

宏觀

龐大出口背後，中國賺多少錢？——從iWatch的價值鏈說起

大家都知道我國的出口貿易非常龐大，但貿易競爭力如何？具體到各行業當前在全球都處於什麼位次？出口龐大的背後存在哪些問題？長期來看，“中國製造”未來會有哪些提升空間和投資機會？為了回答這些問題，我們先給大家介紹一個概念——“價值鏈”。

何謂價值鏈？每個產品從原材料到最終到達消費者手中，可能很多國家的不同企業都承擔了某個環節的工作，對產品價值做出了貢獻，整個鏈條就被叫做“價值鏈”。結合IHS iSuppli 2015年的報告，售價349美元的iWatch，生產成本大約為83.7美元，絕大部分價值被蘋果公司創造並拿走。在生產成本中，美國的公司貢獻了接近40美元的價值，日本生產的儲存器貢獻7.2美元價值，中國生產的電池、附帶配件等貢獻的價值可能不足7美元，組裝測試成本僅2.5美元。此外，奧地利、義大利、法國等國的企業對iWatch價值也有貢獻。瞭解價值鏈的概念以後就會發現，直接用出口金額來衡量就誇大了中國的出口，而必須將進口的其它國家製造的元部件價值剔除掉，也就是用中國貢獻的附加值占比來衡量出口競爭力。接下來，我們將分別從出口份額和附加值占比來審視一下中國的出口競爭力。

從出口規模看，中國絕對第一！2016年我國出口占全球總份額達到13%，連續八年位居世界第一。分行業看，2015年中國在紡織、服裝等行業的出口份額均接近40%，排名都位列全球第一；辦公和電信設備的出口占比在2009年超越歐盟以後穩居第一，份額達到33.7%。其中的電信設備和電子化資料處理的出口份額均超過35%，積體電路及電子元器件的出口份額也在20%左右。從交易夥伴角度看，我國是美國、歐盟和日本等發達經濟體進口的第一大來源國，在日本、美國和歐盟進口中的份額分別達到25%、21%和20%。

但從附加值看，提升空間很大！出口產品的附加值占比才能真正反映我國對出口商品貢獻的價值，相當於衡量在全球價值鏈中，中國到底掙了多少錢。根據OECD的測算，我國出口產品的國內附加值比重約為68%，在主要經濟體中處於中等偏低水準，還有很大提升空間。紡織服裝的國內附加值占比也僅僅處於世界中等水準；自動資料處理設備、無線電話機配件、電腦和電子產品的整體附加值比重只有45%，遠低於其他國家，尤其是美國、日本等發達國家的附加值占比都超過80%。出口商品的國內附加值較低，主要還是因為在國際分工中我國處於“微笑曲線”的中間區域。例如，加工貿易在我國出口中的占比依然有34%。

未來方向：技術進步，貿易升級。總結美、德、日的貿易發展軌跡：在一國勞動力成本較低的時候，製造業競爭力會凸顯出來，出口份額會不斷提升；但隨著經濟增長和勞動力成本的提高，相比其它國家的成本優勢會逐漸減弱，該國出口份額會不斷被侵蝕，領先地位逐漸被成本更低的國家取代；在這一過程中，必須實現產業和貿易升級，注重技術創新，將產業向“微笑曲線”兩端發展，才能保持出口競爭力。儘管美、德、日的出口份額有所下降，但其製造業的競爭力始終處於全球前五以內的位置，原因在於三個經濟體對人才、創新的重視，使得其高端製造業保持了全球領先地位。但往前看，我們對中國貿易的未來並不悲觀，同樣存在很多投資機會。從短期來說，去年以來全球貿易回暖，我國製造業企業仍然能從貿易改善中獲益。長期來說，我國產業和貿易升級過程中，關於技術、創新、品質提升的投資機會同樣存在。

又到“十字路口”，金融何去何從？——2017年全國金融工作會議前瞻

五年一度的全國金融工作會議即將召開，金融工作會議會對下一階段重大金融改革問題進行定調。我們梳理了歷次會議召開的背景和提出的改革措施，並基於宏觀經濟和金融業發展的現狀，對本次會議做一些前瞻判斷。

前四次做了哪些改革？第一次會議：1997年11月。會後撤銷了人民銀行省級分行以保證金融調控權集中在中央，設立保監會代替央行分管保險事宜；專門設立四大資產管理公司剝離四大行的不良貸款，維持金融穩定。第二次會議：2002年2月。成立銀監會，替代人民銀行專門履行銀行業監管職責；實施農信社改革，成立匯金公司充當中、建、工行的股改出資人。第三次會議：2007年1月。實施《公司債券發行試點辦法》；設立中投公司以承擔外匯儲備的投資管理工作；匯金公司注資國開行，國開行推行自主經營、自負盈虧、自擔風險的商業化運作；創業板正式上市；農行掛牌上市，國有四大行全部完成股份制改革。第四次會議：2012年1月。提出“確保資金投向實體經濟”，“防止虛擬經濟過度自我迴圈和膨脹”。第四次會議後我國經濟和金融領域發生了哪些變化呢？這些變化決定了未來幾年我國金融工作的方向，我們接下來重點看一下。

最近五年有哪些變化？首先，宏觀經濟增速連續下降。GDP同比增速從8%以上下降到不足7%，固定資產投資增速從20%以上下降到10%以下。工業部門去杠杆、去庫存、去產能問題突出。寬鬆貨幣發力，財政更加積極。12年至今央行總共7次降准、8次降息。廣義財政也在發力，貨幣和財政刺激經濟的力度可以說並不亞于金融危機時期。然而貨幣卻大量流入了資產領域，資產泡沫膨脹。14、15年股債雙牛，但15年中股市異常波動後，房地產市場接力，成為投資的新熱點。多數指標均顯示國內房地產價格偏高，接下來都承受著泡沫風險，需要小心翼翼地消化和控制。與貨幣寬鬆相伴隨的是金融監管整體趨松，金融機構瘋狂擴張。如果計算一下近三年的年化增速，私募基金高達130%，基金子公司專戶123%，基金公司專戶74%，券商資管51%，均在50%以上；基金公司公募規模增速45%，信託業23%，保險20%，增速都遠遠高於GDP增速和M2增速。銀行業近三年年化資產增速15%，但非銀機構資管規模高增長主要還是承接了銀行業相關業務。瘋狂擴張的背後，是金融風險的積聚。流動性風險、信用風險和整個經濟的系統性風險在上升。整個系統變得非常脆弱：在房地產市場穩定時，一切看起來相安無事；而一旦房價風險暴露，金融體系也要遭殃。

未來金融業如何走？金融安全和統籌監管是重點。無論是從前幾年金融業瘋狂擴張帶來的問題，還是從近年主要領導人和監管機構的表態來看，金融安全與金融監管都將是本次會議討論的重中之重。16年底中央經濟工作會議提出，要把防控金融風險放到更加重要的位置；“十三五”規劃提出加強統籌協調、完善金融監管框架，實現金融風險監管全覆蓋，將是下一階段金融改革的方向；今年4月的中央政治局會議上，總書記就維護金融安全提出6項任務，新華社連發七篇評論，以“三個統籌”談金融監管的升級。具體如何統籌監管？第一，在總的方向上，金融工作會議有望將金融監管協調機制提到更高層面。第二，從監管類型上看，在現行分業監管的基礎上，將會增強統籌協調，適當增加功能監管、行為監管。從級別上看，中央要求地方按照部署，做好本地區金融發展和穩定工作，形成全國一盤棋，意味著中央和地方金融監管的分工也可能進行協調統籌。資管業務監管的具體動作或已不遠。

金融工程

“關注盈利指標”是短期風格還是長期趨勢

單獨使用盈利指標篩選個股並不有效。以ROA作為盈利指標將全市股票分成10組，長期來看高ROA組合相對低ROA組合並不具備顯著的超額收益。而ROA的同比變化dROA則具有顯著的選股能力。

盈利指標的真實選股能力被風格掩蓋。研究發現，大盤股具有更好的盈利能力。樣本期間，A股市場呈現顯著的小盤風格。高盈利組合的表現會受到市場風格的拖累。剝離風格因數影響後，ROA因數與股票未來收益正相關。

盈利變化指標能夠提供盈利指標之外的選股資訊。盈利變化指標dROA與盈利水準ROA存在正相關。即使剔除ROA對dROA的影響，高盈利增長的公司也具有超額收益。

橫截面回歸的結果與分組篩選的結果一致。2009年1月至2017年6月，盈利的上市公司月收益率比虧損的上市公司高出0.49%，盈利增長的上市公司月收益率比盈利縮減的上市公司高出0.58%。

“關注盈利”並非在今年曇花一現，盈利指標長期具有選股能力。引入ROA、dROA指標後，能夠進一步提升多因數收益預測模型的精度，從而提升多因數組合的表現。

風險提示：因數歷史規律失效。

行業點評

傳媒：佈局教育、低估值影視遊戲等回檔

三季度我們對傳媒板塊不悲觀，一方面流動性回暖，另一方面並購重組放開。

我們認為由於社會影響，遊戲台塊的估值將壓制，但板塊增速強勁，板塊25倍PE左右仍是較好的佈局點，關注完美世界、遊族網路、三七互娛。

影視板塊受到政策影響以及樂視網因素而回檔，但一些影視類公司估值已低，回檔恰是佈局機會：新文化、華策影視、中南文化。

另一方面關注國企改革對於傳統媒體外延、經營上的促進和提高：皖新傳媒、中文傳媒、南方傳媒。

重視民促法細則的陸續推出對於教育板塊的利好：百洋股份、世紀鼎利、立思辰。

風險提示：大盤系統性風險，轉型不及預期，業績不達預期等。

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。