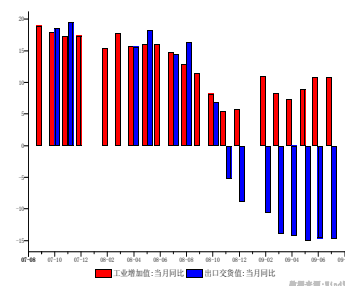


我国出口正在逐步复苏

概要:

- 1、出口下降拉低经济增长
- 2、我国是贸易保护主义受害者
- 3、出口环比出现增长
- 4、发达经济体的企稳，利于我国出口恢复
- 5、我们应该采取的对策
 - 政府应扶持出口企业发展
 - 在优化结构的基础上稳定外资规模
 - 保持人民币有效汇率基本稳定
- 6、对未来的展望
 - 出口回暖带动相关产业增长
 - 今年中国出口将超越德国
 - 进口先于出口企稳反弹
- 7、出口导向模式分析
- 8、影响资本市场的宏观因素
 - 央行货币政策将微调
 - 预计 9 月新增贷款下降
 - 预计 9 月固定资产投资增幅放缓

工业增加值和出口交货值增幅



研究员: 郭世涛

电 话: 0411-39673381

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: guoshitao@daton.com

近期相关报告

充沛流动性助推中国经济复苏

2009/06/30

宏观政策推动中国经济逐步走稳

2009/03/30

三月份宏观经济走势预测和两会
前瞻 2009/02/30

宏观经济出现起稳迹象

2009/01/30

从衰退到复苏 ——2009年中国
宏观经济展望2008/12/30

雷曼兄弟公司破产的影响及应对
之策 2008/10/01

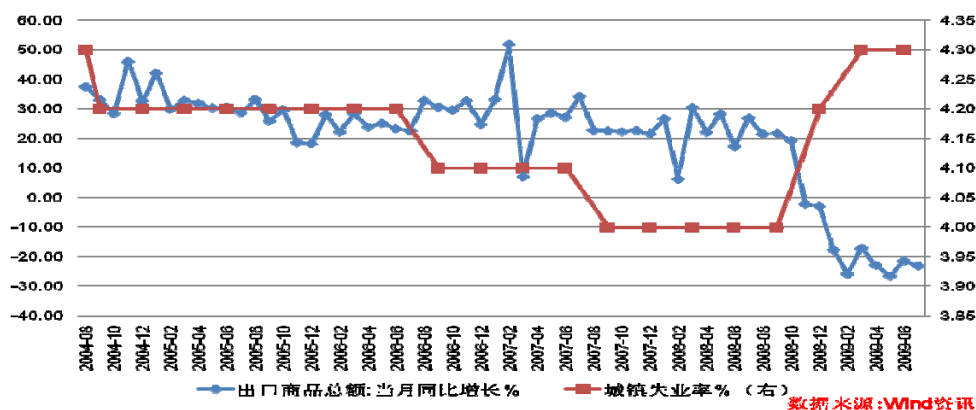
增长放缓和控制物价两难选择中的
中国经济 2008/07/01

一、出口下降拉低经济增长

今年 1 至 7 月，中国对外贸易累计进出口总值 11467.1 亿美元，比去年同期下降 22.7%。其中出口 6271 亿美元，同比下降 22%；进口 5196.1 亿美元，同比下降 23.6%。累计贸易顺差 1074.9 亿美元，同比减少 12.4%。

在 2007 年 11.4% 的 GDP 增长中，有 2.7 个百分点是由出口拉动贡献的。今年二季度外需下拉 GDP 负 2.9%；1-7 月关税同比下降 29.3%。2008 年末，有 10% 的企业处于停工停产状态，30.6% 的企业生产出现下降情况。39 个工业大类行业中，有 30 个行业就业人数同比下降。2008 年 7 月份以后，工业生产呈现出一路下滑的趋势。10 月份增速回落到一位数增长区间，为 8.2%，是自 2002 年以来首次出现一位数增长。11-12 月工业生产增速又进一步回落，分别为 5.4% 和 5.7%。今年 1-2 月，工业增速达到金融危机影响以来的最低点 3.8%，也是 1991 年以来工业生产月度增长的最低水平。2008 年全年累计工业企业实现利润虽然保持了 4.9% 的低速增长，但实际上，9 月份以后，企业利润已呈现大幅度下降的局面，前五个月工业企业利润同比降幅仍达 23%，企业亏损面也处于较高水平。

图 1：出口增长率和失业率

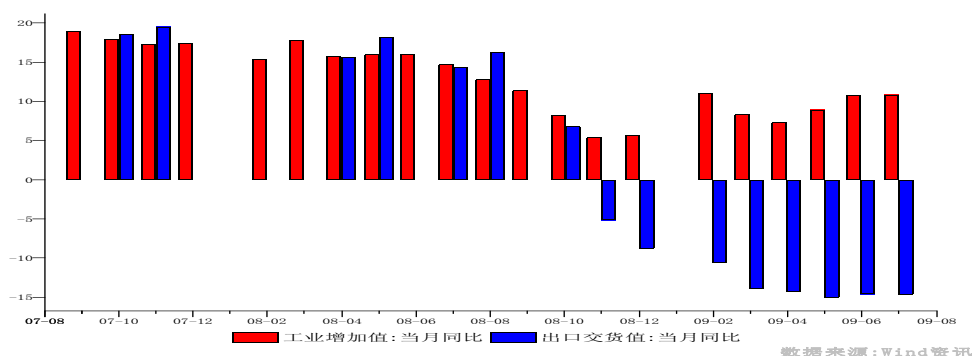


资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

2008 年，工业企业出口交货值总额增长 10.8%，但四季度下降 2.1%，是 1995 年有该项统计指标以来的首次负增长。今年 1-2 月，出口交货值又大幅下降了 17.1%。上半年，规模以上工业完成出口交货值同比下降 15.5%，比上年同期回落 32.5 个百分点。其中一季度下降 16%，二季度下降 14.6%。占工业出口 77% 的

十大出口行业无一例外都是负增长；占工业出口 84% 的 6 大地区也无一例外都是负增长。二季度工业经济的回升并不意味着经济步入正常运行轨道，从需求方面看，拉动工业经济的外需从去年四季度开始已呈现负拉动（-0.8 个百分点），今年以来，出口对工业的负拉动持续在 1.5 个百分点左右，7 月工业企业实现出口交货值 6033 亿元，同比下降 14.7%。长期以来，中国工业有较大比例产能被用于外贸出口，工业出口交货值增幅持续下降造成部分行业产能过剩，工业品库存激增，继而出现减产、停产现象。这对于我们这样一个已形成对外贸路径依赖的国家来说，是一个很大的风险。因此，如果没有扩大内需的政策措施，工业经济将呈现更加低迷的运行状况。从未来一段时期看，依靠外需拉动工业增长难以实现。

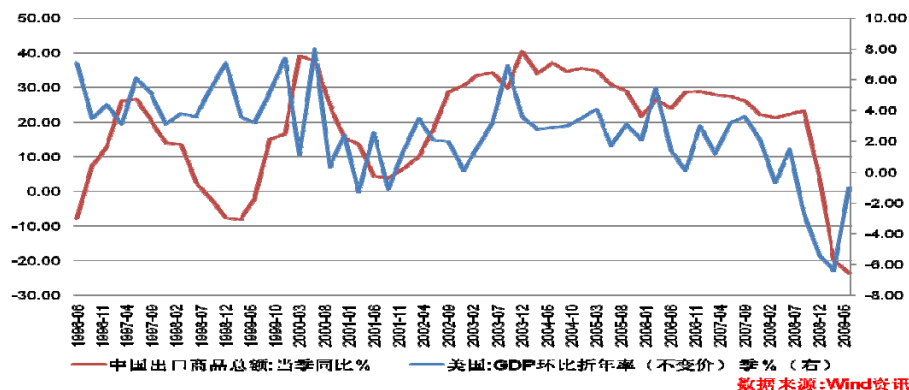
图 2：工业增加值和出口交货值增幅



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

出口增速大幅回落主要来自美国次贷危机影响，全球经济增长放缓，拖累中国的外部需求下降。世界经济，特别是经济总量占 60%、70% 的发达经济体，其经济加剧收缩，对中国产品需求出现大幅度回落。尽管 1997 年发生了东南亚危机，发生危机的国家都是中国的出口竞争对手，但当时欧美等主要出口国家的外需并未明显减少。亚洲金融危机只让世界经济下滑了 2 个百分点。但今年，世界经济将从鼎盛时期的 5% 增长变为大约 3% 的负增长，为二战以来最低，世界经济实际上下滑了足足 8 个百分点。美国、欧盟等国家和地区受金融危机影响，经济低迷、失业率上升、居民收入减少、消费水平下降，导致中国对主要贸易伙伴出口增速回落。

图 3：中国出口和美国经济增幅



资料来源:大通证券研发中心 Wind 资讯

出口增速回落也是多年内部结构失衡、全球产业链调整的集中体现。出口企业起点不高,缺乏核心技术,绝大多数行业都是处于产业链低端的企业多。产业集中度低,行业缺乏大的龙头企业。不少行业企业同质性过高,产能供过于求。

二、我国是贸易保护主义受害者

伴随着经济形势显著恶化,一股保护主义暗流正在全球涌动。这会危害国际贸易的发展,也会削弱全球为经济复苏而采取的努力。全球贸易限制和扭曲政策越来越多。扣除由甲型H1N1流感引发的贸易保护举措,全球新出台的贸易保护主义措施为贸易开放政策的两倍多。世贸组织对各国为应对金融危机所采取的经济刺激政策表示担忧,认为有些政策缺乏透明度,因此很难判断这些政策是否会扭曲市场或公平竞争。二十国集团领导人致力于推动多哈回合谈判进程,伦敦峰会将向保护主义发出强烈的警告,并考虑对那些不遵守自由贸易规则的国家实施“点名批评”。

在危机以前,我国企业所遭受的各种贸易摩擦案件占全球总贸易摩擦案件的比例,就高出我国出口占世界总出口额比重的近一倍。在危机时期,这个比例进一步上升。今年上半年又有15个国家对我国发起了“两反两保”的调查,一共是60起,案件数上升了11%。

奥巴马上台后,强调经济刺激计划要求买国货。2009年4月20日,应美国钢铁工人联合会申请,美国国际贸易委员会对我乘用车和轻型卡车轮胎发起特保调查,并于6月29日提出救济措施的初步建议,拟对我轮胎产品连续3年分别

加征 55%、45%和 35%的关税。据美国人自己的分析，在贸易领域的保护性措施每创造一个新的就业机会，就会同时导致在相关行业的其他 24 名美国人失业，这些失业者将主要来自轮胎批发和零售领域。

自 7 月下旬以来，欧盟对中国产品连连发起“反倾销”行动，欧盟竞争监管机构对从中国进口的金属和玻璃清洁用工业化学品展开反倾销调查程序。欧盟委员会称，有充足的证据显示应该对欧洲化学工业委员会提出的控诉进行调查，该委员会认为从中国进口的葡萄糖酸钠进行倾销，对该行业造成实质性伤害。欧盟委员会宣布，对中国企业绕道韩国和马来西亚向欧盟出口钢索和钢缆以逃避欧盟反倾销税的情况展开调查。从钢盘条、无缝钢管、葡萄糖酸钠、钢索到铝合金轮毂，在短短三周内竟达 5 起之多。其频率之高、范围之广、影响之大实属少见。欧盟至今不承认中国的市场经济地位，随意用经济水平和行业现状缺乏可比性的土耳其作为比较标准，以此指责中方企业“赔本倾销”。

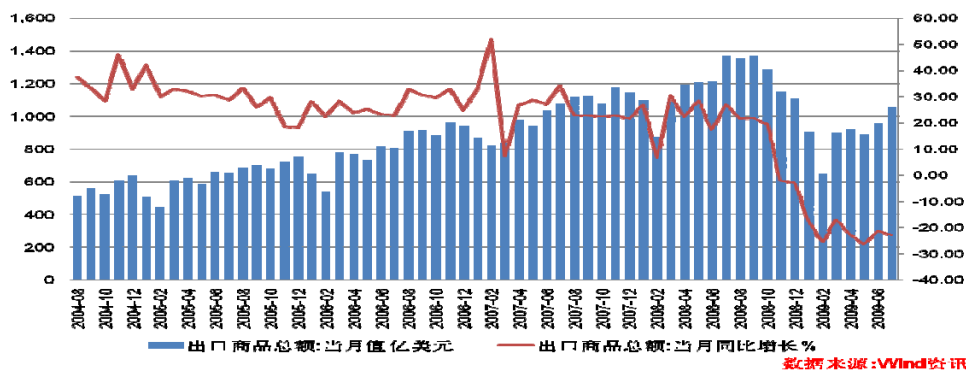
市场经济地位问题涉及到贸易救济措施，与裁定倾销幅度时是否选择替代国问题有关。许多国家没有根据中国的实际、中国企业的正常生产经营成本来计算反倾销的具体指标，使测算的公正性大打折扣。尽快承认中国的市场经济地位，有助于中国企业在国际市场上获得公平竞争的环境，也防止个别国家和企业采取这些措施歧视中国企业。在前不久召开的中美战略与经济对话上，美方对于承认中国市场经济地位问题作了积极的表述。中美商贸联委会 10 月份即将在中国召开，会上双方将对该问题进行进一步探讨。

我们应当研究运用国际贸易规则，切实帮助出口及相关企业共同破解贸易保护主义困境。我国应对贸易保护主义的策略应是在有利有理有节的基础上，针锋相对，使贸易争端的解决回到双边协商或多边贸易规则框架内得到合理解决。充分运用战略经济对话、经贸联委会、混委会等机制，加强和改善双边经贸关系。推动多哈回合谈判，推动多边贸易体制向公正、公平方向发展。实施自由贸易区战略，积极稳妥地推进与相关国家和地区的自贸区谈判。加强与相关国家的交涉和协商，妥善应对国际贸易摩擦，依法维护我国产业和企业的合法权益。

三、出口环比出现增长

7 月中国出口值今年以来首次突破千亿美元，为 1054.2 亿美元，同比下降 23%，环比增长 10.4%。

图 4：出口总额和增幅



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

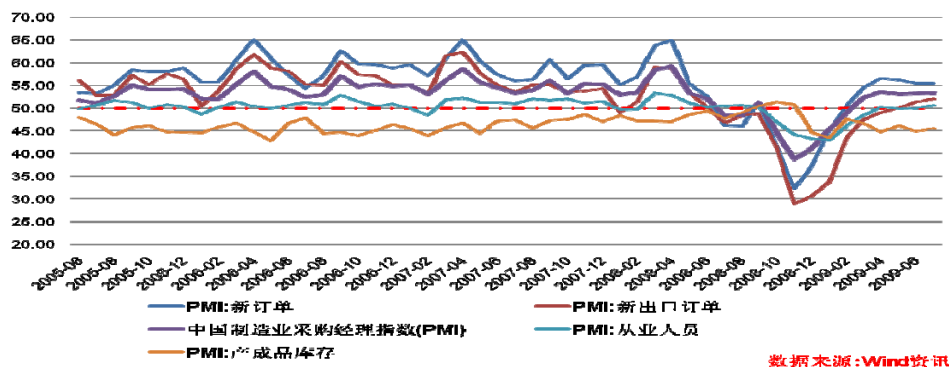
本轮中国经济的调整要早于世界经济大约 6 个月。中国 GDP 增长同比减速开始于 2007 年第三季度，对欧美出口增长减速发生在 2007 年底。因此，到 2008 年第 4 季度美国金融危机全面恶化之时，中国经济的内部调整已接近尾声。从那以后，虽然中国经济和出口数据依然出现了急剧恶化，但中国对欧美出口增速及市场份额都出现了明显的止跌企稳趋势。尤其中国制造业采购经理指数（PMI）自去年 11 月份跌至 38.8% 之后，开始了一路攀升，到今年 8 月份达到 54%，表明制造业已经连续 6 个月处于扩张区间。

我国外贸进出口自去年 10 月份开始经过 5 个月下滑后，从今年 3 月份开始已经连续反弹达 5 个月，逐月回升趋势基本确立。从出口方面来看，今年 6 月份出口总值提高至 954 亿美元，环比增长 7.43%，7 月出口值今年以来首次突破千亿美元，为 1054.2 亿美元，环比增长 10.4%，呈现回暖态势。

8 月新出口订单指数为 52.1%，同上月持平。20 个行业中，以造纸印刷及文教体育用品制造业、交通运输设备制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业为首的 8 个行业高于 50%，为首的 3 个行业达到 60% 以上；通用设备制造业、金属制品业、化学原料及化学制品制造业等 12 个行业低于 50%。显示在世界经济触底的背景下，我国外需也进入持续扩张状态。由于外贸订单的周期性因素，

出口形势通常有 3-6 个月滞后，事实上，从今年 1 季度开始，订货已经出现上升，但尚未体现在目前数据中，尤其是生活品出口，已经出现好转迹象。

图 5: PMI 指数



资料来源: 大通证券研发中心 Wind 资讯

虽然我国出口受到经济危机冲击下降很大，但是有两点值得注意：一是出口实物量下降幅度低于价值量下降，也就是说企业的出口能力得到保护；二是主要国际市场份额不降反升，这对今后对外贸易的恢复将是非常关键的。当前中国已经形成在全球范围内高水平的产业积聚，使得交易的成本和时间都大大降低。这给我国提供了成功消化原材料涨价、工资上升、汇率升值等压力的基础。消化能力强，是我们相对其他新兴经济体较强的一点。

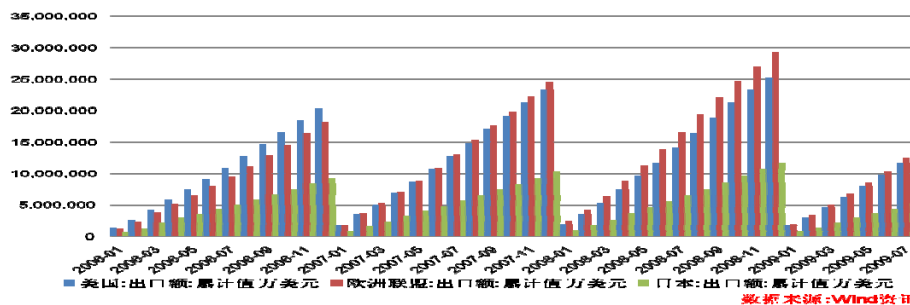
我国劳动密集型商品的国际竞争力显现，在出口商品中，主要劳动密集型产品出口降幅为个位数。据海关统计，1 至 7 月，服装及衣着附件出口 569.3 亿美元，下降 9.1%；鞋类出口 157.1 亿美元，下降 5.2%；家具出口 137.5 亿美元，下降 9.8%；塑料制品出口 78.2 亿美元，下降 7%；箱包出口 69.8 亿美元，下降 8.2%。同期，我国机电产品出口 3677.1 亿美元，同比下降 20.8%。

四、发达经济体的企稳，利于我国出口恢复

在与主要贸易伙伴的双边贸易中，外贸下降幅度小于总体 22.7% 的降幅。欧盟继续为我国第一大贸易伙伴，前 7 个月，中欧双边贸易总值 1927.3 亿美元，同比下降 20.7%。同期，美国为我国第二大贸易伙伴，中美双边贸易总值为 1586.8 亿美元，同比下降 16.1%。日本为第三大贸易伙伴，截至 7 月底，今年以来中日双边贸易总值为 1199 亿美元，同比下降 22.6%。在前 10 大贸易伙伴中，与澳大

利亚进出口降幅最小，下降 8.6%，其中进口仅下降 5.2%。目前我国外贸占美、欧、日发达国家市场份额已达 17%-22%，但在拉美、非洲、东欧等地区所占份额都比较小，增长潜力很大。

图 6：中国对发达经济体出口累计值

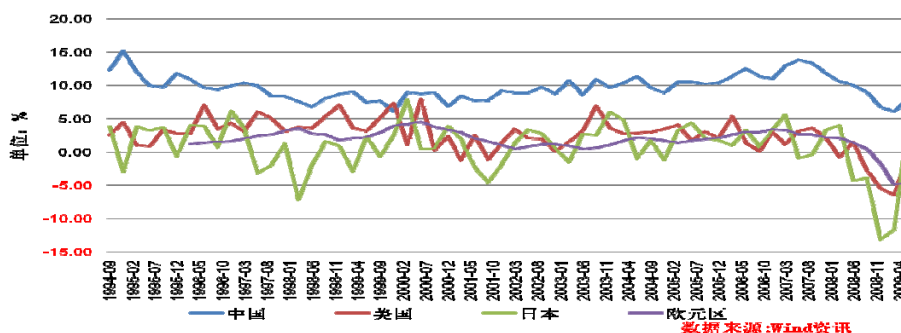


资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

（一）三季度美国经济将实现正增长

在政府大规模拯救措施的作用下，美国经济深度衰退态势得到了初步遏制，近两个月来已经出现企稳迹象。美国政府公布的数据显示，美国第二季度经济以年率计算下降 1%，尽管这是自 1947 年以来最长的下降期，但却好过此前的预期。

图 7：发达经济体经济增长率



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

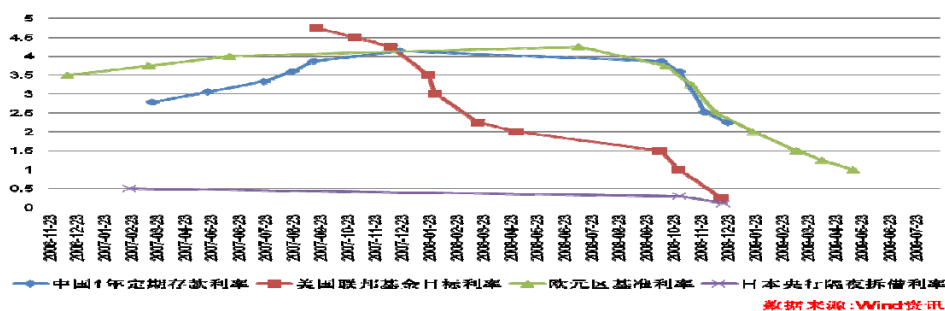
一些美国大企业发布的第二季度业绩报告比市场预期的要好。成屋销售量回升历来是判断房地产市场最敏感指标，销售连续六个月回升有效缓解美国楼市库存压力，成为美国楼市复苏最显著表现。8 月 21 日，全美房地产经纪商协会 (NAR) 公布，7 月份成屋销售年化月率上升 7.2%，年化总数为 524 万户，创下逾 10 年

最大月率百分比升幅，升幅大大高于预期。而此前的 6 月份，美国成屋销售年化月率上升 3.6%，年化总数为 489 万户。新房开工率在楼市库存消化的引领下开始回升，进一步拉升房地产投资景气程度，这也成为判断楼市未来走向的重要指标。房地产市场投资滑坡状况或已经见底。7 月耐用品订单增长 4.9%，增幅创 2 年来新高，增长主要原因是旧车按现金计划所致。

三季度美国经济将实现正增长，瑞银预计，美国经济第三季度将实现 2.5% 的增长，高于此前预计的 2%，富国银行也将其对美国第三季度经济增长率的预测值从 2.2% 上调至 3%。

美国总统奥巴马宣布提名伯南克继续担任美联储主席。这一表态消除了金融市场的疑虑。美联储认同目前美国经济回暖的趋势，目前经济回暖的基础并不牢靠，而且通胀压力还将在今后一段时间保持在低水平。美联储对美国经济的判断较上次议息会议并未出现明显乐观。这相当于表明美联储近期加息的希望渺茫。即使经济出现了明显复苏，美联储最初的反应也不会是加息，而会是考虑通过怎样的渠道将“量化宽松”货币政策逐步退出。如果必要，将对信用和流动性项目进行调整，以监控美联储资产负债的规模和结构。从目前的情况看，美联储已决定放缓国债采购步伐，但并未缩减国债、机构债以及机构支持的按揭证券的总体采购规模，也就表明“量化宽松”货币政策的退出还尚处于酝酿阶段。

图 8：各国基准利率



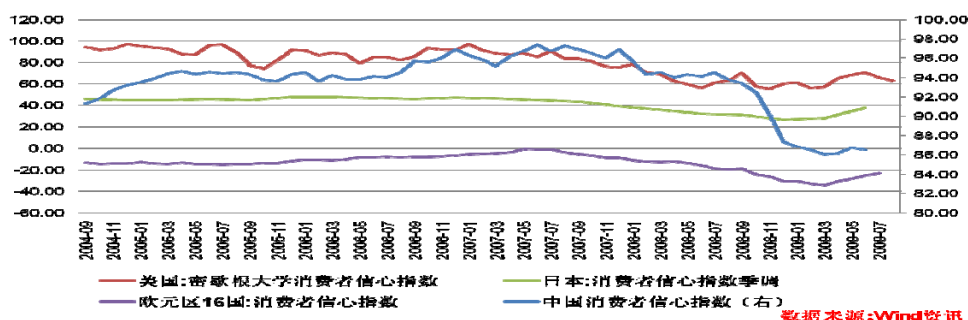
资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

白宫和国会对美国 2009 财年财政赤字的预测比较接近，约为 1.6 万亿美元，远远高于 2008 财年的 4450 亿美元，这是因为奥巴马政府此前公布的 7870 亿美元的经济刺激措施。1.6 万亿美元的预算赤字，约将相当于美国国内生产总值的

11.2%，为 1945 年以来占 GDP 百分比最高的一次。造成美国财政赤字居高不下的主要因素包括失业救助、医疗保险和经济刺激计划。国会预算办公室预计，2009 财年新增开支 7000 亿美元，其中 4240 亿美元来自问题资产救助计划以及救助抵押贷款巨头房利美和房地美的行动，大约 1150 亿美元来自奥巴马的经济刺激计划。其余是医疗补助计划、失业救济以及其他一些项目增加的开支，这些都是经济低迷时期的必然产物。

美国经济不可能在短期内完成增长方式转型，占 GDP 三分之二以上的私人消费仍然是经济增长的主要动力。由于持续高失业率、收入下降、违约率上升以及对经济前景的担忧，消费者减少借贷、储蓄增加，消费支出在短期内很难快速回升，消费者已无法像以前在其他衰退结束时那样及时充当经济增长的推动力。尽管经济出现复苏迹象，消费动力不足无疑将使美国经济复苏成为一个漫长的过程，即便衰退结束，巨额消费者负债也需要多年时间才能逐步降低。从这种意义上说，美国经济还远远没有摆脱困境。任何复苏的希望都需要在消费支出的适度增长后才能催生。随着奥巴马政府的经济刺激措施导致美国人实际收入上升，提升消费者信心、恢复消费，美国经济才会真正步入复苏。

图 9：各国消费者信心指数



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

美国对中国来说，仍然是最大、最开放的市场，而通向欧洲市场的道路崎岖，亚洲又没有足够的购买力。美国已经是中国第二大贸易伙伴、第一大出口市场、第六大进口来源地、第三大技术进口来源地；中国则是美国第三大贸易伙伴、第四大出口市场、第二大进口来源地。2008 年全年中美双边贸易总额达 3337.4 亿美元，比 2007 年增长 10.5%，增速为入世 7 年来最低点。其中，我国对美出口

增长 8.4%，7 年来首次降至个位数。占当年我国出口总值的 17.7%，而 2007 年这一数值约为 21%。中国的出口以中低档的消费品为主，其收入弹性低，美国经济萧条对中国出口的影响将相较于出口高档和投资品的发达国家小。从 2000 年到 2009 年，美国的制造业所提供的附加价值在世界制造业中的比重，从 26% 下降到 17%，中国的制造业则从 6% 上升到 17%。美国为世界制造业第一大国的地位，正在被中国所替代。美国市场上的制造品需求，越来越依靠海外进口的“性价比”较本国产品更好的产品。美国二季度个人消费支出下滑，对 GDP 下拉 0.88%，成为拖累二季度 GDP 的主要原因之一。美国 7 月份失业率从 6 月份的 9.5% 微降为 9.4%，美国 8 月份消费者信心指数意外从 7 月份的 66 降至 63.2，市场此前对该指数的预期是 69。美国的消费已经见底，库存回补将成为下一阶段经济复苏的主要动力，二季度库存缩减对 GDP 的负面作用从一季度的 2.36% 降至 0.83%，也从侧面反映出去库存化行为接近尾声。我国的出口将受到美国消费及私人投资需求的拉动而出现超预期增长。

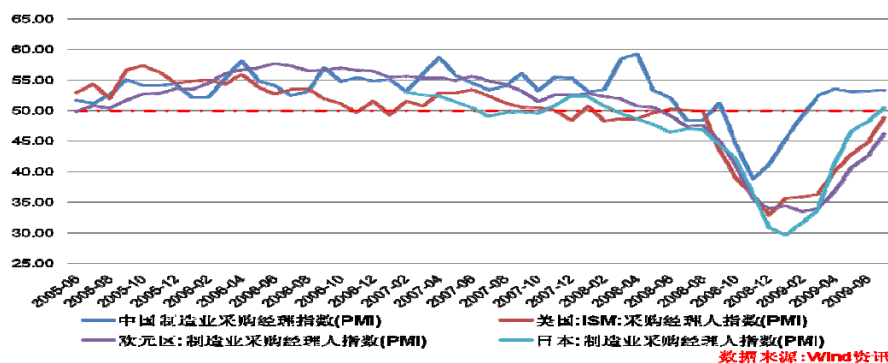
（二）出口和私人消费改善使日本 GDP 获得季比增长

数据显示，日本二季度实际 GDP 季比增长 0.9%，折合成年率增长 3.7%。日本经济自 08 年第二季度起正式进入衰退。今年日本二季度国内生产总值自 08 年一季度以来 5 个季度以来首次增长，证明了此前市场对这个全球第二大经济体已经接近走出衰退最艰难时刻的预期。对一季度数据进行了上修，一季度 GDP 目前季比下滑 3.1%，年比下滑 11.7%，初值为季比下滑 3.8%，年比下滑 14.2%。

日本经济改善紧随全球需求复苏。日本政府和其他国家采取的经济刺激措施使国内外需求得以改善，并最终开始帮助日本走出这场深度衰退。出口行业占日本 GDP 的 10% 以上，而且在国内经济中的关联效应很大。以净出口衡量的外部需求对 GDP 的贡献率为 1.6 个百分点，显示中国和其他亚洲国家需求增长。目前，美欧对日本的出口需求并没有显著的增长。今年初，美欧对日本汽车、电子和其他高端产品的需求下降，丰田和索尼等日本重要制造企业已实施减产和裁员，后续影响已波及到日本的大型非制造业部门。而中国经济的转暖对日本出口起到了相当大的推动作用，中国已成为日本最大的贸易伙伴，从近几个月以来，中国成了日本唯一出口扩张的市场，包括机械、汽车化工原材料等产品，对中国的出口

都有增长。由于欧美经济的复苏步伐缓慢，未来日本的出口产业将更多的依赖中国市场。由于日本出口产品相对更加集中于高端，质量和服务上的保证也会对该国出口反弹起到助推作用。而私人需求也在政府消费支持政策的帮助下季比增长 0.8%，该数字一季度时下滑 1.2%。这对我国出口有积极意义。

图 10：各国采购经理人指数



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

日本央行公布的 7 月份月度报告显示，日本经济已经停止恶化，并可能随着时间的推进而逐步反弹。7 月份日本工矿业生产指数为 82.4（2005 年为 100），环比升幅为 1.9%，好于市场预期。当月日本工业产出增长主要得益于汽车和钢铁两个行业的大幅增长。日本央行宣布，延长紧急信用机制到 12 月，而央行行长白川方明表示，这可能是最后一次，因为企业筹资有改善，经济开始好转。如果情况进一步好转，央行会停止这项机制。央行连续第三个月上调对经济前景的预测。央行还上调了出口和产量、对商业信心状况的预期。

日本共同社公布的一项调查结果显示，近七成日本主要企业认为日本经济将在明年年中之前复苏。这项调查针对 108 家日本主要企业的高级管理人员。结果显示，71 家企业认为经济有望在 2010 年年中之前复苏。其中，12 家认为经济已经开始复苏；15 家认为今年下半年能出现复苏；44 家认为明年上半年能看到复苏。这一调查结果显示，日本企业对经济复苏的前景开始看好。不过，调查结果同样显示，日本企业对欧美经济复苏前景、个人消费疲软以及不断恶化的就业情况表示担忧。

瑞士信贷证券日本公司认为，第三季度日本经济或将实现 5% 至 6% 的增长，不过就业的恶化将拖累经济，第四季度的增长率或将回落至 2% 左右。

（三）德国和法国经济增长带动欧元区复苏

德国和法国的第二季国内生产总值都分别比第一季增长了 0.3%。带动欧元区经济只稍微萎缩 0.1%，也预示着欧洲自二战以来最严重的经济衰退即将结束。

法国经济在第一季萎缩 1.3%。经过四个季度的负增长，法国终于摆脱衰退。法国经济的趋好迹象比较明显。法国工业生产总值已连续两个月环比上涨，这意味着企业在削减库存之后开始恢复生产，压缩产能的情况逐渐减少。企业家信心指数自去年年底以来不断回升，也证明法国工业、商业环境在逐渐改善。目前，大多数法国大型上市公司已公布今年上半年业绩报告，除极个别情况外，表现均好于市场预期。受此利好因素推动，集中了法国最大 40 家上市公司的巴黎 CAC 40 股指不断攀升，投资者信心也在不断恢复。在靠内需拉动经济的法国，高失业率是经济复苏最大的敌人，因为失业意味着个人收入减少甚至丧失，也就意味着消费的萎缩。

德国经济也是连续萎缩了四个季度，今年第一季还出现灾难性的 3.5% 负增长。第二季度该国实际 GDP 较第一季度增长 0.3%，这是 2008 年第一季度以来德国首次实现季度经济增长，表明这个欧元区最大的经济体正逐步从二战以来最严重的衰退中复苏。

欧元区 16 国今年第一季出现 2.5% 负增长，是自 1995 年开始收集欧元区经济数据以来的最大跌幅。同比来看，欧元区经济第二季度萎缩 4.6%，同样低于第一季度 4.9% 的创纪录降幅。

尽管英国经济在第二季度萎缩 0.8%，比预期中差，但财政部长达林乐观预测，经济正走向上升的轨道，到了年底将可恢复增长。英国央行再向英国经济注入 500 亿英镑。扩大其所谓的定量宽松计划，把购买国债和公司债券的规模，从 1250 亿英镑增至出乎意料的 1750 亿英镑，同时将利率维持在 0.5% 不变。该计划旨在刺激支出，支持银行放贷，帮助推动英国经济重返增长轨道。根据商业信心监测的调查，受访的 1000 名商界高层当中，有 41% 对明年的经济前景更有信心。不过，表示信心大增的只有 6%，这显示商界对经济复苏的力度，以及何时开始复苏仍持谨慎态度。

欧元区经济可能比预期中更早摆脱衰退，对我国出口有积极意义。但不要过于乐观。我们现在看到的增长，是政府的振兴经济措施和企业重新充实货仓所带动的。目前仍有信贷紧缩的危险，因为在危机爆发已有两年后，银行仍处于因企业信用评级下调而不愿意放贷的局面。其它欧元区经济体的表现仍不尽如人意。意大利和荷兰第二季度经济分别萎缩 0.5% 和 0.9%。欧元区 GDP 接下来的增长率将很可能维持在较低水平，而且不排除其重新跌至衰退阶段的可能性。根据国际货币基金组织（IMF）的最新预期，欧元区 2009 年年度 GDP 将下滑 4.8%，2010 年的降幅则约为 0.2%。法国政府现阶段将维持今年全年 GDP 萎缩 3% 的预期。

在看到经济出现强劲增长之前，各大央行还不敢很快启动“退出策略”。此前在 7 月的货币政策会议上，欧洲央行继续将基准利率维持在 1.0% 的历史低点，并在经过长时间反复权衡后宣布启动 600 亿欧元资产担保债券购买计划，应当采取措施强化刺激政策的彻底性和作用时间的持续性。

五、我们应该采取的对策

（一）政府应扶持出口企业发展

中国政府具有较强的宏观或区域性经济调控能力，我国具备较强的抵御风险的能力和政策经验。一是中国国有经济成分相对较高，政府可以调控国有企业在一定时期内承担更多的稳定国民经济发展的社会责任；二是中国政府在集中和分配全国性财力、协调区域性经济发展、促进产业结构调整、引导社会投资方向等方面具有很强的调控能力和优势；三是作为工业化、城市化的后起之秀，中国有条件吸取西方发达国家在经济发展进程中的教训。我国稳定出口的政策措施已经显示效应，对外出口有望止跌企稳。

1、 推动结构调整

过去那种粗放型的外贸发展方式难以为继，低科技含量、低附加值商品出口企业面临生存压力。随着劳动力成本、资金成本、能源和原材料成本的上升，持续地增加投入，维持高能耗、低效率的增长模式也不可持续。因此必须把着力点转移到经济结构转型、技术创新和微观企业管理制度创新等方面，这种增长概括为“熊彼特增长”。当经济增长主要依靠总量扩张来实现时，结构调整的贡献往

往被忽略，结构失衡的矛盾也往往被掩盖，因而产业升级被搁置。低效率的产业继续占用社会资源；而且低水平重复建设，加剧企业的竞争，使之陷入高成本、低价格、薄利润的循环。在国际竞争中，产业升级滞后就会影响到在国际分工中的地位。由于我们自主创新能力弱、自主品牌少，使许多产业在国际分工中处于末端。制造业产品中有 130 多种产品产量排世界第一。但中国制造业 2007 年平均的净利润率不到 2%。如果仅仅是周期性调整，通过存货调整，短期内经济就能重返高增长的轨道；但如果是结构性调整，恐怕付出的时间将比较长。

企业应优化商品结构，立足以质取胜和科技兴贸，扩大优势产品和高新技术产品出口，加大对自主知识产权、自主品牌产品的出口促进力度。优化市场结构，进一步实施市场多元化战略，在稳定传统市场的同时，大力开拓成长性好、潜力大的新兴市场。优化贸易方式，继续发挥一般贸易对国内产业关联度高、带动力强的优势，积极促进加工贸易转型升级，加快提升边境贸易在区域和次区域经济合作中的作用。中国东部地区一些劳动密集型产业和“出口大户”正在加快向中西部地区转移的步伐。也可尝试开发一些适应国内需求的产品，大力开拓国内市场。

2、扶植中小企业

由于出口企业大多是中小企业，他们承担了大部分的就业，所以政策应该有意地向中小企业倾斜，帮助这些企业转型升级，同时，在各项政策的出台和执行中，也应该考虑到中小企业的承受能力，建立更好的服务和扶助体系。进一步优化中小企业生产经营环境。认真梳理、协调落实支持中小企业发展的财税、金融政策，积极推进区域性和省级中小企业信用再担保机构的设立，推动金融部门建立完善对小企业信贷考核机制和建立多层次融资体系，努力积极缓解中小企业融资难担保难。

3、落实扶持出口政策还有空间

为了稳定外需，国家再次上调部分高科技、劳动密集型产品的出口退税率。增加出口信用保险、融资担保和政策性贸易融资等官方支持手段的资金投入，尤其是加强对于劳动密集型产业的支持力度，以更好地发挥比较优势的作用。另一

方面，如果过分采取出口刺激政策，长期可能导致国内产能持续过剩，进而导致通货紧缩。

4、对于重点行业应采取的具体措施

（1）汽车业组建大型汽车集团 造就规模态势

今年 1-6 月，国内汽车零部件累计出口 120 亿美元，同比下降 25%，出现了近年来首次负增长。整车出口情况更为严峻，上半年整车出口规模为 14.2 万辆，同比大幅下降 60%。从历史来看，2008 年以前，中国汽车行业出口规模快速增长，增速显著高于进口。1991 年至 2007 年期间进口年平均增速 18%，而出口平均增速则达到 42%，整车出口增速则超过 50%。2005 年起，整车出口量和汽车产品出口金额都超越进口，中国汽车行业呈现净出口态势。2008 年全年，中国汽车行业总出口规模接近 500 亿美元，较 2007 年大幅增长 20%，增速高于进口增长。从这些数据可以看出，中国汽车行业贸易顺差持续快速扩大，中国汽车行业的国际竞争力显著提升。

出口快速增长背后有两股推动力量：一方面，跨国公司在竞争压力下不断扩大在中国投资和采购量，“到中国去”已经成为全球汽车产业一股新的潮流；另一方面，劳动力成本优势和产业技术进步积累已经使得中国整车出口成为新的增长点，而自主品牌则是整车出口的绝对主力。中国汽车制造的国际竞争力逐渐步纺织和家电等行业的后尘，汽车产品“中国制造”缓慢改变国际市场的格局。政府希望像全球汽车强国发展的路径那样，通过兼并重组，造就行业规模态势，形成具有国际竞争力的大型汽车集团，振兴中国汽车产业。今年推出的《汽车产业调整振兴规划》细则中，突出强调了完善企业兼并重组的内容。通过兼并重组，形成 2 至 3 家产销规模超过 200 万辆的大型企业集团，培育 4 至 5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90%以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。

（2）纺织业国企调整、民企介入、外企进入

纺织企业的并购重组，可能出现的情况主要包括：国有企业调整。大型国有纺织企业会被兼并重组，通过推进技术改造，管理创新，不断加快兼并重组。加大对纺织行业关键技术和成套设备研发、服装自主品牌建设的支持力度。中国民营纺

织企业在未来企业并购重组中将发挥越来越重要的作用。此前就有民营企业在成功地完成对数家大型国有纺织化纤企业的并购和改制重组之后,继续打造纺织工业的产业链,并进一步向上游的化学工业领域进行拓展。随着全球纺织品配额取消,中国在出口扩大的情况下将同样面临着更多外资纺织企业的争夺国内的市场。国际纺织企业将通过兼并重组的形势来更快捷的进入中国市场。外资注意到中国的消费越来越注重品牌、品质的消费,因此将有更多世界前端的欧洲纺织产品进入中国。配额取消,导致国有大型企业优势下降,其市场将被挤占,极有可能导致大量国有企业被外资并购。

(3) 船舶业“交船难、接单难、融资难”有望解决

在船舶业产业振兴规划中,针对船舶行业的三大难题——交船难、接单难以及融资难做出了相应的解决方案。如今正在起草的兼并重组大方案在保增长、调结构关系上更加明确,更重要的是通过兼并重组将转变经济增长方式。我国船舶业的发展非常迅速,并在全球经济危机中超越日本成为国际第二大造船大国,仅次于韩国。去年,我国船舶业的产值增加了 59.8%,利润增长达到 50%。金融危机对于船舶业的滞后性不容忽视,我国造船业目前面临着严重产能过剩、订单开始“棘手”的问题。一旦出现生产断线,全行业下滑的状况可能会非常严峻。此次船舶业的兼并重组方案一旦落定,将极大推动行业发展。

(二) 在优化结构的基础上稳定外资规模

7 月当月,实际使用外资金额 53.59 亿美元,同比下降 35.71%。全国新批外商投资企业 1845 家,同比下降 21.39%。这是实际使用外资金额连续第 10 个月出现负增长。1-7 月,实际使用外资金额 483.68 亿美元,同比下降 20.35%,全国新批外商投资企业 12264 家,同比下降 27.39%。

受金融危机影响,当前全球跨国投资下降趋势明显。根据联合国贸发会议 7 月 22 日发布的《2009-2011 年世界投资前景调查报告》,一季度全球外商直接投资和跨国并购同比分别下降 54% 和 77%,预计全年下降幅度达 50% 和 67%,这直接制约了我国实际使用外资的增长。

中国累计批准设立外商投资企业至今已超过 66 万家，累计吸引外资超过 8700 亿美元，连续 17 年成为利用外资最多的发展中国家。中国改革开放 30 年来，吸引外资年均增长 20%，是中国国内生产总值增速的 2 倍多，居发展中国家第一位，世界第二位。去年 1-7 月份我国实际使用外商投资持续处于高位，7 月份基数较高，也是导致今年 7 月实际使用外资负增长幅度较大的原因，一方面金融危机情况下企业投资乏力，各国政府也往往将资金尽量投向本国，另一方面，投资产业选择方面，也缺乏新的增长点。

根据联合国贸发会议对 241 家跨国公司的问卷调查，全球金融危机期间我国仍然成为对外资最具吸引力的国家。排名第二至第五位的国家依次为印度、美国、俄罗斯、巴西。我国国内市场容量大、劳动力资源丰富、产业配套能力强、基础设施完善，目前宏观经济企稳向好趋势明显。目前实际使用外资金额下降只是周期性的下降而非产业趋势变化。我国是亚洲和全球的生产基地，制造业也在持续不断进行技术更新和产业升级，仍然是国际产业转移的主要承担者。

我们要在优化结构的基础上稳定外资规模。进一步研究完善稳定利用外资的综合性政策措施，继续鼓励外商投资高新技术产业、节能环保产业和现代服务业，积极承接国际服务外包。鼓励中西部地区承接产业转移，支持跨境经贸合作区发展。充分发挥国家级经济技术开发区在吸收外资和优化外资结构中的重要作用。进一步优化外商投资环境，简化和规范外资审批程序。加快实施“走出去”战略。鼓励有条件、有实力的企业“走出去”对外投资，开展境外资源开发合作、国际技术合作，建设境外营销网络。充分发挥对外投资、工程承包和劳务合作的作用，带动国内设备物资出口和劳务输出。商务部正会同有关部门研究完善外商投资企业境内上市的相关政策，引导优质外商投资企业适时在境内上市。目前我国吸收外资处于底部波动状态，但是随着世界经济形势的企稳回升，预计明年我国吸收外资形势将有改观。

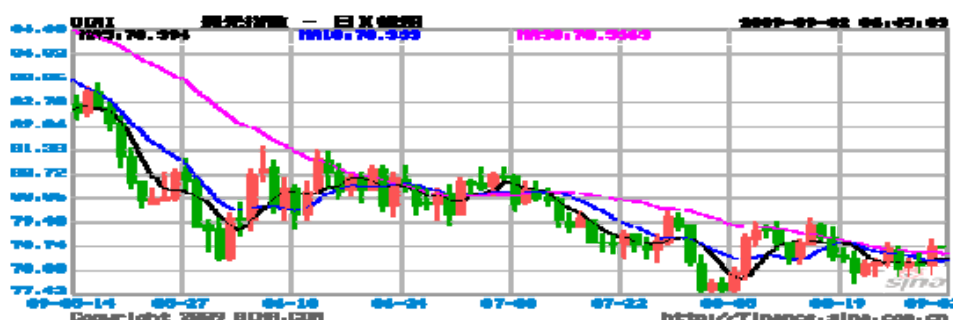
（三）保持人民币有效汇率基本稳定

在 2 月实际有效汇率较大幅度升值后，人民币实际有效汇率连跌 5 个月。今年以来累计贬值 4.7%。前 7 个月，人民币实际有效汇率指数为 120.94、126.09、124.73、122.45、120、116.38、115.75。

从人民币汇率来看，自今年 3 月开始，在避险需求下降与美联储定量宽松货币政策作用下，美元汇率大幅贬值，由于人民币在很大程度上钉住美元，致使人民币相对欧元、英镑等其他主要货币均贬值超过 10%。汇率对贸易的影响有一定的滞后期，汇率持续变动的效果并不会马上显现出来。人民币的贬值可能增加普通居民对经济前景的担忧以及提高消费的成本，因此也可能会促使消费者削减支出增加储蓄。而这将与中国刺激内需，经济转型的战略所不符。人民币的贬值将不利于国际收支的平衡，造成资本的外流。

7 月末人民币实际有效汇率指数为 115.75，环比贬值 0.5%，7 月，人民币对美元、港元中间价基本保持稳定，7 月末人民币对日元较月初贬值 0.7%，对欧元升值 0.2%，对英镑升值 0.5%。

图 11：美元指数



资料来源：大通证券研发中心 新浪财经

美元地位仍难以撼动。美元仍然是占到了全球 64% 的外汇储备，而且美元仍然是外汇交换中达到了 60% 的量，而且美元占到了 61% 的世界贸易，而且在短期内可能这种情况不会发生变化。

日前结束的美联储货币政策会议决定维持现行基准利率区间不变。这打压了市场的加息预期，终止了近期美元指数强劲反弹的势头。近期人民币中间价将在稳定的前提下，随着美元指数波动。在前几个月，在绝大多数时候，每当好的经济指标公布时，美元就会下跌。但是伴随美国经济复苏，美元的交易逻辑已悄然生变，经济复苏以及升息预期已取代避险需求而成为美元的投资主线，美元汇率也将因此获得支撑。预计人民币对欧元等其他主要货币汇率将呈现中期强势。企业预期人民币会继续升值，不仅不会减少出口，而且还会不断加速出口，以避免

人民币继续升值所带来的出口损失。应该提高一揽子货币中非美元货币的权重，以平衡其他货币对美元贬值带来的人民币升值压力。

美国的贸易逆差、财政赤字仍在高位，整体来看，美元的强劲反弹，是在美国巨额“双赤字”没有发生根本变化的背景下出现的。从长期趋势来看，人民币汇率走势由我国经济增长速度和通货膨胀率两个因素决定。尽管我国经济增速面临下滑风险，但是仍远远高于美国经济增长速度；同时，通货膨胀率未来将继续保持低位，因此人民币长期升值趋势没有改变。《2008 年世界发展指标》采用购买力平价（PPP）的新估算方法，考虑到各国之间在产品和服务上价格的差异，人民币汇率会趋向于购买力平价，目前为 1 美元合 3.7 元左右。人民币汇率要随着中国经济发展而升值到一个正确的价格，这种趋势在几年内不大可能发生大的逆转。注意吸取日本的教训。汇率变动对实际产出的影响是相当滞后的。1985 年 9 月 22 日西方五国财政部长和中央银行行长举行的“纽约广场饭店会议”促使日元升值。1985 年到 1995 年的十年间，日元升值了接近三倍，刚开始看起来危害并不大，但大约五六年后对经济造成了巨大的伤害，导致了长达 16 年的房地产市场的低迷，使日本经历了 10 年的滞胀期。

加强区域贸易和货币合作，扩大双边货币互换规模和适用范围，推进人民币贸易结算工作。在当前这场金融危机中，美国为应对金融危机正在大量印发美元，这笔资金目前囤积在金融机构中，一旦危机结束，这些美元释放出来将有可能造成美元的大幅贬值，美元具有很大的贬值风险。以人民币作贸易支付企业不仅可从此摆脱美元的梦魇，还可以节省用美元收款的汇兑成本。一方面，中国将与更多的国家签署双边本币互换，尤其是与泰国、菲律宾、越南等东盟国家以及中国台湾、俄罗斯等重要贸易伙伴。目前，世界上有 6 个国家和地区已经通过货币互换储备了超过了 6700 亿元的人民币。另一方面，中国将批准更多的人民币跨境贸易试点结算城市，尤其是与东盟各国联系紧密的昆明、南宁，以及中国重点发展的金融中心城市。经济的健康发展和稳定确保了人民币的升值，颇具价值的人民币正在大踏步地迈向国际化。通常货币国际化可以分为三个层次：第一层次是本币在一般国际经济交易中被广泛地用来计价结算；第二层次是本币在外汇市场上被广泛用作交易货币；第三层次是成为各国外汇储备中的主要货币之一。尽管需要很长一段时间，但人民币将会成为一个全球储备货币。对其他国家来说，要

接受人民币作为储备货币，人民币就必须实现在资本账户的完全可自由兑换。人民币汇率实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，从更长远的趋势来说，任何一个国家的货币只升不贬或只贬不升都是不可能长久持续的，人民币汇率将跟随基本面、市场面、供给关系的变化而呈现周期性双向运行的态势，而幅度也将随着管理的逐渐宽松而逐步扩大，直至完全市场化。

六、对未来的展望

（一）出口回暖带动相关产业增长

9 月份出口降幅将有明显收窄，或将降至 18%左右，而到了 4 季度，降幅降至 10%以内。出口全年将下降 15%，今年对外贸易总额有望保持两万亿美元左右，外贸顺差在 2000 亿美元。

随着经济的回暖，广东不少企业生产转向稳定，订单持续回升，用工需求也持续增长。其中，鞋业、电子信息、玩具等行业对普工、技工的需求增幅最为明显。东莞市劳动局统计显示，进入 4 月份后，劳动力市场开始回暖，到 6 月份，人才需求量反升迹象已十分明显。

9 月-11 月通常是集中出口期，出口形势改善将得到进一步支撑。由于钢铁、建材等出口行业的复苏，将带动出口服务链上产业的回暖，包括航运、港口、沿海高速公路、集装箱及港口机械、造船的整个出口服务链条将受益。

在我国的出口结构中，加工贸易占据半壁江山。2009 年以来，加工贸易领域去库存基本完成，加工贸易出口增速有望回升。美国新屋开工率回升将使出口占比较高的家具类公司未来订单有增长的预期。中国工程机械产品主要出口到资源国家，2009 年以来资源品价格大幅回升，带动资源国家经济快速复苏，其对于中国工程机械产品的需求也开始恢复。出口复苏体现比较明显的还有电子元器件行业。

航运市场有明显回升趋势，尤其是大宗干散货的运量和运价涨幅超出了市场的预期。1 至 7 月份，全国规模以上港口完成外贸货物吞吐量 120408 万吨，同比增长 1.9%。其中沿海港口完成 109824 万吨，同比增长 1.1%，内河港口完成

10583 万吨,同比增长 12%。7 月份,全国规模以上港口完成外贸货物吞吐量 18904 万吨。其中沿海港口完成 17363 万吨,内河港口完成 1541 万吨。 国民经济回升和季节性因素影响,大宗货物需求增长较快,集装箱跌幅大幅缩窄。1 至 7 月份,全国规模以上港口完成国际标准集装箱吞吐量 6673.15 万 TEU,同比下降 9.9%。其中沿海港口完成 6021.39 万 TEU,同比下降 9.6%;内河港口完成 651.76 万 TEU,同比下降 12.7%。7 月份,全国规模以上港口国际标准集装箱吞吐量 1056.41 万 TEU。其中沿海港口完成 952.15 万 TEU,内河港口完成 104.26 万 TEU。BDI 指数通常被视为衡量航运业兴衰的重要指标。它包含了航运业的干散货交易量的变化,为目前市场上最具代表性的散装航运运价的晴雨指标。今年上半年 BDI 指数出现大幅上涨,由 2008 年年底创下的 663 点最高回升至 4291 点,大涨 547%。BDI 指数在 8 月份大幅回落,或许暗示中国在未来的几个月里将减少对大宗商品的进口。由于船期往往提前数月预订,因此 BDI 指数能够提前反映今后几个月国际贸易的活跃程度。一旦“中国因素”的支撑作用弱化,全球大宗商品价格将主要依靠西方经济的复苏。目前这一指数的连续震荡却无碍航运板块的向好走势。干散货的市场景气度可能大幅超越市场预期。国内的需求决定中国的铁矿石进口不会减少。另外,国外钢铁公司生产已开始恢复上升,所以,BDI 在下半年进一步走高的概率很大。

（二）今年中国出口将超越德国

世界贸易组织报告中表示,今年前 6 个月,中国出口了价值 5217 亿美元的商品,而德国的出口总额为 5216 亿美元。中国出口额略微超过了德国,仍居全球最大出口国地位。

中国在 2004 年超越日本、2007 年超越美国后,于 2008 年再次超越德国,首次坐上全球“出口冠军”的宝座。中国统计局 2009 年 1 月 13 日公布的数据显示,2008 年中国实现出口总值为 1 万 4285 亿美元。德国于 2003 年取代美国,成为出口世界冠军。由于中国出口增长迅猛,以及欧元兑美元汇率的大幅走低,德国于 2008 年丢掉了这一宝座。据德国联邦统计局年初公布的数据显示,2008 年德国出口贸易额与 2007 年相比增长 3.9%,2007 年德国的出口额为 9690 亿欧元,2008 年这一数值为 10067 亿 9100 万欧元。欧元与美元的汇率大幅下跌,至

2009 年 1 月 14 日这一数值仅为 1.3207，因此德国的 2008 年出口值换算为美元后为 1 万 3296 亿美元。

世贸组织发布的《世界贸易报告 2009》中预测，今年全球贸易额同比减少 10%，而中国将超越德国，亚洲国家正引领全球贸易的复苏。世界银行估计 2009 年全球经济收缩 2.9%，中国的出口前景也还是不确定的。次贷危机既涉及到成熟经济体，也涉及到新兴经济体，危机的波及面之广前所未有。短期内国际经济复苏的可能性不大。不排除今年底美国经济的再次下跌。现在欧美居民消费模式在发生改变，美国居民的储蓄率从原来的几乎为零到现在已经上升到 6.9%，是自 1992 年以来的最高比率。以今天的经济来衡量，这相当于 7500 亿美元的年储蓄额。与其他国家相比，6.9% 的储蓄率不算高，但对 2005、2006 和 2007 年家庭储蓄率不足 1% 的美国来说，却是一个巨大的转变。意味着占美国 GDP70% 以上的消费支出在大幅紧缩。这会在一定程度上影响到中国产品的出口。

欧洲经济表现疲弱，德国主要出口产品——汽车的出口同比下降 30%，而且东欧国家饱受经济危机困扰，机械类等生产资料的出口也很低迷不振。德国是欧洲最大的经济体，其工业产品的销售是近年来经济增长的主要推动力。德国全年的出口目前仍不明朗，它们将在很大程度上取决于未来数月汇率的走势。强势欧元将对德国数字有利。德国的出口行业在最近几个月也呈现出复苏的迹象。今年 6 月，德国出口较前一个月环比大幅增长 7%，但同比跌幅仍达到 22.3%。

（三）进口先于出口企稳反弹

中国是个生产平台，出口出现大幅下降，说明生产能力没在扩张，就不再需要那么多的原材料来扩大生产了。进口主要受国内经济下滑、需求萎缩影响，以及大宗商品价格下跌，导致我国支付金额减少，进口额大幅下滑，使贸易顺差扩大。前几年大规模承接国际产业转移，中国已经形成一批产业链条较为完整、集聚程度较高、竞争力不断提高的进出口产业集群。只有进口上升才意味着以后出口会好。进口是领先出口的。中国的进口三分之一是出口加工用的零配件，三分之一是设备，还有三分之一是原材料。3 月以来，我国加工贸易进口量降幅收窄。一般来说，加工贸易进口较出口有两个月领先效应，加工贸易进口同比降幅逐渐收窄，表明加工贸易出口有望继续恢复。

预计 9 月进口将下降 12%，进口回暖与国内需求增加有关系。近期国内刺激内需，扩大基础设施和产业方面的投资，需要进口一些资源能源和设备，进口的扩大又可以刺激部分商品价格回稳回升。在经济危机中后期，一个汇率不贬值并能有效启动内需的国家，有望率先帮助世界经济和国际贸易解冻，并有可能领先于世界经济见底。这意味着经济危机以来国与国之间经济恶性传导的逻辑过程可能正在告一段落，并有望看到良性互动。

在人民币汇率不贬值而周边国家汇率持续贬值的情况下，总需求的恢复会有一部分体现在进口增多上，从而会造成国内工业生产的受损。1998 年前后人民币汇率不贬值，启动固定投资拉内需，结果工业增加值增速反弹的力度明显弱于固定资产投资。原因在于出口恶化抵消了一部分投资反弹对工业生产的拉动作用；但另一个很重要的原因在于，汇率不贬值的背景下，国内需求会有一部分通过更便宜的进口来满足，从而压抑国内生产。进口对国内生产所产生的压抑作用，可能延缓部分行业如钢铁、煤炭等的复苏时间，这种压抑固然会对国内经济产生影响，但不能基于这些受到抑制的行业来判断内需启动。

七、出口导向模式分析

长期以来，国际贸易理论是建立在比较优势原理基础上的比较成本理论，不同国家生产不同产品存在着劳动生产率的差异或成本差异，各国应生产各自具有相对优势的产品，这样各国间分工从事专业化生产的产品产量就会增加，通过国际贸易双方都能获得最大的利益，即获得比较利益。我国外贸依存度高，这意味着可以利用国际市场来发展经济，特别是利用自身的低成本来进入这个市场。这也就是为什么中国会在人均收入那么低的情况下，成为世界第二大制成品出口国的原因。而从动态的角度看，随着经济的发展、科技、教育的进步，各国的比较优势是在变化的，产业结构和贸易结构也不断变化。一味地单纯以自己的成本和资源比较优势来确定自己的国际贸易结构，就会不可避免地陷入比较利益陷阱。初级产品和工业制成品交换的贸易条件对中国来说趋于恶化，并遭到发达国家反倾销的报复。

进口替代的主要对象是本国内有较大市场的产品，国家通过建立贸易壁垒，对生产这些产品的国内厂商进行保护。出口导向指按比较利益原则，充分发挥本

国优势，借助国外资金和先进技术，以国际市场为导向，大力发展出口工业，用工业制成品来替代农矿初级产品的出口，以求在更大范围内和更深的程度上参与国际分工和竞争，推动产业结构的升级与优化，加速工业化的发展进程和促进经济迅速增长。

出口导向有阶段性，先以劳动密集型产品出口替代传统初级产品出口，以资本密集型产品出口替代劳动密集型产品出口是出口替代的高级阶段。在实施出口导向的过程中，我国放松贸易保护，提供出口补贴和信贷，对出口信贷国家担保，减少关税和外汇管制，由保护国内市场转向开拓国际市场，建立以出口为中心的外向型经济。为了扶植出口替代工业的成长和发展，实行货币不贬值，对生产中所需的机器设备，中间产品和原材料等投入的进口实行减免进口税，加速折旧，放宽进口配额，以优惠条件提供贷款土地和基础设施，并在价格、利润、外汇留成等方面给予优惠以外，为吸引更多的外资，以解决国内资金不足和技术落后的困难，利用外资的销售网开拓国外市场，我国还对外资实行种种优惠政策，对外资提供国民待遇，放宽利润和资金汇出，不断改善投资环境，发展各种形式的自由经济区。

出口替代模式的优点，经过我国的成功实践，已被越来越多的发展中国家所认识，这些优点主要表现在以下几个方面，一、出口对我国经济结构的改善有明显效果，尤其是产业结构的升级和技术结构的更新速度较快，在这种模式中，我国的产业结构与技术结构同国际市场商品的更新换代密切相关。二、半成品和制成品的后向连锁效应较强，例如汽车、船舶的出口，几乎可以带动整个基础工业的发展，如果制成品的原料主要来自本国，则对原料工业部门的带动作用也很强，此外，其它各种连锁效应，也优于初级产品出口。三、制成品出口是以广阔的国际市场为对象的，这就突破了国内市场狭小的限制，使出口市场多元化，可以充分发挥出口产业的规模经济效应，也有助于企业组织结构向集团化发展，提高生产效率。四、面向国际市场的企业，在国际竞争机制的激励下，有技术革新的内在动力，不断降低成本，提高产品质量，经济效益较高，并可对其它部门产生“示范效应”。五、出口工业和其它产业的发展，有利于吸收国内的剩余劳动力，增加就业，缩小收入分配差距。六、出口产业的建立，有利于吸引外资和引进外国技术，并能使外资与先进技术逐渐向非出口部门扩散。七、出口的乘数效应将导

致国民经济的增长超过出口增长。

出口导向的优越性的发挥需要有一定的前提条件，一、存在国外市场的需求。一般而言，在国际市场需求上升的情况下，制成品的出口扩张较为顺利，而在世界经济出现停滞或衰退时，出口导向会遇到困难。二、运用动态比较优势，出口产业应充分利用本国最丰富的生产要素，才能在国际市场中取得比较利益，但一国的比较利益是呈动态变化的，出口产业结构也应及时调整，才能保持优势。三、要有稳定的经济环境，对出口产业的保护要有适当的限度。从理论上讲，出口产品赚取外汇的边际成本应等于进口替代所节约外汇的边际成本，才能有利于资源的合理配置。如对出口产品补贴过高，换汇成本增加则出口的扩大无利于经济增长。三、本国已具有一定规模的工业基础，国民经济各部门之间内在联系紧密，没有这个条件会限制制成品的加工能力与出口的连锁效应。在本国经济条件尚不成熟时，过早转向出口替代便会遭受挫折。

出口导向同样存在一些弊端和缺陷。首先，由于受自然资源、技术和人力资源等条件的限制，加上面临激烈的国际竞争，发展出口替代工业难度较大，出口工业的建立及其理想效益的取得，需付出巨大的代价。其次，工业和经济的发展严重依赖于国际市场，面对国际市场的复杂性，动荡性和竞争性又缺乏应变能力，因而易受世界经济形势变化的影响，出口导向战略在亚洲四小龙所以取得成功，其重要原因是 60 年代西方国家正处于经济发展的黄金时期，80—90 年代，世界经济增长放慢，贸易保护主义盛行。在国际市场容量有限的情况下，其它发展中国家实行出口导向贸易战略势必增加相互间的竞争，面临失败的风险，东亚国家出口平台很大程度上依赖美国市场，当于美发生贸易磨擦时，东亚国家就易出现逆差。再次，有可能产生“依附效应”，这主要是指出口加工区易受外资与跨国公司控制，成为“飞地”，当出口导向产业由外国操纵，某些“飞地”的产品只能销往投资国时，就可能产生“依附效应”。中国的贸易依存度逐年上升，在主要经济体中仅次于韩国和德国，这一水平不仅远高于美国、日本等发达经济体，甚至高于许多新兴市场。高贸易依存度意味着，本国经济更容易受到外部环境的影响，而非内部调控的引导。实际上，中国经济过去连续 5 年以两位数的速度增长，恰恰发生在全球经济向好、需求旺盛的时期，这也可以解释为什么自 2007 年开始旨在给经济降温的宏观调控迟迟见不到效果，为什么次贷危机扩散后中国

经济迅速冷却。最后，着眼于比较利益安排出口，会导致本国经济结构不平衡发展，尤其是农业等非出口产业会因投资过少而萎缩。

八、影响资本市场的宏观因素

（一）央行货币政策将微调

预计 9 月 CPI 涨幅在-1%左右，PPI 涨幅在-6%左右。未来我国价格走势尚有不不确定性。当前外部需求依然疲弱，国内经济回升基础还不稳固，在内外部不确定性较大的环境下，需求不足仍可能构成价格下行的压力。

图 12：物价走势



资料来源：大通证券研发中心 统计局

中国上半年，金融机构各项人民币存款增加 9.99 万亿元，同比多增 5.02 万亿元；各项人民币贷款增加 7.37 万亿元，同比多增 4.92 万亿元。市场普遍担心，高速增长信贷会引发通胀。宽松货币政策具有全球性，中国的货币政策宽松程度已经超过了美国。美国大幅降息并采用数量型宽松等措施，从历史看，每次美国大幅放出货币，必然导致其后通胀率上升，从货币扩张到 CPI 物价上涨平均时滞 12 至 20 个月。我国 M1 的上升对 CPI 的提升将滞后 2—3 个季度，对 PPI 的提升滞后 3—4 个季度。

金融危机打击了过度金融创新行为，金融衍生产品吸纳流动性的能力大大降低，而基础证券产品在经济低迷时期吸纳流动性的能力不足，大宗商品多半会再次成为游资追逐的目标。国际金属价格基本比 PPI 和 CPI 领先一个月左右，而进口价格指数和滞后一个月的 CPI 和 PPI 的相关程度也是最高的。我国严重依赖国

外资源，容易引发输入性通货膨胀。

央行将保持政策的连续性和稳定性，继续落实适度宽松的货币政策，根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调。把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏，注重货币信贷增长对实体经济增长的支持，处理好支持经济发展与防范化解金融风险的关系，保持货币信贷适度增长。继续引导金融机构优化信贷结构，坚持信贷原则，处理好保增长与调结构的关系。

人民银行去年连续 5 次降息，旨在保证银行体系流动性充分供应，其核心目标是为了保增长。美国、日本和欧洲都进行了一系列的降息，并把利率调整到接近零利率的水平。就中国实际情况看，零利率政策或准零利率政策并非最优选择，利率会保持不变。中国目前利率水平处在一个进可攻、退可守的适当水平。

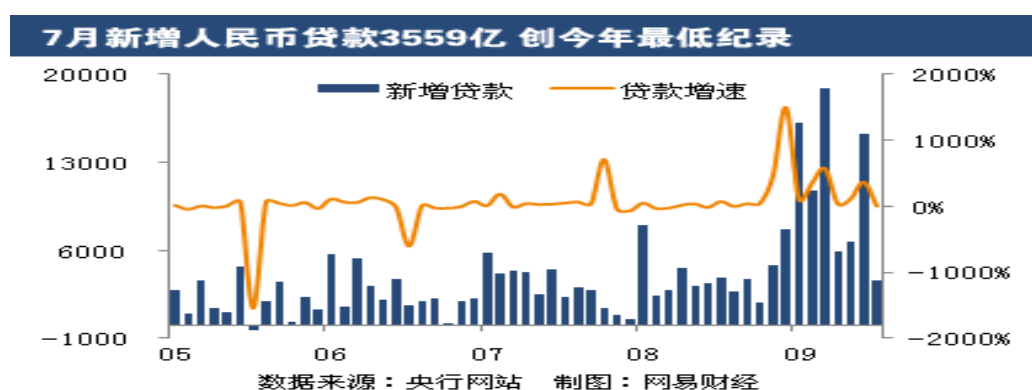
下半年货币政策需要微调。8 月份公开市场净投放仅仅 120 亿元，远远少于 5-7 月份 1020 亿元、1030 亿元和 1505 亿元。今年 9 月份公开市场到期释放资金量累计为 1.07 万亿元，比 8 月份增加了 3500 亿，为年内最高到期量。因此央行需要通过公开市场业务控制基础货币的变动，外汇占款和财政存款变化将导致央行控制基础货币的困难，央行必须充分估计外汇占款和财政存款的变化，调控基础货币，进一步调控本年度后几个月货币和信贷的变化。9 月央行将合理安排公开市场工具组合、期限结构和操作力度，保持银行体系流动性及货币市场利率水平的合理适度。央行已经通过启动一年期央票，提升正回购和央票利率、发行定向央票、要求银行上报月末信贷数据等方式进行货币调整。

（二）预计 9 月新增贷款下降

货币政策从超宽松向适度宽松转变的速度和程度都超出预期。今年 7 月份，新增信贷为 3559 亿元，8 月四大银行新增贷款达到 1800 多亿元，贷款投放速度明显放缓。9 月份信贷会增长 2000 亿左右。股份制商业银行受资本充足率影响将是信贷持续回落的主要原因。资本充足率，是指资本总额与加权风险资产总额的比例。银监会 8 月 19 日发出有关通知，要求银行从补充资本金中扣除持有的其他银行发行的次级信用债券以及混合债券，这意味着银行可能不得不减少贷款或者发行新股融资来满足银监会 12% 的资本金要求，而银行增发股票和 IPO 都需

要得到证监会的批准，往往不能够顺利获得或及时获得融资的能力，因此必须减少银行信贷来满足资本充足率要求。在 2009 年第三次经济金融形势通报会上，刘明康进一步强调银行业金融机构年内必须将拨备覆盖率提高到 150%以上。实际上，银行拨备覆盖率是贷款损失准备对不良贷款的比率，主要是防范银行体系的信贷风险，银行拨备覆盖率提高，意味着商业银行应对信贷风险和贷款损失的能力增强。但从另一个角度来看，银行拨备覆盖率提高将会抑制银行贷款上升，银行要提取更多的资金作为贷款损失的准备，将会压缩银行的信贷扩张能力。

图 13：新增贷款



资料来源：大通证券研发中心 统计局

历史上我国的贷款新增 1%能支持 GDP0.5%左右的增长，而今年贷款新增 1%仅支持 GDP0.25%左右的增长，表明银行信贷资金可能没有完全流入实体经济，部分贷款流入股市及房市。中国银监会也表明，已经加强对新增贷款的监管，并计划采取更严格的管制措施，保持合理流动性。固定资产贷款是当前国内银行业金融机构最重要的信贷品种之一，在支持国家建设、促进经济发展方面发挥着重要作用。其中的“固定资产投资”具体包括基本建设投资、更新改造投资、房地产开发投资以及其他固定资产投资四大类。银监会发布了《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》。目前很多银行业金融机构在固定资产贷款经营过程中还存在“重业务发展、轻风险控制”、“重贷前、轻贷中贷后”、“贷款用途管理流于形式”等现象。《固定资产贷款管理暂行办法》的颁布，是要确保固定资产贷款资金真正用于实体经济之需，和关系国计民生的重要项目，加大

金融对经济增长的支持力度，并提升中国银行业金融机构固定资产贷款业务的精细化管理水平。

今年一季度，票据融资增加 1.48 万亿元。进入三季度，该项资产逐步到期，甚至拖了部分银行信贷增长的“后腿”。最为典型的是，7 月份票据融资减少 1982 亿元，个别银行也因此出现贷款负增长。虽然 9 月信贷总量进一步回落，但如果考虑到票据大量到期释放的巨大空间，中长期贷款可能仍然维持较大规模。对比我国近年信贷增长数据可以发现，贷款增长往往是上半年多、下半年少；从季度看，3 月、6 月、9 月等季末月份新增贷款往往较多。

流动性再难以提升市场估值，A 股将更依赖于经济复苏，但度过加速反弹期后，经济进入平缓阶段。

（三）预计 9 月固定资产投资增幅放缓

从单月来看，7 月固定资产投资增长 29.8%，连续三个月增速回落。预计 9 月固定资产投资增长 29%。9 月固定资产投资增长回落原因主要跟第二产业投资增速的回落有关。按照中央规划，2009-2010 年两年投资 11800 亿元用于扩大内需，2009 年，投资规模约为 9080 亿元，新增中央投资 4875 亿元，截至目前已分四批下达共 3800 亿元，年内尚余 1075 亿元的额度。下半年政府投资增速逐渐放缓，可能导致固定资产投资增速或已见顶。居民与非居民部门的中长期贷款增速与滞后 1 月的城镇固定资产投资增速具有较大的相关性，08 年 12 月份以后的中长期贷款的大幅上升支持了城镇固定资产投资的高增速，信贷增速在经济回升期间是一个比较可靠的经济增长先行指标。9 月新增贷款的减少会影响固定资产投资的增长。大项目的后续资金需求具有一定的刚性，否则就会出现烂尾项目，形成不良贷款。民间投资没有适时跟进。国家发改委正研究鼓励促进民间投资的若干政策措施。财政部门应认真落实各项重大财税政策措施。充分发挥政府公共投资的作用，促进投资平稳增长。加快政府公共投资预算下达和项目实施进度，尽早形成有效实物投资。加大监督检查力度，确保投资尽快落实到位并发挥效应。

但由于在建项目固定资产计划投资额增长速度仍很高，以及下半年房地产投资增速会加快，下半年固定资产投资增速大幅度回落的可能性不大，全年投资增长率仍有可能达到 30%左右。7 月份我国房地产开发投资同比增长 15.6%，增速

比上月加快 1.7 个百分点。实施增值税转型和减免行政事业性收费，也降低了企业的投资和生产成本，对刺激企业投资有一定的作用。

图 14：城镇固定资产投资增速



资料来源：大通证券研发中心 统计局

—正文完毕—

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司