

全球经济深度调整 09 年出口压力倍增**——2008 年外贸数据简评**

2009.1.13

主要结论和判断

- ◆扣除人民币升值因素，08 年我国进出口实际增长约 10%
- ◆美国近年储蓄率为大萧条以来的低点，存在向上调整需要
- ◆美国储蓄率将回升至 9% 以上水平，难以继续充当全球经济增长引擎
- ◆外部需求严重不足，我国出口将面临 30 多年来最严峻的形势

东兴证券研究所研究员 谭 淞
电话：010-66555375
邮箱：tansong@dxzq.net.cn
北京西城区金融大街 5 号新盛大厦
B 座 12 层
邮编：100032

事件：

据海关总署 1 月 13 日发布的数据显示，2008 年我国进出口总额 25616.3 亿美元，比 2007 年增长 17.8%。其中出口 14285.5 亿美元，增长 17.2%；进口 11330.8 亿美元，增长 18.5%。贸易顺差 2954.7 亿美元，比上年增长 12.5%，净增加 328.3 亿美元。其中，12 月份当月我国进出口总值 1833.3 亿美元，下降 11.1%；其中出口 1111.6 亿美元，下降 2.8%；进口 721.8 亿美元，下降 21.3%。

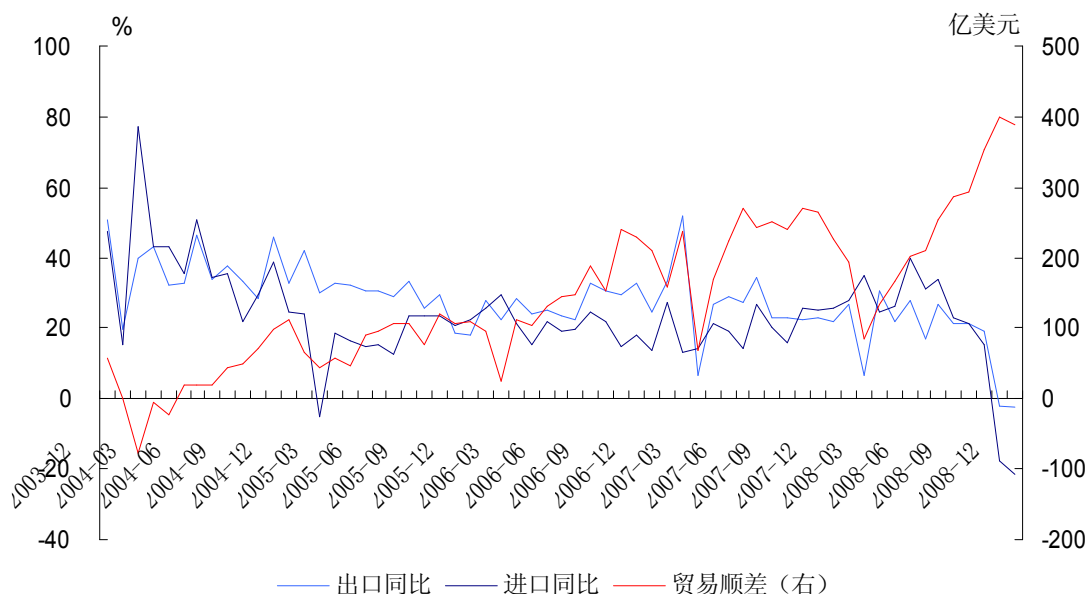
简评：

尽管 2008 年我国进出口仍保持了较高的增速，但是从 11、12 月外贸形势的变化来看，结合美国及世界经济基本面发生的重大变化，我们认为 2009 年我国出口形势将面临改革开放以来最严峻的形势。

1. 12 月进出口继续负增长 全年保持较高增速

12 月份出口总值 1111.57 亿美元，同比减少 2.8%；12 月份进口总值 721.77 亿美元，同比减少 21.3%。而年 11 月出口同比下降 2.2%，为 2001 年 6 月来首次负增长；进口同比大幅下降 17.9%，为 2005 年 2 月以来首次负增长。12 月份实现贸易顺差降至 389.8 亿美元。这是贸易顺差在 11 月创下历史新高后出现反转。由于顺差的增长主要来自进口的大幅下降而非出口的增长，这种种高顺差不具备可持续性。这与美国 2 季度顺差增长的情形十分相似，之后伴随着全球经济的进一步放缓，3 季度美国的贸易部门对 GDP 的贡献为负。

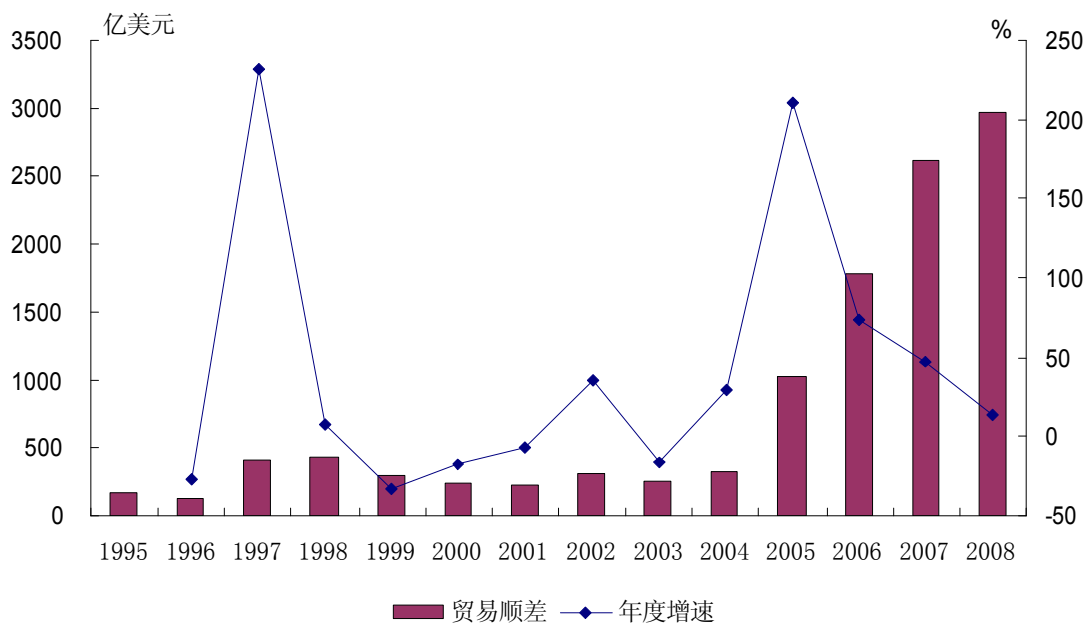
图1 月度进出口及贸易顺差同比增长



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

另据海关总署的数据，2008年我国一般贸易进出口12352.6亿美元，增长27.6%。其中，出口6625.8亿美元，增长22.9%；进口5726.8亿美元，增长33.6%。同期，加工贸易进出口10535.9亿美元，增长6.8%。其中，出口6751.8亿美元，增长9.3%；进口3784亿美元，增长2.7%。全年累计实现贸易顺差2969.73亿美元，同比增长13.35%。但是，如果考虑2008年人民币的升值因素，我国2008年进出口的实际增速（即以人民币计价和2007年对比）大约为10%。

图2 1995-2008年贸易顺差与年度增速



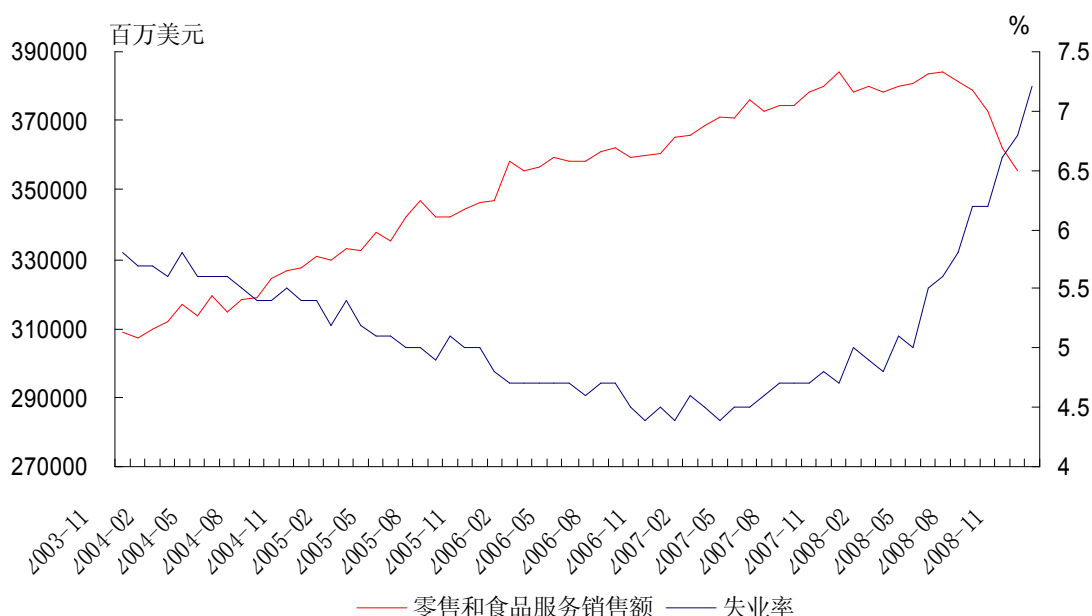
资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

2. 美国经济陷入漫长调整 中国对美出口增长乏力

美国作为本轮世界经济增长的火车头，分析其当前及未来的发展态势，有助于判断中国面临的外部需求环境。

据美国劳工部的数据显示，12月份失业率上升0.4个百分点，至7.2%，创下1993年1月份以来的最高水平。2008年美国失业人数总计260万人，为1945年第二次世界大战结束以来的最高水平，这其中有将近200万人是在2008年最后四个月中失去工作的，这表明随着金融危机的加剧，经济衰退状况也进一步恶化，预计美国失业率还将继续上升。在就业市场状况恶化、资产价格大幅缩水的背景下，上半年退税效应引致的消费增长终于难以持续，2008年8月开始，美国零售额逐月快速下降（图3）。

图3 美国失业率和零售额

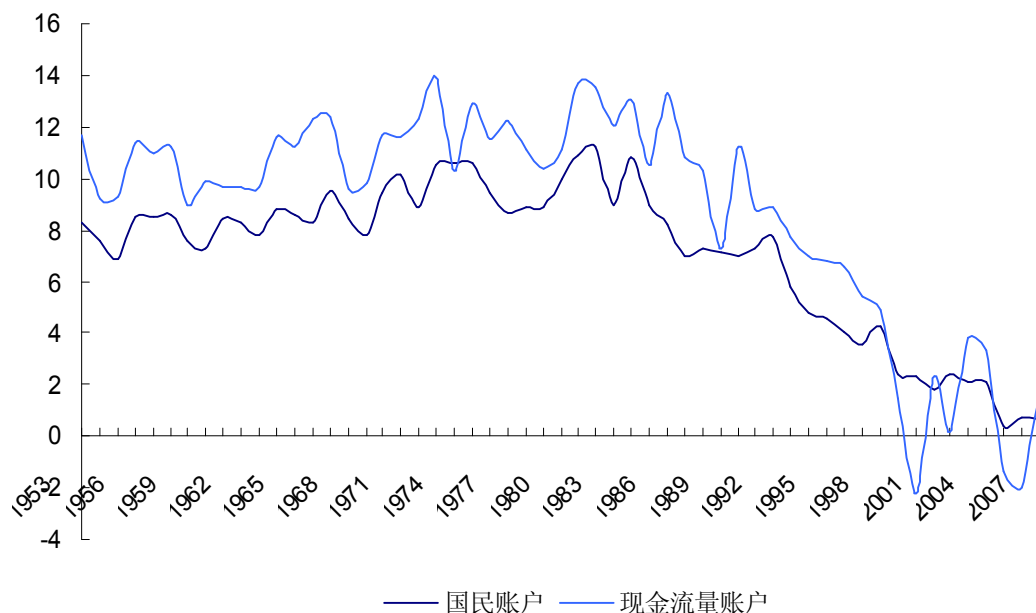


资料来源：CEIC 东兴证券研究所

在美国失业率不断高企、失业人数急剧攀升的情况下，美国的私人消费信心严重受挫，储蓄意愿增强，2008年11月美国个人储蓄率（即储蓄与可支配收入之比）快速升至2.8%。美国储蓄率的逐步提高是其经济调整的表现，必然影响到进口需求，从而对我国出口增长形成较大的压力。

从图4来看，无论以哪个口径衡量（即从国民账户或现金流量账户估算），1993年之后美国个人储蓄率明显降低。1953-1992年，美国平均储蓄率约为9%，而近年来降低至零附近，个别年度甚至出现负储蓄，2006年美国的储蓄率为上世纪30年代以来的最低点（以现金流量账户估算的储蓄率为-2%）。正是在这种过度的私人消费和房地产投资共同作用下，美国充当了本轮全球经济增长的引擎。即使不考虑美国经济基本面及其全球经济地位已经发生的重大变化，在美国储蓄率逐渐恢复到9%水平的过程中，包括中国在内的出口大国都将受到影响。而9%的储蓄率是在美元作为国际强势货币的条件下实现的，在美国缺乏长期增长动力、美元国际地位逐渐动摇的情况下，再加上战后婴儿潮中出生、在黄金发展时期成长的一代已经或即将步入退休，美国未来的储蓄率将突破10%以上（全球平均储蓄率约为20%）。

图4 1953-2007年美国私人储蓄率

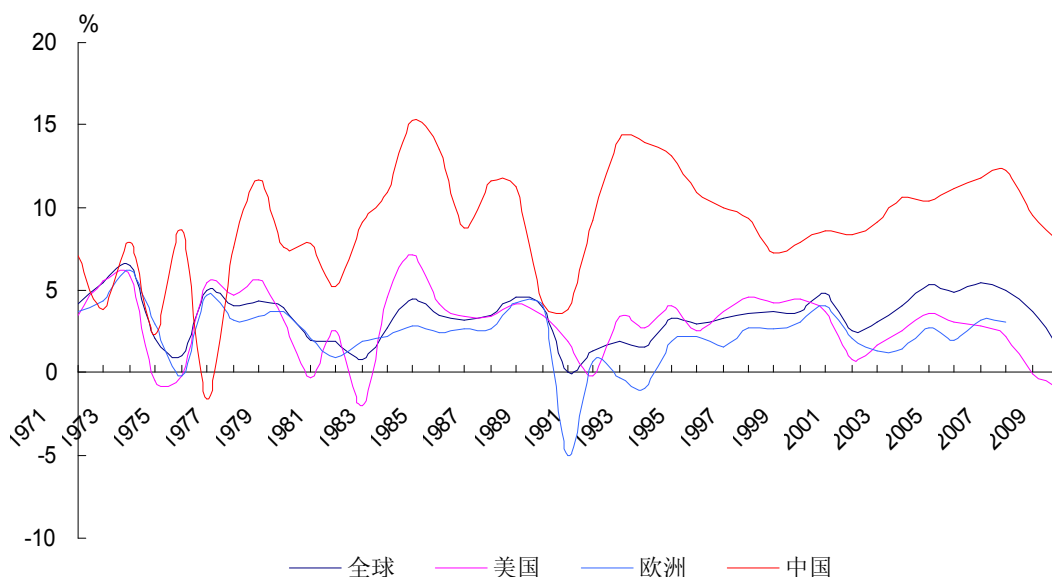


资料来源：美国商务部 东兴证券研究所

3. 全球经济明显放缓 明年外贸形势严峻

据海关统计，在主要贸易伙伴中，欧盟继续为我国第一大贸易伙伴。2008年中欧双边贸易总值为4255.8亿美元，增长19.5%，分别高于同期中美、中日双边贸易增速9个和6.5个百分点。同期，美国继续为我国第二大贸易伙伴，中美双边贸易总值为3337.4亿美元，增长10.5%。日本仍为我国第三大贸易伙伴，2008年中日双边贸易总值为2667.8亿美元，增长13%。此外，印度在我国10大贸易伙伴中位列第十位，2008年，中印双边贸易总值为517.8亿美元，增长34%。

图5 1971-2008年中国与世界经济周期的高度同步性

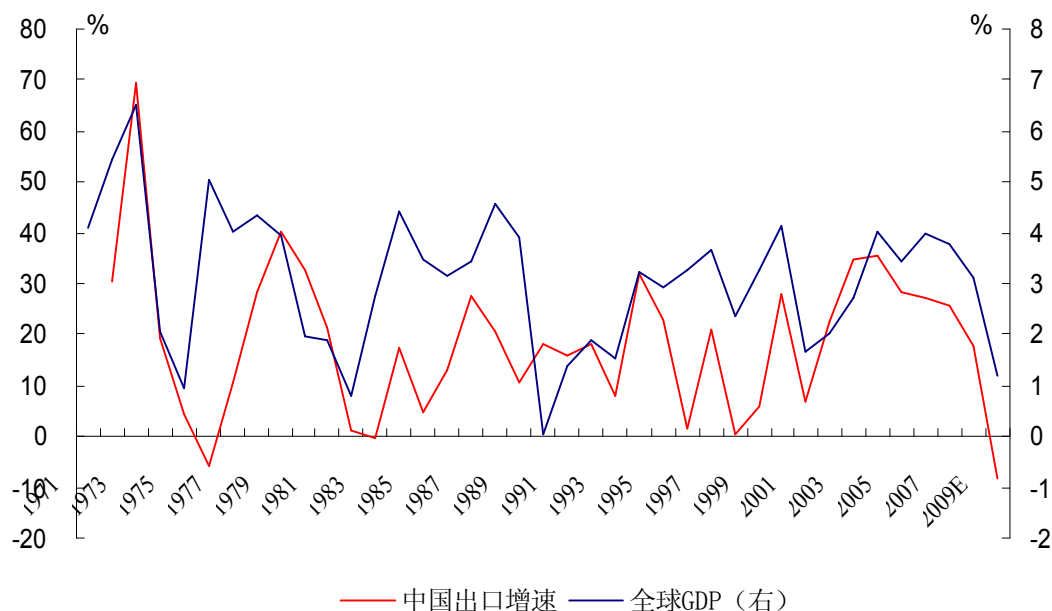


资料来源：UN，IMF，东兴证券研究所

尽管 2007、2008 年欧盟超越美国，成为我国最大的贸易伙伴国，但是由于劳动力市场的僵化、缺乏统一的决策机构和庞大的统一市场以及扩张性财政政策空间极为有限，欧盟各国面临的经济困境更甚于美国，调整的时间更长，这也是次贷危机恶化之后欧元兑美元急剧贬值的主要原因。因此在美国经济深度调整的背景下，未来欧盟也难以继续对我国商品产生强烈的进口需求。另外，从 20 世纪 70 年代初期以来，中国与全球经济保持高度的同步性（图 5）。这意味着 2009 年美国、欧盟以及全球经济的调整，我国的出口必然受到较大影响。

从图 6 看，除了个别年份，即使在计划经济时代，中国与世界经济的波动也呈现出高度的相关性。相应地，全球 GDP 增速与中国出口（美元计价）增速走势高度相关，从而我们可以通过估计全球 GDP 增速来预测中国出口增速。

图 6 全球 GDP 增速与中国出口增速



资料来源：UN，东兴证券研究所

通过测算，全球 GDP 每下降 1 个百分点，中国出口下降约 5 个百分点。如果全球 GDP 2009 年增长 1%，比 2008 年下降接近 3 个百分点，这意味着中国的出口明年增速下降至接近零。这是一种基于回归分析的较为平稳形势下的估算，同时忽略了汇率变动等因素。考虑到今年全球经济的急剧变化，我国的出口将受到更大的影响，因此 2009 年中国的出口将出现负增长。尽管有关部门将出台鼓励出口的政策（如出口退税、出口信贷支持等），但我们预计 2009 年中国出口同比下降约 5%。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究部所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及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。