

2015 年 9 月 23 日

宏觀經濟

那些年，別人家匯率的沉浮——兼論人民幣貶值非趨勢

2010 以來中國出口增速持續下滑，2015 年更是屢次出現負增長。出口低迷原因何在？是否意味著人民幣幣值過高，亟需貶值以刺激出口？

本報告中，我們將探尋出口低迷背後的原因，借鑒日本、德國等國的經驗，厘清出口與貶值之關係。我們的結論是：國際經驗表明，貶值未必能提振出口，而出口份額下降卻是貶值的原因；中國出口增速下滑緣於外需疲軟，但出口競爭力仍強，因而無需也無意依靠貶值刺激出口。

出口增速低迷的懸疑。今年以來，中國出口同比增速持續負增長，中采 PMI 和財新 PMI 新出口訂單指標也迭創新低。出口低迷原因何在？出口由外部需求和中國出口的競爭力所決定，而出口競爭力短期會受匯率波動影響，長期由勞動生產率所決定。

全球出口規模增速於 2010 年見頂，並在 2012 年迅速墜落，過去三年始終徘徊在零值附近，因而過去三年外需整體幾乎沒有擴張。而作為中國前兩大交易夥伴，美國和歐盟 2014 年以來進口增速持續下滑，反映外需整體疲軟。但其進口中，中國占比卻是穩步上升，反映中國製造的出口競爭力並未下滑。因而中國出口增速下滑更多是緣於外需低迷，而非競爭力下滑。

貶值與出口，孰因孰果？從日本、德國等國經驗來看，匯率貶值在短期內不一定能提升出口產品的國際競爭力，而從長期看，一國貨幣的實際有效匯率往往與出口份額趨勢一致，且略滯後於出口份額的變化。

日本經驗：90 年代以前，日元趨勢性升值，出口份額不降反升，93 年出口份額見頂回落，日元進入貶值通道，但貶值後出口增速仍在大幅下降。而日本出口份額的兩次見頂（86 年和 93 年）均領先於日元有效匯率見頂（88 年和 96 年），說明出口份額變化領先於匯率變化。

韓國經驗：兩次金融危機期間，韓元大幅貶值，但出口增速不升反降，也未能換來出口份額的明顯提升。而兩次金融危機後，韓國通過產業升級和貿易轉型提高了出口競爭力，出口份額穩步回升，而其有效匯率也觸底反彈。

新加坡經驗：85年、97年新幣貶值，但出口僅短暫上升，而後仍大幅回落。而在80年代，新加坡通過產業轉型提升出口競爭力，出口份額穩步提升，新幣有效匯率也整體上升，同樣也表明一國的產品競爭力決定長期匯率走勢。

德國經驗：德國以產品技術和品質贏得競爭力，成為全球製造業的“傳奇”。95年之後德國馬克曾快速貶值，但其出口增速仍在大幅下滑。而德國的出口份額和有效匯率也是顯著的正相關關係，且匯率變動滯後於出口份額變動。

出口優勢仍在，無需貶值刺激。當前中國出口占世界出口的份額一直在強勢上升，說明中國產品的競爭力依然存在。儘管出口持續負增，但出口增速依然高於進口增速，從而貿易順差不斷擴大，這意味著中國在貿易環節的相對優勢沒有發生改變。而經常帳戶和FDI項下資本持續巨額流入，也為我國國際收支奠定穩健基礎，因而人民幣不存在持續貶值基礎。

而高層也無意依靠貶值刺激出口。今年以來的外貿穩增長政策，普遍聚焦於推動貿易便利化，而自人民幣匯率形成制度改革以來，李克強曾在多個場合重申人民幣匯率不存在持續貶值基礎。而易綱也表態，匯改意在完善匯率機制，無意於依靠貶值刺激出口。

大市導航

汽車與零配件：大眾面臨180億美元罰款，看好新能源汽車、互聯網汽車

事件：美國環保局18日指控大眾汽車集團安裝非法軟體、故意規避美國尾氣排放規定，面臨最高180億美元罰款。涉案車輛包括大眾08年以來在美銷售48.2萬輛柴油轎車，品牌包括捷達、甲殼蟲、高爾夫、帕薩特和奧迪A3。

點評：

- 1、首先，中國沒有柴油轎車市場，實質銷量影響沒有，至於品牌衝擊需要觀察；其次，汽車企業解決排放問題难度大和成本高，歐洲車企加快新能源汽車發展，但一直依賴柴油轎車技術作為過渡技術，包括其他節能技術，治標不治本，未來新能源汽車充分受益排放法規提升；
- 2、繼續看好新能車，未來半年基本面超預期，建議關注整車——比亞迪、萬向錢潮、多氟多、納川股份，電池——東源電器，核心材料——滄州明珠，碳酸鋰——天齊鋰業；
- 3、互聯網汽車（後市場、智慧汽車、車聯網等）長期趨勢確定，配路回歸，短期受益成長性、風險偏好、事件推動。中國反壟斷正深入到大眾化品牌，起草中的《汽車銷售辦法》、《汽車反壟斷指南》將重塑行業格局，另汽車智慧互聯寫入中國製造2025，建議關注金固股份、得潤電子強勢回歸。

風險因素：政策低於預期；行業發展不達預期。

電氣設備：電動車充電介面國標修訂通過審查，關注充電核心標的

(1) 工信部公示：《電動車傳導充電用連接裝銘》國標通過專家審查，充電介面標準修訂獲重要進展。

(2) 前版：技術細節尚不清晰。致使充電設備無法相容部分車型，直流快充樁握手協議差異尤甚。是目前充電體驗欠缺主要原因之一。

(3) 修訂版：提升充電功率，優化連接時序，明確電子鎖要求。在充電便捷、相容性上顯著提升。打通充電主要障礙，對充電網路建設具積極意義。

(4) 此外，我們預計 2020 年前，充電設備潛在市場空間約 1000 億元，有望成為拉動基建、穩增長調結構的領域之一，政策層面支持可期。

(5) 關注充電設備、運營核心標的：萬馬股份、特銳德、易事特、奧特迅等。

風險因素：市場競爭風險。

石油化工：油氣體制改革方案或年底出臺

據每日經濟新聞等媒體報導：新一輪油氣體制改革總體方案或在年底正式出臺。目前已有初步方案，正向國土部、能源局、商務部、環保部等相關部門和業界徵求意見。

期待石化行業體制改革儘快推出。石化行業將受益于油氣全產業鏈的放寬准入，改革將主要體現在以下幾個方面：(1) 常規油氣區塊向民企開放，關注廣匯能源、洲際油氣；(2) 油氣進口權放開，關注風範股份、長百集團；(3) 油氣價格市場化，我們預計氣價近期有望下調，關注勝利股份、長百集團。(4) 在壟斷放鬆的同時，石化央企自身也會進行改革：包括專業化分工整合，以及資產或業務的互補性重組等，關注泰山石油、大慶華科等。

重點上市公司。中國石化、上海石化、金正大、中化國際。

風險提示：原油價格持續低迷，改革進度低於預期，政策風險。

成發科技（600391）：航空發動機板塊彈性最大標的

我國航空發動機 20 年需求近 2 萬億，軍用需求爆發式增長，民用空間更為廣闊。我國軍事戰略全面升級背景下，軍用航空發動機需求正呈現爆發式增長，我們預計未來 20 年需求約 3000 億元，配套服務需求約 5000 億元。考慮民用航空發動機未來需求量則更為龐大，合計未來 20 年總計需求接近 2 萬億元。

航空發動機專項有望超預期扶持，公司體量較小，是未來受益效果最大標的。發達國家無不斥鉅資投入航空發動機研發，我國超千億兩機專項有望出臺，且我們推測投資規模有望達到 3000 億元。我們認為，發動機產業上市公司中，公司體量最小，獲得與其體量比例相當甚至更高補貼應是大概率事件，專項對其促進作用相對於其它發動機板塊公司將為顯著，公司有望成為專項最大受益標的。

公司有潛力成為我國整機產能重要補充。公司發動機整機產品正處於新老更替期，新型號處於快速研製中。隨著大飛機國家重大專項和空軍戰略轉型需求帶動，航空發動機需求正爆發式增長。公司作為我國重要發動機整機廠之一，將有望成為我國軍用航空發動機產能重要補充，民用領域對航空發動機需求更為龐大，公司成長前景極為廣闊。

市值相比發動機板塊其它兩家公司被嚴重低估，彈性巨大。中航工業發動機板塊下共 3 家上市公司，航空動力 757 億市值，中航動控 257 億元市值。公司目前 106 億市值仍被明顯低估，市值仍有巨大成長空間。

風險提示。（1）軍品訂單大幅波動。（2）新產品研發量產晚於預期。（3）世界經濟持續下滑，外貿航空業務增長不達預期。（4）相關政策公佈晚於預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。