

汇率持续走贬的贸易原因

——每周一图之经济系列



2022年04月23日

投资摘要:

在岸人民币时隔近7个月跌破6.5，单周跌幅超2%，相应的，A股和债市均大幅调整。

回到汇率的定义上，两种不同货币之间的比价即汇率，但从影响因素上来看，又并非这么简单。汇率的影响因素有国际收支状况（汇率趋势的主要因素，国际收支顺差将带动本币升值，外币贬值）、利率（一国货币的加息预期将吸引外资流入）、通胀（购买力平价理论中，通胀减缓，本币汇率上升）、货币当局的干预（央行为维护经济与外部市场稳定，根据本币走势对市场进行干预，通过外汇买卖影响汇率变动）、各国宏观政策、市场情绪等。本篇我们从进出口贸易的视角理解汇率近期的表现。

8-11 汇改后，人民币汇率与出口贸易一致性愈发明显，2015年8月以来数据，两者相关系数为0.74。

往后看，贸易视角下，人民币或持续贬值。截止3月出口仍维持高增，但价格要素是主要贡献。随着全球因疫情扭曲的生产消费结构逐步归位，海外供需缺口逐步收敛，新兴市场生产修复，出口面临总量与份额回落的双重风险。出口规模的增速放缓将伴随着人民币升值幅度的放缓，如果持续出口规模放缓至负增速，贸易视角下人民币则相应持续贬值。

风险提示：地缘冲突升级、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等。

2022年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
实际 GDP	6.7	6.1	1.6	8.1	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.9	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.5	6
CPI	2.1	2.9	2.5	0.9	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.1	4
出口	7	5	4	29.9	10
利率(1年期存款)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.37	6.2

资料来源: WIND, 申港证券研究所

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

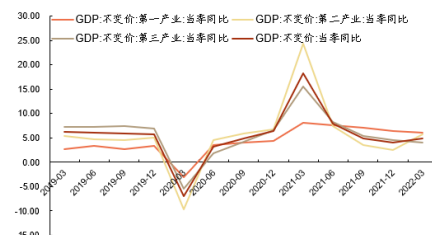
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- 1、《疫情扰动或延续: 3 月经济数据点评》2022-04-20
- 2、《美债收益率持续上行 中债跟不跟: 每周一图之经济系列》2022-04-18
- 3、《总量强 结构弱: 3 月金融数据点评》2022-04-12
- 4、《短期要素推高通胀: 3 月通胀数据点评》2022-04-11
- 5、《等到经济底出现才有市场扭头向上么: ——复盘 A 股市场历次大跌系列二》2022-04-11

内容目录

1. 汇率与出口贸易 3

图表目录

图 1： 出口同比与人民币汇率 3

1. 汇率与出口贸易

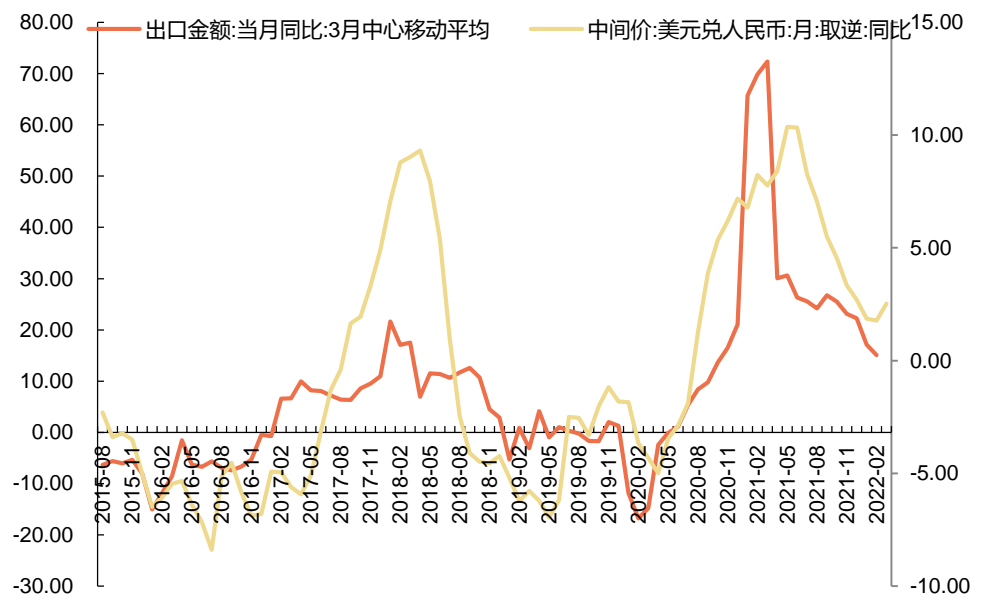
在岸人民币时隔近 7 个月跌破 6.5，单周跌幅超 2%，相应的，A 股和债市均大幅调整。

回到汇率的定义上，两种不同货币之间的比价即汇率，但从影响因素上来看，又并非这么简单。汇率的影响因素有国际收支状况（汇率趋势的主要因素，国际收支顺差将带动本币升值，外币贬值）、利率（一国货币的加息预期将吸引外资流入）、通胀（购买力平价理论中，通胀减缓，本币汇率上升）、货币当局的干预（央行为维护经济与外部市场稳定，根据本币走势对市场进行干预，通过外汇买卖影响汇率变动）、各国宏观政策、市场情绪等。本篇我们从进出口贸易的视角理解汇率近期的表现。

8-11 汇改后，人民币汇率与出口贸易一致性愈发明显，2015 年 8 月以来数据，两者相关性为 0.74。

- ◆ “8.11” 汇改，使得人民币兑美元汇率中间价更能反映外汇市场供求力量变化，参照一篮子货币进行调节，提高了中间价报价的合理性。2015 年 8 月 11 日，人民银行宣布做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。
- ◆ 2017 年 5 月中旬开始，出口同比维持两位数左右的正增长，人民币也展开一轮持续的回升，升幅超过 3.5%。至此，人民币汇率在汇改两年的时间内实现双向波动。
- ◆ 811 汇改后人民币汇率波动与进出口贸易关系更为紧密，我们以人民币兑美元的月度同比变化与出口规模的 3 个月平滑指标对比来看更为显著。

图1：出口同比与人民币汇率



资料来源：Wind，申港证券研究所

截止 3 月出口仍维持高增，但价格要素是主要贡献。随着全球因疫情扭曲的生产消费结构逐步归位，海外供需缺口逐步收敛，新兴市场生产修复，出口面临总量与份额回落的双重风险。出口规模的增速放缓将伴随着人民币升值幅度的放缓，如果持续出口规模放缓至负增速，贸易视角下人民币则相应持续贬值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上