



# 金融信息采编

## COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2017 年第 99 期 总第 544 期

### 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话: 0551—63753813  
服务邮箱: xtresearch@xtkg.com  
公司网站: <http://www.xtkg.com/>  
联系地址: 安徽省合肥市政务区  
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2017 年 09 月 08 日 星期五

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微博、微信公众号



<b>国内财经</b> .....	2
8 月外汇储备 30915.3 亿 实现七连涨.....	2
发改委力推“双创” 中国创新指数排名提升至 22 位.....	3
<b>国际财经</b> .....	4
欧洲央行维持三大利率和月度购债规模不变.....	4
加拿大央行连续加息.....	4
<b>股票市场</b> .....	5
周期股金融股回调 沪指跌 0.59%.....	5
美股涨跌不一 金融股拖累道指收跌.....	5
<b>热点聚焦</b> .....	6
国务院: 部署更大范围推进“证照分离”改革试点.....	6
规范融资平台将有新举措.....	7
<b>行业动态</b> .....	8
基金投资受限股指引发布 估值需计算流动性折扣.....	8
九只地方债被纳入中债绿色系列指数.....	9
<b>区域新闻</b> .....	10
前八月安徽重点项目完成投资 9661.4 亿元.....	10
安徽省出台《强化小微企业融资服务行动方案》.....	10
<b>深度分析</b> .....	11
中国出口“天花板”会否显现.....	11

## 国内财经

### 8 月外汇储备 30915.3 亿 实现七连涨

央行数据显示, 8 月外汇储备 30915.3 亿美元, 预期 30950 亿美元, 前值 30807.2 亿美元。8 月外汇储备环比增加 108 亿美元, 为 2014 年 6 月以来首次七连涨。8 月外汇储备 21873.14 亿 SDR, 前值 21884.02 亿 SDR。

今年以来, 外储规模持续上涨, 从今年 1 月末的 29982.04 亿美元升至 8 月末的 30915.3 亿美元, 2-8 月, 外储增量分别为 69.2 亿美元、39.64 亿美元、204.45 亿美元、240.34 亿美元、32.22 亿美元和 239.3 亿美元、111 亿美元。

#### 外储劲升背后 人民币 8 月份劲升创纪录

刚刚过去的 8 月, 人民币兑美元再次出现快速升值, 并持续到 9 月初, 引发市场关注。数据显示, 8 月人民币兑美元升幅达到 2%, 创 2005 年 7 月以来最大单月涨幅, 并且连续第四个月保持上涨。

9 月 7 日, 人民币再次拉升, 在岸人民币迅速升破 6.51、6.50 两道关口, 接近 16 个月新高; 离岸人民币也升破 6.51, 来到超过 16 个月的高位。

#### 国际金融市场资产价格上升, 推动外储规模上升

关于 8 月外汇储备增长的原因, 国家外汇管理局有关负责人就 8 月外汇储备变化情况答记者问时表示, 8 月, 我国跨境资金流动和外汇市场供求延续基本平衡格局; 国际金融市场上, 资产价格有所上升, 推动外汇储备规模出现上升。

今年以来, 我国经济稳中向好, 结构调整深化, 主要指标好于预期, 宏观经济稳定性增强。国际金融市场相对稳定, 跨境资金流动形势回稳向好, 外汇市场供求趋向基本平衡, 人民币汇率保持基本稳定。

往前看, 在供给侧结构性改革持续推进、转型升级和动能转换步伐进一步加快的背景下, 支撑经济保持中高速增长和迈向中高端水平的积极因素将不断增强, 我国经济稳中向好的态势将继续向纵深发展。随着进一步深化金融体制改革, 扩大金融对外开放, 未来我国跨境资金流动总体企稳的基础更加坚实, 将进一步推动外汇储备规模保持合理适度。

## 发改委力推“双创” 中国创新指数排名提升至 22 位

国家发改委高技术司副司长沈竹林在“双创活动周”新闻发布会上表示，双创在培育壮大新动能的过程中发挥的作用越来越大，越来越明显。世界知识产权组织发布的 2017 年全球创新指数报告显示，中国排名第 22 位，比去年又提升了 3 位，是中等收入国家中唯一一个排名在提升，和发达国家的距离在缩短的国家。

沈竹林表示，接下来将继续发挥双创对于新动能的汇聚、培育、壮大的重大作用。

从权威渠道了解到，发改委还将在创新服务体系建设上给予支持，着力推进众创、众包、众扶、众筹，以及专业化众创空间，全力建好双创示范基地，以激发各类企业创新活力。

沈竹林指出，从多个角度来看，双创在培育壮大新动能的过程中的作用越来越大，越来越明显。

其一，双创催生了数量众多的市场主体。据统计，从 2013 年开始新注册市场主体五连增，而且一直保持较高水平，今年上半年达到 887 万户，每天新派生的企业达到 1.6 万户，这个数字比 2013 年翻了一番。

其二，双创在促进市场格局变革方面发挥了非常巨大的作用。“我们看到，现在很多企业在加大投入时，不是再简单地投入到基建上，而是把更多投资投到研发、创新、管理上。”沈竹林说。

A 股上市公司在此方面更是明显。统计数据显示，今年上半年，2697 家上市公司研发费用合计金额达 2007 亿元，较去年同期的 1593 亿元，增长近 26%。研发费用超过 10 亿元的上市公司多达 22 家。

“更重要的是，创新发展理念深入人心，用创新创业促进产业升级，提振经济发展质量，效果非常显著。”沈竹林说，今年上半年整个高技术产业制造业增加值增速达到 13%，基本上是规模以上工业增加值的 2 倍。“科技进步对我国经济发展的贡献力量也体现出来了，贡献率提高到 56% 以上。”他说。

[返回首页](#)

## 国际财经

### 欧洲央行维持三大利率和月度购债规模不变

欧洲央行 9 月 7 日公布 9 月利率决议，宣布维持主要再融资利率在 0.0%、隔夜贷款利率在 0.25%、隔夜存款利率在 -0.4% 不变，月度购债规模保持在 600 亿欧元。

欧洲央行声明，若有必要，QE 计划将持续到 2017 年 12 月或以后。若前景恶化，或金融条件与通胀持续调整道路不相符，可以提高 QE 规模和延长持续时间。净购买将和到期资产再投资同时进行。预计利率将在较长一段时间内维持在当前水平，远超 QE 实施期限。

### 加拿大央行连续加息

加拿大央行 6 日宣布将基准的隔夜利率上调 25 基点至 1%，此举超出市场预期。此前在今年 7 月，加拿大央行刚刚进行了七年来的首次加息。

加拿大央行表示，近期的经济数据表现较预期更为强劲，增强了央行信心，为部分撤出大规模的刺激措施提供了依据。尽管通胀仍低于 2%，但已经很大程度上处于预料之中，整体消费者价格指数（CPI）和核心通胀指标都略微上扬。

加拿大是目前七国集团（G7）中表现最好的经济体。尽管美国威胁退出北美自由贸易协定，且近期油价下滑，但加拿大经济仍显示出全速前进的迹象。今年第二季度，加拿大国内生产总值同比增速高达 4.5%，创 2011 年以来最强劲表现。

分析人士认为，加拿大央行未来会否进一步加息将取决于市场走向和加拿大的经济表现。蒙特利尔银行经济学家 Sal Guatieri 表示，央行应该是认为加拿大经济太过强劲，担心通胀率过高，才采取加息措施。如果加拿大经济延续当前的强劲表现，10 月份再次加息也不是不可能。

[返回首页](#)

## 股票市场

### 周期股金融股回调 沪指跌 0.59%

周四(9月7日), 大盘受盘面热点板块较少因素影响, 整体呈现冲高回落走势, 尾盘出现快速下跌。与此同时, 创业板早盘冲高至 1917 点刷新反弹新高记录后, 震荡下挫, 临近收盘翻绿, 结束六连阳走势。值得注意的是, 创业板成交量再次放大至 1293 亿元, 达到今年创业板成交量最高。

盘面上, 周期股和金融股集体回调, 煤炭和钢铁两大板块跌幅较大, 保险股尾盘出现小幅拉升, 券商股和银行股全天表现低迷。

截至收盘, 沪指跌 0.59%, 报 3365.50 点, 结束四连阳走势, 成交 2640 亿元; 深证成指跌 0.50%, 报 10969 点; 创业板跌 0.66%, 报 1890 点。

### 美股涨跌不一 金融股拖累道指收跌

美股周四收盘涨跌不一, 迪士尼与高盛下跌拖累道指走低。银行板块表现不佳, 美国银行、花旗集团和高盛都下跌逾 1%, 拖累主要股指。投资者继续关注飓风艾尔玛的影响以及美国的经济数据。

数据面上, 美国劳工部周四公布, 美国至 9 月 2 日当周初请失业金人数为 29.8 万人, 前值为 23.6 万人, 预期为 24.1 万人。因受飓风哈维影响, 初请失业金人数增幅创 2012 年以来最大。但美国当周初请失业金数据已经连续 131 周低于 30 万关口, 连续时间创 1970 年以来最长。

截至收盘, 道指跌 22.86 点, 或 0.10%, 报 21784.78 点; 标普 500 指数跌 0.44 点, 或 0.02%, 报 2465.10 点; 纳指涨 4.55 点, 或 0.07%, 报 6397.87 点。

[返回首页](#)

## 热点聚焦

### 国务院：部署更大范围推进“证照分离”改革试点

国务院总理李克强9月6日主持召开国务院常务会议，部署在更大范围推进“证照分离”改革试点并再取消一批行政许可事项。

会议指出，将2015年上海浦东新区率先开展“证照分离”改革试点、清理116项行政许可事项的做法推广到天津、辽宁、浙江、福建、河南、湖北、广东、重庆、四川、陕西10个自贸试验区。

会议同时决定，再取消物业服务企业一级资质核定等52项国务院部门行政许可事项，以及生产建设项目水土保持设施验收审批等22项中央指定地方实施的许可事项。至此本届政府以来累计削减审批事项697项，约占总数的41%。

#### 实现持照即可经营

“证照分离”最早在上海浦东新区试点，目前福州、江门、遵义等地已开始试点，湖北、广东等省自贸区亦已提上日程。

所谓“照”，指的是工商部门颁发的营业执照；而“证”，指的是各相关行业主管部门颁发的经营许可证。过去开办企业，需“先证后照”；2014年，国务院推动商事登记向“先照后证”改革。

9月6日的国务院常务会议指出，除涉及国家安全、公共安全、生态安全和公众健康等重大公共利益外，把营业执照与能分离的许可类证相分离，并根据地方实际采取其他管理办法，实现持照即可经营。

#### 创新事中事后监管

9月6日的国务院常务会议指出，对市场机制能够有效调节、企业能够自主管理以及通过事中事后监管可以达到原来设定证照目的的事项，要逐步取消或改为备案管理。将与经营活动相关、属于信息采集、记载公示和管理备查类的证照进一步整合到营业执照上。

国务院常务会议指出，取消审批、改为备案或实行告知承诺制后，要完善信用评级、信息公示抽查等措施，推进综合监管，促进部门间业务协同，更大便利群众和企业办事创业。



## 规范融资平台将有新举措

今年以来，多重监管之下地方融资平台的前景备受市场关注。有关部门已经将规范融资平台的举措上报，其中包括如何规范目前城投公司的融资和转型问题，而核心是为了更好地实现政府投融资平台的市场化经营。

“要推动城投公司主动市场化，实现自身‘造血功能’，首先做实做强，之后做大。”有业内人士表示。多年来，由于地方政府不具备举债权限，城投公司实质上成为地方政府用来筹集资金的重要工具。尽管融资平台为地方建设起到了积极的作用，但是也增加了地方政府性债务的风险。

对城投公司举债融资的规范，成为本轮监管的重点之一，监管政策层层加码。今年初财政部发函给数个省市和部委，要求问责违法违规举债、担保，之后“50号文”和“87号文”相继出台。全国金融工作会议提出要严控地方债务余额，并将违规行为问责机制上升到“终身追责，倒查责任”。

“从财政部通报部分地区违规、问责机制不断升级来看，政府监管的决心可见一斑。未来，地方城投何去何从成为大家最为关切的问题。”业内人士表示。

今年8月，湖南省常德市经济建设投资集团有限公司宣布“今后将退出政府融资平台，不再承担地方政府举债融资职能，自主经营，自负盈亏。”据了解，这并不是第一家退出政府融资平台的城投公司。早在今年上半年，新疆库车城投、陕西横山城投和河南洛阳首阳城投就已经先后发布公告退出地方政府融资平台。

目前一些小的城投公司，如政府控制的城市资源不多、资产规模也比较小的县市一级城投公司，处境相对困难。相比之下，实力较强一点的大城投公司则要好很多。

地方政府债务管理实质性被收紧，城投融资平台走到转型的路口。

融资平台转型路径如何？发改委和财政部PPP专家库双库专家、中国城投网首席经济学家丁伯康表示，仅有融资功能的空壳平台如果不转型为实体运营的企业，将会被清理直至关闭。具备一定运营能力的城投公司将进行重组整合。同时，不少城投公司在转型中会实现实体化经营，进行多元化业务拓展。

值得一提的是，发展PPP被认为是融资平台转型的新机遇。日前发布的《城投蓝皮书2017》指出，PPP进入规范发展阶段，将会带来综合性的政府投资运作管理方式的转变。

[返回首页](#)

## 行业动态

### 基金投资受限股指发布 估值需计算流动性折扣

9月6日,基金业协会发布《证券投资基金投资流通受限股票估值指引(试行)》(下称《指引》),规范证券投资基金投资流通受限股票的估值,保护基金份额持有人利益。

《指引》公布了详细的估值处理的计算公式和各项参数的说明,自发布之日起实施。与目前流行的基金持股估值方法相比,《指引》的最大变化是引入了限售期流动性折扣的概念。

《指引》所指的流通受限股票,是指在发行时明确一定期限限售期的股票,包括但不限于非公开发行股票、首次公开发行股票时股票公司公开发售股份、通过大宗交易取得的带限售期的股票等,不包括停牌、新发行未上市、回购交易中的质押券等流通受限股票。

根据《指引》,流通受限的股票,其估值的计算公式为: $FV = S \times (1 - LoMD)$ 。FV是指估值日该流通受限股票的价值,S是指估值日在证券交易所上市交易的同一股票的公允价值,LoMD为该流通受限股票剩余限售期对应的流动性折扣,而针对LoMD,《指引》列出了详细的计算方法。

《指引》指出,基金管理人和基金托管人对基金投资的流通受限股票进行估值、计算基金份额净值时,可参考《指引》。若财政部等有关部门对流通受限股票估值另有规定的,从其规定。基金管理人作为估值的第一责任人,应定期评估估值质量,并对估值价格进行检验,防范可能出现的偏差。

《指引》鼓励第三方估值机构应用本指引确定的模型计算并提供剩余限售期对应的流动性折扣。私募基金投资流通受限股票的,可根据合同约定,参考《指引》执行。

传统的开放式基金主要投资于上市交易的股票、债券等流动性较好的资产,而随着市场发展,部分流动性受限资产也被纳入投资范围。在2015年股市异动期间,部分开放式基金由于一定比例参与投资上市公司定增等流通受限股票,导致流动性压力较大。

据市场人士分析,对于流通受限股的估值,之前采取的做法通常是仅结算估值日当日该股票在二级市场交易时的公允价值。改变后的做法是要求把流动性折扣计算在



内,即估值亦可以体现出流动性价值,从而提示基金流动性风险。但也有投资者表示,对参与者影响并不大,因为公式对基金净值的影响并不大。

此前,针对证券投资基金市场已有《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《关于基金投资非公开发行股票等流通受限证券有关问题的通知》与《货币市场基金监督管理办法》等多个配套规范性文件。根据规定,明确货币市场基金、中短债基金不得投资流通受限股票。

## 九只地方债被纳入中债绿色系列指数

权威绿色债券指数首次将九只地方债纳入,这些被选中的样本券绿色项目金额占比较高,项目信息披露较为详细,有待成为其他绿色债券的范本。

8月31日,中债估值中心宣布,将符合样本券识别标准的九只地方政府债券纳入“中债-中国绿色债券指数”和“中债-中国绿色债券精选指数”。

这是国内首批被纳入权威绿色债券指数的地方政府债券。这九只债券包括“15重庆债13”“15重庆债14”“15宁夏债24”“17湖北06”“17湖北07”“17湖北08”“17云南12”“17云南13”和“17厦门债06”。

本次地方政府债券绿色识别工作中债估值中心和节能衡准专家团队共同开展,延续了中债估值中心首创的绿色债券指数“实质绿”样本券识别理念,根据公开披露的地方政府专项债发行文件,以四项国际绿色债券标准为依据,识别募集资金投向的绿色项目,并以绿色项目金额占比为量化指标筛选。

识别团队本次共识别样本券总数692只,确定九只样本券为绿色债券,发行规模为260亿元,其中,七只债券的绿色项目金额占比为100%,只有“17厦门债06”和“15宁夏债24”分别是62%和71%。债券主要投向污染防治、清洁交通、生态保护和适应气候变化项目。

中债金融估值中心相关人士表示,在本次识别工作中,也发现地方政府专项债在环境信息披露方面存在一些不足,如募投项目信息披露详细程度差异较大,基本未披露相关项目的定量指标等。陆文钦表示,由于披露信息量不足,关键信息模糊,无法进行识别判断操作的样本券占样本券总券数的14%。

[返回首页](#)

## 区域新闻

### 前八月安徽重点项目完成投资 9661.4 亿元

从安徽省发改委获悉：今年 1 至 8 月，全省重点项目建设平稳推进，累计完成投资 9661.4 亿元，为年度计划的 86.4%；开工项目 2283 个，为年度计划的 92.7%；竣工项目 725 个，为年度计划的 60.9%。8 月当月，开工建设了 89 个项目，竣工投产了 144 个项目。

据省发改委有关负责同志介绍，前八个月重点项目建设主要特点：项目完成投资依然保持较快增长，投资额同比增长 21.2%，投资进度同比快 7.5 个百分点；项目开工形势较好，新开工数同比增长 27.3%，开工率同比提高 4.2 个百分点，16 市中马鞍山、宣城、池州 3 市已提前完成年度开工计划目标；12 个行业中的 10 个完成投资超序时进度，其中农林、服务业、传统产业升级改造完成投资进度均超 95%。

### 安徽省出台《强化小微企业融资服务行动方案》

近日，安徽省出台《强化小微企业融资服务行动方案》，针对小微融资痛点，精准施策，缓解小微企业“融资难、融资贵、融资慢”。

#### 小微中长期贷款 贴息金额最高可达 500 万

此次《方案》明确，我省将进一步扩大上述创新业务规模。

在新型政银担合作上，适当提高风险容忍度，力争到 2020 年，全省新型政银担业务新增额达到 1000 亿元。拓展“税融通”受惠面，2017-2020 年，每年“税融通”累计投放额 100 亿元以上。优化续贷过桥资金使用流程，实现年周转次数 12 次以上，到 2020 年，当年累计续贷 600 亿元以上。扩大农业信贷担保“劝耕贷”覆盖范围，到 2020 年末，实现全省全覆盖。

为鼓励银行业金融机构针对小微企业开展 1 年期以上中长期贷款，《方案》提出，对于 3 年期(含)以上，用于企业技术改造项目的小微企业固定资产贷款，省级制造强省建设专项资金将按照同期银行贷款基准利率的 40% 予以贴息，每户企业贴息金额最高可达 500 万元。

[返回首页](#)

## 深度分析

### 中国出口“天花板”会否显现

文/钟正生（财新智库莫尼塔研究董事长、首席经济学家）

文章来源：《中国外汇》 2017 年 09 月 05 日

2017 年上半年，中国的出口数据表现较为出色。部分观点据此认为，未来中国出口形势一片大好，甚至要开启一轮新周期。但笔者认为，对未来出口的形势判断不宜盲目乐观。在出口形势整体平稳的情况下，仍存在一些限制因素。

值得注意的是，2015 年中国出口占世界出口的份额达到历史新高 13.8%，但 2016 年这一份额则下降至 13.2%。这不禁令人联想到，曾经的贸易出口大国德国和日本曾经遭遇的情况：日本出口占世界出口的份额在 1986 年达到 9.86% 高点之后开始回落，德国出口占世界出口的份额在 1990 年达到 12.1% 的高点之后也出现回落。在德日出口份额触及“天花板”的背后，不难看到“广场协议”的影子，这是美国针对其与二者间巨额贸易逆差的“纠偏”举措的直接影响。当前，需关注中国出口遭遇类似德日出口触及“天花板”的风险。

#### 一、发达经济体复苏稳中有忧

从中国出口外需角度看，发达经济体的复苏势头并非十分乐观，这对中国出口而言是一大限制因素。

2017 年上半年，新兴经济体与发达经济体的增长趋势近乎同步，全球货物贸易量同比增速达到 2.8%，明显高于前五年的平均增速 2.3%。2017 年以来，我国出口得到明显修复，与发达经济体基本面好转的溢出效应有明显关系。2017 年上半年，中国对欧美出口占比合计已占到中国出口总额的 28% 左右。可以说，美国经济复苏势头不改，欧洲经济“靓丽”表现超出预期，都对我国出口产生了不小的拉动作用。

不过，全球经济真地踏上复苏的快车道了吗？甚至如一些乐观者所言，已经拉开了新一轮朱格拉周期的序幕了吗？笔者认为，实际情况并非如此乐观。

先来看美国经济。美国通胀已经连续五个月不及预期，并成为美联储内部分歧的最主要来源；非劳动力中具有工作意愿的人数显著走低，给一直十分抢眼的新增就业数据抹上了阴影。制造业方面，制造业人口虽处于回升通道，但仍显著低于历史水平；同时，制造业劳动生产率增速约为 1.1%，只及历史均值水平的一半左右。此外，特朗

普新政四处碰壁，也成为美国经济的一个减分项。因此，美国经济复苏可以用“平稳”来形容，但若冠之以“强劲”则有夸张之嫌。

再来看欧洲经济。欧元区核心通胀仍维持在 1% 左右，与 1.4% 的目标值仍有较远距离。欧元区内部国别之间分化明显的顽疾仍在持续，如德国失业率已连续四个月低于 4%，而意大利的失业率却仍高达 12%。内部分化或将继续拖累欧元区的复苏势头。而最近三年欧元区企业信贷的几乎零增长，似乎也不是经济增长有韧性和持续性的积极信号。因此，欧洲经济能否在逃脱民粹主义的梦魇后延续今年上半年的抢眼表现，仍然有待观察。

综上，目前欧美经济复苏整体上应是稳中存忧。世界经济也许不会像长期停滞 (Secular Stagnation) 理论预示的那么悲观，但也绝不像新周期鼓吹者宣扬得那么乐观。

## 二、全球生产供应链重构的冲击日益显现

退一步讲，即便全球经济已处于平稳复苏的态势，中国出口也不见得会自然而然地再上一个台阶。这是因为，更深层次来看，全球生产供应链重构对全球贸易的冲击正在日益显现。

近几年一个值得关注的现象是，贸易在全球经济中的占比呈下降趋势，作为拉动全球经济的“引擎”，其似乎陷入了动力不足的困境。2008 年全球金融危机前，全球贸易增速大约为全球 GDP 增速的两倍；但近几年，贸易增速却开始低于全球 GDP 增速。这背后有周期性因素的影响，而经济复苏的迟滞与反复，导致了贸易扩张的迟滞与反复。除此以外，近年来贸易的收缩有一半以上可以归结为长期结构性因素的影响。这主要包括以下两个方面：

**一是笼罩全球的贸易保护主义阴霾。**从国际贸易环境分析，贸易自由化政策从上世纪 90 年代中期开始显著减少，而且也几乎没有新的贸易协定出现。有些新达成的贸易协定由于覆盖范围较小，很难对全球贸易造成显著的边际影响；而有些多边贸易协定则中途“流产”，如 TPP。

从中国面对的贸易环境看，中国早在 2015 年就被美国列入操纵外汇的“观察名单”。今年中美推出“百日计划”，其实就是美国针对中国进行贸易保护、减少贸易逆差的一种手段。最近美国重提“301 条款”，与历史上美国对日本进行贸易制裁时援引“特殊 301 条款”极其类似。8 月 14 日，美国总统特朗普签署备忘录，授权对中国是否侵犯美国知识产权展开调查，调查领域主要集中在诸如芯片、电动汽车的高科

技行业。与此同时，欧洲针对我国也频频推出贸易保护措施。贸易保护将使得我国分享贸易红利的阻力越来越大，并可能使我国出口的“天花板”效应更快凸显。

**二是发达国家制造业“外包”转“内包”的趋势性变化。**近年来发达国家制造业回流日趋明显，Insourcing（内包）与 Reshoring（回岸）已经成为美国等发达国家新的贸易方式。特别是近年来以中国为代表的发展中国家劳动力成本的逐渐攀升，以及 3D 打印、物联网、人工智能等技术进步的日新月异，进一步加快了发达国家“外包”转“内包”的进程。除了上述技术因素，美国国内政策也支持制造业回流，由“外包”转“内包”。奥巴马执政期间，就通过减税鼓励企业搬回国内，并对美国企业在海外的 2 万亿美元利润征收了 14% 的过境税，以阻止国内企业“外包”。深层次来看，贸易方式改变的直接影响，就是全球贸易价值链（即两个或两个以上的国家参与生产过程，并在不同阶段实现价值增值的贸易方式）的更快收缩。而价值链收缩加快会进一步造成全球贸易的衰退，以及中间加工品贸易增速的明显回落。我国作为世界上最主要的中间品贸易大国，不可避免将受到冲击。

此外，在美元指数难有强势回升、国内“逆周期因子”持续发挥效力、资本管制之弦仍然紧绷等因素的叠加影响下，未来人民币汇率或将呈现震荡走强的格局，也会增加后期中国出口增速再上新台阶的难度。

### 三、德日出口历史上遭遇“天花板”的经验

从当前的内外部形势来看，中国出口的未来增长形势很有可能面临一定的挑战。此外，从贸易大国的历史经验看，需要警惕中国出口遭遇“天花板”效应的风险。中国目前的出口形势与二十世纪 90 年代的日本和德国有一定的相似之处，即具备稳定的贸易顺差、本币升值压力（人民币是较长时期贬值后的“逆转”），以及在世界出口中的份额趋于历史极限。

德、日两国在二战后依赖出口，经济发展尤为迅猛。德国出口占 GDP 的份额从 20 世纪 70 年代初期的 17%，攀升到 90 年代的 25% 左右；贸易顺差在 1979 到 1989 年的十年内几乎增长了 6 倍。日本从 20 世纪 80 年代开始迅速实现了贸易顺差的积累和外汇储备的扩张，而这主要得益于其进口替代能力的增强以及产品竞争力的提高。但这一时期，美国经济的表现则不尽人意，国内财政赤字高企、贸易逆差严重。

在此背景下，美国为缓解国内经济问题，扭转巨额贸易逆差，于 1985 年迫使日、德签订了著名的“广场协议”。根据协议规定，德、美、英、法、日一致行动，卖出



总规模为180亿美元,以使美元贬值10%—15%。其中,日本负担30%,德国负担25%。德国马克在签订协议后的一个月升值7%,并在此后三年里迅速升值。德国出口增速由此受到巨大打击,在世界出口中的份额从1990年12.1%的高点开始回落。日元对美元则在签订协议后短短三个月内升值25%,并在此后三年累计升值了约40%。受此影响,日本出口增速急剧下降,在世界出口中的份额也由1986年9.86%的高点回落。可见,“广场协议”造成的日元和德国马克的急剧升值,正是日本和德国出口在世界出口中的份额相继触到“天花板”后掉头向下的直接导火索。

鉴于当前中国出口情况与20世纪80—90年代的德日具有一定的相似性,且全球正处于美国贸易保护主义倾向日趋严重的类似背景下,中国出口遭遇增长“天花板”效应的风险值得警惕。

#### 四、如何应对出口“天花板”

一旦出口遇到“天花板”,对一国来说,既是严峻的挑战,需要有适宜的政策应对,也会形成一个非自愿的“倒逼”,促使经济适时转型。目前,中国出口的“天花板”效应似乎正在显现。在如何应对方面,可以借鉴德国和日本的有益经验。

**第一,稳妥处理汇率升值,保持货币政策的独立性。**“广场协议”后,德国面临通胀加剧的风险。对此,素有“货币守护者”和“稳定保障者”之称的德国央行,一以贯之地采取了反通胀政策来抑制通胀抬头,减少经济波动,通过实施“高利率与紧财政”的政策组合来保持国内经济稳定。1982年至1987年,德国财政赤字占GDP的比例从3.3%降到0.4%;1992年,德国贴现率高达8.25%,而同期美国和日本的贴现率分别只有3%和3.7%。反观日本,为了应对日元升值的不利影响,采取了大开流动性闸门的做法,结果为日本经济走向“失去的二十年”埋下了伏笔。以德日为鉴,我国在处理人民币汇率问题时,也需适度扩大人民币汇率的弹性,以进一步拓展国内货币政策的空间。

**第二,发展多元出口,降低对传统贸易国的依存度。**1987年,日本对美出口占其出口总额的39%;而在20世纪80年代末90年代初,美国对日本的贸易逆差占其逆差总额的60%左右。在如此集中和脆弱的贸易结构下,美国对日本展开贸易战很容易将其击垮。目前,中国对美贸易逆差已占美国贸易逆差的40%左右。但中国正在通过“一带一路”等多边贸易形式,逐步降低对传统贸易国的依存度。2017年7月,中国对传统贸易国的出口占比仍然较高,其中对美国出口占比高达19.4%,对欧盟国家的出口

约占 16.9%。但可喜的是，中国对东盟国家出口的合计也已高达 11.8% 左右。目前，中国对“一带一路”沿线国出口增速和占比不断提升，已在很大程度上弱化了对美国的高依存度，提高了对美国贸易保护主义措施的抗压能力。

**第三，提高出口产品的核心竞争力，向贸易价值链的上方延伸。**要保持出口长盛不衰，关键在于提升产品的核心竞争力，发展高精尖、难替代的出口商品，集聚消费国的忠实度以及进口刚需。以日本为例。其贸易结构在 20 世纪 60 年代至 80 年代末发生了明显变化：出口商品中，农产品以及低端制造业产品（如纺织品、钢铁产品和其他半成品）的占比从 10% 下降到 3%，中高端制造业设备（如机器和交通设备子项中的办公和通讯设备、汽车、发电设备及其他非电子设备）占比则不断提升。如机电及交通类产品的出口占比，从 1963 年的 28.4%，升至 1973 年的 51.7%，再提升到 1993 年的 71.8%。相比之下，中国出口商品结构虽自 20 世纪 90 年代开始，也呈现出制造业出口占比提升，农产品、矿产品以及低端制造业产品（例如纺织品和服装）占比下降的趋势，但当前与日、德出口触碰到“天花板”时的贸易结构相比，仍有明显差距。

日本方面，1983 年，日本机电及交通设备出口在出口总额中的占比为 63.8%，汽车占比为 20.9%，远高于我国 2015 年机电及交通设备出口、汽车在出口总额中 46.8% 和 2.2% 的占比；而同年，我国纺织品和服装出口在整体出口中的占比则为 12.5%，远高于 1983 年日本 4% 的占比。

德国方面，1990 年，德国机械设备出口在整体出口中的占比达到 41%，同样远高于我国 2015 年 15% 的占比；但 2015 年我国电子产品出口占比则达 36%，远高于 1990 年德国 8.7% 的占比。从服装出口看，我国 2015 年的出口占比也远高于德国 1990 年 2.5% 的占比。

正是由于德、日出口商品中高端商品技术含量高，因此即便在“广场协议”的巨大冲击下，日本和德国对美国的贸易顺差也并未发生明显改变。鉴此，中国若想尽量减少可能的贸易制裁对出口的冲击，夯实在全球生产供应链中的有利位置，就必须改善出口商品结构，提升中高端制造业的竞争力。当前，在国际贸易保护主义阴霾笼罩、国内传统廉价劳动力的比较优势日趋丧失的背景下，从“制造大国”走向“制造强国”，比任何时候都更加急迫和重要。

[返回首页](#)

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、股票市场、地方金融动态和行业发展为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。