

4月中旬至5月上旬，人民币汇率快速大幅贬值。市场一方面担忧汇率是否仍面临大幅贬值，然而另一方面也隐隐期待汇率贬值缓解出口压力。毕竟微观直觉告诉我们，人民币汇率贬值，出口将因此收益。但是事实与直觉真的相符吗？

➤ 反直觉的现实，人民币汇率贬值并不促进出口。

直觉上人民币汇率贬值能够促进中国出口，构建在两条假设之上，价格下降能够刺激需求扩张，价格下降能够抬升中国出口商品的相对竞争力。我们再尝试从价格弹性和产品竞争力角度观察人民币汇率和出口关系。

美国是中国出口商品的主要贸易伙伴国，我们发现美国进口量反而与进口价格指数正相关，可以说美国进口需求的价格弹性非常低，不存在价格越低美国进口越多。此外，历次人民币汇率贬值时，我们反而观察到中国出口占全球出口份额下降，也就是说，人民币汇率贬值并未带来中国出口产品的世界竞争力。

人民币汇率贬值提高中国出口产品竞争力，并刺激海外国家需求，最终带来中国出口扩张，这一微观直觉，我们在现实世界中得不到数据支持。

➤ 复盘历史，我们发现人民币升值时期反而对应出口强势。

梳理 2012 年以来，中国出口同比和人民币汇率之间的关系，我们得到三点事实规律：第一，出口同比正（负）增长对应汇率升（贬）值，2012 年以来绝大部分时间，这一规律得到充分验证；第二，近期出口同比与人民币汇率的负相关关系趋强，2019 年 9 月至今，出口同比上行，人民币汇率贬值。反过来出口同比下行，人民币汇率升值，这一规律在 2020 年疫情爆发之后体现的更为淋漓尽致；第三，出口与人民币汇率时有分歧，主因其他扰动跨境资金因素扰动，2014 年、2018 年以及 2019 年，这三个年份之中，人民币汇率和出口之间的稳健相关性有所打破。

➤ 微观交易机制而言，出口决定了汇率的升贬值方向。

出口交货过程伴随着跨境资金流动，从而影响人民币定价。只不过当服务贸易、跨境金融行为伴随的资金流动弱于出口，人民币汇率主要由出口决定。

而中国外汇市场成交相当程度由出口带来，其他跨境金融行为伴随的资金流动，带有极强的顺周期特征，与中国经济强弱（预期）高度相关。多数情况下，中国出口预示经济强弱，因而多数情况下跨境资金流动与出口资金流动同向。

中国出口、跨境资金流动以及人民币汇率出现了这样的组合关系：出口所带来的跨境资金流动预示了中国整体跨境资金流动方向，也就决定了人民币汇率升贬值方向。

➤ 后续出口和人民币汇率走势判断。

出口短期表现取决于国内复工达产进度，4 月大概率是上半年的出口增速底部；中长期趋势仍然取决于海外总需求走向，我们判断今年下半年出口同比大概率走弱。

汇率短期来看，人民币走势将更多与美元强弱有关。考虑到缩表大概率会带来美元流动收紧，我们预计短期内人民币仍面临一定贬值压力。

中期来看，人民币波动将逐步减弱，对美元指数的敏感程度相较于当前将有所钝化。

长期来看，本轮疫情驱动的全球贸易景气回升周期即将结束，中国出口强势反弹的趋势也将结束。这也意味着 2020 年下半年开启的人民币升值趋势将告一段落。

据此做出综合判断，未来人民币汇率大概率维持在 6.5~7 之间区间震荡。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；海外需求超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100122030001

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目 录

前言	3
一、 反直觉现实：人民币汇率贬值并不促进出口	4
1.1 人民币汇率和出口同比不相关.....	4
1.2 人民币贬值未能如期促进出口.....	4
二、 经验规律：出口和汇率相关性的历史复盘.....	5
2.1 人民币汇率与出口的相关性事实	5
2.2 人民币汇率和出口的相关性规律	7
三、 微观交易：出口才是决定汇率的重要因素.....	8
2.1 出口收款过程伴随着汇率变动.....	8
2.2 外汇成交市场主由出口所决定.....	9
2.3 其他跨境资金会偶尔干扰汇率.....	10
四、 后续出口和人民币汇率走势判断.....	11
4.1 后续出口走势判断	11
4.2 后续人民币走势判断	12
五、 风险提示	13
插图目录	14

前言

自 2020 年下半年以来，中国出口就持续超预期，至今仍保持高景气水平，贡献了相当幅度经济增长。与此同时，中国人民币汇率也经历了一轮强势升值。

今年 3 月以来的新一轮本土疫情爆发，首次冲击出口。奥密克戎毒株传染性高，疫情防控不得不更为严格。本轮疫情冲击下，东部沿海地区受影响最深，出口和工业生产由此受到重挫。

4 月出口同比从一季度的 16% 骤降至 4%。另一面，4 月 18 日至 5 月上旬，人民币汇率快速大幅贬值，短短半个月，将 2020 年 11 月以来的升值幅度悉数回吐。

市场一方面担忧汇率是否仍面临大幅贬值，然而另一方面也期待人民币贬值缓解出口压力。毕竟微观直觉告诉我们，人民币汇率贬值，出口将因此受益。

人民币贬值促进出口，事实果真如此？如果不是，那么人民币汇率和出口之间存在怎样的内在关系？

通过数据相关性检验、历史经验复盘以及微观交易机制拆解，本文最终梳理人民币汇率和出口的内在相关性。以此为基础，我们进一步判断未来中国出口和人民币汇率将有怎样的趋势表现。

一、反直觉现实：人民币汇率贬值并不促进出口

直觉上，人民币汇率贬值应该促进出口。人民币汇率贬值，出口商品在海外市场的价格降低，出口商品价格优势增强，同时增加海外进口需求，可能促成更多新订单签订，推动出口上升。然而事实是否果真如此？我们先从数据分析入手。

不加特殊说明情况下，下文“人民币汇率”，特指美元兑人民币汇率。

1.1 人民币汇率和出口同比不相关

微观经验上，汇率贬值可以增强一国产品在国际市场的价格优势，进而促进出口。按照这一直觉推测，中国出口与人民币汇率正相关。

近十年数据显示，中国出口和人民币汇率的相关性与直觉相悖。

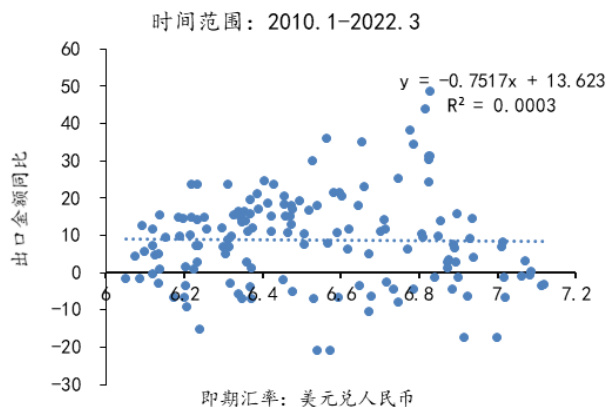
我们考察了两组出口数据与汇率相关性。一组是出口同比与人民币汇率相关性，另一组是出口绝对量与人民币汇率相关性。近十年数据显示，不论是出口同比，还是出口绝对值，与汇率关系都不明显，相关性模型的解释力甚至趋近于零。

从更长时间维度考察，中国出口和人民币汇率相关性也不明显。

2005年第一次汇改后至今，出口增速与人民币汇率表现出微弱的正相关（拟合优度为0.13），出口绝对水平却与人民币汇率显示出一定的负相关关系（拟合优度为0.37）。人民币汇率与出口之间的关系，并非人们直觉所想。

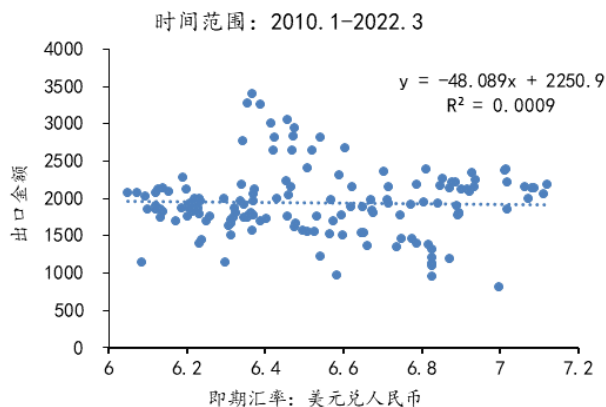
现实中的数据并不支持我们直觉上的判断，人民币贬值促进中国出口。

图 1：近十年来，出口增速与汇率相关性并不明显



资料来源：Wind，民生证券研究院测算

图 2：近十年来，出口绝对值与汇率相关性也不明显



资料来源：Wind，民生证券研究院测算

1.2 人民币贬值未能如期促进出口

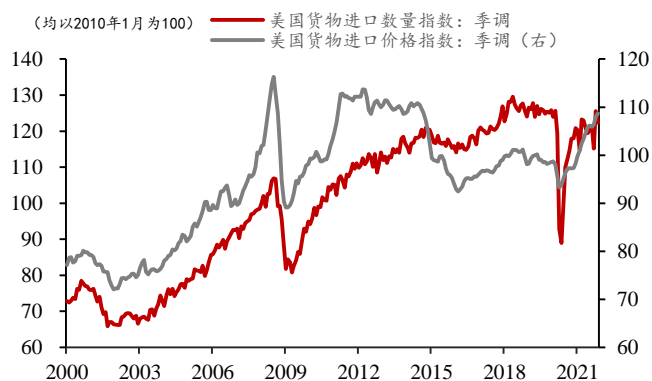
然而既有经验显示，汇率贬值促进中国出口并不成立。

如果说人民币汇率贬值促进出口，那么我们应该能够看到的现实是出口价格越低，出口量越高。我们先来观察，价格与需求量是否存在如上关系。以美国为例，美国进口量反而与进口价格指数正相关，价格越高往往伴随着越大规模的需求量。微观逻辑上的价格越低，越促进出口，现实中没有出现相应对照。

是否存在另一种可能，人民币汇率贬值虽然并不影响全世界出口总量（即不影响美国进口商品总量），但影响中国出口商品的相对竞争优势？即，人民币汇率越贬，中国出口商品占全球总出口的比重上升。遗憾的是，现实恰恰相反。

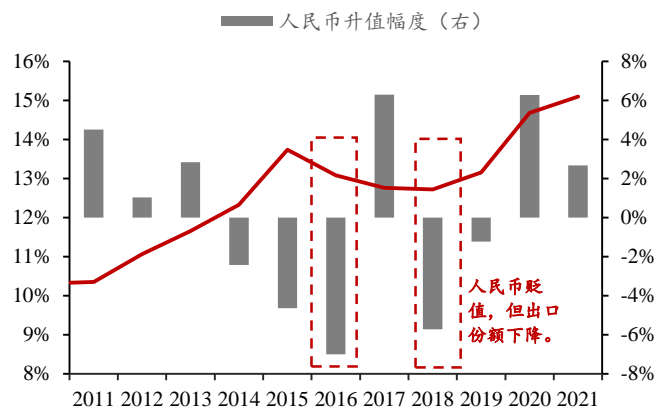
现实中人民币汇率越是贬值，中国出口相对全球出口的份额反而越是下降。如果我们将出口份额简单理解为中国出口产品竞争力，我们反而观察到的现象是，人民币汇率越贬，中国出口竞争力越弱。现实数据与微观直觉完全相悖。

图 3：海外需求似乎对进口价格并不敏感



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：人民币贬值过程中反而出现出口份额下降



资料来源：wind，民生证券研究院

二、经验规律：出口和汇率相关性的历史复盘

既然微观上的直觉，人民币贬值促进出口并不成立，那么两者的底层关系又是什么？我们还是从现实数据出发。探索过程中，我们观察到一些有趣的相关性规律。

2.1 人民币汇率与出口的相关性事实

我们先来梳理 2012 年以来，中国出口同比和人民币汇率之间的关系。

2012 年至 2013 年，海外需求带动出口高景气度，人民币持续升值。

2012 年至 2013 年，海外需求有放缓趋势，出口同比偶有月份触及负值，大体保持正值。这段时间，人民币汇率的大趋势升值，从 6.3 升值至 6.05。

2014 年一季度出口转负，人民币结束 2010 年以来的强势升值态势。

2014 年 1 月出口同比仍为正，到了 2 月，出口同比“意外”录得-18%，3 月出口同比仍在零值以下（-6.6%）。投资和外贸双双放缓背景下，2014 年一季度 GDP 增速 7.4%，创 24 年新低。2014 年 1 月开始，人民币汇率结束了自 2010 年以来的升值周期，人民币从 6.05 贬值到 6.26。

2014 年 4 月至 2014 年 12 月，人民币汇率维持震荡，出口同比维持正增长。

2014 年 4 月至 2014 年 12 月，出口始终正增长。而在整段过程中，出口同比经历一个倒 U 型走势。2014 年 9 月，出口同比达到阶段性小高点（15.3%）。

与之对应，人民币汇率在 2014 年后三个季度里面整体维持震荡趋势，2014 年 4 月初人民

币汇率 6.2，2014 年 12 月人民币汇率 6.2，其中 2014 年 9 月，人民币汇率触及阶段性 6.14。

2015 年全年，人民币汇率经历干预和改革之后整体快速贬值，出口同比为负。

2015 年是中国出口承压年份。除了 2 月份（春节错位因素），2015 年连续 10 个月出口都维持了负增长（其中 6 月出口同比为微弱的 1.5%）。

2015 年全年都面临非常大的贬值压力。年初首先经历一轮贬值，随后 3 月至 8 月，政策干预汇率贬值，人民币汇率停留在 6.2 附近。

2015 年“8·11 汇改”之后，人民币汇率一路贬到年底的 6.5。

2016 年全年，出口同比持续为负，人民币汇率持续贬值。

出去 2 月份的春节错位因素，2016 年全年出口维持负增长。人民币汇率从年初的 6.5 贬值到年底的 7.0。这段时间完美映射了出口和汇率之间的关系：出口同比为负，人民币汇率贬值。

2017 年至 2018 年 4 月，出口维持正增长，人民币汇率趋势升值。

2017 年全年出口维持正增长，汇率也从年初的 7 持续升值至 2017 年年底的 6.5。2018 年 1 至 4 月，除了 3 月出口同比暂时跌至 -3%，其余时间段都维持了强势表现。这段时间汇率从 6.5 升值至 6.3。

2018 年 5 月至 10 月，出口维持正增长，然而人民币汇率却一路贬值。

2018 年 5 至 10 月，出口维持了双位数正增长，这是历史非常高的出口增速。然而汇率从 6.35 一路贬值至 7 左右。这一段时间非常特殊，打破了之前我们观察到的规律：出口正增长时候，人民币汇率持续贬值。

2018 年 11 月至 2019 年一季度，出口同比正直，人民币汇率升值。

2018 年 11 月至 2019 年一季度，出去个别月份，出口同比大体为正。人民币汇率也从 7 升值到 6.7。这段时间符合出口同比正增长，人民币汇率升值的经验规律。

2019 年 4 月至 2019 年 9 月，出口同比在零值附近，然而人民币汇率快速贬值。

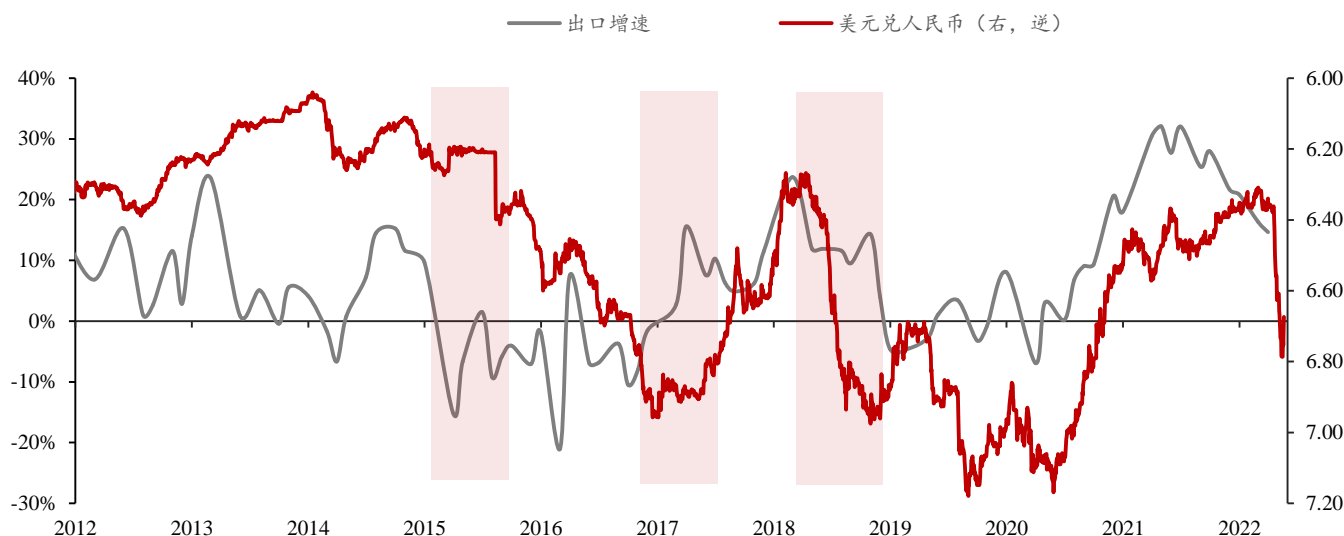
受贸易摩擦的影响，2019 年不少月份出口同比在零值附近反复徘徊。此时人民币汇率快速贬值，从 6.7 贬值至 7.2。7.2 也是历史上几乎最弱的人民币汇率。

2019 年 9 月至今，出口同比更多体现出跟人民币汇率的相关性。

出口增速在 2019 年年末和 2020 年年初有所回暖带动汇率回暖，但新冠疫情爆发对出口造成新的冲击，出口增速继续为负，汇率小幅升值后迅速转为贬值，并且一度跌到 7.2 的低位。

随后我们发现一个新的规律，人民币汇率和出口同比呈现出更高的相关性。疫情以来，出口同比和人民币汇率的相关性体现非常充分。

图 5：出口增速与汇率走势相关性较高



资料来源：Wind, 民生证券研究院

2.2 人民币汇率和出口的相关性规律

通过复盘，我们发现 2012 年以来，人民币汇率和出口存在三条事实规律：

事实规律之一，出口同比正（负）增长对应汇率升（贬）值。

2012 年以来绝大部分时间，规律一得到充分验证。

2012 年至 2013 年，出口正增长，人民币升值。

2014 年一季度出口转负，人民币结束 2010 年以来的强势升值趋势。

2015 至 2016 年，出口同比为负，人民币贬值。

2017 年至 2018 年 4 月，出口正增长，人民币升值。

2018 年 11 月至 2019 年一季度，出口同比正直，人民币汇率升值。

事实规律之二，近期出口同比与人民币汇率负相关关系趋强。

2019 年 9 月至今，出口同比上行，人民币汇率贬值。反过来出口同比下行，人民币汇率升值。这一规律在 2020 年疫情爆发之后体现的更加淋漓尽致。

事实上，如果细致观察的话，历史上其他时期，出口同比为正，人民币汇率升值。若此时出口同比大幅正增长，则汇率升值节奏也会更快。人民币汇率与出口同比在幅度上的相关性，其实在往年经验中已有蕴含。

事实规律之三，出口与人民币汇率时有分歧，主因其他扰动跨境资金因素扰动。

回顾历史，2014 年、2018 年以及 2019 年，这三个年份之中，人民币汇率和出口之间的稳健相关性有所打破。

2014年4月至2014年12月，出口明显维持同比正增长，然而当时人民币汇率维持震荡，并没有体现出升值现象。

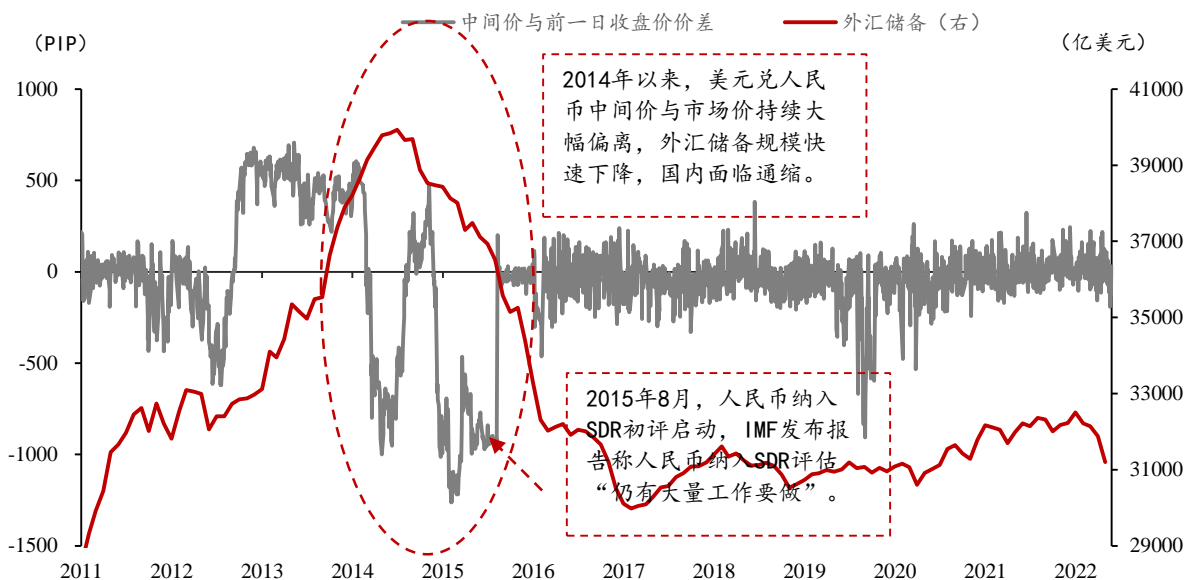
2018年5月至10月，出口明明维持了同比正增长，然而人民币汇率却一路贬值。

2019年4月至2019年9月，出口同比在零值附近震荡，然而人民币汇率快速贬值。

稳健的人民币汇率和出口同比相关性，之所以会在特定年份打破。关键在于两点，一是国内经济稳定性预期干扰，二是海外美元强弱干扰。

以2014年和2018年下半年为例，当时出口同比为正，但2014年国内面临经济通缩、地产失速、政府隐性债务压力；2018年国内面临资管新规冲击以及中美贸易摩擦带来的出口下行预期。

图6：“811汇改”前，人民币汇率中间价大幅偏离市场价，外汇储备大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、微观交易：出口才是决定汇率的重要因素

2.1 出口收款过程伴随着汇率变动

我们先来看一个完整的出口换汇流程。第一步，出口企业收到来自进口企业的订单；第二步，企业在采购原材料，生产货物；第三步，出口企业交货，进口企业付款；第四步，企业收款结汇。

整个出口及换汇过程中，货物出口发生跨境转移对应着资金跨进流动。由此可见，出口的过程本来就伴随着外汇流入，出口带来的外汇流入流出，势必影响汇率升贬值。出口扩张，外汇增加，人民币升值；出口缩减，外汇减少，人民币贬值。**按照出口换汇的微观逻辑，出口增减伴随着人民币汇率升贬值。**

进一步观察换汇过程中不同个体微观资产负债表，我们发现只要企业收到货款，境内美元

供给便已增加。企业是否换汇，即是否需要从银行换取人民币，只不过是这笔外汇所有权从非银部门转移到银行部门。这一动作并不是影响汇率的最关键步骤。

人民币汇率首先是金融市场交易结果，而出口换汇是外汇市场交易的主要底层逻辑。一旦我们意识到这一点，那么出口表现基本就决定了人民币汇率走势。

企业交货收款时，资金跨境流动已经开始改变来境内美元的供需格局，人民币汇率此时已经完成了重要的定价，企业对银行是否发生换汇动作，对汇率影响已经有限。这也就是为何汇率和出口呈现出高度相关性。

图 7：出口全程对应的资金流动

	美国企业		美国银行		中国银行		出口企业	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
出口企业收到订单								
↓								
企业生产货物							+货物 100 \$	+应付国内供应商账款 350 ¥
↓								+人民币债务 350 ¥
出口企业交货，进口企业付款	+货物 100 \$	+美元贷款 100 \$	+美元贷款 100 美元存款 100 \$		+美元存款 100 \$	+美元存款 100 \$	-货物 100 \$	+美元存款 100 \$
↓								
企业结汇						+人民币存款 700 ¥	+人民币存款 700 ¥	-美元存款 100 \$
						-美元存款 100 \$		

资料来源：Wind，民生证券研究院 注：例子假设美元兑人民币汇率为 7

2.2 外汇成交市场主由出口所决定

目前外汇市场主要由出口换汇有关，对此有两点数据可以证明。

其一，银行间外汇市场即期成交量与贸易总额始终稳定。自 2016 年看到银行间外汇即期询价平均每日成交规模一直稳定在当月进出口总额的 7% 左右，即使在 2020 年以来出口大幅增长的背景下也没有太多变化。

其二，对比同样出口依赖度高的经济体，我国外汇日均成交总量占贸易总量的比重较低。根据 BIS2019 年的数据计算可得，我国外汇市场日均成交额（包括即期、远期及期权等）只占全年贸易总额 3% 左右，而中国台湾、韩国、泰国等出口依赖度高的经济体都要高于我国。

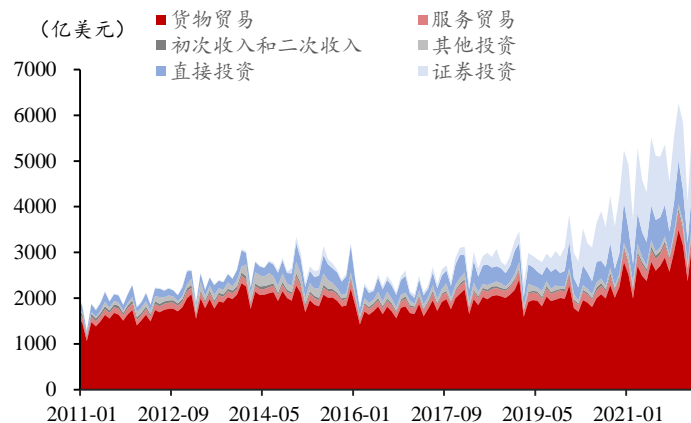
既然贸易是决定人民币汇率的最主要的力量，那么前文所述机制一、二理论上都能成立，且作用方向相反。那么通过观察实际走势，便能够判断发挥主导作用的机制。

现实中，汇率与出口表现出了明显的正相关关系，说明出口对汇率的影响实际上发挥了主导作用。在人民币汇率有管理的浮动后，出口负增长区间，汇率贬值；出口正增长区间，汇率升值。只有中美贸易摩擦的扰动，使得汇率与出口表现过短暂的错位。

综合来看，贸易所引发的跨境资金流动或是影响人民币汇率的最主要的因素，而出口的好坏又直接影响外汇的供需状况。毫无疑问，汇率贬值更可能暗含了出口变差的现状，而不是促进了出口。

图 8：银行间外汇即期成交量与当月进出口总额比值稳定在 5%-10%之间


资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：银行代客涉外收款分布


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 其他跨境资金会偶尔干扰汇率

跨境资金流动不仅仅来源于商品贸易，服务贸易以及金融账户下资金流动也会影响汇率波动。虽然中国外汇成交规模主要由商品贸易（对应出口）带来，但在某些特殊时期，服务贸易、金融层面的跨境资金流动也会影响汇率，并在短期内干扰出口对人民币汇率的作用效果。

干扰项之一，服务贸易带来的跨境资金流动。

疫情之前，服务贸易长期处于稳定逆差，并持续扩大。特定时期，服务贸易会干扰汇率表现，导致出口决定汇率的经验规律会在短期内被掩盖。

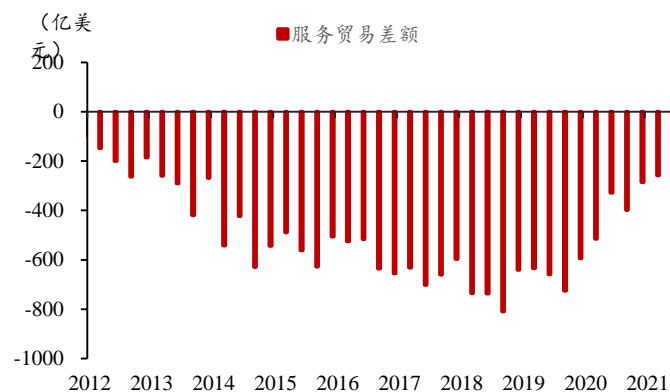
典型如 2018 年前三季度，服务贸易逆差，尽管当时出口带来的资金持续流入，然而最终因为服务贸易逆差较大，经常账户承压，经常账户无法反映出口现状。

干扰项之二，金融层面的跨境资金流动。

金融层面的跨境资金流动性，典型有如投资收益汇回，证券投资等。

金融层面的跨境资金流动性，带有较强的顺周期特征，经济转好净流入，经济转弱净流出。中国出口与中国经济动能相关性极高，因而大多数情况下跨境资金流动与出口资金流动同向。

然而一些特殊时期，例如 2018 年国内遭遇资管新规冲击，并且市场预期后续贸易摩擦拖累出口，此时金融层面跨境资金对中国经济信息降低，资金流出。这种时候，即便中国出口较强，跨境资金短期内会干扰出口对汇率的定价。最终就出现了 2018 年 5 至 10 月，出口同比正增长，然而人民币汇率却在快速贬值。

图 10：服务贸易差额在 2018 年较大


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：金融账户收支规模同比增速与国债利率相关


资料来源：wind，民生证券研究院

四、后续出口和人民币汇率走势判断

既然汇率贬值不会成为出口的促进因素，那后续出口的影响因素仍然要回归实体基本面。当前出口的短期制约依旧在于疫情防控对于供应链和生产的限制。中长期来看，出口的总体趋势还是取决于海外总需求的变化。

4.1 后续出口走势判断

出口短期表现取决于国内复工达产进度。

今年一季度出口同比仍接近 16%，4 月中国出口快速下降，起因在于国内供应链约束，生产停顿。后续出口修复节奏和弹性，主要看国内物流供应链及复工达产进展。

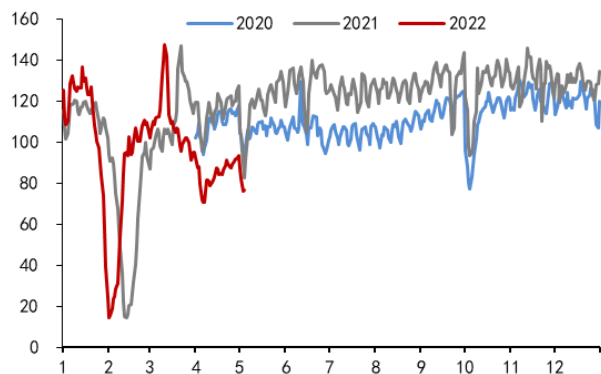
高频数据显示，近期快递、货运物流已出现明显的修复迹象。4 月底，上海市邮政管理局发放首批统一通行证给快递企业，快递物流业复工进程加速，后续货运物流业也有望进一步修复，**出口短期内将迎来修复。预计 5 月出口同比大概率强于 4 月。**

中长期来看，我国出口的根本性动力来源于海外需求。

疫情以来，我国出口主要受海外需求驱动。海外财政和货币宽松刺激带来的耐用品消费需求，受益于海外生产恢复的资本品与中间品需求，由海外出行活动回升带来的出行消费品需求扩张，以及防疫物资需求。

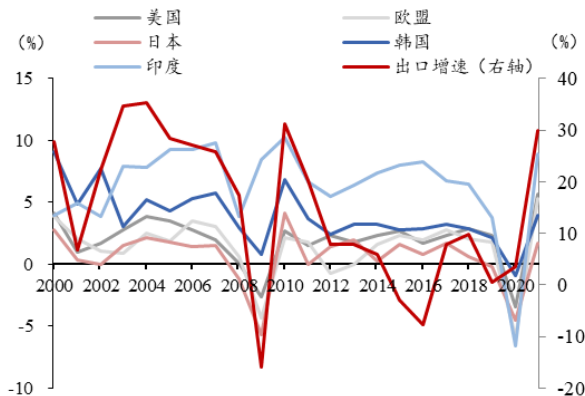
海外需求在，中国出口将维持韧性；海外需求衰减，中国出口也将不复高景气。

图 12：整车货运流量指数与历史同期差距缩小



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：出口景气度与海外经济增速相关



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 后续人民币走势判断

4 月以来中国人民币汇率快速贬值，有内外两重因素叠加。一则，美联储收紧流动性，美元走强；二是国内疫情冲击，工业生产和出口受挫。根据我们的分析，中国出口受挫是本轮人民币贬值最根本的因素。

展望后续人民币走势，关键也是关注内外两大因素。

短期来看，人民币走势将更多与美元强弱有关。毕竟全球流动性收紧导致美元进一步走强，非美货币相对走弱，而 6 月初美联储马上开启缩表，对流动性的短期影响目前尚不能完全判断。

中期来看，人民币波动将逐步减弱，对美元指数的敏感程度相较于当前将有所钝化。国内经济逐步复工达产，之前诱发人民币快速贬值的系统性重估因素将逐步消退。

目前来看，海外尤其是美国需求仍然强劲，我们预测年底出口同比仍能保持低个位数正增长。相对稳健的出口将意味着人民币汇率大概率尚不会面临极端的贬值压力。

长期来看，本轮疫情驱动全球贸易景气回升，中国出口强势反弹的趋势即将结束。中国未来出口同比将逐步走低。这也意味着 2020 年下半年开启的人民币升值趋势将告一段落。

回溯历史，人民币破 7 一般对应两种情形，出口恶化（2020 年年初），或者国内系统性风险预期较高（2018 年年底人民币汇率接近 7，2019 年人民币汇率破 7）。若未来中国逐步有序进入复工达产，并且地产有效托底，结束硬着陆态势，则国内经济风险可控，出口又维持在正增长。**综合判断，未来人民币汇率大概率维持在 6.5~7 之间区间震荡。**

值得注意的是，未来出现任何如下情景，例如地产出现硬着陆，复工达产进度不及预期，又或者美国通胀迟迟得不到压制，美联储货币持续收紧，则汇率有可能阶段性破 7。

反过来，若市场对于下半年美联储加息定价明显不如短期内激进，美联储加息节奏也可能在下半年转缓，以及欧央行下半年仍存在超预期收紧货币政策甚至加息的可能性，都将弱化美元在下半年的表现，推动人民币升值。

五、风险提示

1) 疫情发展超预期。本轮疫情持续时间与影响范围若超过预期，影响复工复产进度，或使得出口订单修复情况超出本文预期范围。

2) 经济趋势超预期。若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。

3) 海外需求超预期。海外疫情、地缘冲突发展超出预期，海外需求可能有相应变化，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：近十年来，出口增速与汇率相关性并不明显.....	4
图 2：近十年来，出口绝对值与汇率相关性也不明显.....	4
图 3：海外需求似乎对进口价格并不敏感.....	5
图 4：人民币贬值过程中反而出现出口份额下降.....	5
图 5：出口增速与汇率走势相关性较高.....	7
图 6：“811 汇改”前，人民币汇率中间价大幅偏离市场价，外汇储备大幅下降.....	8
图 7：出口全程对应的资金流动.....	9
图 8：银行间外汇即期成交量与当月进出口总额比值稳定在 5%-10%之间.....	10
图 9：银行代客涉外收款分布.....	10
图 10：服务贸易差额在 2018 年较大.....	11
图 11：金融账户收支规模同比增速与国债利率相关.....	11
图 12：整车货运流量指数与历史同期差距缩小.....	12
图 13：出口景气度与海外经济增速相关.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001