



宏观专题研究报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：陈瀚学

songxuetao@gjzq.com.cn

chenhanxue@gjzq.com.cn

上市公司眼中的人民币升值

2025年以来，人民币进入趋势升值阶段，汇率波动密集反映在上市公司利润表中。2026年一季度中，不乏出海制造企业均因汇兑损失或汇兑收益减少，出现财务费用上升、利润增速受压的案例。

人民币升值并非对所有企业都是利空，影响方向取决于企业资产负债表结构。出口收款型和海外资产型企业更容易出现汇兑损失；外币负债型企业则可能受益；自然对冲型和人民币结算型企业受冲击相对较小。

汇兑损失增加并不代表企业没有套保。我们的观察样本中不乏已经使用远期、掉期、期权、货币互换等工具的大型出海企业，但套保工具的会计科目和确认时点可能与财务费用中的汇兑损益错配，因此套保后仍可能出现账面汇兑损失。而且多币种、多区域、长周期项目本身也难以完全套保，过度对冲也是风险。

人民币国际化正在从宏大叙事走向企业实践。2025年出海型上市公司增加了人民币结算订单或推进人民币计价结算，银行端的跨境人民币结算数据也证实了这一点。汇率波动倒逼中国企业重估海外收入质量、美元资产安全性、本地化成本和人民币结算价值，这也是中国企业从制造出海走向规则出海的关键一步。

风险提示

汇率波动超预期；套保效果不及预期；人民币结算推进不及预期。



2025 年以来，人民币汇率开启了一轮趋势升值行情。截至 5 月 14 日，在岸、离岸人民币汇率均触及 6.78，刷新 2022 年 10 月以来的高点。

过去很多年，汇率对于大多数企业管理者来说，只是央行、出口、利差和美元共同塑造的外部变量。但在刚刚过去的年报和一季报季，汇率第一次如此密集地出现在上市公司的利润解释里，“汇兑损益”成了财报季的高频词，不少公司因汇兑损失陷入了增收不增利的尴尬局面。

2026 年一季报中，新能源车龙头比亚迪从去年同期约 19 亿元汇兑收益转为 26 年一季度的约 21 亿元汇兑损失，并造成约 40 亿元净利润拖累；光模块龙头企业新易盛一季度财务费用达 5.22 亿元，同比增长高达 1678%，公司表示主要是汇兑损失增加；机械龙头三一重工一季度营业收入同比增长 14% 至 241.5 亿元，但归母净利润仅微增 0.5%，也是因为一季度产生约 8 亿元汇兑损失侵蚀了利润¹。

对于很多制造业企业来说，虽然汇率和主营业务无关，但若辛苦卖车、卖轮胎、卖光模块、卖玻璃一个季度而多赚出来的毛利，最终被汇率重估吃掉一大块，汇率波动就成了不得不面对的问题。

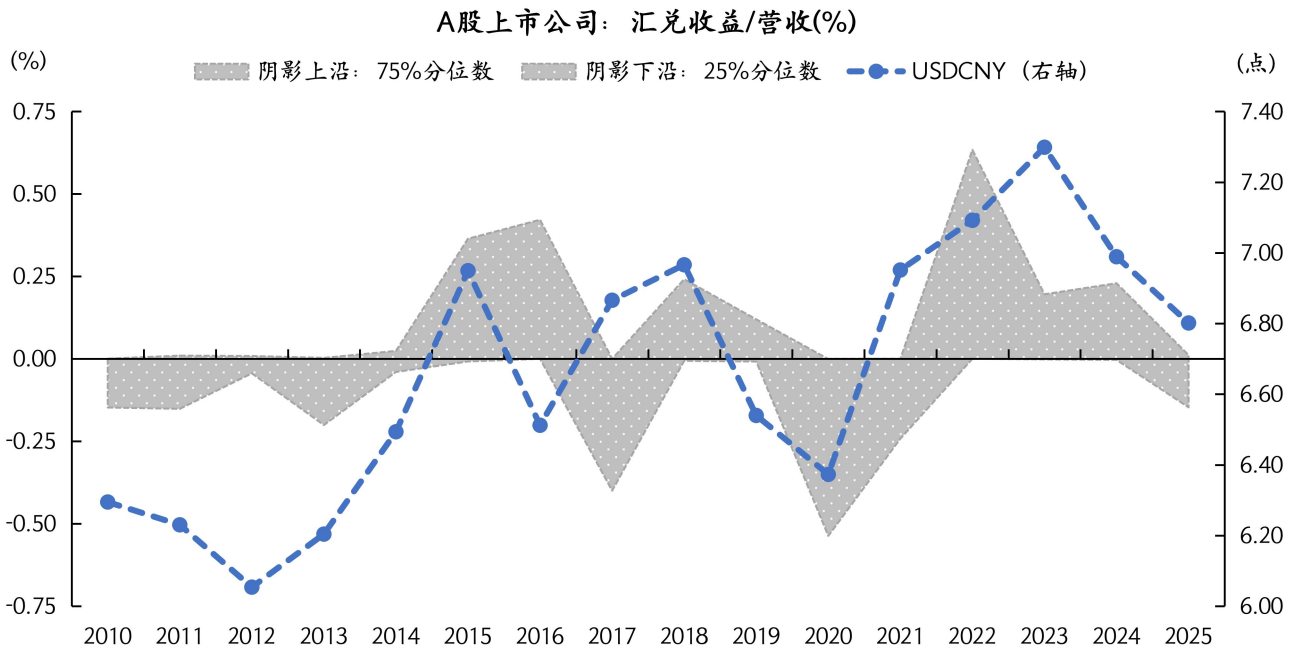
不止汇率波动，2026 年上市公司财报季中关于海外业务的一系列重估都在进行中——重估海外收入的质量，重估美元资产的安全性，重估本地化建厂的真实成本，也重估人民币结算的长期价值。当中国企业全球化进入深水区，一套关于汇率的新认知正在被动形成。

一、汇率损益，对 A 股上市公司整体业绩影响多大？

在财报中，汇兑损益一般反映在上市公司财务费用下的汇兑损益科目，是利润的抵扣项。因此观察“汇兑损失”时要注意，汇兑损益数值上升会令财务费用增加、利润损失变多，汇兑损益减少反而增厚利润。

2025 年以来，人民币升值对于上市公司利润的整体压制作用较 2024 年显著增加。2025 年上市公司平均汇兑收益占营收的比例从 2024 年的 +0.2% 降至 -0.09%。2025 年，有 1582 家 A 股上市公司出现汇兑收益，合计 337 亿元，较 2024 年下降了 18%；但有 3077 家上市公司出现汇兑损失，合计 419 亿元，较 2024 年增加了 17%。另外值得注意的是，有 2278 家上市公司汇兑损益实现同比逆转，由汇兑收益变为汇兑损失。这其中，外需依赖型行业是“重灾区”，平均海外收入占比分别高达 32% 和 38% 的电子和家电行业就是典型案例。

图表 1：当人民币汇率升值时，A 股公司整体的汇兑损失压力上升

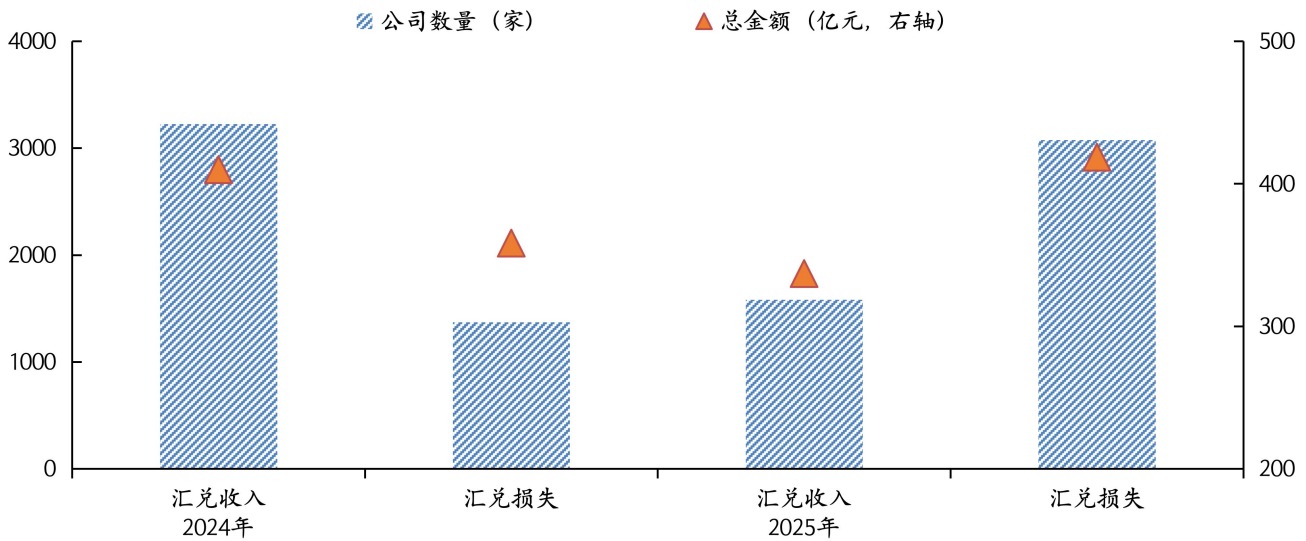


来源：Wind，国金证券研究所

¹<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1864494354346364832&wfr=spider&for=pc>

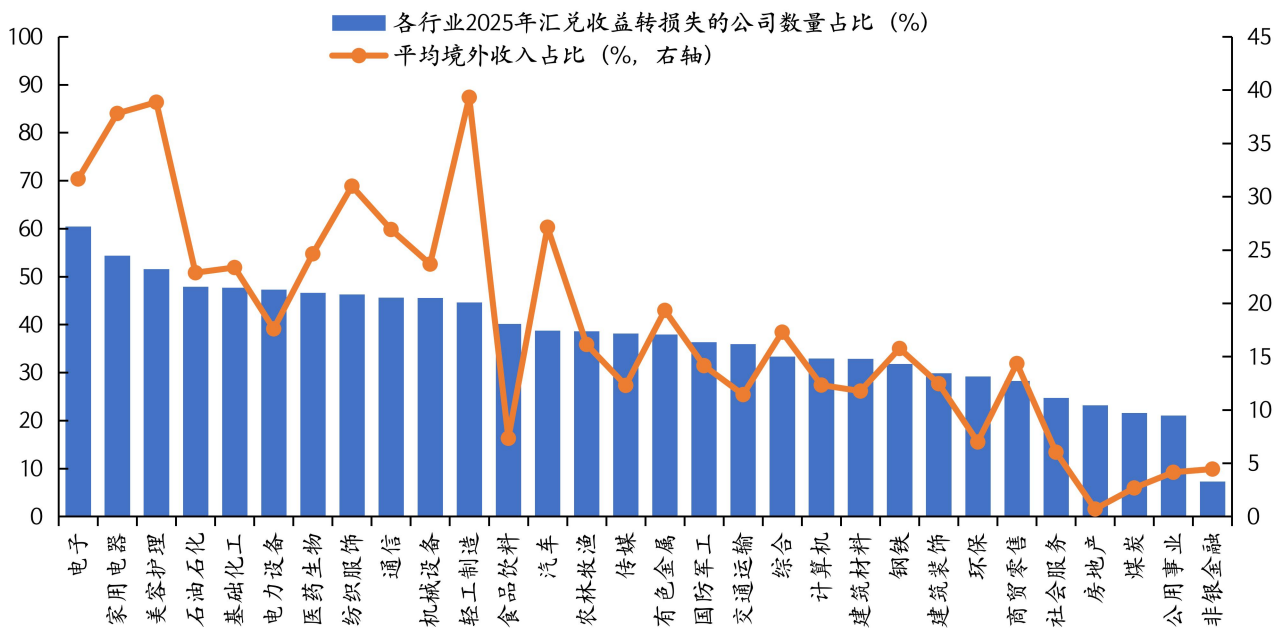


图表 2: A 股上市公司披露出现汇兑收益/损失的数量、金额对比: 2024 年报 vs 2025 年报



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 2025 年 A 股上市公司汇兑收益转为汇兑损失的公司, 主要集中在外需依赖型行业



来源: Wind, 国金证券研究所

但人民币升值并不是所有公司的坏消息。汇率对企业的影响，本质上取决于资产负债表方向。出口企业不一定总是受损，如果有大量美元负债，或者成本也在美元区，影响会被抵消；进口企业也不一定总是受益，如果同时有大量外币资产或海外子公司，也可能出现反向扰动。航空、造纸等依赖进口、持有较大外币负债的行业，可能享受人民币升值红利。

根据行业和资产负债类型，可以将上市公司划分为五类：

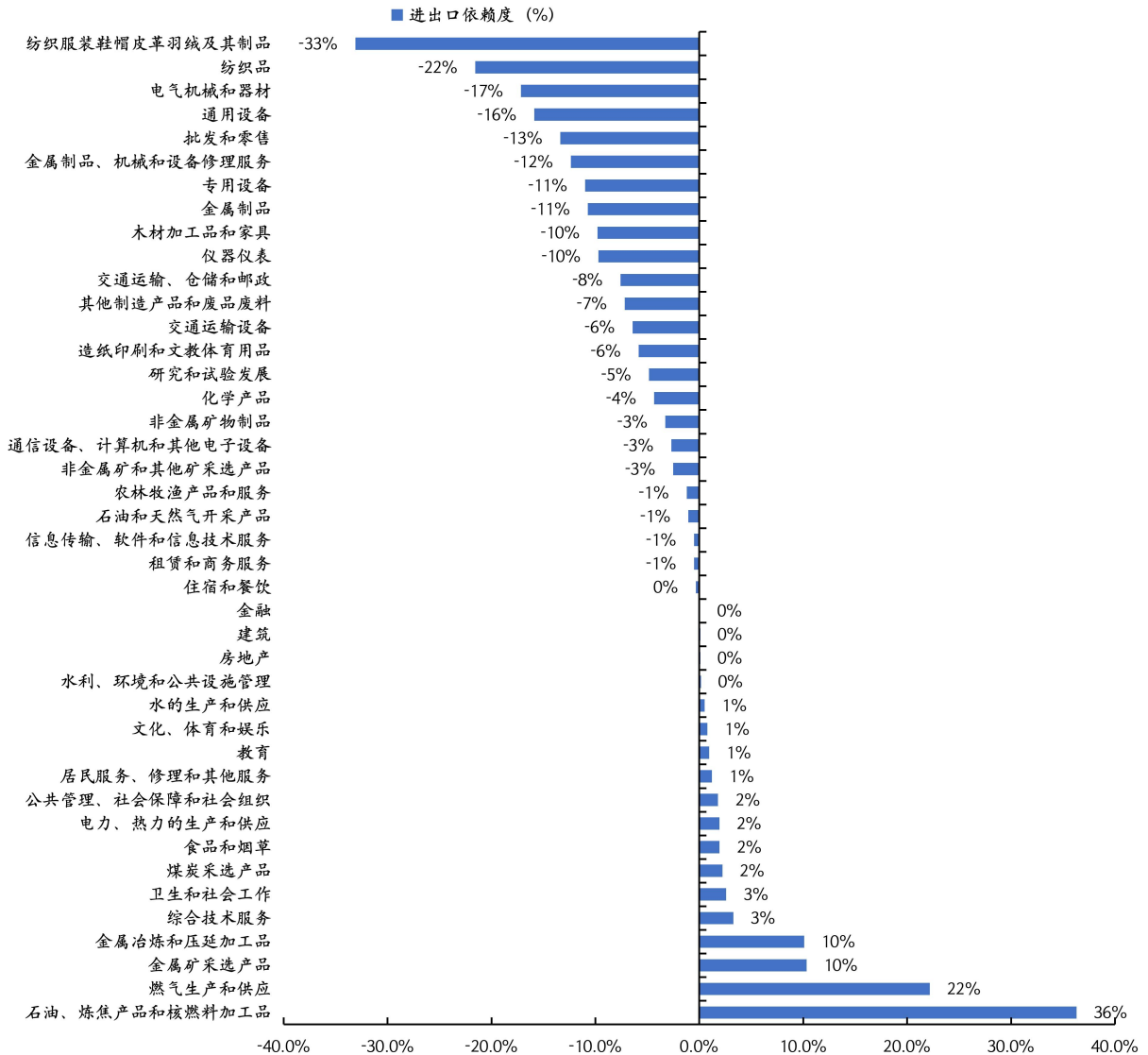
- 第一类：出口收款型企业。这类公司收入更多来自美元、欧元等外币，或海外子公司持有美元或欧元资产的公司，但成本主要在人民币端，那么人民币升值会压缩收入折算和毛利空间。利润表受人民币升值冲击最严重的公司，就是第一类。



- 第二类：海外资产型企业。在海外有子公司、现金、应收账款、存货和长期资产，人民币升值会带来资产重估损失。
- 第三类：外币负债型企业。持有美元债、租赁负债或进口设备款，人民币升值反而可能减少负债折算成本。今年一季度财务费用较上期减少 34.64%，主要系本期汇兑净收益同比增长的华夏航空²，就是一个典型案例。
- 第四类：自然对冲型企业。海外收入、海外成本、海外融资和海外资本开支相对匹配，汇率波动对利润表的影响会小一些。
- 第五类：人民币结算型企业。如果企业能提高人民币跨境结算比例，汇兑风险会从源头下降，但这取决于企业议价能力、客户接受度和离岸人民币流动性。

根据 2023 年投入产出表，国民经济 42 个部门中有 19 个部门“进出口相对依赖度”在 ±5% 以上，意味着当汇率出现单边升贬值行情时会集体面临较高的汇兑风险。其中，纺织服装、电气机械、通用设备等行业的出口依赖度最高，石油加工、燃气生产、金属冶炼等行业进口依赖度最高。

图表 4：基于统计局公布的 2023 年 42 部门非竞争型投入产出表计算的“进出口相对依赖度”（%）：越低代表更依赖出口，越高代表更依赖进口，越接近于零代表相对中性或两边依赖



来源：国家统计局，国金证券研究所

²<https://www.nbd.com.cn/articles/2026-04-30/4376689.html>

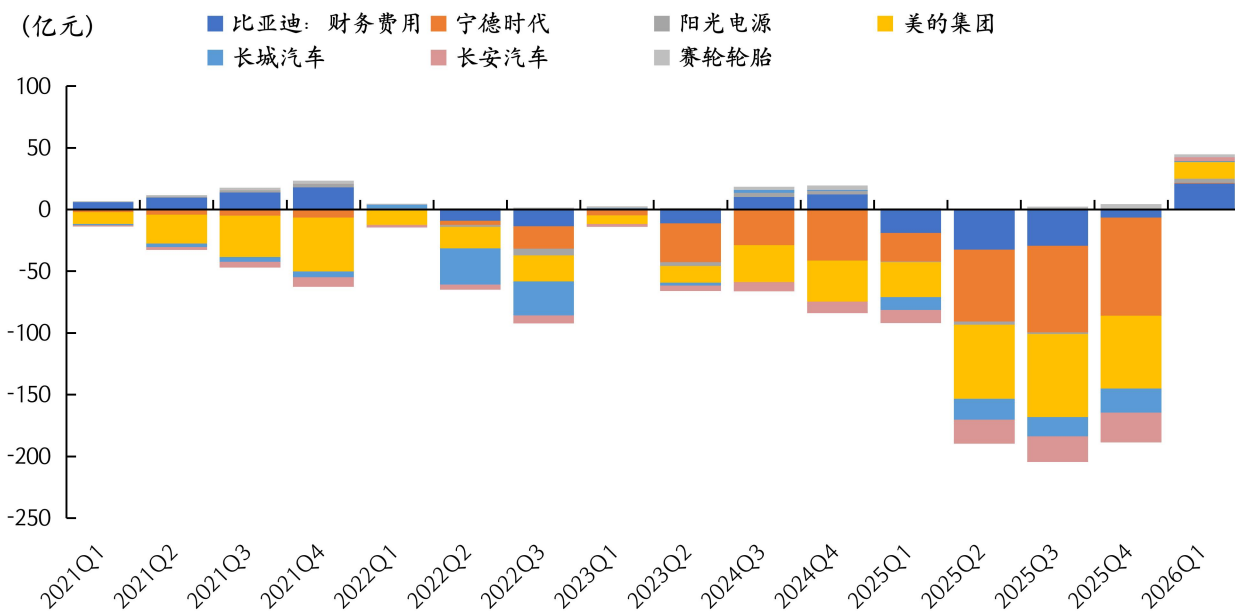


二、不是没有套保，而是套保有局限性

2026年一季度，新能源、汽车、轮胎、玻璃等出海制造龙头的财务费用明显上升，背后一个共同原因是汇兑损失增加。比亚迪、宁德时代、阳光电源、美的集团、长城汽车、赛轮轮胎等公司，过去几年都在加快海外业务扩张，在人民币阶段性升值、美元兑人民币回落的背景下，外币资产、外币应收、海外子公司资金和项目回款的估值变化，集中反映到利润表中的财务费用科目中，造成了单季利润的扰动。

比亚迪2026年一季度财务费用约21亿元，去年同期为-19亿元左右，主要原因就是汇兑损失³。长安汽车2026年一季度财务费用3.14亿元，同比增长129.26%，主要受汇兑收益减少影响⁴。长城汽车一季度归母净利润9.45亿元，同比下降46.01%，公开报道提到其去年同期汇率波动带来的汇兑收益形成了较高基数⁵。汽车玻璃龙头福耀玻璃2026年一季度营业收入首次超百亿，但本期汇兑损失4.39亿元（上年同期为2.36亿元），令本期财务费用升至2.59亿元，较上年同期的-3.50亿元大幅增长⁶。赛轮轮胎的投资者关系记录中也揭示，虽然公司2025年、2026年一季度各类轮胎的海外销量均实现同比增长，但2026年一季度利润增速低于收入增速的原因，就包括汇率波动带来的汇兑损失、中东冲突导致部分产品推迟发货等⁷。

图表5：2026年一季度，新能源（车）、轮胎、玻璃等出口导向型行业财务费用显著上升



来源：Wind，国金证券研究所

汇兑损失增加，并不意味着这些公司没有做外汇对冲。相反，从相关公开统计和年报披露看，多数大型出海企业已经建立了较为完整的外汇风险管理体系，并持续开展远期结售汇、外汇掉期、外汇期权、货币互换、NDF等衍生品交易。

《中国资本市场学会》研究⁸显示，2025年上市公司参与套保家数为1892家，是2019年491家的3.9倍，近五年复合年增长率（CAGR）为25.1%。从参与率看，2025年上市公司套保参与率为35.4%，较2019年的13.5%和2015年的8.2%，分别提高21.9个和27.2个百分点。

从行业看，消费品制造业、资源品行业居套保第一梯队，新兴、绿色行业套保增长迅速。基础化工行业近六年来参与企业数量稳居前三；有色金属与家用电器行业2025年套保参与率分别为64.8%、63.1%；电子、电力设备行业2025年套保参与率分别为52.2%和53.5%。

我们认为，2026年一季度出海上市公司的汇兑损失上升，可能有两个原因：

一是套保工具与会计科目的错位。财务费用中的汇兑损失，主要反映外币现金、外币应收账款、外币借款、外币应付账款等外币货币性项目，在重估或结算时产生的汇兑差额，通常会影响当期损益⁹。但企业用于对冲汇率风险的远期结售汇、外汇掉期、外汇期权、NDF等衍生品，其公允价值变动并不一定直接冲减财务费用。根据《企业会计准则第

³<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1864494354346364832&wfr=spider&for=pc>

⁴<https://www.eeo.com.cn/2026/0509/869260.shtml>

⁵<https://cj.sina.com.cn/articles/view/7857141524/1d452771401902ateg>

⁶<https://www.nbd.com.cn/articles/2026-04-30/4376689.html>

⁷<https://dataclouds.cninfo.com.cn/shgonggao/investor/2026/20260508/009c0a116a44433ca02738cae472f8de.PDF>

⁸https://www.ccms.org.cn/insights/c/c_20260414_10815183.shtml

⁹<https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-01/1225066692.PDF>



24号——套期会计》第二十六条，如果适用现金流量套期或境外经营净投资套期，其有效部分先计入其他综合收益，待未来被套期项目影响损益或处置境外经营时再转入利润表¹⁰。因此，套期工具的价值变动与外币资产负债的汇兑损失可能在科目上和确认时点上存在错配。即使企业已经开展外汇对冲，财务费用科目中仍可能表现为较大的汇兑损失。

二是出海业务本身不支持完全套保。对于多币种、多区域、多项目周期的企业，未来现金流本身存在不确定性。客户是否按期付款、订单是否调整、项目是否延期、当地币种是否可交割、对冲成本是否过高，都会影响套保效果。如果企业过度套保，反而可能在实际现金流变化后产生新的衍生品损失，因此很多企业更倾向于风险中性管理，而非全额对冲。但是由于中国制造企业出海加速，海外收入、海外应收、外币现金、海外子公司资金和外币资产均不断增加，而外汇对冲主要针对的是现金流资产。因此当人民币升值时，以外币计价的非现金类资产都可能形成汇兑损失。

具体而言，阳光电源和美的集团都是这一类企业的代表。阳光电源作为“项目型”出海企业的代表，2026年外汇套保余额上限为29亿美元¹¹，但光储项目通常存在确认、交付和回款周期较长的问题。如果客户回款延期、订单调整，或项目币种与成本币种不匹配，即便已经做了套保，也可能出现实际现金流与套保合约期限、金额不一致的情况。

美的集团则面临风险币种多样化、但对冲品有限的问题。美的2026年一季报披露，印尼盾、巴西雷亚尔、印度卢比、埃及镑等小币种在当地没有可正常交割的普通远期，或对冲成本太高¹²。这在未来可能是个普遍现象，全球化越深、交易币种越复杂，套保的有效性和成本约束就会越强。

三、人民币国际化正从宏大叙事落地到企业实践

过去企业出海与本地化生产，最主要的目的是规避关税。美国加关税，企业去越南、泰国、墨西哥建厂；欧洲征碳关税，企业去欧洲配套；客户要求供应链多元化，企业跟着客户走。但现在本地化还有一个更直接的功能，降低汇率错配。对一家真正全球化的公司来说，汇率只是新贸易范式的一部分。关税、汇率、物流、地缘、劳动力、当地监管，是同一张网。

过去人民币国际化的推手是关税，这一次，是汇率避险。

不少上市公司在2025年年报中披露了要增加业务与订单以人民币结算的尝试，以此来降低汇率敞口。其中，家用水泵制造商君禾泵业是明确拥抱人民币结算的一个案例。其在2025年年报中披露，直接出口销售收入结算货币主要为美元，为规避汇率波动风险，公司与凯驰等重点客户约定以人民币结算，同时适度开展远期结汇，以降低人民币汇率波动对业绩的影响¹³。不同于大部分有跨境结算业务的公司，君禾泵业的人民币结算落实到了具体重点客户和具体出口订单安排上。

另一个案例是南通船舶海工。2025年南通全市跨境人民币结算量960.39亿元，其中重点船舶海工企业跨境人民币结算量54.46亿元，分别同比增长24.59%和52.69%。南通一家重点海工装备企业在荷兰FPSO模块项目洽谈初期，由中国银行南通分行介入，提供跨境人民币方案设计和政策辅导，将跨境人民币结算、贷款支付、订单保证等核心条款嵌入合同流程，最终签订近14亿元人民币合同¹⁴。

还有一批在上市公司财报中提到正在推进订单人民币结算的跨国企业。例如中兴通讯¹⁵、创维数字¹⁶整体在持续推进其外币资产、负债的人民币计价结算，依顿电子¹⁷、宁波方正¹⁸则体现为增加人民币结算订单，等等。

上市银行年报也为我们提供了观察人民币结算的宏观视角。2025年跨境人民币使用的一个重要变化，是人民币结算已经不局限于少数大宗商品、金融投资或政策性项目的结算涵盖选择，而是更广泛地覆盖于外贸企业、跨境电商、供应链、出海项目和境外分支网络中。

据中国银行年报披露，2025年境内机构办理国际结算量超过4.45万亿美元，跨境人民币结算量达到17.70万亿元，同比增长9.43%；跨境电商结算业务规模达到1.18万亿元，同比增长45.6%¹⁹。这组数据说明，人民币结算的增长并非只来自金融账户或证券投资，而是与外贸新业态、跨境电商和企业数字化转型直接相关。

工商银行年报也披露了类似趋势。该行2025年财报显示，跨境人民币结算量达到6.3万亿元，同比增长8%；CIPS直参行增至42家，境外机构覆盖率超过90%²⁰。人民币跨境结算的基础设施和中资银行境外服务能力继续增强，这为制造业出海企业与客户洽谈人民币结算条款提供了制度基础。过去即便国内企业愿意用人民币报价，境外客户也可能因为当地缺少人民币账户、清算渠道、融资工具和汇率对冲工具而不愿接受，但随着中资银行境外分支、CIPS直参行

¹⁰<https://m.mof.gov.cn/tzgg/201608/P020160804599676571787.pdf>

¹¹<https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-01/1225066692.PDF>

¹²https://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0330/2026033002832_c.pdf

¹³https://stockmc.xueqiu.com/202604/603617_20260424_3UNQ.pdf

¹⁴<https://www.nantong.gov.cn/ntsrnzf/ntxw/content/3e572430-007f-4dd1-b057-c5870f2977fc.html>

¹⁵https://www.zte.com.cn/content/dam/zte-site/investorrelations/cn_annual_report/2025/E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf

¹⁶https://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESZ_STOCK/2026/2026-3/2026-03-28/12033128.PDF

¹⁷https://stockmc.xueqiu.com/202603/603328_20260331_E1LD.pdf

¹⁸https://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97%3A9494/MRGG/CNSESZ_STOCK/2025/2025-8/2025-08-29/11411853.PDF

¹⁹https://www.boc.cn/aboutboc/bi1/202603/t20260330_25657386.html

²⁰<https://v.icbc.com.cn/userfiles/resources/icbcltd/download/2026/ResultsOverviewCh2025.pdf>



和离岸人民币服务网络扩展，境外客户获取、持有和支付人民币的便利性提高。

此外，经过多年的出海建设，目前出海型上市公司的境外客户可能已经在当地贸易、融资、投资和经营循环中已经积累了一定人民币头寸和使用习惯。中国银行 2025 年《人民币国际化白皮书》²¹中提到，该行面向 2200 多家境内工商企业、近 1100 家境外工商企业和 106 家境外金融机构开展了人民币国际化调查，调查显示：

1) 持有人民币现金或金融资产的境外工商企业占比连续三年保持上升；2) 以东盟为代表的中国周边国家和地区工商企业，对于人民币结算收付、人民币贸易融资推进、以及多边合作方面反馈积极；3) 离岸市场深度和广度进一步改善，据境外工商企业反馈，东盟、欧洲、拉美等地区的人民币产品和服务相对便利；4) 多边合作势头增强，超九成境内外工商企业认同使用本币结算所具有的优势，八成受访企业对本币结算的便利性给予了较高认同。

综合实体企业和银行端视角，我们可以得出一个更完整的判断：部分上市公司披露的“增加人民币结算订单”并不是孤立现象，近年来跨境人民币结算量增长、跨境电商人民币结算增长、境外清算行网络扩展、人民币贸易融资和境外贷款增加，共同构成了企业使用人民币结算的外部条件。尤其在东盟、欧洲部分市场、跨境电商、船舶海工、工程设备、通信设备、储能和汽车零部件等场景中，如果境外客户本身有人民币收入、人民币融资或人民币账户，人民币就更容易从中国企业希望使用的结算货币，变成双方都有意主动选择的合同货币。

对企业来说，人民币国际化的实际意义，不仅是人民币结算收款，更是在不牺牲全球产业链话语权的基础上，合理地分散或转嫁汇率风险，这是中国企业从制造出海走向规则出海的关键一步。汇率正在迫使中国企业成为真正的全球公司。

风险提示

- 1) 汇率波动超预期。人民币汇率受美元指数、中美利差、跨境资本流动和政策预期等因素影响，若后续汇率方向或波动超预期，上市公司汇兑损益和套保结果可能出现反向变化。
- 2) 套保效果不及预期。外汇衍生品只能对冲部分已识别风险，且可能与财务报表损益在会计科目和确认时点上存在错配；若订单回款、项目交付或币种结构变化，实际对冲效果可能低于预期。
- 3) 人民币结算推进不及预期。企业提高人民币结算比例取决于客户接受度、企业议价能力、离岸人民币流动性及境外清算融资条件，短期内对美元结算体系的替代性有限。

²¹https://wap.boc.cn/bif/bi1/202506/t20250606_25375531.html



特别声明:

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级) 的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究