

专题报告

抢蛋糕还是送馅饼

2013 年 3 月 5 日

日元汇率贬值点评

主要预测

%	12	13E
GDP	7.8	8.1
CPI	2.6	3.1
PPI	-1.7	1.8
社会消费品零售	14.3	14.2
工业增加值	10.0	11
出口	7.9	9.0
进口	4.3	7.8
固定资产投资	20.6	22.5
M2	13.8	14.0
人民币贷款余额	15.3	14.3
1 年期存款利率	3.00	3.00
1 年期贷款利率	6.00	6.00
人民币汇率	6.24	6.12

最新数据 (12 月)

工业	10.3
城镇投资	20.6
零售额	15.2
CPI	2.5
PPI	-1.9

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利 CFA

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理:

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

事件:

候任日本央行行长黑田东彦在 4 日出席议会听证会时承诺, 今后将加大货币宽松力度, “不惜一切代价尽快结束通缩”。截止 2 月末, 本轮日元贬值幅度已超过 18%。

点评:

□ **日元早已步入贬值通道。**日元贬值始于去年 9、10 月间, 是日本经济衰退、国际收支恶化的结果, 安倍新政对日元贬值的影响更多是扮演了临门一脚的角色。

□ **日本贸易差额: 走到一般的 J 曲线效应?**日元贬值后, 日本贸易收支进一步恶化, 这可能是 J 曲线效应的表现。在全球经济尚未完全走出金融危机阴影的当下, 很难对日本贸易差额的未来改善持乐观态度。如果日本真的在上演 J 曲线效应现实版, 那么日本在贸易收支进一步恶化的 J 曲线效应前半程还有很长一段路要走。

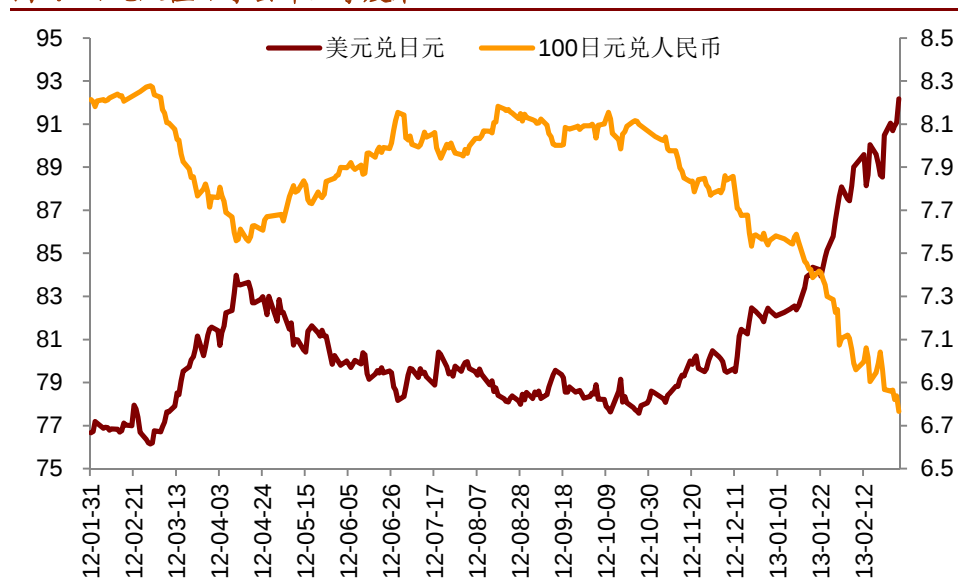
□ **中国进口商天上掉下馅饼?**对于与日本有进口业务往来的行业和厂商而言, 日元贬值对其影响不一。日元贬值有利于中国的汽车制造业、LED 制造业和光学行业的进口, 对机械制造业等行业影响偏中性, 对电容、电阻等被动元件厂商的损害比较明显。

再度当选日本首相的安倍晋三为避免通货紧缩，摆脱国内经济疲软的局面，上台伊始，便不顾国际舆论的压力和国内干预货币政策独立性的争议，迫使日本央行引入 2% 的通胀率目标并推出新一轮的量化宽松政策。央行放水，日元汇率明显贬值。此举引发部分国内学者和分析师的担忧，认为日本可能借助日元贬值挤占中国出口市场。认真分析起来，以上观点虽不无道理，但显然并没有看到问题的多个侧面。

1、日元早已步入贬值通道

安倍晋三竞选期间及上任后的强硬表态赚足了媒体的眼球，仿佛日元走弱完全是拜安倍新政所致。实际上这一轮的日元贬值早在 2012 年 9、10 月间便已开始，其背后有欧债危机缓解，欧元区金融体系稳定状况上升以及全球风险情绪平复等诸多影响因素，金融大鳄索罗斯等的做空操作也起到了推波助澜的作用。据此看来，安倍新政对日元贬值的影响更多是扮演了临门一脚的角色。时至今日，日元兑美元汇率的贬值幅度超过 18%，可视为完成了一轮明显的贬值走势。有趣的是，在此期间，人民币兑美元保持相对强势，人民币相对日元从 2012 年 9 月算起也已升值超过 15%。

图1：日元贬值始于去年三季度末

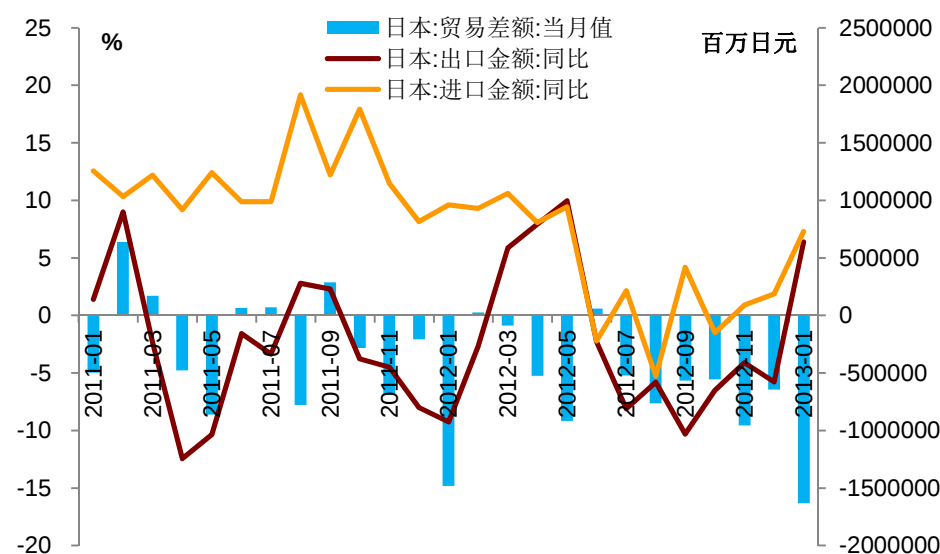


资料来源：Wind，招商证券

2、日本贸易差额：走到一半的 J 曲线效应？

国际贸易理论认为一国如果通过本币贬值的手段来改善国际收支，该国的贸易余额不会立即改善，而是先经历一段时间的恶化才会逐步好转，贸易差额先下后上，走势如大写字母“J”，因此被称为“J 曲线效应”。自 2012 年 10 月以来，日本的贸易逆差逐步放大。10 月日本贸易逆差为 5545.9 亿日元，11 月扩大至 9565 亿日元，12 月逆差规模有所收窄后今年 1 月到达了创纪录的 16309.3 亿日元。显然，现实版的“J 曲线效应”正在日本上演。不过，在全球经济尚未完全走出金融危机阴影的当下，日本贸易收支的走势真能如 J 型那样如期回升吗？

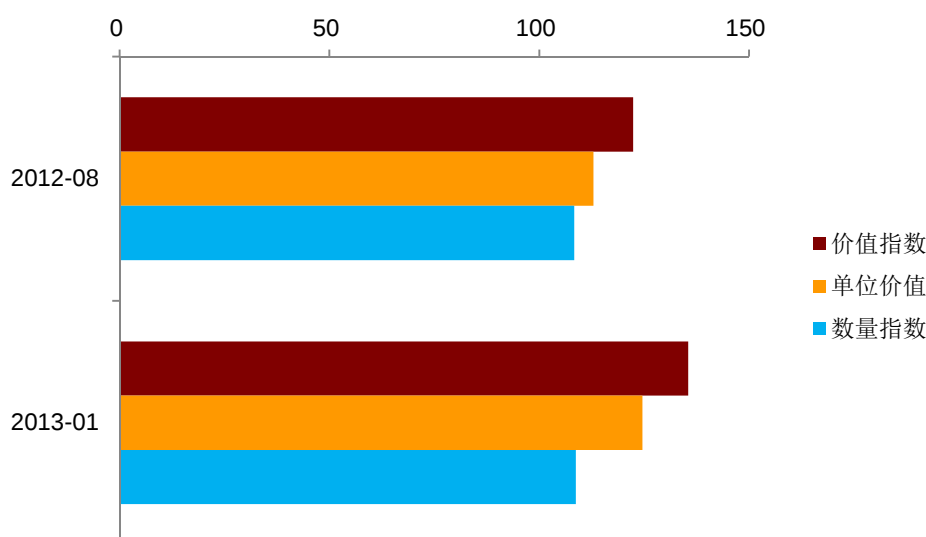
图2: 日元贬值后, 日本贸易余额逆差进一步扩大



资料来源: Wind, 招商证券

先看进口, 日本本身就是一个大国经济体, 并且在福岛核危机后重新启动了大规模原油进口。进口数量的上升叠加以日元计算的进口价格的上升是当前日本贸易逆差扩大的主要原因。而且, 2013 年新兴经济体 GDP 增速回升的概率较大, 那么由此引起的国际大宗商品价格上升对日本企业的进口压力将是阻碍日本国际收支改善的重要潜在威胁。如图 3 所示, 2012 年 8 月和 2013 年 1 月, 日本的进口数量指数分别为 108.35 和 108.75, 基本相同, 但是进口商品的单位价值和总额指数明显上升, 其中单位价值指数由 112.96 升至 124.62, 总额指数由 122.40 上升至 135.47。日元贬值对日本进口的消极影响已初步显现。

图3: 日元贬值, 日本进口成本上升

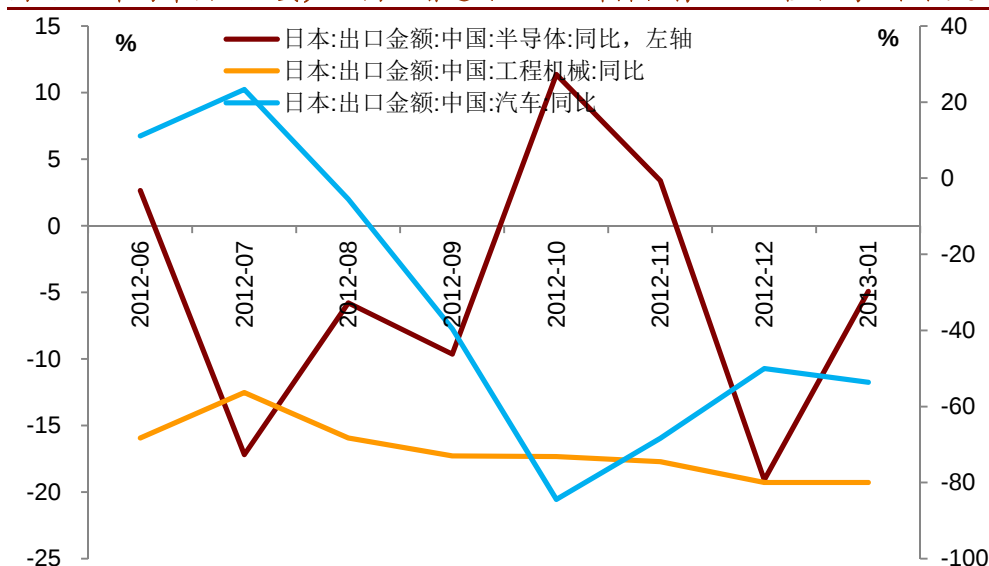


资料来源: Wind, 招商证券

再来看出口, 日本出口面临的真正麻烦并不在汇率。日本与其最主要的出口目的地——中国在钓鱼岛等问题上严重摩擦, 两国政治关系降入冰点, 自然也会影响到中日两国的贸易交往。根据日本财务省的统计, 自中日钓鱼岛争端爆发后, 日本对华出口的重要商品——机械和汽车的出口量明显低于过去的月均出口额。无独有偶, 日本日前举办的“竹

岛日”活动引发韩国不满，朝野一致抗议。一众中小工商业企业付诸行动，计划自 3 月 1 日起发动韩国建国以来规模最大的抵制日货活动。由于参与该活动的个体商户所经销的日本产品占在韩国市场流通日本产品的 80%，可以预计此次抵制日货运动对日本近期的出口形势而言更是雪上加霜。另一方面，还需考虑到日本的大国经济地位和日元的国际货币优势。在部分日本主导的行业中，国际贸易的结算货币以日元为主。对于此类行业，日元贬值对出口的刺激作用是相对有限的，因为日本出口商收到的日元数量在贬值前后是不变的，所以在这类行业中，收益于日元贬值的反而是进口商。除非日本厂商有较强的议价能力，能够凭借自身优势抬高售价。

图4：日本对华出口主要产品同比增速（以日元计价）自日元贬值后均比较低迷



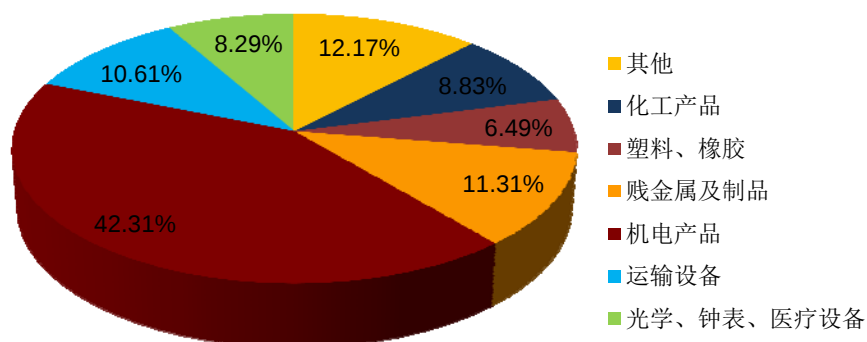
资料来源：Wind，招商证券

鉴此，在目前的情势下，很难对日本贸易差额的未来改善持乐观态度，J 曲线的前半程还有一段路要走。

3、中国进口商：天上掉下馅饼？

对于那些与日本有进口业务往来的中国贸易商而言，日元贬值显然有利于降低其进口成本，提升盈利水平，尤其是日本产品在中国的经销商。一假设某一日本产品在华经销商从日本进口 100 万日元的货物，2012 年 9 月 26 日 100 日元兑人民币的汇率是 8.1155，换言之进口货款是 81155 元人民币，而 2013 年 2 月 25 日的汇率仅为 6.6240，换算成人民币不过 66240 元人民币，也就是说不到半年时间，中国进口商的成本下降了 14915 元，降幅达 18.4%。显然，中国进口商真的是碰上了“天上掉馅饼”的好事儿。例如，斯巴鲁汽车在中国主要经销商-庞大集团 2011 年的年报显示，因日元汇率波动，该公司早在 2011 年就尝到汇兑收益的甜头，当年汇兑收益达 8702 万人民币。据此推算，2012 年庞大集团的汇兑收益不少于此规模。

图5：2012年三季度日本对华出口主要产品比重



资料来源：Wind，招商证券

对于进口替代行业厂商，则需要具体问题具体分析：一是考虑日本零部件进口成本占其产品总成本的比重，二是考虑国内厂商与日本厂商在国际市场上是否存在直接竞争关系。目前中国主要出口商品——机电和高新技术产品中，相当部分需从日本进口关键零部件，如液压器、电机、手机芯片等，日元贬值降低了这些出口商品的进口和生产成本。具体来看，日元贬值有利于中国的汽车制造业、LED 制造业和光学行业的进口，对机械制造业等行业影响偏中性，对电容、电阻等被动元件厂商的损害比较明显。

再者，从当前全球分工格局考虑，中国是全球的制造中心，日本制造业对终端产品销售数据和销售价格的控制能力已不复当年，日元贬值的收益可能转移到生产商方面，更有可能转到品牌持有者。

对于中国而言，在中日双边贸易中，中国是逆差国，2011 年对日逆差 462.7 亿美元，2012 年逆差规模缩小至 261.1 亿美元。日元贬值倒是有利于中国缩小中日双边贸易的逆差规模。

参考报告:

1. 《中国国际资本流动专题报告之五-远期贴水=贬值预期?》 2013/01/28
2. 《中国国际资本流动专题报告之四-政治因素不是当前人民币升值的主因》 2012/10/16
3. 《中国国际资本流动专题报告之三-什么样的货币会升值》 2012/10/16
4. 《中国国际资本流动专题报告之二--十五年未有之变局》 2012/09/21
5. 《中国国际资本流动专题报告之一-我们为什么不测算热钱》 2012/09/17
6. 《影响中国国际资本流动的国际因素-寰球同此暖凉》 2012/09/07
7. 《外部冲击对国内资本市场和宏观经济的影响分析--三重冲击波》 2012/05/23
8. 《再评央行增强人民币汇率弹性-降准可期, 降息未必》 2012/04/26
9. 《央行扩大美元兑人民币即期汇率浮动幅度点评-人民币加快汇改正当其时》 2012/04/14
10. 《近期人民币汇率走势点评-一叶知秋: 人民币汇率波动中的香港因素》 2012/02/03
11. 《近期人民币汇率走势点评-伏线千里, 暗流涌动》 2012/12/21
12. 《近期人民币汇率连续“跌停”点评-人民币汇率升值预期回归中性》 2012/12/08

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。