

中国宏观策略研究

出口回升，经济复苏主引擎动力犹在

2017年10月13日

- 9月份以美元计价的进出口同比增速都出现了反弹：出口同比8.1%（前值5.6%）；进口同比18.7%（前值13.5%）。由于进口增速反弹幅度明显高于出口，因此9月份贸易顺差收窄至285亿美元（前值：419亿美元）。
- 相对于去年同期拖累0.7个百分点而言，今年上半年净出口拉动GDP增速0.3个百分点。相对应的，今年上半年以美元计价的出口增速从去年的-9.57%大幅反弹至8.5%。相反，最终消费和资本形成对GDP的贡献度反而小于去年同期。在金融去杠杆和房地产调控的大背景下，全球经济复苏带动的出口增长无疑是今年上半年中国经济超预期的重要推手。但中国出口复苏的势头在3季度似乎有所减弱，出口同比增速在6月份跳升至11.3%之后，在7/8两个月出现连续下滑。如果剔除春节因素，8月份5.5%的同比增速这已经是年内低点。我们对3季度出口增速的下滑并不意外，因为摩根士丹利全球贸易领先指数(MSGTLI)在今年2月-7月的5个月内呈现连续下滑的趋势，反映当前全球贸易复苏的力度偏弱，这很大程度上与本轮全球经济复苏是依靠量化宽松的结果而非内生性有关。此外4月份以来人民币兑美元和一篮子货币上出现较大幅度的升值，这在一定程度上对中国的出口也造成一定的负面影响。鉴于目前支撑中国经济上半年中高速运行的国内驱动因素（例如补库存需求以及棚改货币化）开始减弱，因此出口成为关系到4季度中国经济是否能维持平稳增长的关键性变量。
- 摩根士丹利全球贸易领先指数(MSGTLI)在8/9月逆转此前连续下滑的趋势，出现小幅改善。催生MSGTLI指数出现逆转的主要是美国ISM制造业指数、原油价格以及反映全球大宗商品价格的CRB指数出现反弹。虽然目前全球经济复苏的特征是发达经济体和新兴市场经济体同步复苏，但从数据层面来看，目前全球进口需求主要来自发达经济体。

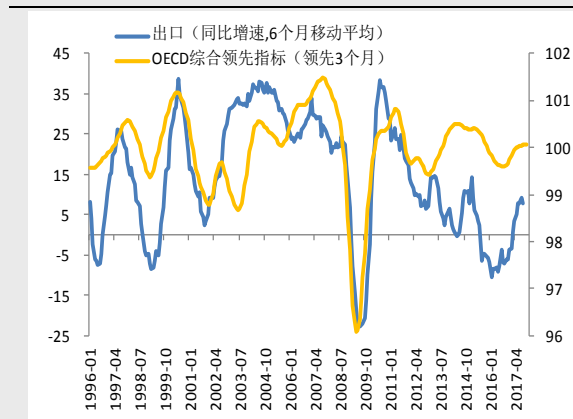
章俊
首席经济学家

联系方式：

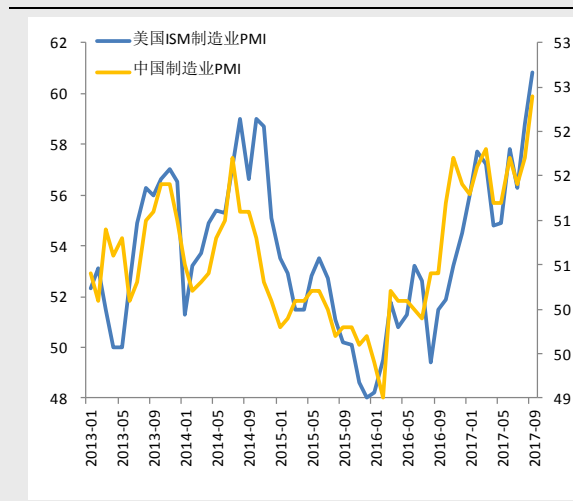
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: OECD 领先指数温和回升



图表 2: 中美制造业 PMI



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

9 月份出口增长反弹比较明显的是美国和欧元区，增速分别达到 13.8%和 10.4%（前值：8.4%和 5.1%）。这也反映在此前我们反复指出的中国制造业 PMI 指数和美国 ISM 制造业指数的高度相关性。因此以美国为首的发达经济体经济复苏的强度和可持续性很大程度上决定了中国出口复苏的强度和可持续性。虽然 MSGTLI 指数回到年初的高点的概率不大，但基于最近两个月企稳回升的态势，全球贸易增长在 4 季度会维持相对稳健的态势，不会出现大幅萎缩的情况。因此出口作为今年以来助推中国经济复苏的主引擎之一有望在年内继续支撑中国经济平稳增长。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。