

## 出口复苏力度几何？

**蔡 键**(0755)8236 4415  
caijian@lhq.com**陈 勇**(021) 5010 6011  
chenyongsz@lhq.com

关于出口复苏，目前市场已有一定共识，但问题是：复苏力度几何？我们认为，关键是要看当前支撑出口复苏的动力将来会如何演绎。基于此逻辑，本报告的结构和主要观点如下：

### 当前形势

出口最坏的时期已经过去，复苏态势确立，但力度较为有限，表现在出口规模尚未恢复到正常年份水平和同比增速依然为负；

### 复苏动力

出口复苏的根本动力来自发达国家经济走出低谷并逐步企稳。而一些扰动性因素，如出口市场份额的提升、季节性因素和国外库存调整，在短期对出口复苏有助推效应，但在中长期不具有持续性。

### 未来趋势

由于基期因素，出口在今年四季度和明年一季度同比降幅会收窄，甚至不排除同比变动转正的可能。但在中长期，出口的实质好转将依赖于发达经济体的复苏。随着国外经济“去杠杆化”的推进，我们倾向认为，长期内出口将维持在高基数但以相对低的速度增长。

上述分析的风险在于，可能出现新生动力，例如美国承认我国市场经济国家地位，导致未来某段时期内出口的“井喷”，但我们判断短期内此类事件发生的概率很小。

## 目 录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 一、当前形势：有限的复苏 .....        | 3 |
| 二、复苏动力：趋势与扰动 .....        | 4 |
| （一）趋势性因素：发达国家经济有限复苏 ..... | 4 |
| （二）扰动性因素 .....            | 5 |
| 1、出口份额提高 .....            | 5 |
| 2、季节性因素 .....             | 6 |
| 3、国外库存调整 .....            | 6 |
| 三、未来预测：短线依然可期 .....       | 7 |

（本报告包括 11 张图表）

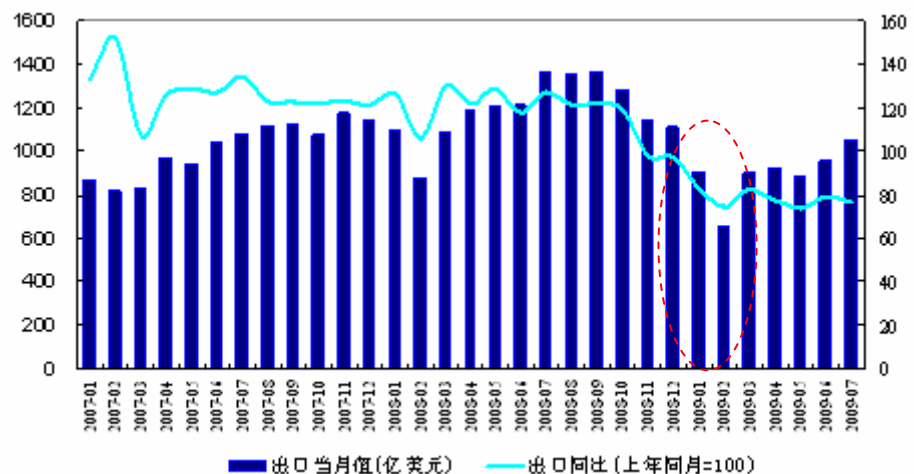
## 一、当前形势：有限的复苏

为什么说出口已经复苏？

回顾 2008 年以来出口走势可以发现，它大致在 2008 年底至 2009 年一季度形成了一个底部，表现在这一时期出口绝对额下降，同比降幅和环比降幅均在扩大（图 1、图 2）。

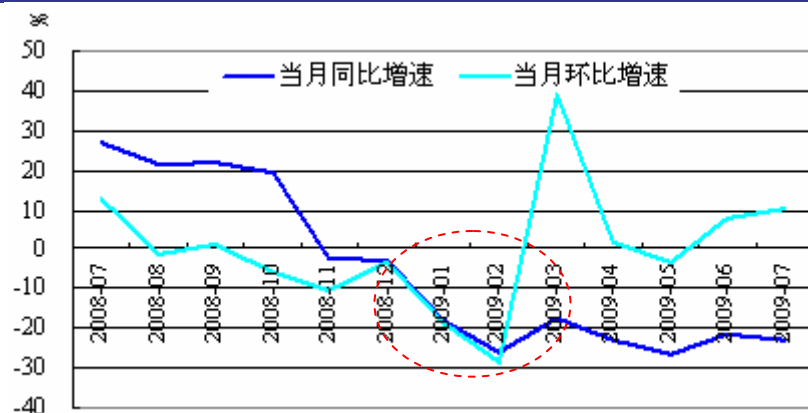
与底部时期相比，当前出口复苏态势基本确立，其表现，一是在宏观层面，根据海关披露，3 月份以来出口环比增速转正已持续五个月，其中 7 月达 10.4%；另外，同比增速虽未有显著好转，但有去年同期基数大的原因在内。二是在微观层面，我们对珠三角出口型企业的调研显示，二季度以来，企业销售明显回暖，开工率上升，对劳动力的需求有所增加。

图 1、出口在 2008 年底至 2009 年初见底



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

图 2、2008 年 7 月以来的出口增速



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

为什么我们认为出口复苏力度有限?

一是**“量”的有限**。与危机之前的正常年份水平相比，出口总量尚未恢复。今年1-7月月均出口额尚略低于2007年同期水平，仅相当于2008年同期指标的八成不到。二是**“速度”的有限**。尽管出口环比增速在改善，但不能回避的事实是，同比增速仍未转正，其中，7月同比下降19.4%，1-7月累计同比下降22%。

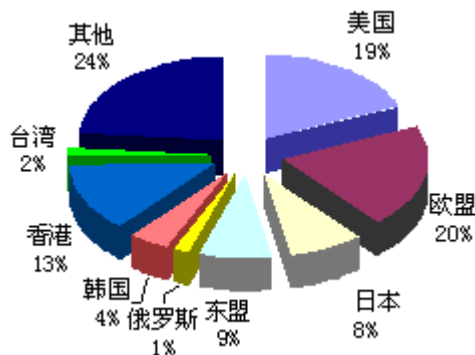
## 二、复苏动力：趋势与扰动

我们将驱动出口复苏的动力分为两类：一是趋势性因素，它的变化决定了出口的基本走势；二是扰动性因素，它对二季度以来出口好转有助推效应，但不具有持续性。

### （一）趋势性因素：发达国家经济有限复苏

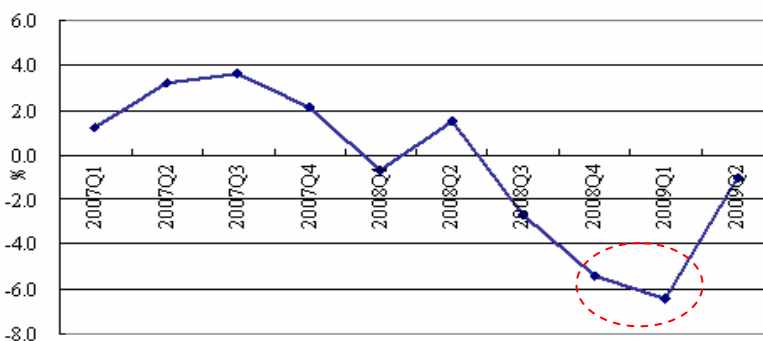
从贸易结构看，我国对美、欧、日三大经济体出口占全部出口比重接近50%（图3），如考虑经由香港的转口贸易因素，则此比重还会更高。因此，我国出口的走势主要取决于发达国家的经济走势。而从2008年底以来情况看，发达国家基本上渡过了金融危机发生后的最坏时期，经济开始企稳，复苏迹象增多，GDP降幅收窄。以美国为例，危机以来其经济见底与我国出口见底在时间上基本同步（图4至图6）。

图3、2009年7月累计出口地区结构



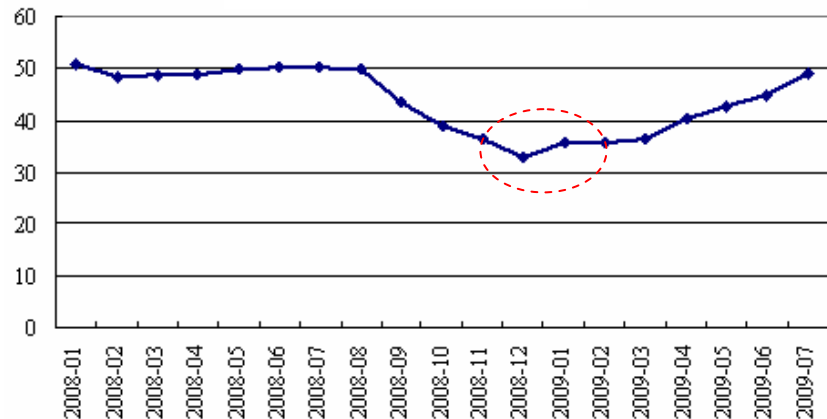
数据来源：CEIC，联合证券研究所。

图4、美国GDP增长率(%)



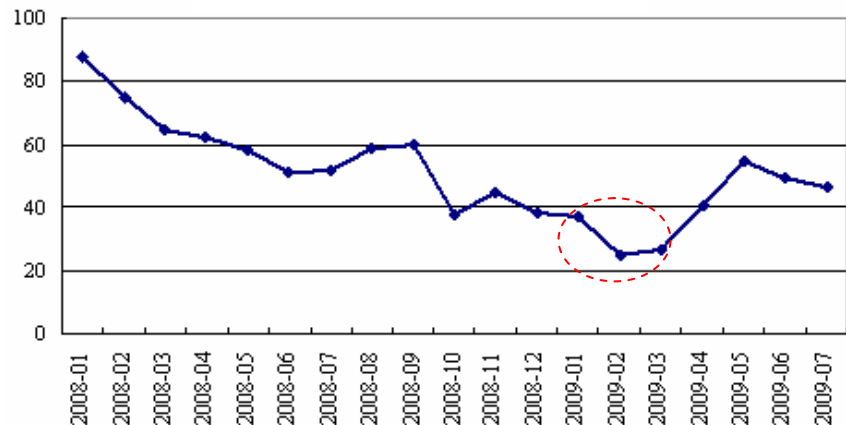
数据来源：CEIC，联合证券研究所。

图 5、美国 ISM 采购经理人指数(PMI)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所。

图 6、美国大企业联合会消费者信心指数



数据来源: CEIC, 联合证券研究所。

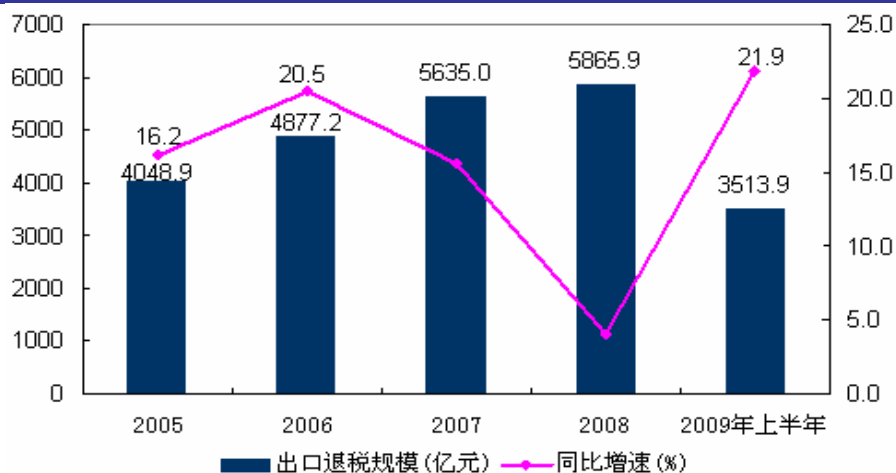
## (二) 扰动性因素

### 1、出口份额提高

根据商务部披露,上半年美国、日本自我国进口比重,同比分别上升了 4.11、3.8 个百分点;而前五个月欧盟自我国进口比重同比增加了 3 个百分点。这意味着,尽管出口的“蛋糕”在变小,我们却可以从中切下比过去更大的一块。

出现上述情况的原因,一方面固然与我国出口部门的竞争优势以及国外对我国出口商品的需求特性(偏向中低端和必需品,收入弹性不大)有关,但另一方面,我们更不应忽视政策因素,主要是大规模的出口退税。来自财政部的数据显示,今年上半年出口退税累计达 3513.9 亿元,同比增长达 21.9%,预计全年出口退税将达 7000 亿元左右,规模和增幅均创 2005 年以来的新高(图 7)。而根据商务部披露,今年上半年,受出口退税支持力度较大的劳动密集型商品出口额降幅远低于 21.8%的整体出口降幅,这从侧面印证了我们的观点。

图 7、2005 年以来我国出口退税



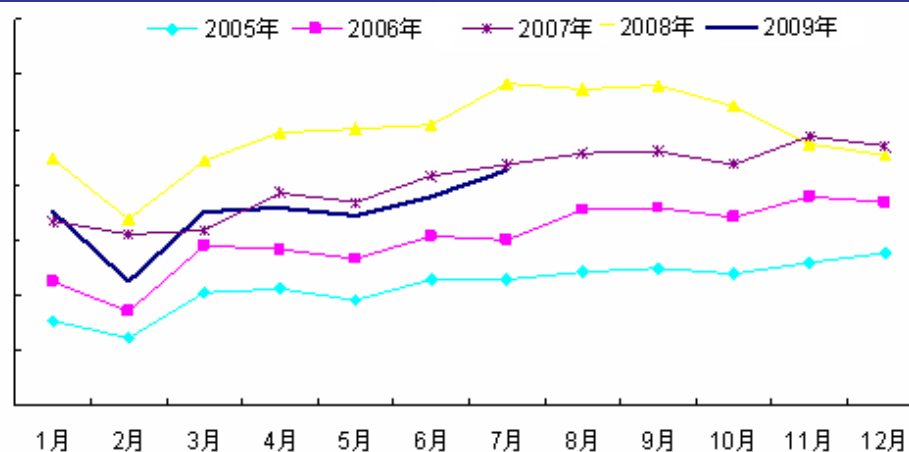
数据来源：财政部，CEIC，联合证券研究所。

然而，未来出口份额上升空间不大且难以持续，理由如下：其一，贸易壁垒的提高。根据商务部披露，今年上半年共有 15 个国家对中国发起了 60 起“两反两保”的调查，案件数上升了 11%。其二，国内出口退税政策基本已达极致，未来能释放的空间非常有限；其三，国际经验显示，一国占其他大型经济体进口比重的上限在 20% 左右，而目前我国占美国、欧盟和日本进口的比重均已接近或达到这个比例，未来提升空间不大。

## 2、季节性因素

历史数据显示，下半年我国出口一般好于上半年（图 8）。就 2005-2007 年平均情况而言，一至四季度占比依次为 20.5%、24.2%、27.0% 和 28.3%，呈环比递增态势。因此，季节性因素对 3 月份以来的出口环比增长有助推作用。

图 8、出口环比变动的季节性因素



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

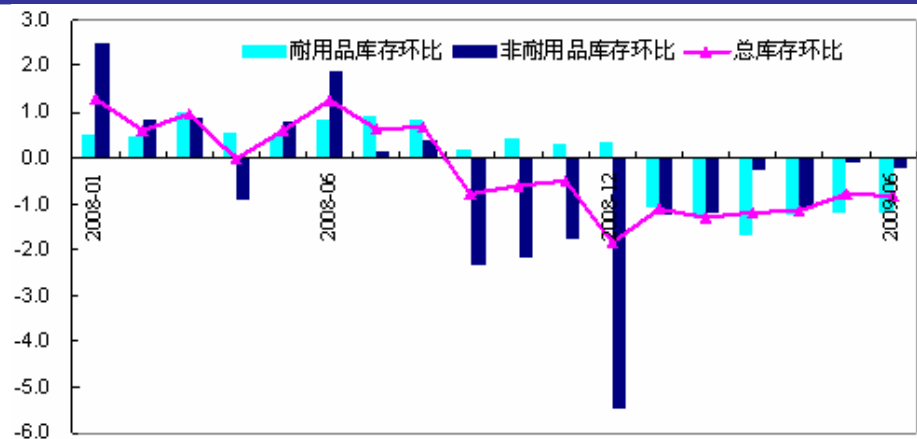
## 3、国外库存调整

尽管 2008 年下半年以来，发达国家总体是在进行“去库存化”，但根据我们对珠三角出口型企业调研得到的反馈，这一过程中存在因对经济预期过于悲观而短

期下降过快的情况；随着经济企稳迹象的显现，这部分过度调整的库存逐渐被回补。作为佐证，美国制造业库存环比降幅在 2008 年底显著加大，但随后有所收窄（图 9）。

但是，随着时间的推移，市场对经济的预期趋向理性。我们倾向认为，目前的库存水平合理反映了市场对经济前景的预期，这意味着国外库存是否会进一步增加并拉动出口，将主要取决于趋势性因素，即国外经济复苏态势能否进一步明朗。

图 9、美国制造业库存变动情况



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

### 三、未来预测：短线依然可期

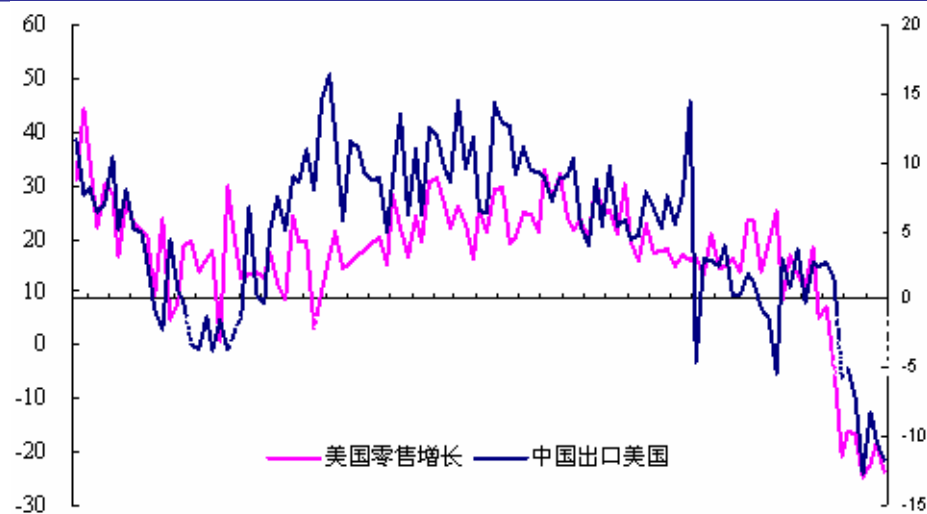
**短期内出口将继续向好。**原因在于，在发达国家经济企稳复苏预期和季节性因素的共同作用下，下半年出口环比可望保持为正。另外，由于出口底部形成是在 2008 年底和 2009 年初，今年四季度和明年 1 季度，出口同比增速也有望转正。

**中长期内出口实质性的好转取决于全球经济，特别是发达经济体的复苏进程。**鉴于出口的恢复主要来自国外消费（图 10），我们认为未来关键在于发达国家的就业状况和信贷紧缩的局面能否得到有效改善。

值得注意的是，即使国外经济实现复苏，“去杠杆化”可能会导致其需求水平下降，而 2008 年下半年以来美国储蓄率的持续攀升已经提供了这样的信号（图 11）。因此，我们倾向认为类似本世纪初出口的持续高增长不再重现，**中长期内出口的“高基数、低增长”将是大概率事件。**

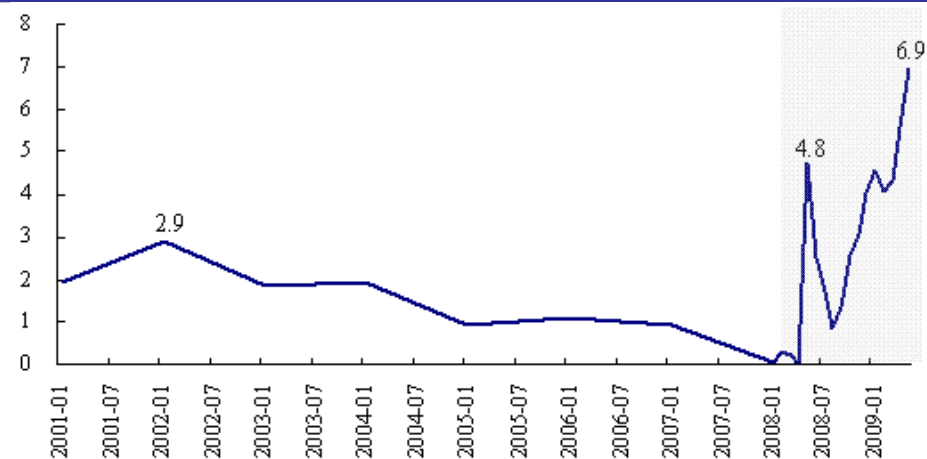
上述分析的风险在于，可能出现某些新生动力，例如美国承认我国市场经济国家地位，导致未来某段时期内出口的“井喷”。但我们认为短期内此类事件发生的概率很小。

图 10、美国消费与我国对美出口变动情况(%)



数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

图 11、美国私人储蓄率(%)



数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: [lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。