

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组

事件：

10月12日人民币汇率再次突破6.7

解读：

近期人民币汇率连续两个交易日收于6.7下方，人民币兑美元汇率稳定在6.6930附近。而中美之间10年期国债收益率之差达到创纪录的负355个基点。汇率的利率平价学说为什么会失效？这是因为自2025年4月以来人民币开始升值以来，从7.2附近升值到6.7附近，升值幅度已达7%，实际当人民币汇率在年初突破7时，人民币的升值幅度就已经超过了中美之间的利差，持有人民币变得更合算，因而引发大量的结汇需求，外贸企业从以前的“持汇观望”转向“逢高结汇”。近两年来，中国出口强劲带来庞大贸易顺差，加上以前大量囤积在海外账户的美元，形成真实的大量美元供给，而这些美元集中结汇行为形成“升值-结汇-再升值”的正向循环，形成了强烈的人民币升值预期。这是人民币不断升值的主因。

其次，人民币升值也离不开央行的温和指导。虽然央行坚持让市场在汇率形成过程中发挥决定性作用，但也可以通过中间价引导等温度和手段适度控制人民币汇率，中国人民币实行的是有管理的浮动汇率制度。既然人民币升值不利于出口，央行为什么会放任人民币升值呢？这主要是因为一是中国出口结构已由低端为主转向以机电和高科技产品为主的中高端为主，出口企业对汇率升值的敏感度下降，企业议价能力和汇率风险管理能力已增加；二是国际贸易环境已发生明显变化，欧美发达国家倾向于借中国产能过剩低价倾销的理由以高关税保护本国企业，人民币升值有利于出口企业提高售价，避免进口国的反倾销调查，而涨价的大部分又都由进口国承担，同时还能出清国内落后产能，何乐而不为呢？三是人民币升值为利于压低进口成本，今年由于美伊战争引发国际原油价格上涨，以及资源出口国不断收紧出口政策，原材料价格出现普遍上涨，进口与出口价格总指数之差由年初的1个百分点左右，上升到6月的16个百分点左右，目前又回落到10个百分点左右，导致出口企业“增收不增利”现象突出，人民币升值有利于降低进口原材料成本，提高出口企业盈利水平。

再次，自俄乌战争爆发以来，受此影响过去几年欧美主要经济体都经历了高通胀的困扰，而国内则通缩现象突出，导致人民币的实际购买力价值被名义利率低估，根据购买力平价理论，具备估值修复的空间。

最后，从美元指数的角度看，当前美债利率攀升，主要原因在于美国财政债务规模的快速扩张所带来的美元信用弱化，市场要求更高的风险补偿，而非美国经济超预期走强，因而美债收益率走高对美元的刺激作用减弱。美债收益率虽不断创出美国次贷危机以来的新高，但美元指数仍在 102 左右徘徊。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组

10 月 12 日，财政部、税务总局发布《关于调整部分产品出口退税政策的公告》，自 2027 年 4 月 1 日起，将新能源汽车产品的增值税出口退税率由 13% 下调至 9%，涉及纯电动商用车、插电混动（含增程）乘用车等。据中汽协数据，1-9 月汽车出口 820.5 万辆，增长 65.8%，其中新能源汽车出口 400.6 万辆，同比增长 1.3 倍。由于在海外特别欧洲市场国产新能源车的售价与大众等公司车型的差异远超过 5 个百分点，预计该政策落地后不会明显抑制国内新能源车的出口，同时大概率会促使车企加大短期内的海外发货，占国内出口超过一半的燃油车也不受影响。

中国工程机械工业协会发布 9 月挖掘机和装载机主要制造企业统计数据，2026 年 9 月销售各类挖掘机 22717 台，同比增长 14.4%。其中国内销量同比增长 7.16%，出口销量 12806 台，同比增长 20.7%。销售各类装载机 12419 台，同比增长 17.9%。其中国内销量同比增长 14.3%；出口 6646 台，同比增长 21.3%。对比 1~9 月份挖掘机销量同比增长 23.1%，装载机销量同比增长 24.9% 的数据，国内主要工程机械厂商的销售继续保持较快增长，海外需求继续好于国内需求。

理工能科，主要从事电力造价软件、电力在线检测软件等业务，昨日公布了前三季度的业绩预告。公司预计前三季度归母净利 19,160.78~21,379.39 万元，同比增长 39.2%~55.3%，按预告中值测算第三季度单季度净利润约 8200 万元，同比增长近 2 倍，公司公告的业绩增长主要原因是软件与信息化板块业务实现增长。由于电力造价软件是电力工程的前置设施，因此后续国内电力设备行业的需求大概率会持续改善。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140