

人民币汇率波动对上市公司盈利的影响分析

人民币汇率升贬值不宜简单视作A股的利多或利空。近年来，在民间货币错配改善、微观主体对于汇率波动的适应性和承受力增强的背景下，双边汇率回调有助于上市企业盈利改善。此外，境内企业汇率风险中性意识增强，避险操作增加，一定程度上也减轻了汇率波动的实际影响。

- 人民币汇率波动会通过贸易和金融等四个渠道对宏观经济和微观主体产生影响，汇率升贬值通过各个渠道的影响方向不尽相同。人民币汇率升贬值是“双刃剑”，其利弊要具体情况具体分析。
- 人民币兑美元双边汇率下跌改善了上市企业财务状况。自2015年“8.11”汇改以来，中国民间部门对外净负债减少，货币错配程度减轻，汇率贬值总体上是利好上市公司盈利改善。根据A股非金融企业的财务数据，在人民币汇率贬值的年份，平均有超过七成的企业产生汇兑收益，而在汇率升值的年份，仅有不到三成的企业产生汇兑收益。
- 人民币多边汇率回调有助于提升境内企业出口竞争力。2020-2021年，多个口径人民币多边汇率指数刷新历史新高，对境内出口企业造成竞争力冲击。2022年以来，多边汇率总体回调较多，这缓解了前期人民币多边汇率升值较快对中国出口带来的竞争力冲击，但是提振作用也不宜高估。
- 人民币汇率贬值也增加了进口成本和偿债负担。对于原材料高度依赖进口的，人民币汇率贬值加大了进口成本，交通运输和煤炭行业在人民币贬值年份产生的净汇兑损失较多。同时，房地产企业作为中资美元债的重要融资主体，2022年以来汇率贬值叠加国内地产市场降温，加大了外债偿还压力。
- 企业风险中性意识和避险操作增加，减轻了汇率波动的实际影响。一是，出口更多运用远期结售汇、掉期和期权等衍生品对冲汇率风险。这提前锁定了部分汇兑损益，故实际汇兑收益或损失没有预想的多。二是，人民币跨境收付占比逐渐提升，有助于降低货币错配风险。三是，涉外企业选择“收外汇付外汇”的方式自然对冲风险。
- 汇率双向波动增强的背景下，境内企业要进一步增强汇率风险中性的财务意识。企业应聚焦主业经营，建立财务纪律，合理做好汇率风险敞口管理。政府部门要进一步提升汇率避险服务水平，做好市场风险教育。同时，要完善相关人民币跨境交易结算的基础设施，为涉外主体使用人民币跨境交易结算提供便利。
- 风险提示：主要央行货币紧缩超预期，国内经济复苏不如预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

目录

一、人民币汇率波动的理论影响渠道.....	4
1. 贸易渠道	4
2. 资产负债表渠道	4
3. 资本流动渠道	4
4. 货币供给渠道	4
二、人民币汇率升贬值的影响是“双刃剑”	5
1. 双边汇率贬值改善了出口企业财务状况	5
2. 多边汇率回调改善了出口企业的竞争力	9
3. 汇率贬值也增加了进口成本和偿债负担	10
三、风险中性意识增强减轻汇率波动实际影响	11
1. 汇率避险操作增加减轻了汇率波动实际影响	11
2. 本币计价结算和收外汇付外汇对冲汇率风险	12
四、主要结论及建议	15

图表目录

图表 1. 人民币汇率波动的影响渠道及方向.....	4
图表 2. 中国民间对外净负债状况.....	5
图表 3. A 股非金融企业外币和美元借款占总负债比重.....	5
图表 4. 2015 和 2022 年 A 股非金融企业美元借款占总负债平均比重（分行业）...6	6
图表 5. 2015 和 2022 年 A 股非金融企业汇兑收益占营业总收入比重（分行业）...6	6
图表 6. 日经 225 指数与日元兑美元汇率走势.....	7
图表 7. 日经 225 指数非金融企业实现汇兑收益的比例及日元兑美元汇率变动.....7	7
图表 8. 日元汇率变动幅度与日经 225 指数非金融企业净汇兑收益.....7	7
图表 9. 日元汇率变动与日经 225 指数非金融企业净汇兑收益的负相关性.....7	7
图表 10. A 股非金融企业产生汇兑收益的比例及人民币汇率中间价变动.....	8
图表 11. A 股非金融企业净汇兑收益及人民币汇率变动.....	8
图表 12. A 股非金融企业净汇兑收益占净利润和营业收入平均比重及人民币汇率中间价变动.....	8
图表 13. 2015-2022 年 A 股非金融企业净汇兑收益占营业收入平均比重（分行业）.....	8
图表 14. 2021-2023 年 A 股非金融企业中报净汇兑收益情况（分行业）.....	9
图表 15. 人民币多边汇率指数走势.....	10
图表 16. 人民币实际有效汇率指数与出口价格总指数.....	10
图表 17. 2015-2022 年交通运输、煤炭和房地产行业平均汇兑收益及人民币汇率中间价变动.....	10
图表 18. 中国境内银行对客户的外汇交易构成情况.....	11
图表 19. 全球外汇市场场外成交额按工具构成情况.....	11
图表 20. 远期结汇和购汇履约占比情况.....	12
图表 21. 远期结汇和购汇套保比率情况.....	12
图表 22. 跨境贸易结算人民币金额及占进出口总额比例.....	12
图表 23. 境内银行代客涉外收付款币种占比.....	12
图表 24. 境内银行代客涉外收付款外币币种占比.....	13
图表 25. 美国从中国进口的商品价格指数与人民币汇率.....	13
图表 26. 境内非金融企业外汇存款与即期人民币汇率.....	14
图表 27. 2023 年中报 A 股非金融企业海外收入、美元存款与汇兑收益占营业收入比重.....	14

近年来，人民币汇率（如非特指，本文均指人民币兑美元双边汇率）弹性显著增加，双向波动特征明显。受同一个风险事件影响，人民币汇率和 A 股经常出现同涨同跌，如 2020 年下半年 A 股上涨伴随着汇率升值，2022 全年 A 股下跌伴随着汇率调整。对此，不少人简单认为汇率升值就是好事，贬值就是坏事，并将 A 股调整的原因归咎为人民币汇率下跌，汇率升值视作 A 股有利因素。汇率波动究竟如何影响微观主体，本文拟使用具有代表性的 A 股上市企业盈利数据，对此问题进行探讨。

一、人民币汇率波动的理论影响渠道

人民币汇率波动会通过贸易和金融渠道对宏观经济和微观主体产生影响。在此前的报告中，我们曾指出汇率波动主要有四种影响渠道¹，汇率升贬值通过各个渠道的影响方向不尽相同（见图表 1）。

1. 贸易渠道

本币汇率贬值有助于降低出口商品的相对价格，提升出口产品竞争力，因此贬值对出口起到正向作用。同时，贬值也会加大进口成本，对进口是负向作用。

2. 资产负债表渠道

对于持有外币资产的主体，本币贬值意味着外币折本币增多，改善其财务状况；但对于持有外币负债的主体，贬值意味着偿债成本加大，恶化其债务负担。

3. 资本流动渠道

在资本自由流动和金融市场开放的条件下，汇率升贬值往往与资本流动方向呈现正相关，即汇率升值伴随着资本净流入，汇率贬值对应资本净流出。

4. 货币供给渠道

当汇率不完全自由浮动时，货币当局会采取适当的外汇干预措施抑制汇率的过度波动。如果采取非冲销干预，当汇率面临较大升值压力时，当局会买入外币，投放本币流动性；反之，汇率面临较大贬值压力，当局会投放外币，回笼本币流动性。

图表 1. 人民币汇率波动的影响渠道及方向



资料来源：中银证券

注：图中正号表示产生正向影响，负号表示负向影响。

¹ 详见中银证券研报《不宜过度解读汇率对股价的影响》2020 年 12 月 17 日。

二、人民币汇率升贬值的影响是“双刃剑”

1. 双边汇率贬值改善了出口企业财务状况

由于中国常年为贸易顺差，人民币贬值在贸易渠道是正效益，但因为民间对外净负债，金融渠道则会有负效应（收紧货币金融条件，加重外债偿还负担）。2015年“8.11”汇改初期，中国遭遇“股汇双杀”，正是因为汇率贬值通过贸易渠道的正效应被金融渠道的负效应所抵消。

截至2015年二季度末（“8.11”汇改前夕），中国民间部门对外净负债（不含储备资产，下同）为2.37万亿美元，占名义GDP比重为21.8%（见图表2）。由于“8.11”汇改期间人民币汇率中间价意外走弱，这引起了竞争性贬值的市场恐慌，导致资本流出压力急剧扩大。加之此前人民币持续升值，市场主体抱有较强的单边预期，积累了一定规模的对外负债，民间货币错配程度较高。人民币的意外贬值导致民间加快了海外资产配置和对外债务偿还，酿成了“资本外流-储备下降-汇率贬值”的恶性循环。

经历了2015年和2016年的集中调整，中国民间对外部门净负债减少，货币错配大幅改善，人民币汇率贬值在金融渠道产生的负面作用大大减轻。截至2022年末，中国民间对外净负债仅为7752亿美元，占名义GDP比重为4.5%，较2015年二季度末下降1.56万亿美元和17.2个百分点（见图表2）。这总体是利好上市公司盈利改善。

从微观主体的角度分析，我们使用A股非金融上市公司²财务数据中外币借款占总负债比重来衡量货币错配程度。2015-2022年，A股非金融企业外币借款占总负债比重均值由10.5%降至6.5%，美元借款占总负债比重均值由9.2%降至5.1%，美元借款占外币借款比重均值由89%降至82.9%（见图表3），表明微观企业主体总量上降低了外币负债，结构上小幅降低了美元负债。

分行业来看，2015-2022年，29个申万一级行业中有25个行业美元借款占总负债的平均比重下降，其余4个行业（农林牧渔、汽车、国防军工和计算机）占比仅平均上升1个百分点（见图表4）。这对应于2015年和2022年人民币汇率中间价分别贬值5.8%和8.5%，两年对比来看，28个行业中有23个行业汇兑收益占营业收入比重提高，平均提高0.25个百分点（见图表5）。这说明A股非金融企业的外币借款负担总体减轻，货币错配程度降低，微观主体对于汇率波动的适应性和承受力明显增强。

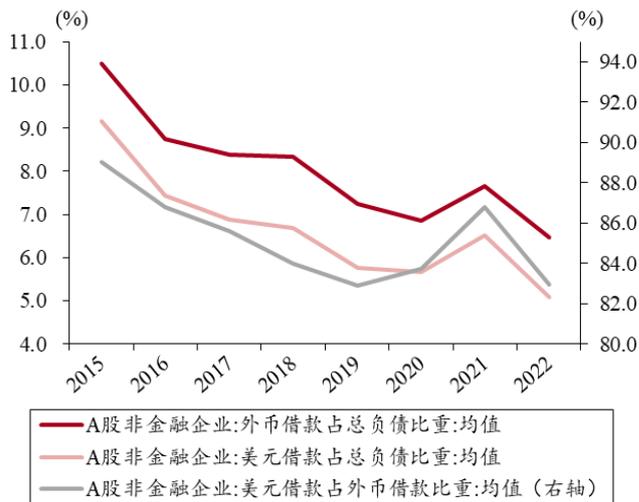
图表 2. 中国民间对外净负债状况



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

注：（1）对外净头寸（不含储备资产）/年化名义GDP=对外净头寸*季末人民币汇率中间价/年化名义GDP；（2）年化名义GDP为往前四个季度滚动合计。

图表 3. A股非金融企业外币和美元借款占总负债比重

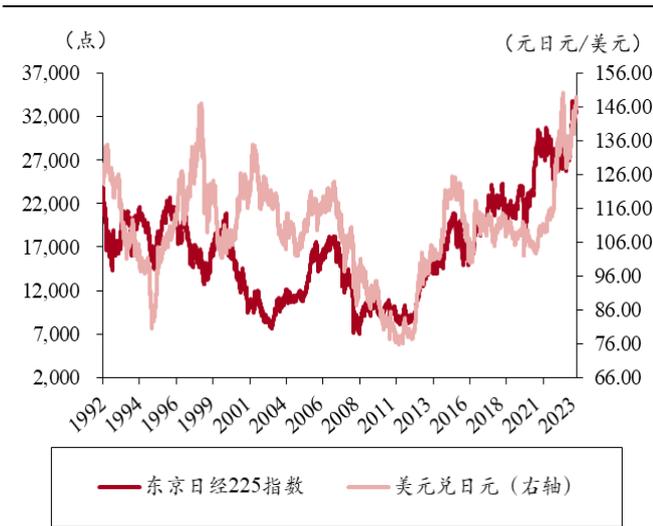


资料来源：Wind，中银证券

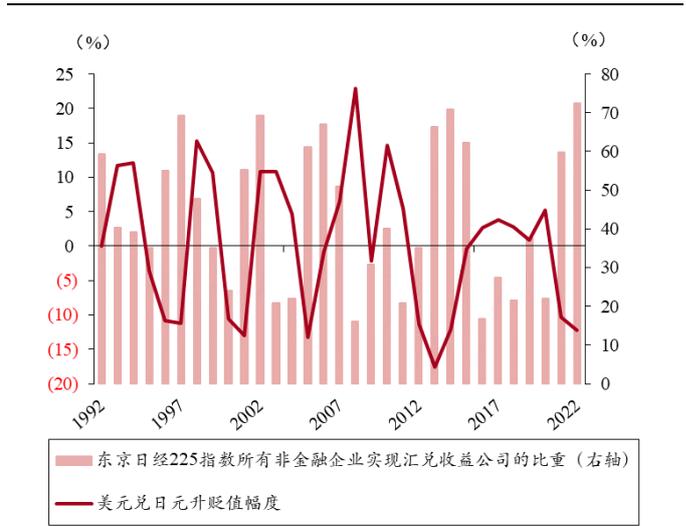
注：（1）外币借款为短期和长期借款合计，并折算为人民币；（2）此处为不包括财务异常和银行和非金融行业的A股上市公司的平均值。

² 本文如非特指，均使用剔除财务异常（*ST）公司以及非银金融和银行业的A股非金融上市公司进行财务数据统计。

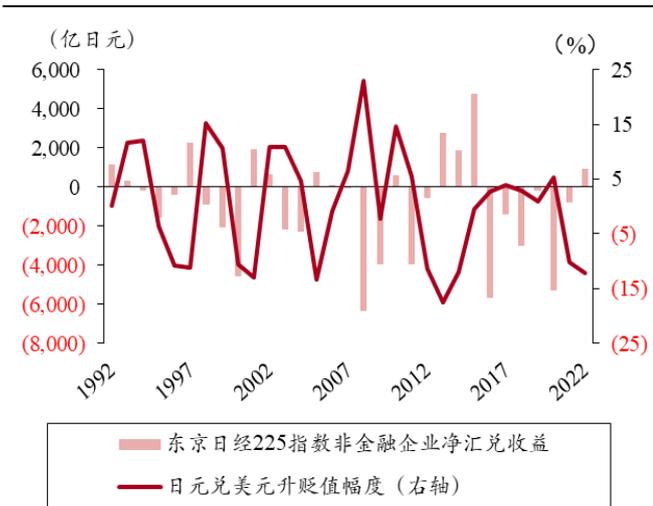
图表 6. 日经 225 指数与日元兑美元汇率走势



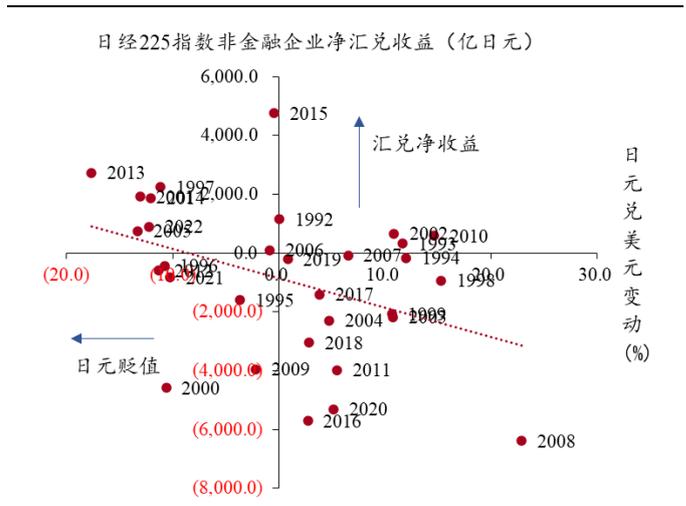
图表 7. 日经 225 指数非金融企业实现汇兑收益的比例及日元兑美元汇率变动



图表 8. 日元汇率变动幅度与日经 225 指数非金融企业净汇兑收益



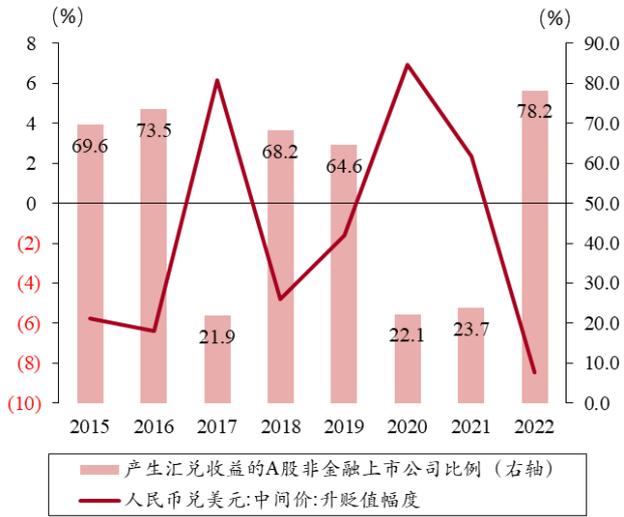
图表 9. 日元汇率变动与日经 225 指数非金融企业净汇兑收益的负相关性



从 A 股上市公司的财务数据来看, 2015-2022 年间, 人民币汇率在 2017、2020 和 2021 年升值, 其余年份贬值。根据上市公司披露的盈利数据, A 股非金融企业中在升值年份产生汇兑收益的平均比例为 22.6%, 在贬值年份该比例达到 70.8% (见图表 10)。

在人民币汇率贬值幅度较大的 2016 和 2022 年, 汇率中间价分别贬值 6.4% 和 8.5%, 分别有 73.5% 和 78.2% 的 A 股非金融企业产生汇兑收益, 汇兑收益和汇兑损失的公司轧差合计分别产生净汇兑收益 75 亿和 274 亿元人民币。在人民币汇率升值幅度较大的 2017 和 2020 年, 汇率中间价分别升值 6.2% 和 6.9%, 分别仅有 21.9% 和 22.1% 的 A 股非金融企业产生汇兑收益, 合计分别产生净汇兑损失 196 亿和 290 亿元人民币 (见图表 10 和 11)。

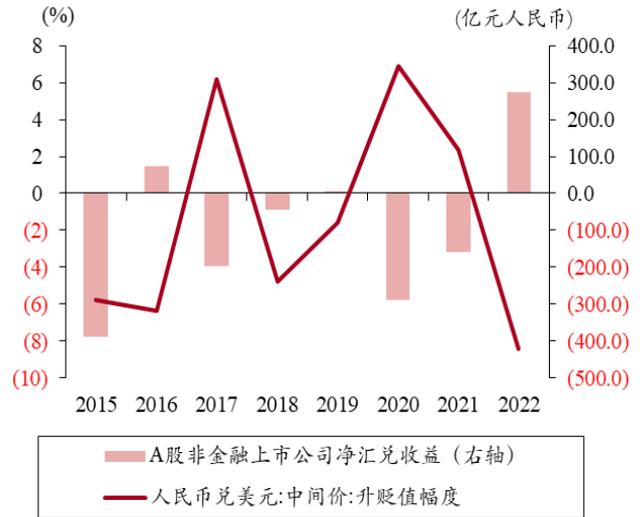
图表 10. A 股非金融企业产生汇兑收益的比例及人民币汇率中间价变动



资料来源: Wind, 中银证券

注: 人民币兑美元汇率采用间接标价法, 正值代表升值, 负值代表贬值, 下同。

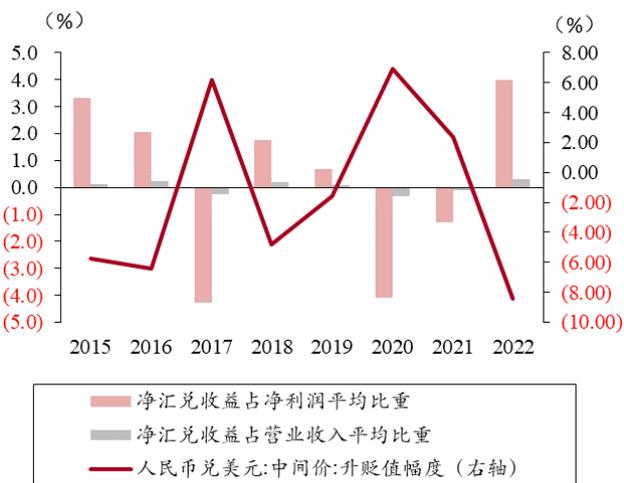
图表 11. A 股非金融企业净汇兑收益及人民币汇率变动



资料来源: Wind, 中银证券

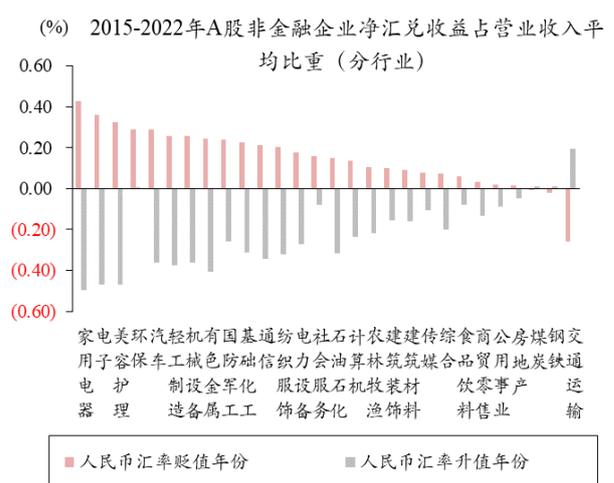
从汇兑收益对非金融上市公司营业收入和净利润影响来看, 2015-2022 年, 在人民币汇率升值和贬值的年份, 净汇兑收益占营业收入比重平均分别为-0.22%和 0.18%, 占净利润比重分别为-3.22%和 2.36% (见图表 12), 这意味着在汇率升值年份, 汇率变动对企业盈利影响幅度大于贬值年份。分行业来看, 汇率贬值对家用电器、电子、美容护理等行业盈利有更明显的改善作用, 对于交通运输、钢铁和煤炭等行业盈利则有较大的负面作用 (见图表 13)。

图表 12. A 股非金融企业净汇兑收益占净利润和营业收入平均比重及人民币汇率中间价变动



资料来源: Wind, 中银证券

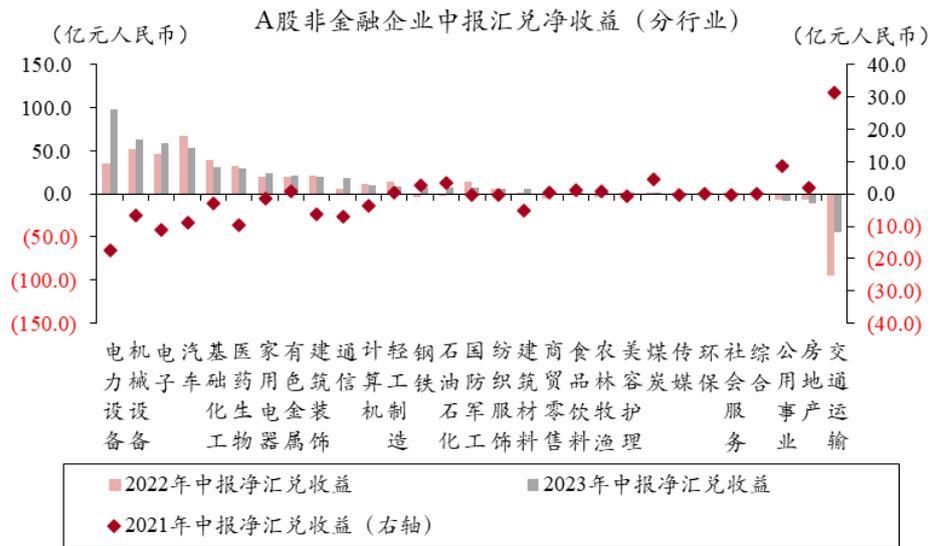
图表 13. 2015-2022 年 A 股非金融企业净汇兑收益占营业收入平均比重 (分行业)



资料来源: Wind, 中银证券

2023 年上半年, 人民币汇率再度调整, 人民币兑美元汇率中间价下跌 3.6%, A 股非金融上市企业合计净汇兑收益为 421 亿元人民币。2021 年同期, 人民币兑美元汇率中间价上涨 1.0%, 上市公司合计为净汇兑损失 25 亿元。2023 年中报, 共有 4046 家 A 股非金融上市公司披露汇兑收益, 其中有 3147 家出现汇兑收益, 占比为 77.8%。2021 年同期, 共有 3716 家 A 股非金融上市公司披露汇兑收益, 其中 2756 家出现汇兑损失, 占比为 74.2%。分行业来看, 出口型行业如电力设备、机械设备和汽车等, 海外业务收入占比高, 汇兑收益较多; 而如进口依赖程度较高的交通运输和煤炭行业, 以及外债较多的房地产行业, 产生汇兑损失较多 (见图表 14)。

图表 14. 2021-2023 年 A 股非金融企业中报净汇兑收益情况（分行业）



资料来源：Wind，中银证券

2. 多边汇率回调改善了出口企业的竞争力

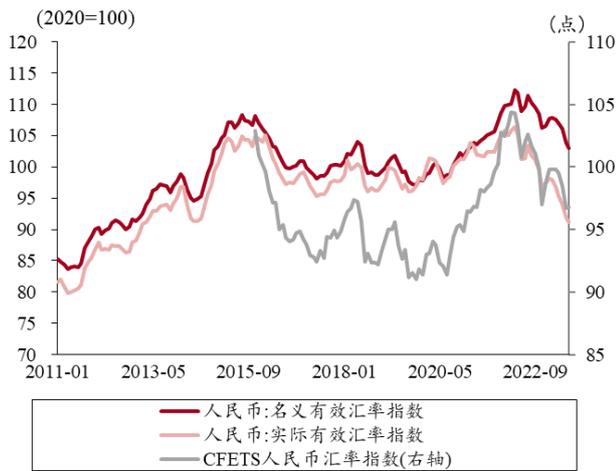
2020 年下半年，中国经济领先全球复苏，起初是人民币兑美元双边汇率升值，导致企业出口从接单、生产、发货到收款期间蒙受财务损失。2020 年底，出口企业将人民币升值与原材料涨价、国际运费大幅上升并称为中国外贸出口面临的“三座大山”。当年底中央经济工作会议公报时隔两年重提“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。2021 年，逐渐转为人民币双边汇率升幅收窄，但多个口径的人民币多边汇率指数刷新历史新高，对企业出口造成竞争力冲击。2022 年以来前述情况发生逆转，2022 年国际清算银行（BIS）编制的人民币名义和实际有效汇率指数累计下跌 2.9% 和 7.9%，中国外汇交易中心口径（CFETS）的人民币汇率指数累计下降 3.7%。

2023 年以来，人民币多边汇率延续调整趋势。截至 8 月末，BIS 人民币名义有效汇率指数较 2022 年末下跌 2.6%，基本抹平了 2021 年的涨幅；由于海外通胀仍高而国内通胀温和，人民币实际有效汇率指数下跌 6.0%，降至 2014 年 7 月以来的低位；CFETS 人民币汇率指数累计下跌 1.6%（见图表 15）。这缓解了 2020-2021 年人民币多边汇率升值对中国出口竞争力的冲击。

根据我们此前报告的测算，人民币实际有效汇率对应的出口价格弹性约为 -0.31，即当人民币多边汇率每下跌 1 个百分点，出口金额增加 0.31 个百分点⁴。但值得指出的是，外需强弱对于出口的影响远大于汇率变动，收入弹性约为 1.37，即当外需扩大 1 个百分点，出口金额增加 1.37 个百分点，故不宜对于汇率调整对短期出口的提振作用期望过高。此外，从历史经验看，人民币实际有效汇率指数与中国出口价格指数（以美元计价）有一定的正相关性，2015 年以来二者相关系数为 0.32（见图表 16），即人民币多边汇率回调，对应中国出口价格指数下降。

⁴ 详见中银证券研报《人民币汇率调整如何影响中国外贸进出口？》2022 年 9 月 29 日。

图表 15. 人民币多边汇率指数走势



资料来源：国际清算银行，中国外汇交易中心，Wind，中银证券

图表 16. 人民币实际有效汇率指数与出口价格总指数



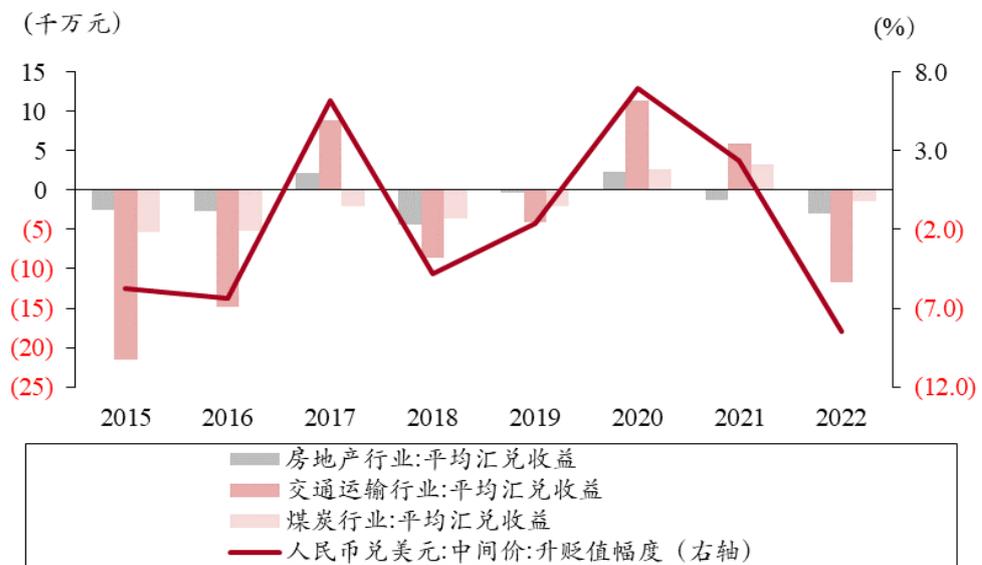
资料来源：国际清算银行，海关总署，Wind，中银证券
注：中国出口价格指数为人民币计价，此处使用人民币兑美元中间价月度变动幅度进行调整。

3. 汇率贬值也增加了进口成本和偿债负担

汇率波动对于不同的主体影响不同。对于原材料高度依赖进口的，人民币汇率贬值加大了进口成本，比如交通运输和煤炭行业，由于需要大量进口航运油及设备 and 铁矿石原料，在人民币贬值年份产生的净汇兑损失较多，在升值年份则产生净汇兑收益。如 2015 年和 2022 年，人民币兑美元汇率中间价分别贬值 5.8% 和 8.3%，交通运输行业平均净汇兑损失为 2.2 亿和 1.2 亿元人民币，煤炭行业平均净汇兑损失为 5348 万和 1467 万元人民币；2020 年和 2021 年，人民币汇率连续升值，交通运输行业平均净汇兑收益为 1.1 亿和 5960 万元人民币，煤炭行业平均净汇兑收益为 2555 万和 3257 万元人民币（见图表 17）。

作为中资美元债的重要融资主体，2022 年人民币汇率贬值，房地产企业平均遭受了 2958 万元人民币的净汇兑损失（见图表 17）。此类企业外汇收入较少，而美元债务重要的融资来源，货币错配、汇率贬值叠加国内地产市场降温，加大了外债偿还压力。

图表 17. 2015-2022 年交通运输、煤炭和房地产行业平均汇兑收益及人民币汇率中间价变动



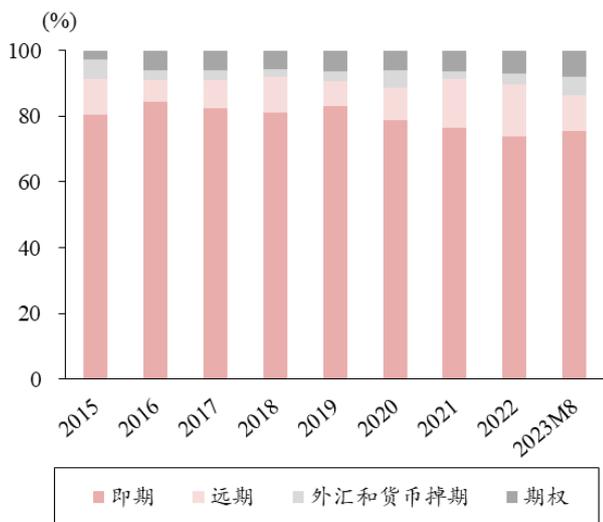
资料来源：Wind，中银证券

三、风险中性意识增强减轻汇率波动实际影响

1. 汇率避险操作增加减轻了汇率波动实际影响

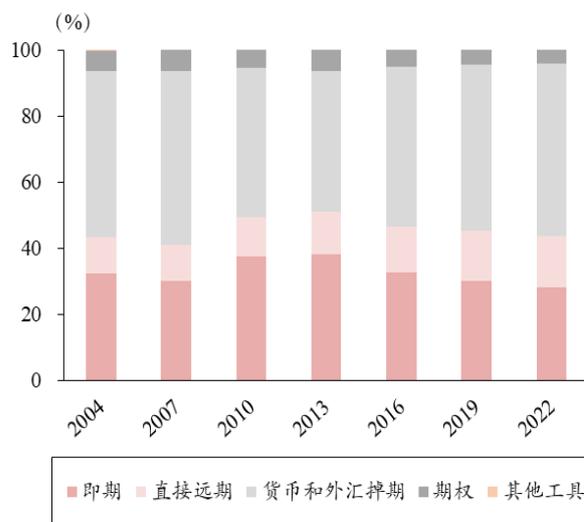
近年来，人民币汇率有涨有跌、双向波动的弹性增加，企业风险中性意识和汇率敞口管理能力加强，更多运用远期结售汇、掉期和期权等外汇衍生品对冲汇率风险。2020-2022年，银行对客户的外汇交易中，远期、掉期和期权交易合计占比平均为 23.7%，高于 2015-2019 年均值 17.7% 的水平；2023 年前 8 个月，该比例为 24.4%（见图表 18）。这提前锁定了部分汇兑损益，企业的实际汇兑收益或损失没有预想的多。不过，这仍远低于国际平均水平。根据国际清算银行（BIS）最新抽样调查的数据，2022 年 4 月，全球外汇市场场外交易衍生品占比高达 72%（见图表 19）。

图表 18. 中国境内银行对客户的外汇交易构成情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券
注：2023 年为前 8 个月数据。

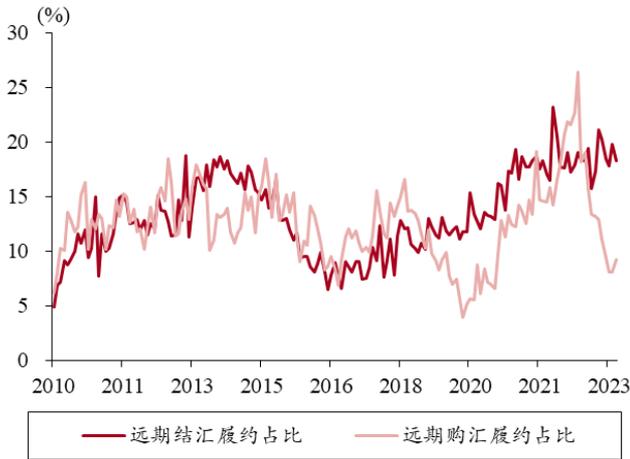
图表 19. 全球外汇市场场外成交额按工具构成情况



资料来源：国际清算银行，Wind，中银证券

此外，企业使用保值避险工具增多，套保比率上升。2020-2022 年，银行代客结汇中远期履约平均占比为 16.8%，较 2015-2019 年均值提升 6 个百分点；代客售汇中远期履约占比 13.9%，提升 2.3 个百分点。同期，远期结汇和购汇套保比率分别为 12% 和 10%，分别上升 5.8 和 2.2 个百分点。2023 年前 8 个月，银行代客结汇远期履约占比 18.6%，较 2020-2022 年同期均值进一步提高同期均值提高了 2.0 个百分点；代客售汇中远期履约占比 10.7%，下降 2.3 个百分点。同期，远期结汇和购汇套保比率分别为 12.7% 和 5.0%，分别上升 0.7 个百分点和下降 5.2 个百分点（见图表 20 和 21），后者主要反映了 2022 年 9 月远期购汇外汇风险准备金率上调政策的影响，这会增加企业使用远期和期权对冲汇率风险的成本，进而减少远期购汇需求。

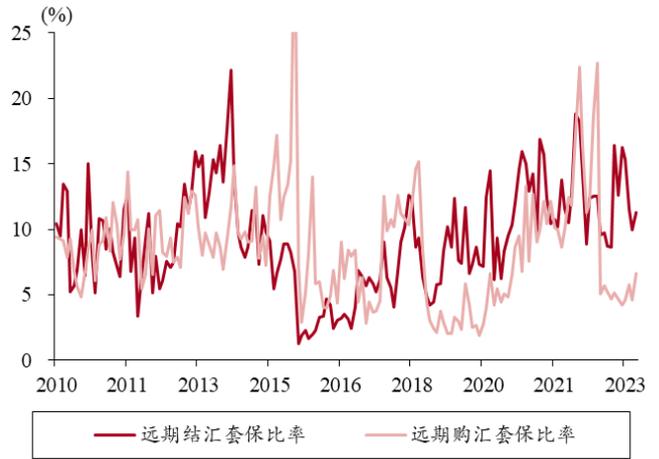
图表 20. 远期结汇和购汇履约占比情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：(1) 远期结(售) 汇履约额= 上期末远期结(售) 汇累计未到期额+本期远期结(售) 汇签约额-本期末远期结(售) 汇累计未到期额；
(2) 远期结(售) 汇履约占比=远期结(售) 汇履约额/银行代客结(售) 汇额；(3) 2023 年为前 8 个月数据。

图表 21. 远期结汇和购汇套保比率情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

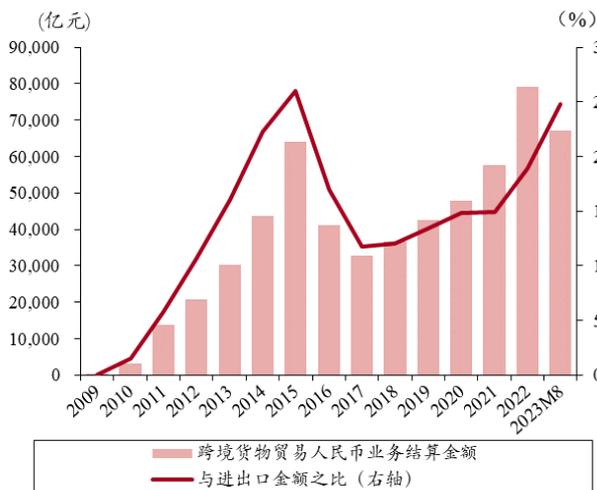
注：(1) 远期结(购) 汇套保比率=银行代客远期结(售) 汇签约额/银行代客涉外外币收入(支出)；(2) 2023 年为前 8 个月数据。

2. 本币计价结算和收外汇付外汇对冲汇率风险

随着人民币国际化有序推进，人民币在全球外汇储备和支付结算中的占比提高，也有助于降低货币错配风险。2020-2022 年，跨境贸易中人民币收付占比平均为 16.2%，较 2015-2019 年均值 16% 提升 0.2 个百分点；2023 年前 8 个月，人民币收付占比为 24.8%⁵，同比提高了 6.8 个百分点（见图表 22），这反映境内企业在外贸进出口中越来越多地采用本币计价结算来规避汇率波动和地缘政治等风险⁶。

2020-2022 年，银行代客涉外收付款中人民币占比均值为 40%，较 2015-2019 年均值 24.1% 大幅提升 15.9 个百分点；同期，美元占比由 66.5% 降至 54%，下降了 12.5 个百分点。自 2023 年 3 月份以来，银行代客涉外收付款中，人民币占比持续超过美元，前 8 个月人民币收付累计占比 48.6%，高出同期美元占比 2.4 个百分点（见图表 23），跃升为境内第一大跨境收付货币，这有助于提升人民币国际支付功能。

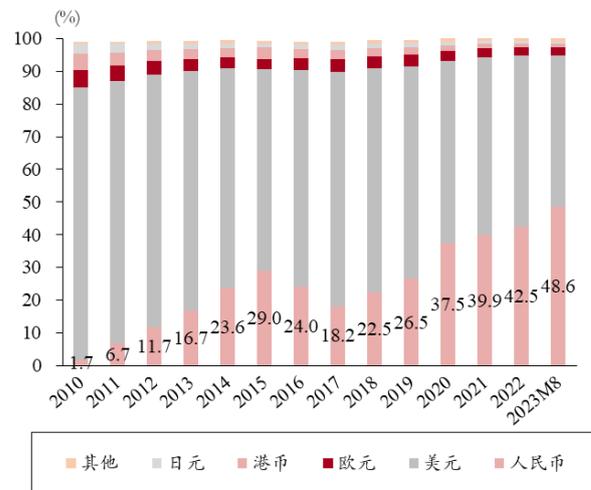
图表 22. 跨境贸易结算人民币金额及占进出口总额比例



资料来源：中国人民银行，海关总署，Wind，中银证券

注：(1) 跨境货物贸易中人民币结算占比=人民币跨境货物贸易结算金额/海关进出口金额；(2) 2023 年为前 8 个月数据。

图表 23. 境内银行代客涉外收付款币种占比



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

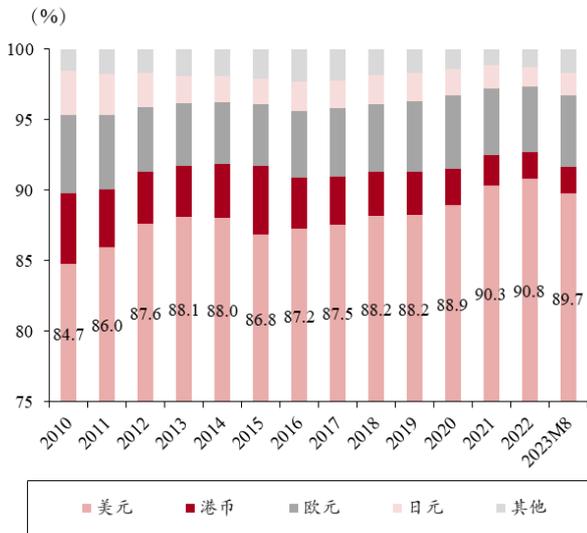
注：2023 年为前 8 个月数据。

⁵ 鉴于加工贸易、易货贸易、补偿贸易及外商投资企业设备进口等，通常没有对应的跨境资金收付，该占比数据或低估了跨境贸易人民币计价结算的重要性。

⁶ 跨境贸易以人民币收付只反映用人民币结算的情况，不完全等同于以人民币计价。

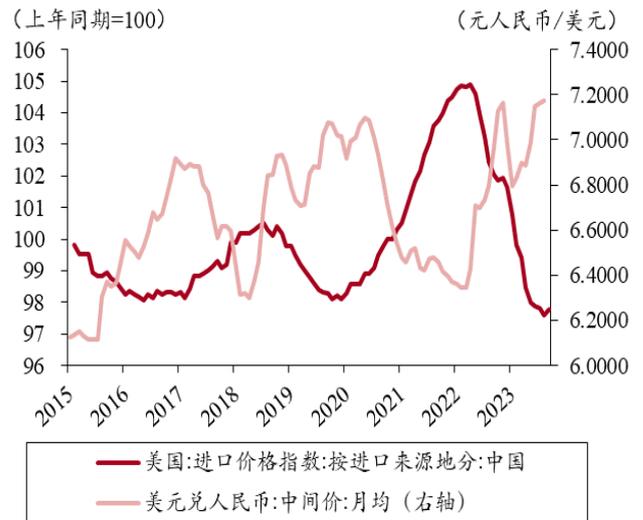
不过，值得指出的是，在银行代客外币涉外收付款中，美元占比依然较高，2020-2022年美元占比均值为90%，较2015-2019年均值高出2.4个百分点。2023年前8个月该比例为89.7%，虽然较2022年同期下降了1.3个百分点，却较2015年仍然高出3.5个百分点（见图表24）。这意味着“8.11”汇改参考一篮子货币调节以来，银行代客跨境外币收付中，企业和居民对美元使用的集中度是提高而非下降，因此人民币兑美元双边汇率变化依然对于国内涉外企业的财务状况有着重大影响。历史经验来看，美国从中国的进口商品价格指数与人民币兑美元汇率呈负相关关系，2015年以来二者相关性为-0.35（见图表25），这反映在人民币双边汇率贬值的情况下，境外采购商通常会要求国内供货商降价，以共同分享贬值形成的财务收益。

图表 24. 境内银行代客涉外收付款外币币种占比



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券
注：2023年为前8个月数据。

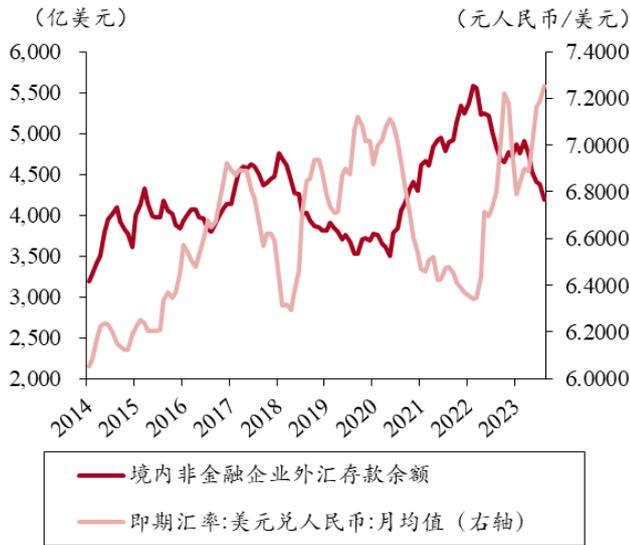
图表 25. 美国从中国进口的商品价格指数与人民币汇率



资料来源：美国劳工部，Wind，中银证券
注：美国从中国进口价格指数原数据以2003年12月为基数，此处调整为上年同期为基数。

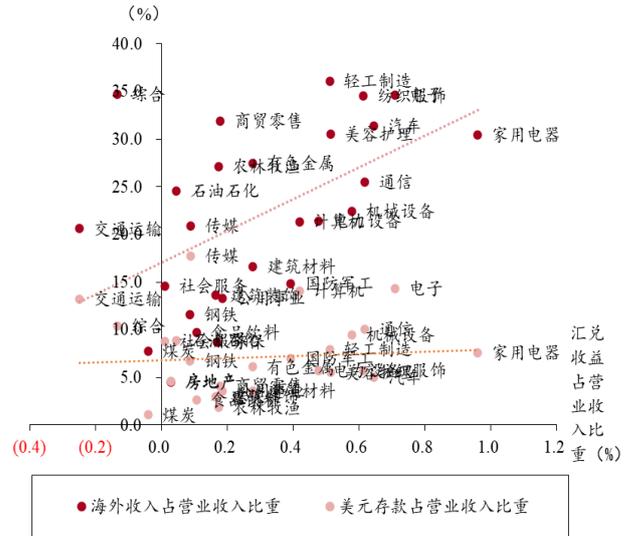
在本币计价计算之外，涉外企业也可以选择“收外汇付外汇”的方式自然对冲汇率风险。根据中国人民银行的统计，2020-2021年人民币汇率升值，境内非金融外汇存款分别增加601亿和948亿美元；2022年和2023年前8个月人民币汇率贬值，境内非金融外汇存款分别减少532亿和526亿美元（见图表26）。这显示，当人民币升值时，境内非金融企业倾向于积累外汇存款，增厚了民间二级外汇储备，起到了“蓄水池”的作用；人民币贬值时，企业倾向于减少外汇存款，用于对外支付或结汇。从微观企业的财务数据来看，2023年上半年，A股非金融企业中海外收入及美元存款与汇兑收益占营业收入比重呈现正相关关系（见图表27），即海外业务收入较多，或者美元存款较多的企业其净汇兑收益占营业收入比重越高。

图表 26. 境内非金融企业外汇存款与即期人民币汇率



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

图表 27. 2023 年中报 A 股非金融企业海外收入、美元存款与汇兑收益占营业收入比重



资料来源：Wind，中银证券

注：图中分别为 2023 年中报汇兑收益、美元存款及汇兑收益占营业收入比重的行业均值。

四、主要结论及建议

2023年以来，在内外部多重因素共同作用下，人民币汇率再度出现调整，同时A股也出现阶段性下跌，再次引发了市场关于人民币汇率和股市涨跌关系的讨论。将汇率贬值视作A股利空、升值视作利好，其实是外汇短缺背景下“宽进严出”、“奖出限入”思维惯性的延续。

从理论上讲，汇率波动通过贸易、资产负债表、资本流动和货币供给渠道对国内宏观经济和微观主体产生影响，但影响方向不尽相同，其利弊权衡需要具体情况具体分析。中国作为传统的贸易顺差大国，近年来在民间对外净负债减少、货币错配减轻的情况下，汇率波动在金融渠道的负向作用下降，贸易渠道的正向作用更加明显，贬值虽不是政策目标，但总体上有助于改善境内上市公司盈利。根据A股非金融企业的财务数据，在人民币汇率贬值的年份，平均有超过七成的企业产生汇兑收益，而在汇率升值的年份，仅有不到三成的企业产生汇兑收益。

随着汇率形成机制市场化改革的推进，人民币汇率呈现有涨有跌、双向波动的态势，不同于以往人民币汇率单边走势和升值预期，这更加考验涉外企业的汇率风险管理能力。对于企业来说，一是要增强汇率风险中性的财务意识，基于实际的贸易投资活动对汇率敞口做套保，不应故意扩大敞口追逐风险，而应将汇率风险管理纳入日常财务决策。二是不要赌汇率单边涨跌或点位，不应以事后的市场价格来评估外汇套保的盈亏，而是要通过汇率的风险对冲锁定成本收益，把汇率波动的不确定性变成确定性，以集中精力做好主业。此外，无论是用本币计价结算对外转嫁汇率风险，还是收外汇付外汇自然对冲汇率风险，也都有助于缓解汇率波动的冲击。

对于政府部门来说，一方面，要拓宽外汇市场的广度和深度，丰富外汇市场交易品种，放松外汇产品交易限制，为市场参与者提供有效的汇率避险工具。另一方面，要做好市场风险教育，引导企业聚焦主业，增强汇率风险中性的意识。此外，有关部门还需要完善相关人民币跨境交易结算的基础设施，让人民币跨境交易变得更为安全、便捷和成本低廉，为涉外主体使用人民币跨境交易结算提供便利。

风险提示：1) 主要央行货币紧缩超预期，全球外汇市场波动加剧；2) 国内经济复苏不如预期，人民币汇率波动加大，影响涉外企业汇率风险管理。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371