

2026年04月19日

本轮人民币升值对 A 股影响与以往的同与不同

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

曹晋（联系人）

caojin1@kysec.cn

证书编号：S0790124080011

● 股汇双升，人民币资产吸引力日益提升

我们在 4.6 报告《冲突“二阶导”出现，左侧布局机会已现曙光》中明确提出，OVX 与 VIX 双双见顶回落，风险偏好回升，成长股估值修复，其中“二次点火式”成长是最锋利的矛。

本周（4.13-3.17）人民币表现资产亮眼，A 股和人民币汇率双双走强，创业板指刷新近 11 年新高，美元兑在岸人民币录得 6.82，周内突破至 2025 年以来最低点。此外，2026 年 Q1 熊猫债净发行额增速超 100%，人民币资产吸引力持续增强。

● 复盘中国股汇市场的同向表现——宏观三因素共振

回顾近 10 年人民币汇率和 A 股走势，两者在多数时间呈显著的同向波动。我们认为联动的背后，因果关系并非依存于汇率对股市的影响，而是驱动人民币升值的因素，通常也有利于 A 股的盈利预期和流动性环境。

三重因共振（国际资本流向、中国经济基本盘、贸易顺差和结售汇）推动本轮人民币持续升值，我们判断美联储降息路径上虽有波澜，但中国经济企稳复苏和出口强劲势头不改，整体环境仍有利于 A 股。

板块视角看，汇率本身对板块行情的指引性并不强，我们认为有 2 点原因：

（1）产业视角看，汇率变化对企业盈利的传导是非线性的。人民币升值在压缩出口报价空间的同时，也通过压低进口原材料成本等渠道部分抵消负面影响，订单量与定价权的综合博弈使最终盈利方向存在较大不确定性。

（2）估值视角看，汇率波动对出口企业的影响多为短期、且订单量和价格是非同向影响，而市场估值锚定的是中长期盈利预期。

● 投资思路——中国出口进入“产品力驱动”新阶段，聚焦出海景气主线

我国出口从“外部需求导向”，逐步走向“产品力驱动”的新阶段。在多次国际公共事件冲击下，中国出口不改“真金”底色——

（1）2018 年中美关税摩擦阶段，出口短期承压后迅速平稳回升；

（2）2020 年新冠疫情，中国率先实现复工复产，出口规模大幅抬升；

（3）2025-2026 年关税冲击扰动下，出口依旧逆势高位运行、屡超预期。

本周市场对地缘不确定性脱敏、风险偏好修复，短期或持续聚焦产业景气线索，**行业配置建议——**

（1）年报视角下，**出口高景气赛道**：截至 4 月 19 日，2025 年境外业务收入同比增长超 20%、且利润率超 30%的行业：通信、电子、医药生物（收入同比 19.7%）、建筑材料、非银金融。细分赛道包括：AI 链的算力资本（算力、存储、半导体）、创新药、液冷、电力资本（电力设备）、平台应用（AI4S）。

（2）人民币升值受益进口板块：航空、造纸、原油及原材料进口依赖型企业。

● **风险提示**：宏观政策超预期变动；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化风险。

相关研究报告

《机构关注度环比回升：基础化工、传媒、商贸零售—投资策略点评》
-2026.4.15

《“二次点火”成长，左侧中最大布局机会—投资策略周报》-2026.4.12

《冲突“二阶导”出现，左侧布局机会已现曙光—投资策略专题》
-2026.4.6

目 录

1、 股汇双升，人民币资产吸引力日益提升.....	3
2、 复盘中国股汇市场的同向表现——宏观三因素共振.....	3
3、 投资思路——中国出口进入“产品力驱动”新阶段，聚焦出海景气主线.....	6
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 2025 年以来，中美利差改善、人民币汇率升值.....	3
图 2： 2026 年 Q1，熊猫债券净发行规模同比翻倍增长.....	3
图 3： 近十年来，人民币与 A 股表现多数时间呈同向波动.....	5
图 4： 人民币汇率与行业的超额收益并无稳定的关联性.....	5
图 5： 2026 年 Q1 出口超季节性走强.....	6
图 6： 2026 年 Q1 中国结售汇净额继续扩大.....	6
图 7： 2017 年后北向资金流入大幅增长.....	6
图 8： 新冠疫情后中国经济率先重启.....	6
图 9： 出口同比增长与人民币汇率存在同向关系.....	6
图 10： 2021 年和 2026 年结售汇顺差同步大幅上升.....	6
图 11： 2025 年海外业务收入高增长的行业集中在科技成长赛道.....	7
图 12： 中美贸易摩擦、新冠疫情及关税扰动下，中国出口均韧性十足.....	8
图 13： 2025 年以来，“新三样”出口金额持续高增.....	8

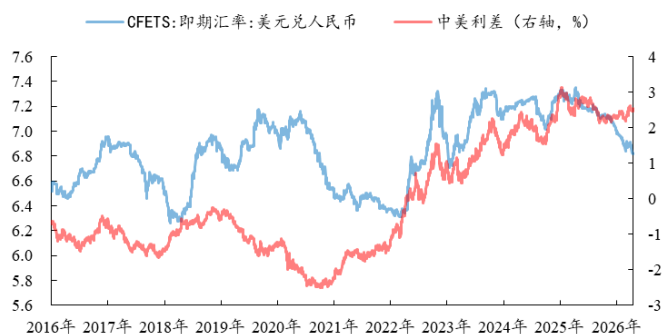
1、股汇双升，人民币资产吸引力日益提升

我们在 4.6 报告《冲突“二阶导”出现，左侧布局机会已现曙光》中明确提出，OVX 与 VIX 双双见顶回落，风险偏好回升，成长股估值修复，其中“二次点火式”成长是最锋利的矛。

4 月 13 日至 4 月 17 当周，A 股和人民币汇率双双走强，创业板指刷新近 11 年新高、本周收涨 6.65%，上证指数和深证成指本周上涨 1.64%和 4.02%；截至周五，美元兑在岸人民币录得 6.82，周内人民币较美元升至 2025 年以来最高点位，人民币资产吸引力仍在持续上升。

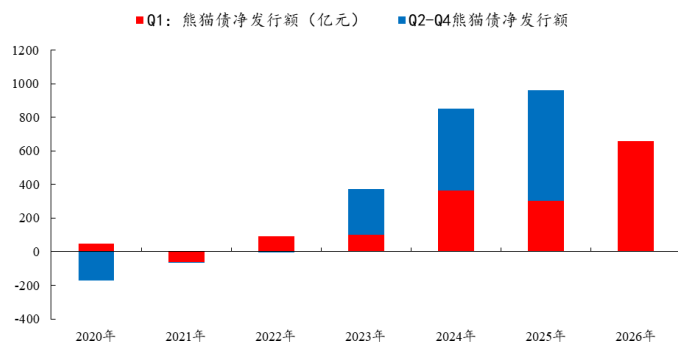
此外，2026 年以来熊猫债市场快速扩容，反映境外机构配置人民币资产的意愿显著增强。截至 2026 年 4 月中旬，熊猫债发行规模已达到 1047.35 亿元，同比增长超 90%。并且，发行主体显著扩容，不仅有亚投行、新开发银行等国际组织，更吸引了哈萨克斯坦、斯洛文尼亚等主权政府，以及宝马、拜耳、汉高、德意志银行、法国巴黎银行等全球知名企业与金融机构，覆盖亚、欧、非、北美、南美五大洲，认购热度持续高涨。

图1：2025 年以来，中美利差改善、人民币汇率升值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026 年 Q1，熊猫债券净发行规模同比翻倍增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、复盘中国股汇市场的同向表现——宏观三因素共振

回顾近 10 年人民币汇率和 A 股走势，两者在多数时间呈显著的同向波动。我们认为联动的背后，因果关系并非依存于汇率对股市的影响，而是驱动人民币升值的因素，通常也有利于 A 股的盈利预期和流动性环境。

三重因素共振推动人民币持续升值，我们判断美联储降息路径上虽有波澜，但中国经济企稳复苏和出口强劲势头不改，整体环境仍有利于 A 股。本轮人民币升值始于 2025 年 4 月，特朗普宣布实施“对等关税”，大幅冲击全球对美元资产的信用与持有意愿，美元走弱是本轮汇率回升的直接触发点。此后，美联储降息预期升温、

中美利差持续收窄；叠加出口强劲、结汇意愿显著增加，三重因素共振推动人民币持续走强。

归纳近 10 年内人民币汇率与 A 股的历史表现，可以提炼出三类宏观共性因素，当一种或多种叠加出现时，人民币汇率与 A 股往往同步走强：

(1) 国际资本流向：利率平价通常是国际资本流向的主要因素，中美利差改善时，人民币资产和汇率往往表现较强。例如 2016 年底至 2017 年间，美债收益率回落带动中美利差改善，外资大规模持续流入，人民币升值与 A 股上涨形成共振。板块上，外资偏好的消费、蓝筹等核心资产领涨，传统出口板块表现相对偏弱。

从当前海外流动性来看，中东地缘风险通过“油价→美国通胀预期→美联储降息预期”的链条构成较强扰动；但硬币的另一面是，美元与石油的绑定和美元资产信用亦在松动，作为战争的第三方、已经稳定的经济基本盘下，人民币资产有望成为避险新锚点。

(2) 国内经济基本盘：在经济复苏或增长加速阶段，社会投资回报率上升增强了人民币资产吸引力。2020 年疫情后，中国率先复工复产，一方面出口链受益于海外供需缺口，另一方面企业盈利逐季改善，人民币汇率与 A 股同步走强。

2026 年一季度国内经济实现开门红，一季度 GDP 同比增长 5.0% 超预期，社会投资回报率和企业盈利企稳改善预期升温，从熊猫债发行情况来看，境外资本对中国产业布局的意愿有所提高。

(3) 贸易顺差、及结汇需求：中国出口持续增长，贸易顺差积累了大量的结汇需求，出口企业盈利和人民币需求双双提升。2021—2022 年上半年，出口高景气驱动大规模贸易顺差，结汇需求旺盛持续支撑人民币走强；A 股与此同步形成以出口链和高端制造为主线的结构性牛市，电力设备、有色、汽车等板块领涨。

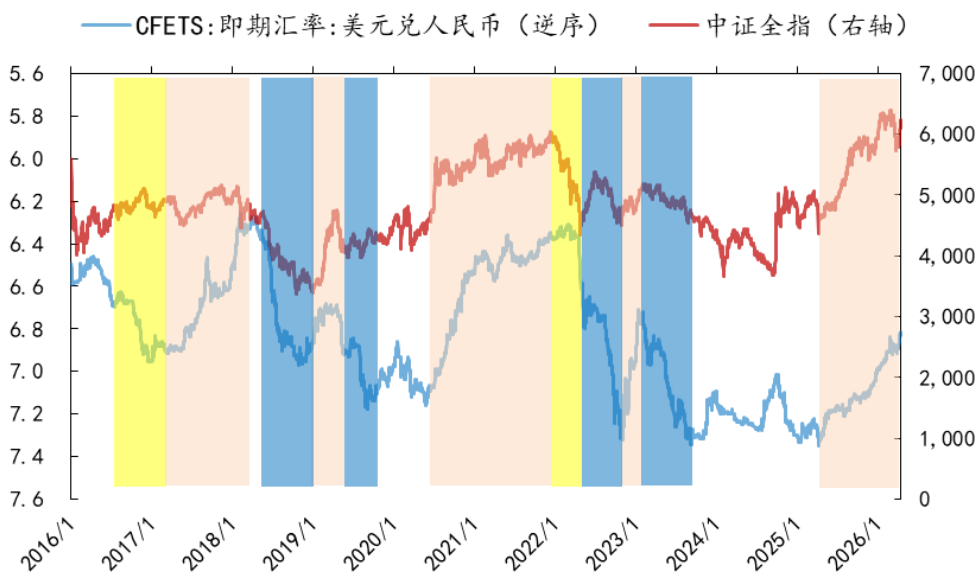
近几年来，中国出口持续增长，贸易顺差叠加前期美国加息周期，积累了较大规模的结汇需求。2025 年美联储降息以来，我国再次经历一波结汇高峰，推动人民币走强。

从板块表现来看，人民币汇率波动本身并不直接决定哪个板块长期受益，关键在于升值背后的具体宏观驱动因素，我们认为——

(1) 从产业视角看，汇率变化对企业盈利的传导是非线性的。人民币升值在压缩出口报价空间的同时，也通过压低进口原材料成本等渠道部分抵消负面影响，订单量与定价权的综合博弈，使汇率与出口企业盈利的关系呈非线性。

(2) 从估值视角看，汇率波动对出口企业的影响多为短期、且订单量和价格是非同向影响，而市场估值锚定的是中长期盈利预期，单一汇率因素难以形成持续明确的板块行情指引，市场关注的核心始终是产业供需格局与盈利兑现能力。

图3：近十年来，人民币与 A 股表现多数时间呈同向波动



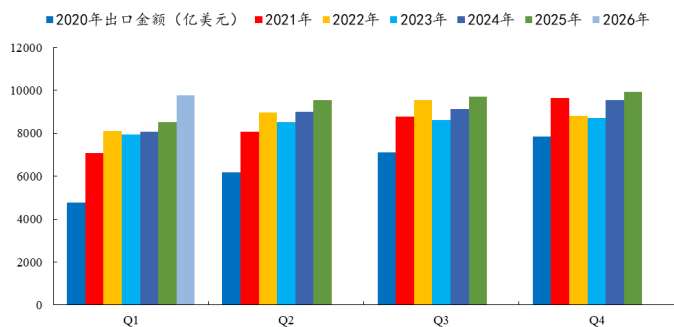
数据来源：Wind、开源证券研究所（红色和蓝色底纹分别代表人民币升值期间股汇同向波动，黄色代表背离）

图4：人民币汇率与行业的超额收益并无稳定的关联性

	人民币升值期						人民币贬值期					
	2017/1/1	2018/11/28	2020/5/27	2021/12/1	2022/11/3	2025/4/10	2016/4/12	2018/3/29	2019/4/17	2022/3/2	2023/2/2	
	2018/2/7	2019/4/17	2021/12/1	2022/3/2	2023/2/2	2026/2/27	2017/1/1	2018/11/28	2019/9/3	2022/11/3	2023/9/28	
人民币兑美元涨跌幅	11.02%	4.04%	12.31%	0.95%	8.89%	7.10%	-7.06%	-9.57%	-6.86%	-13.79%	-7.92%	
中证全指	-3.34%	1.73%	2.93%	-5.55%	0.24%	2.62%	1.30%	21.64%	9.21%	16.20%	10.71%	
区间表现	同步	同步	同步	背离	同步	同步	背离	同步	同步	同步	同步	
主导原因	美元走弱 经济复苏 外资进入	美元走弱 经济复苏 外资进入	出口强势 利率走同 全球放水	出口强势 利率走同 全球放水	防疫放开 政策宽松 加息放缓	降息周期 经济改善 产业升级	美元走强 经济下行 资本外流	贸易冲突 美联储加息 美元走强	贸易摩擦升级 美元指数偏强 经济复苏乏力	美联储加息 地缘政治 资本外流	经济不及预期 出口增速下滑 中美利差倒挂	
行业类别	电子	5.84%	13.72%	-7.07%	-3.53%	40.73%	2.96%	-12.57%	13.77%	-6.75%	3.33%	
	通信	-15.71%	11.19%	-40.67%	5.09%	-4.29%	4.23%	-3.30%	-8.36%	5.35%	31.89%	
	计算机	-18.68%	8.93%	-32.88%	1.16%	1.45%	-12.84%	-1.27%	2.50%	-3.51%	7.95%	
	传媒	-25.33%	-7.08%	-36.90%	2.81%	8.85%	-16.78%	-10.72%	-7.04%	-6.61%	23.46%	
	国防军工	-25.30%	3.97%	37.58%	-8.20%	-13.55%	13.62%	-0.77%	9.52%	10.32%	0.71%	
	电力设备	-18.02%	5.39%	153.32%	-11.78%	-7.25%	36.56%	-2.53%	-6.11%	-4.35%	-17.23%	
	食品饮料	48.38%	24.30%	16.06%	-0.85%	15.78%	-52.10%	15.84%	6.38%	22.92%	-2.70%	
	医药生物	-3.19%	-10.83%	-17.23%	-5.49%	-2.48%	-23.28%	1.67%	0.36%	6.17%	-2.10%	
	家用电器	44.74%	9.97%	-27.55%	2.51%	7.88%	-25.25%	13.11%	-2.49%	4.07%	-5.48%	
	商贸零售	-17.47%	-5.04%	-41.44%	0.81%	1.11%	-27.62%	3.09%	-4.26%	-7.75%	5.25%	
	纺织服装	-26.64%	-6.54%	-28.23%	4.97%	3.68%	-11.19%	-1.84%	-5.20%	-8.68%	-2.46%	
	轻工制造	-14.99%	0.47%	-6.54%	5.26%	5.48%	1.07%	3.53%	-8.68%	-8.84%	-3.47%	
	汽车	-7.13%	3.45%	57.86%	-9.74%	-2.90%	-10.81%	2.46%	-3.91%	-8.73%	10.92%	
	农林牧渔	-17.69%	29.66%	-38.58%	12.61%	-1.90%	-34.27%	1.34%	5.98%	10.08%	2.60%	
	美容护理	-13.31%	-3.77%	-13.18%	-6.85%	2.05%	-38.03%	6.74%	-1.93%	7.41%	10.94%	
	社会服务	-2.11%	-0.92%	24.41%	13.91%	3.29%	-26.89%	-6.52%	5.65%	10.10%	7.37%	
	建筑装饰	-6.72%	-10.38%	-25.17%	15.99%	-0.34%	-14.09%	15.09%	1.65%	-11.71%	0.78%	
	石油石化	-0.25%	-10.76%	20.41%	12.07%	-0.27%	8.00%	6.11%	5.79%	-9.83%	-0.30%	
	基础化工	-6.93%	2.74%	59.65%	3.10%	0.41%	22.67%	6.89%	-1.83%	-8.43%	-8.14%	
	有色金属	9.62%	-4.04%	69.52%	2.74%	2.13%	99.89%	1.82%	-12.71%	-0.89%	-2.86%	
	钢铁	31.83%	-12.11%	23.78%	6.95%	1.98%	8.21%	4.22%	2.03%	-14.82%	-9.93%	
	煤炭	24.31%	-2.31%	35.70%	30.40%	-10.95%	-16.68%	4.33%	3.94%	-7.03%	20.03%	
	机械设备	-17.41%	1.51%	19.00%	-2.80%	-4.46%	22.59%	1.38%	-3.32%	-4.94%	7.71%	
	环保	-16.26%	-9.66%	-16.19%	5.20%	-4.77%	-4.85%	2.33%	-12.58%	-8.70%	-2.93%	
	公用事业	-13.35%	-9.81%	1.75%	8.29%	-6.54%	-28.49%	-1.14%	-0.60%	-3.50%	3.88%	
	交通运输	6.50%	-2.96%	-21.01%	12.73%	-4.86%	-31.45%	-6.33%	0.18%	-2.94%	9.50%	
	房地产	5.76%	-2.28%	-47.53%	11.81%	6.82%	-27.90%	-2.37%	1.51%	-11.67%	-5.28%	
	建筑材料	5.98%	3.01%	-27.42%	9.60%	10.54%	7.41%	13.37%	-0.95%	-3.05%	-11.75%	
	银行	29.59%	-12.29%	-24.97%	9.64%	5.59%	-41.81%	3.08%	14.30%	-1.92%	-8.71%	
	非银金融	20.92%	5.38%	-32.53%	1.34%	10.43%	-22.93%	-0.44%	12.92%	2.03%	-6.45%	
	综合	-30.39%	-0.59%	-9.82%	13.55%	-2.30%	65.47%	4.49%	-4.02%	-5.76%	17.40%	

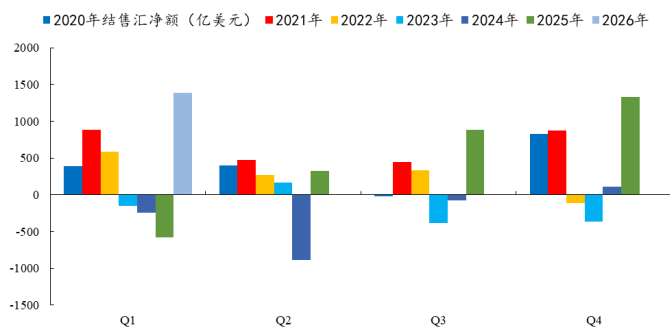
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：行业收益率为剔除中证全指后的超额收益）

图5：2026年Q1出口超季节性走强（单位：亿美元）



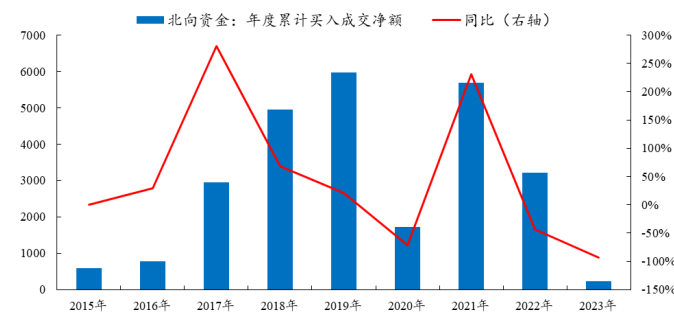
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2026年Q1中国结售汇净额继续扩大（单位：亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2017年后北向资金流入大幅增长



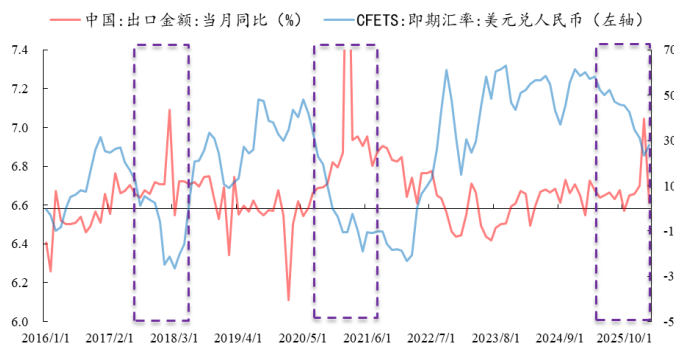
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：新冠疫情后中国经济率先重启



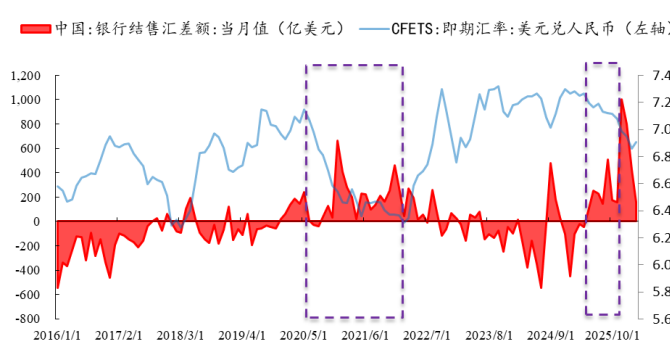
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：出口同比增长与人民币汇率存在同向关系



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021年和2026年结售汇顺差同步大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资思路——中国出口进入“产品力驱动”新阶段，聚焦出海景气主线

我国出口从“外部需求导向”，逐步向依托供应链和产业竞争力支撑的“产品力驱动”新阶段。2018年以来，中国生产出口竞争优势愈发显现，2026年Q1电动汽车出口同比增长82.7%，锂电池出口增长54.7%，太阳能电池同比增长34.2%。

(1) 2018 年中美关税摩擦阶段，出口短期承压后迅速企稳回升。

(2) 2020 年疫情冲击中，中国凭借完整供应链率先复工复产，出口规模逆势抬升，全球供给地位进一步巩固。

(3) 2025-2026 年关税冲击扰动下，出口依旧逆势高位运行、屡超预期，背后本质是全球市场对中国优质产品的刚性需求持续稳固。

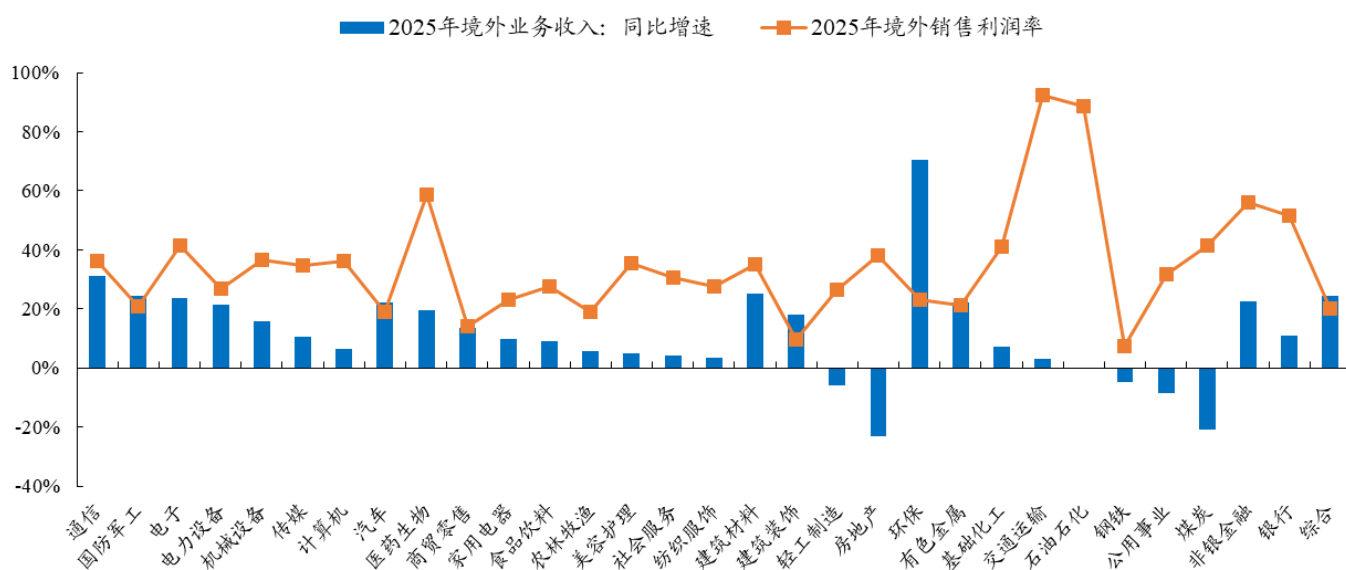
本周市场对地缘不确定性脱敏、风险偏好修复，短期或持续聚焦产业景气线索，行业配置建议：

(1) 年报视角下，出口高景气赛道：截至 4 月 19 日，2025 年境外业务收入同比增长超 20%、且利润率超 30% 的行业：通信、电子、医药生物(收入同比+19.7%)、建筑材料、非银金融。

细分赛道包括：AI 链的算力资本（算力、存储、半导体）、创新药、液冷、电力资本（电力设备）、平台应用（AI4S）。

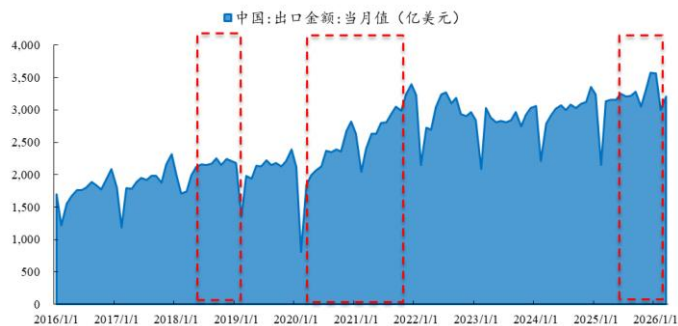
(2) 人民币升值短期受益进口板块：航空、造纸、原油及原材料进口依赖型企业。

图11：2025 年海外业务收入高增长的行业集中在科技成长赛道



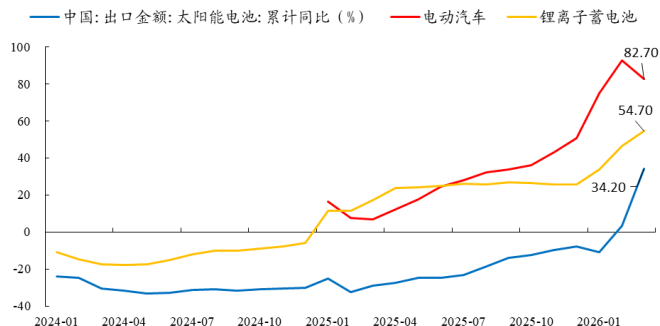
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 4 月 19 日，国防军工剔除 ST 松发、环保主要受中材节能拉动）

图12: 中美贸易摩擦、新冠疫情及关税扰动下, 中国出口均韧性十足



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2026年Q1, “新三样”出口金额大幅增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

地缘政治恶化风险。

产业政策发生变化的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn