

扩内需保外贸 金融创新是前提

——全国商务会议工作报告解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 商务部对 09 年提出扩内需保外贸的工作目标，与中央经济工作会议保持经济平稳较快发展的精神一脉相承。具体措施中隐含多方面金融市场创新的政策导向
- 政府在引进外资方面将更注重外商投资项目的质量，有选择性地推动外资金流向高科技和高附加值的产业方向，进一步完善外资参与并购和创投的融资机制，这些措施将充分发挥外资在国内产业结构升级中的促进作用。
- 推进全国城乡流通网络建设有利于刺激内需消费规模增长和稳定物价水平，通过跨区并购和整合构建一批有实力的国有大型流通企业，与外资流通企业形成有效竞争。
- 商业银行与信托公司开展业务合作，将重新推动信贷资产证券化市场的建设和发展，信贷融资的发展将扩大银行消费信贷的规模，信用消费的普及能迅速拉动内需市场的恢复和增长。
- 发达经济体集体透支其货币国际信用度，实施零利率货币政策对其经济体“输血”，这将最终危害到新兴经济体的经济利益，中国短期内可以利用港币的国际兑换货币地位进行对冲，同时通过与周边区域或贸易伙伴间的货币互换和贸易结算来加速人民币国际化步伐。

报告日期 2008 年 12 月 29 日

王骏飞 宏观经济助理分析师
63325888x6105
wangjunfei@orientsec.com.cn

冯玉明 宏观经济首席分析师
63325888x6110
fym@orientsec.com.cn

相关研究报告

《推信用销售促内需增长》 2008 年 12 月 19 日

经济政策隐含金融创新导向

随着中央经济工作会议的闭幕，各领域正加紧出台各自的具体经济措施。商务部部长陈德铭 12 月 23 日在全国商务工作会议上指出，09 年商务工作的总体要求是：“以扩大国内消费需求和保持外贸稳定增长为重点，完善政策，强化服务，统筹国际国内两个市场、两种资源，加快结构调整和发展方式转变，实现商务事业又好又快发展”。商务部将扩大内需消费与保持外贸增长作为明年的工作重点是与中央经济工作会议提出的保持经济平稳较快发展的精神一脉相承的。而针对此目标提出的一系列政策又隐含着对金融市场进一步创新的发展思路和政策导向，包括企业并购、信贷证券化和货币区域化在内的金融革新将是今后实体产业结构优化的必要前提保障。估计 09 年中国在外贸上将面临贸易拓展与贸易摩擦相伴的状况，而内需的迅速恢复和扩张将成为我国重要的战略优势，而发达经济体的贸易保护主义抬头将推动新兴经济体和发展中国家间的贸易规模扩大和区域性结算货币的发展，传统贸易结算货币的地位将被削弱，而新的国际金融秩序也将在这个进程中酝酿。

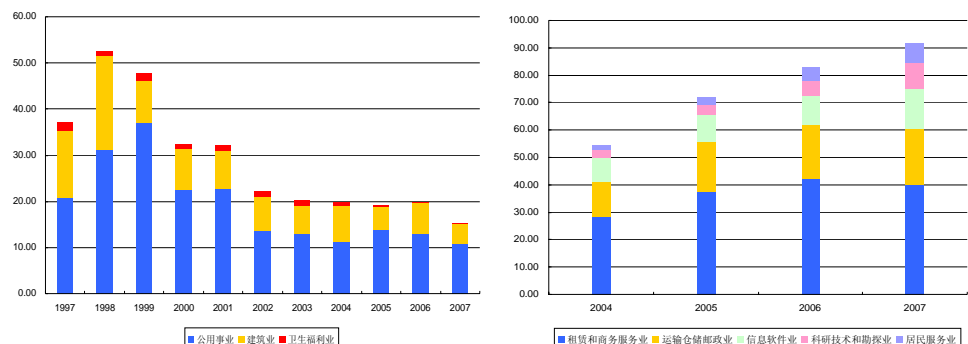
创新利用外资与海外资源并购保外贸

► 选择性利用外资助产业升级

促进产业升级和优化投资结构是强化国际贸易竞争中的比较优势的关键所在，改革开放以来外商投资在推动国内产业结构优化重组方面发挥了重要的作用，传统产业的变革重组过程中在资金、技术和管理等方面都获得了外资的重要支撑，而以高科技、环保和服务外包为代表的新兴产业的发展壮大也与外资的着力推动密切相关。在当下特殊国际和国内经济发展形势下，优化利用外资的方式将使其继续为我国经济发展发挥重要的作用，基于我国经济的长期快速发展和国内金融市场融资能力的拓展，海外资金本身的意义正在不断减弱，更为看重的是海外资金背后的高新技术、研发体系和经营管理模式的引入。商务部提出「发挥外资并购对国内企业改组改造、产业结构升级的促进作用。完善创业投资的资本市场退出机制，鼓励外商创业投资发展，促进高新技术企业成长」。从我国自身需求方面看产业升级是保障出口增长的必然要求，同时从劳动密集型产业向高附加值产业的递进将逐步提升国民收入水平，从而带动消费内需的增长。从外部条件上看目前的国际经济环境为我国产业升级提供了有利因素，欧美日等发达经济体陷入经济衰退以及其消费需求的大幅下滑将凸显中国经济相对的稳定增长以及庞大消费市场的相对活跃，这将进一步促使外商将其盈利重心向中国转移，政府在引资过程中将有更大的空间去选择与高成长和高附加值的外资项目。

图 1：外商投资行业结构优化对比

单位：亿美元



资料来源：Wind，东方证券研究所

最为重要的是此次政策表述中着重强调了完善外商投资企业在境内资本市场融资的问题，提出「研究完善外资企业境内上市的相关政策，引导符合条件的外商投资企业在境内上市。完善并购价格决定机制，规范企业产权关系，依法进行并购审查」。这个政策导向充分利用了眼下外资母国因金融危机出现融资困难和资金紧张的局面，为外商投资企业在我国内的扩张和并购提供平等的融资渠道，在投资项目所在地进行融资将大大降低其融资成本，投资人也能对其资金实际使用情况进行有效监控。这些措施将使中国这块海外投资“吸金石”更具吸引力，同时也加强了外资发挥其推进产业结构优化作用的能力。

当然在大力推动外资规模和质量同步增长的同时也需要警惕由个别外资造成的负面影响，并在制度上进行规范，如过去五年间共有 206 家韩企非法逃离青岛，遗留大量拖欠工资和未清偿债务的情况，使当地政府和相关国内企业蒙受重大损失。对此商务部、外交部、公安部、司法部近期联合印发了《外资非正常撤离中国相关利益方跨国追究与诉讼工作指引》，旨在妥善解决外资非正常撤离后的相关问题，消除各种消极影响，预防此类事件的再度发生。但由于跨国诉讼和国际私法合作程序复杂且成本过高，因此这份指引的实际可操作性不强而警示意义更大，表明中国已经在政府层面对这一问题加以重视，预计今后还将陆续出台新的监管制度来防范外资出逃，但主要还是应该在资金流向层面上加大监控的力度，这方面也包括了利用外商投资为掩护规避外汇管制的非法外汇流动情况，前段时间为控制热钱流出规模曾在外贸领域加强了结汇监管，随着利用外资方式和力度的进一步扩大也需要加强资本项下相应的监管体系建设，地方政府面对外资的进入需要更为审慎和理性的甄别。

➤ 海外并购尚需国内专业投资咨询产业的保障

虽然说随着主要发达经济体的经济陷入衰退为我国企业的海外投资提供了机会，但我国企业的海外投资除需要国家在资金层面的支持外还存在着政治和法律等多方面的障碍，商务部提出「并购拥有先进技术、知名品牌和营销网络的境外企业」的思路，但针对中国企业谋求技术和资源的并购意图美日欧等发达国家以技术壁垒为核心的政治利益将压制其对经济利益的渴求，虽然美国在前期中美战略对话中美国表示了对中国主权财富基金的欢迎，但这份欢迎显然也是带着警惕的。同时如同巴西那样为维护本国财富安全各新兴经济体将陆续建立自己的主权基金，这些主权基金将在海外投资和资源收购领域将形成激烈竞争。

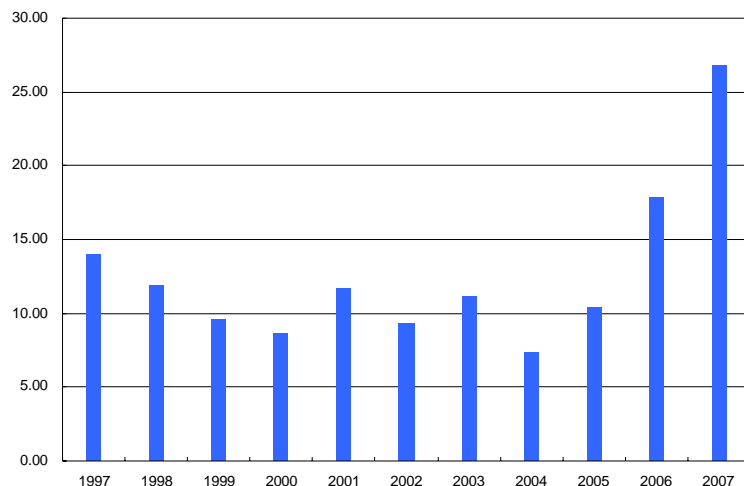
但中国资本的出海是一项既定的国家战略，也是与加速产业升级强化国际竞争力相对应的，除政治因素外海外投资的顺利实施还需要专业投资咨询产业的保驾护航，涵盖跨境金融、法律、财务、公关等服务领域的国内投资咨询产业的发展程度将决定国内企业海外投资的实际能力。至于商务部提出的「加快建设境外农产品生产和物流基地，参与农业跨国公司全球供应链体系。各国纷纷加大公共开支，加快基础设施建设。要抓住这一契机，用好优惠出口买方信贷和对外承包工程保函风险专项资金，支持企业开展对外承包工程。推动对外承包工程方式多样化，支持工程承包企业和金融企业等联合探索“以工程换资源”」。主要是针对新兴经济体出于食品和资源安全战略的海外投资规划，抓住发达经济体的经济版图处于战略性收缩的时机，拓展我国在新兴经济体的实体投资和战略储备，也有利于开辟新的国际贸易市场以对冲发达经济体进口需求下滑对我国出口的冲击。我国企业对海外投资需要国家外交和信息资源的支持，由于国内企业对当地总体投资环境的准确及时评估往往存在困难，因此有必要完善和建全国家级的各国投资风险预警机制。

流通网络整合与消费信贷融资扩内需

发达经济体在金融业和汽车业相继出现危机的同时零售业也有可能成为整体陷入危机的行业,作为一个薄利行业在此特殊时期对其实力和规模的要求显得更为重要,而一国零售行业的规模直接取决于其背后国内消费市场的规模和购买力。我国内需规模始终无法与经济规模同步增长,除了消费能力受收入水平限制的原因外,还有一个主要因素就是流通网络不健全,以及对现有流通网络的控制力不足。增加城乡流通网络的覆盖率和流通效率的提高将有效刺激消费规模增长并保持物价水平稳定。值得注意的是商务部提出「积极培育一批大型流通企业。通过股权置换、资产收购等方式,对国有流通企业资源进行跨区域整合,争取用3年左右时间,组建培育几家具有国际竞争力的国有控股大型流通企业集团,发挥龙头带动作用,增强市场供给保障和调控能力」的思路,显示政府已经充分认识到全国性消费流通网络的建设和控制对促进内需增长和保障物价稳定的重要性,对于中国这样地域广阔的消费市场要想建立一个统一的流通网络必须要有一批有实力的大型综合流通企业,结合国资委关于国有企业提高产业集中度,提高国有经济的活力、控制力和影响力的方针,现存国有流通企业的跨地区整合与并购将构建起这个统一流通网络的主体框架,可以预见在流通行业领域未来几年将发生较大的格局变化,一些企业将在政策引导下迅速扩大其竞争实力和市场份额。值得注意的是“具有国际竞争力”的国有控股大型流通企业集团的提法,这里的国际竞争力更多地是针对近几年在中国迅速扩张的外资流通企业,这些企业倚仗其资金和效率优势快速挤占了国内流通企业的市场份额,在上半年的通胀压力下它们并没有起到调配供给平抑物价的积极作用,反而是显现出压制供应商利润和吸纳国家储备的强大能力。在目前外资企业资金面临困难和物价水平回落的背景下,重新扶持国有流通企业,鼓励其与外资流通企业竞争,基于长期对外企经营模式的学习吸收以及潜在的政府推动产业升级的资金支持,流通领域将逐步进入到内外资寡头竞争的市场模式。

图 1: 批发零售业实际使用外资

单位: 亿美元



资料来源: Wind, 东方证券研究所

在规划健全流通网络之外,另一个重要方面就是要大力提升民众实际消费能力,实际收入的增加是一个缓慢的过程,要消费能力爆发性的增长就需要金融市场的参与,消费信贷将继续不动产抵押贷款之后成为信贷市场的重要增长热点,在前次题为《推信用销售促内需增长》的报告中已经提到消费信贷发展的意义和必要条件,除了会带动信用、咨询、评估、保险和追缴等一系列服务产业链的发展外,主要还需要信贷资产融资市场的金融创新和发展,这将为商业银行提供足够的流动性来不断扩大其消费信贷规模,当然这方面更需要金融监管层相关政策的推动。银监会在本月初出台的《银

行与信托公司业务合作指引》又一次激活了 05 年提出的信贷资产证券化试点，从总体上看银行与信托公司的实质性业务合作可视为对金融机构业务创新和相互代理方面的一个推动，美国的投行在金融危机的背景下被迫合并和转制，迅速出现了一批混业经营的金融控股性质的庞然大物，这种经营模式在美国金融业复苏后将爆发出更大的竞争力，在目前正在不断积累的充裕流动性的支撑下将导致新一轮的金融扩张。因此中国的金融业需要在资本实力和业务能力方面提前做好迎接金融混业模式挑战的准备。在具体合作内容上该《指引》主要包含了银信理财合作和信贷资产证券化业务合作，前者更多是针对中小银行，大型国有银行自身有较强的资产管理能力且重视自有理财品牌的建立以增强竞争力，相对中小银行理财资金量较小因而建立和维护自有理财部门成本较高，如多家中小银行将其理财业务委托给信托公司代理，则既节省了营运成本又提高了金融理财产品质量，显现了金融监管层推进金融服务外包的创新思路。而信贷资产证券化业务则是由银行将其账面上信贷资本剥离出来交给信托公司换取即时的流动性，得以进一步扩大其信贷规模，信贷公司在这里扮演了 SPV 的角色，但进一步的信贷资产衍生品开发则有必要引入券商的投行部门作为合作对象。预期国内流通行业的下一个发展阶段将是信用消费体系的建立，流通企业通过发行具有透支功能的顾客信用卡来赢得和维系顾客群并增加其消费规模，届时大型流通企业将具有更大的市场主导力，因此上文提到的整合国有大型流通企业与外资流通企业竞争市场份额的策略就显得更为紧迫了。

强化本币贸易结算功能

美国政府在一连串国会政治秀之后出资 134 亿美元救助以通用为首的美国汽车业，这明显是布什政府的一招缓兵之计，旨在维持汽车业庞大的就业岗位到明年 2 月下届政府上台之后。就目前美国消费需求的趋势判断，到那时美国汽车业仍无法走出困境还需要政府资金的继续扶持，至明年初也许零售业也要面临困境而急需政府的资助，美联储的零利率大大减轻了政府扶持资金以及日后大规模财政政策的融资成本。就汽车业而言，海外在美的汽车企业明显受到了不公平的市场待遇，面对同样的需求下降他们无法得到美国竞争对手同样的“免费午餐”，为了保持本国的产业安全欧洲和日本也会相继推出救助汽车业的政策，日本央行也已将基准利率降至零附近，最终各发达经济体比拼的就是各国货币的国际信用度，美欧日各国货币的实力虽有所差别，但最终这种集体过度透支货币信用的危害都将会通过国际贸易结算扩散到新兴经济体和广大发展中国家。中国政府也出台了明年庞大的通过财政支出刺激经济计划，同时在上文提及的保外贸扩内需政策中多处鼓励企业并购，甚至是跨国并购，银监会日前发布的《商业银行并购贷款风险管理指引》就允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务，满足企业和市场日益增长的合理的并购融资需求。目前人民币并非国际流通货币因而无法对冲发达经济体滥发货币的危害，因此具有国际流通货币地位的港币在近期内将成为国家对冲风险的重要工具，对此中央提出了如货币互换等一系列强有力政策维持香港经济和金融稳定，并承诺保障和扩大香港作为国际金融中心在亚太地区的影响力的意义就在于此。

人民币对周边区域以及贸易伙伴间的贸易结算和货币互换是加强其区域性货币地位的重要进展，并将之视为人民币跻身国际流通货币的过渡阶段，随经济实力的稳定递增和贸易与投资收支的不断扩大，尤其是面对眼下全球范围的经济衰退期，国家对获取与经济实力相对应的货币国际地位的需求显得越来越迫切，国际结算货币地位的缺失就难以在国际金融秩序中占一席之地，这一点对保障外贸优势和增加国民国际购买力都有着重要意义。

分析师承诺

王骏飞：宏观经济助理分析师

冯玉明：宏观经济首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn