的“阶段性”回升。一是进出口同比名义总量几近历史峰值, 二是进出口环比增速在 9 月均出现了比较明显的反弹 (出口环比提升 4.8%; 进口环比提升 7.42%, 是近 6 个月以来最高的环比增速)。

- **出口环比“阶段性”提升, 源自季节性效应。**我们发现近 10 年的出口数据存在较为明显的季节性效应, 每年第三季度的季节性效应最强。我们计算的季调后数据显示: 剔除性因素的出口名义总量实际上在 5、6 月已达到峰值, 在 7 月开始呈现下滑趋势; 并且剔除季节性因素后的环比增速较季调前下降 0.8 个百分点。说明季节性因素对 9 月出口数据有较强的助涨作用。
- **进口环比“阶段性”提升, 主要源自人民币升值压力和大宗商品价格的上涨。**美国众议院 9 月的 29 号通过了《汇率改革促进公平贸易法案》进一步对人民币汇率施加实质性压力。2009 年至今, 人民币升值压力共出现 3 次强化阶段, 巧合的是同时期都对对应着进口环比大幅提升 (通过对比美元兑人民币 NDF (12 个月合约) 和出口季调环比数据, 我们发现, 2009 年至今历次人民币升值压力强化阶段都对应了出口环比增速的显著上升)。我们认为这一方面是源于人民币升值推动国内购买力, 一方面可能是由于政府在政策方面鼓励进口, 加速收窄顺差来缓释升值压力。此外, 9 月农产品和资源类大宗商品价格高涨也推进进口名义金额的提升。9 月铁矿砂进口价格环比上涨 2.4%; 原油进口价格环比上涨 1.6%; 铝材进口价格上涨 6.16%。
- **内、外需同处下降周期的趋势并未改变。**我们认为, 尽管进出口当月名义金额再创历史新高, 但这并不意味着中国内、外需状况出现明显改观。从内需角度来看, 在度过二季度的低谷之后, 三季度内需层面确实出现了回暖的迹象 (如 9 月 PMI 新订单减出口新订单出现了较为明显的反弹), 但比较历史均衡水平, 仍处于相对较低位置, 内需层面仅是在低位平稳运行。从外需来看, 出口名义总量虽高, 但存在季节性因素干扰 (我们计算的季调后当月出口名义总量在 5、6 月已经见顶), 这符合我们一直以来对中国主要双边贸易体经济趋势的判断, 即: 新兴市场最先向下、美国随后, 欧元区已经触顶, 整体外需的拐点就在年中时段。预计欧美经济体复苏疲弱对中国出口产生的影响将在四季度将越发明显。
- **从主要贸易伙伴的双边贸易来看, 第三季度 G3 占中国出口的比重有所抬头** (欧盟、美国、日本占中国出口名义金额的 45.7%, 较上月有所回升), 而东盟占中国出口比重自今年二月之后持续下降 (目前东盟占中国出口的 8.8% 左右)。9 月当月, 美国对中国贡献贸易顺差 179.9 亿美元, 连续两个月萎缩; 欧盟对中国贡献贸易顺差 139 亿美元, 目前仍在上升; 而日本东和东盟对华的贸易逆差持续放大 (日本对华逆差 414 亿美元, 较上月扩大 40 亿美元左右, 东盟对华逆差 121 亿美元, 较上月扩大 30 亿美元左右)。整体来看, 中国主要双边贸易体对中国贸易顺差的贡献正按照我们预计的“新兴市场、日本、美国、欧盟”的次序逐一下滑 (见《调控微分化, 经济软着陆, 挖掘对冲的前瞻性信号》), 因此尽管目前中国出口名义金额依旧维持在高位, 但在世界经济整体相对疲软的大背景下, 外需对中国经济的影响依旧不容乐观。

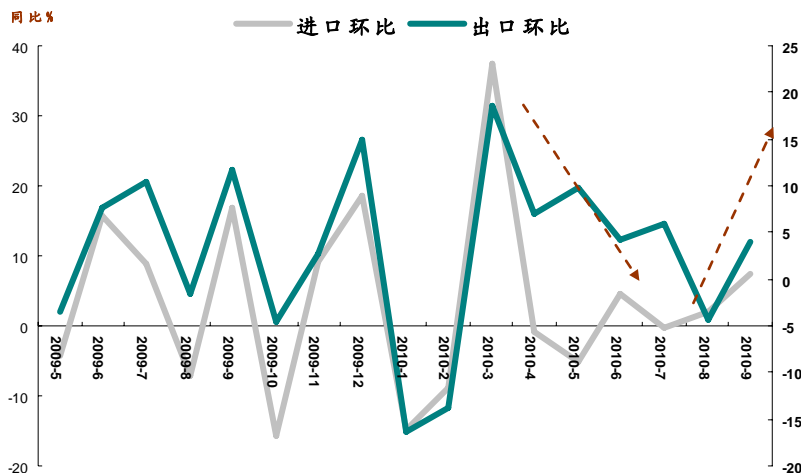
- 我们预计：随着季节效应在四季度的衰减，环比来看，出口当月名义金额将逐渐下滑；同比来看，出口增速将继续维持稳中回落的趋势。随着人民币升值预期的不断强化，进口当月金额四季度存在再创新高的可能，但受“基期因素”影响，同比下滑的趋势不变。总体来看，四季度贸易顺差金额还将持续收敛，预计将回落至 120 亿至 150 亿的区间之内。

图 1：进口当月金额再创历史新高，出口当月金额几近峰值



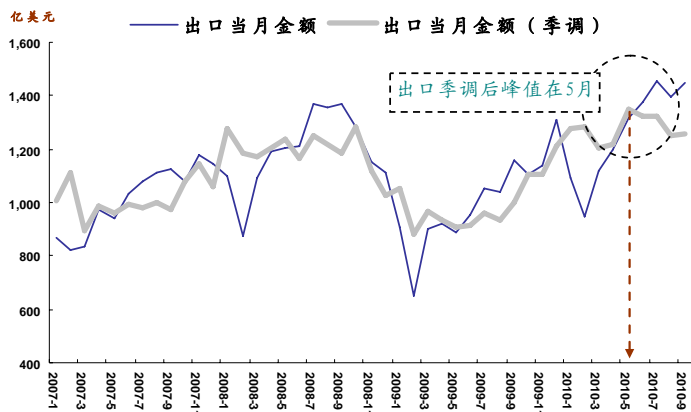
数据来源：Wind, 东吴证券整理。

图 2：9 月进出口环比增速同时提升，进口环比增速提升显著



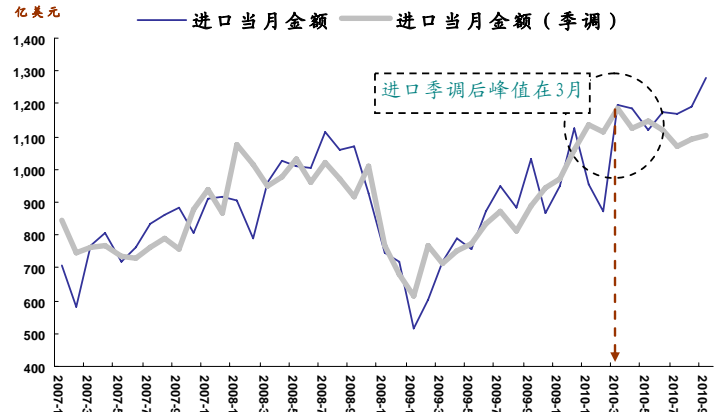
数据来源：Wind, 东吴证券整理。

图 3: 出口当月金额季调后的数据与季调前形成反差



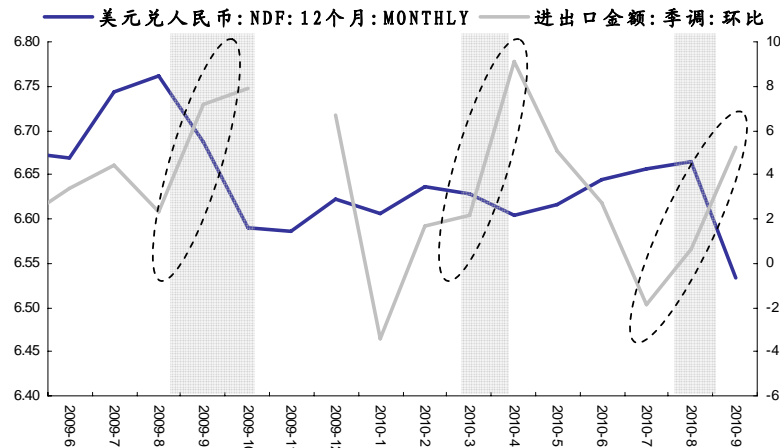
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 4: 进口当月金额季调后的数据与季调前形成反差



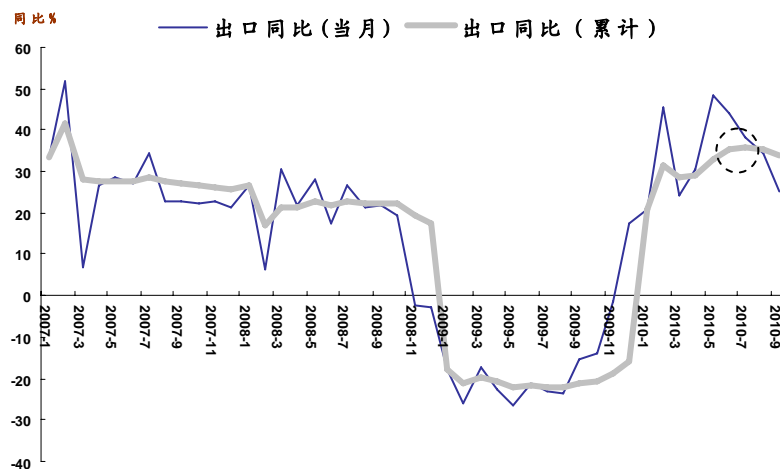
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 5: 人民币升值预期强化阶段往往伴随进口环比快速提升



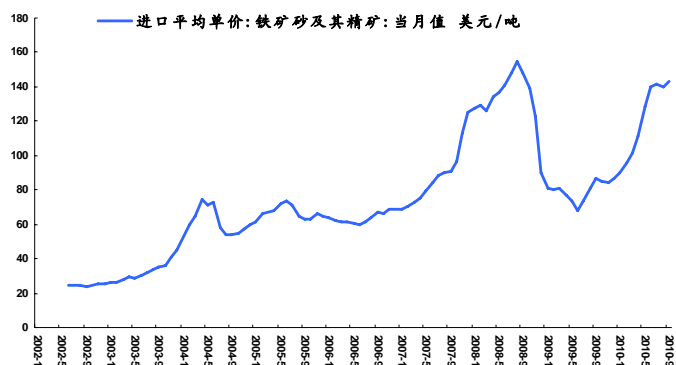
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 6: 同比数据对大趋势更具描述性，外需萎缩早已确立



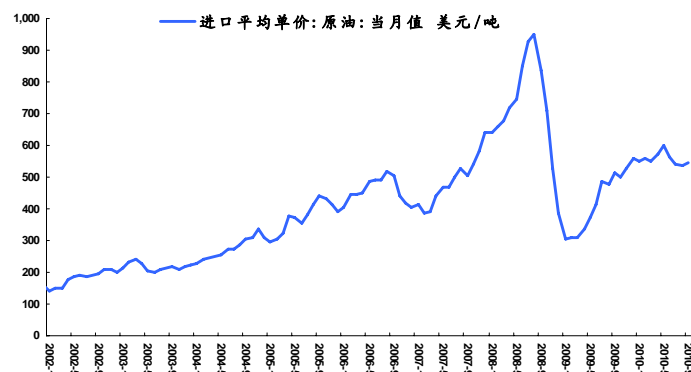
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 7: 9 月铁矿石进口价格继续上行



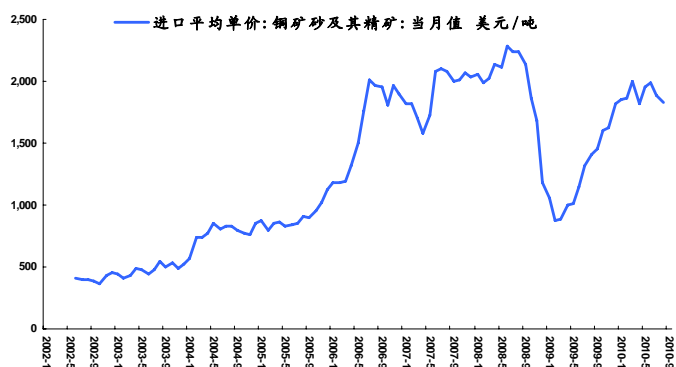
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 8: 9 月原油进口价格继续上行



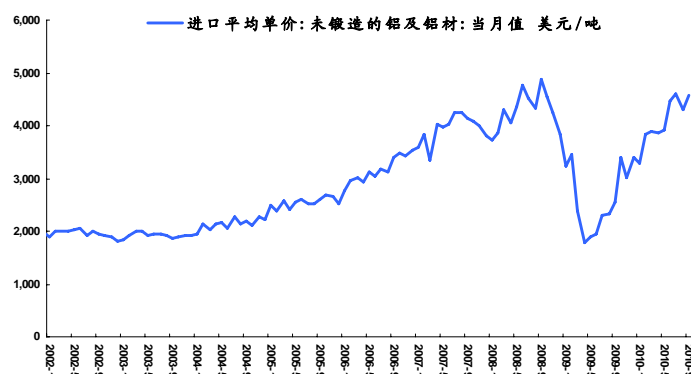
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 9: 铜矿砂进口价格高位盘整



数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 10: 9 月铝材价格进口价格上涨



数据来源: Wind, 东吴证券整理。

表 1: 出口产品分项

当月同比增长%	2010-08	2010-07	2010-06	2010-05	2010-04	2010-03	2010-02	2010-01	2009-12	2009-11	2009-10	2009-09	占比%
初级产品	25.79	37.75	30.42	58.52	36.60	40.01	32.36	32.18	14.98	0.77	-15.97	-19.07	4.84
食品及活动物	33.12	28.77	20.48	27.16	18.85	17.55	34.42	23.26	20.95	8.94	1.76	5.65	2.47
饮料及烟类	-3.30	21.73	28.94	29.18	0.24	5.55	3.48	3.13	-12.46	-0.87	4.75	32.51	0.11
非食用原料(燃料除外)	44.23	43.47	44.41	80.69	52.32	41.78	49.71	26.72	-4.71	-15.51	-22.39	-19.91	0.68
矿物燃料、润滑油及有关原料	12.15	51.95	41.42	114.42	65.35	87.04	24.81	53.46	16.81	-2.55	-32.58	-42.61	1.56
动植物油、脂及蜡	25.31	33.45	11.67	60.77	53.41	44.17	21.34	-6.38	36.64	-37.46	-40.15	-9.42	0.02
工业制品	34.79	38.05	44.78	47.90	30.10	23.33	46.44	20.40	17.77	-1.27	-13.57	-14.79	95.16
化学成品及有关产品	41.57	45.15	50.78	56.58	37.17	42.30	30.63	35.75	23.27	2.74	-15.31	-9.77	5.46
按原料分类的制成品	35.01	49.16	66.14	61.58	37.34	18.40	52.24	18.08	5.94	-10.00	-28.24	-32.69	15.26
机械及运输设备	35.70	38.36	41.84	48.74	32.54	33.77	36.84	30.92	31.34	5.63	-8.55	-11.45	48.01
杂项制品	31.84	30.06	36.89	35.94	19.17	1.34	71.72	3.66	2.25	-9.92	-12.62	-8.34	26.37
未分类的商品及交易品	4.49	-10.52	-27.42	-9.63	-2.51	-9.80	-13.40	2.35	-3.50	8.82	-12.47	65.30	0.07

数据来源: Wind, 东吴证券整理。

表 2: 对外贸易按地域分类

累计同比%	2010-09	2010-08	2010-07	2010-06	2010-05	2010-04	2010-03	2010-02	2010-01	2009-12	2009-11	2009-10	占比
对欧盟双边贸易	34.35	36.04	36.44	37.01	37.16	34.33	34.82	34.24	25.94	-14.46	-16.97	-18.63	
对欧盟出口	35.02	36.21	36.35	35.95	34.33	30.38	31.04	34.41	17.72	-19.32	-21.74	-23.08	19.93
对欧盟进口	33.13	35.72	36.60	38.94	42.50	41.86	42.27	33.89	46.06	-3.74	-6.42	-8.90	
对欧盟贸易顺差	37.35	36.81	36.04	32.35	25.09	17.72	19.46	34.90	-1.85	-32.25	-34.38	-35.02	
对美国双边贸易	31.47	31.99	30.58	30.15	28.08	24.86	25.81	25.06	19.05	-10.62	-13.41	-14.92	
对美国出口	30.64	31.12	29.36	28.20	24.71	19.49	19.61	20.82	8.30	-12.45	-14.78	-16.03	18.12
对美国进口	33.88	34.47	34.02	35.59	37.34	39.42	42.85	36.96	56.56	-4.95	-9.13	-11.45	
对美国贸易顺差	28.92	29.32	26.83	24.03	17.48	7.82	6.32	11.87	-11.09	-16.03	-17.45	-18.21	
对日本双边贸易	32.22	34.81	34.92	36.94	38.80	37.44	38.09	32.98	35.50	-14.23	-17.45	-19.30	
对日本出口	23.94	25.46	24.64	25.13	22.70	19.35	17.45	16.61	4.43	-15.60	-17.55	-18.14	7.63
对日本进口	38.48	41.96	42.87	46.28	52.30	52.91	56.77	48.40	76.32	-13.18	-17.38	-20.15	
对日本贸易逆差	83.47	95.45	105.23	126.70	205.85	250.69	432.70	567.36	-224.64	-5.05	-16.83	-25.91	
对东盟双边贸易	43.98	47.53	49.99	55.08	57.86	58.87	61.67	66.40	80.44	-7.98	-13.23	-16.87	
对东盟出口	36.12	39.88	43.02	45.34	46.08	45.52	46.67	52.89	52.75	-6.78	-11.51	-14.49	8.78
对东盟进口	51.80	55.22	56.97	65.03	70.10	72.72	77.42	81.03	118.70	-9.14	-14.87	-19.10	
对东盟贸易逆差	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	

数据来源: Wind, 东吴证券整理。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码：100140

传真：（010）66290653

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>