

出口价格变化对汇率波动的对冲作用

经汇率和成本调整后的出口价格指数同比增速上行，是推动 2020 年下半年出口增速走高的重要原因。

- 人民币对美元升值情况下出口高速增长的原因，一是弥补海外生产端缺口，二是人民币多边汇率升值幅度较小，三是 2020 年上半年出口价格走高部分对冲了下半年人民币升值对出口的负面影响。经人民币对美元汇率和 PPI 调整后的出口价格指数 1-10 月平均增速为 5.46%。
- 从出口价格指数来看，经人民币对美元汇率和 PPI 调整后，96 个 HS 分类在 2020 年出口额结构中，1-10 月价格上涨相关产品占比 93.5%，涨价的情况比较普遍。其中价格涨幅超过出口整体的分类 43 个，出口额占比 35.8%，价格上涨但涨幅低于出口整体的分类 28 个，出口额占比 57.7%，价格下跌的分类 25 个，占比 5.53%。同时贸易条件指数有所改善的在 95 个 HS 分类当中达到 62 个，在出口额中占比达到 67.74%。
- 从经汇率和 PPI 调整后的出口价格指数同比与下半年出口增速变化的相关性来看，HS 分类下二者相关系数 0.36，虽然相关性偏弱，但存在正相关关系；但主要出口产品价格指数与下半年出口增速的相关性不显著，相关系数只有 0.16。
- 从上市公司财务数据来看，2019 年有海外业务收入的可比口径上市公司 2150 家，其中 51.26% 的公司在 2020 年三季度销售毛利率有不同程度的改善，并且海外业务收入上市公司数量较多的机械、基础化工、电子、电力设备新能源、医药、汽车和计算机行业中，毛利率改善面均超过 50%。从上市公司海外业务收入占比与 2020 年三季报销售毛利率相较 2019 年变化整体相关性来看，虽然二者整体相关性不显著，但按照行业分类的相关性排序看，医药、食品饮料、家电、轻工等排序靠前的行业，一定程度上都受到海外需求较为强劲的正面影响。
- 风险提示：海外经济复苏不及预期；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：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

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

目录

1、研究背景	4
2、人民币升值背景下出口增速持续超预期	5
2020 年人民币兑美元汇率走势先抑后扬	5
2020 年下半年出口迎着人民币汇率升值强劲增长	5
支撑出口增速持续高增长的原因之一是弥补海外生产端缺口	6
人民币多边汇率升值幅度较小	7
上半年出口价格走高部分对冲了下半年人民币升值对出口的负面影响	8
3、2020 年 1-10 月出口额中价格上涨相关产品占比 93.5%	10
2020 年出口贸易结构更加集中	10
96 个 HS 分类按 2020 年 1-10 月价格表现分为三种	10
贸易条件指数改善比较普遍	11
2020 年主要出口产品价格分化较大	11
4、价格指数与下半年出口增速的相关性分析	13
HS 分类下二者正相关	13
主要出口产品价格指数与下半年出口增速的相关性不显著	13
5、上市公司出口依赖型行业财务数据实证分析	14
2019 年上市公司海外业务收入占比 9.79%	14
有海外业务收入的上市公司 2020 年三季报毛利率较 2019 年小幅上升	14
三季报毛利率改善与海外业务占比相关性较低	15
6、主要结论	17

图表目录

图表 1. 人民币兑美元汇率与美元指数走势	5
图表 2. 下半年出口增速持续上行	5
图表 3. 2020 年出口累计同比增速较高的章	6
图表 4. 主要经济体制造业 PMI 指数	7
图表 5. 2020 年下半年出口增速上升较快的章	7
图表 6. 2020 年人民币对主要货币涨跌幅	8
图表 7. 2020 年人民币实际有效汇率同比增速	8
图表 8. 2020 年 1-10 月汇率和成本调整的出口价格指数同比变化	9
图表 9. 2020 年 1-10 月汇率和成本调整的出口价格指数环比变化	9
图表 10. 2020 年出口权重变动在 0.1% 以上的章	10
图表 11. 2020 年 1-10 月调整后出口价格涨幅较高的 HS 分类章	11
图表 12. 2020 年 1-10 月贸易条件指数在 1 及以上分类	11
图表 13. 2020 年 1-10 月贸易条件指数 1 及以上分类 (续)	11
图表 14. 2020 年调整后价格涨幅较大的主要出口产品	12
图表 15. 2020 年调整后价格降幅较大的主要出口产品	12
图表 16. HS 分类下的价格指数与下半年出口增速相关性	13
图表 17. 主要出口产品的价格指数与下半年出口平均增速相关性	13
图表 18. 2019 年上市公司各行业海外业务收入占比	14
图表 19. 2020 年三季度相较 2019 年各行业毛利率改善面	15
图表 20. 不同海外业务收入占比区间与销售毛利率变化的相关性分布	15
图表 21. 各行业海外业务收入比例区间与销售毛利率变化的相关性	16

1、研究背景

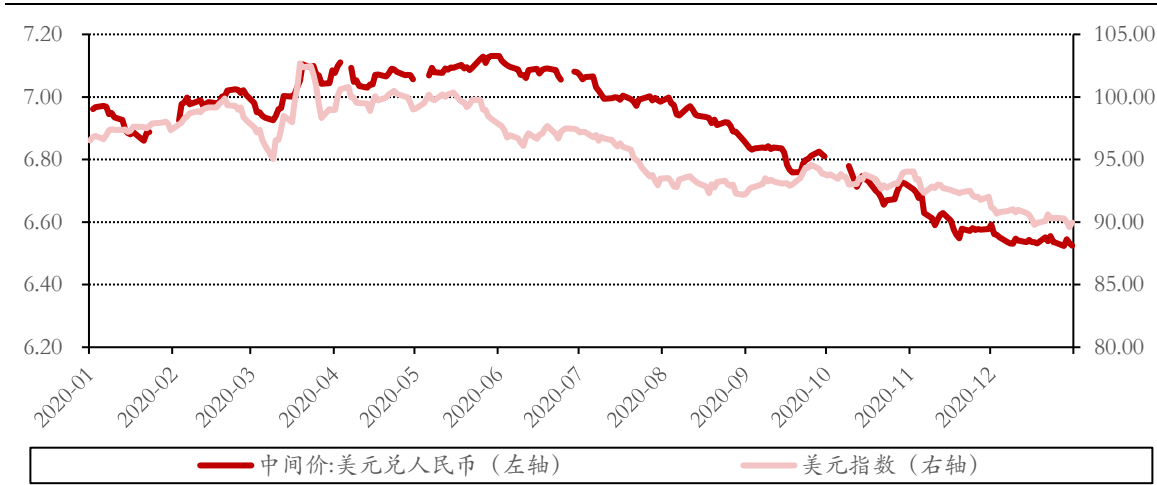
2020 年人民币汇率先抑后扬，特别是 6 月之后对美元持续升值，再次引发了汇率升值对出口型企业盈利造成负面影响的讨论。但从我国出口增速表现来看，自 7 月以来出口增速并未受到人民币升值的影响出现下降，反而大幅持续超预期。我们认为，2020 年下半年出口高增长不仅受到海外新冠疫情导致供需缺口拉动，从我国自身情况来看，出口价格的相对强劲，一定程度上也抵消了人民币汇率升值对出口的负面影响。

2、人民币升值背景下出口增速持续超预期

2020 年人民币兑美元汇率走势先抑后扬

从全年走势来看，人民币对美元先贬值，在 5 月底达到年内最低点，此后开始了升值的过程，并在 12 月底创下年内汇率最高点。2020 年内人民币对美元中间价升值 6.9%，1-5 月期间人民币对美元贬值 2.2%，6-12 月期间人民币对美元累计升值幅度达到 9.3%。

图表 1. 人民币兑美元汇率与美元指数走势

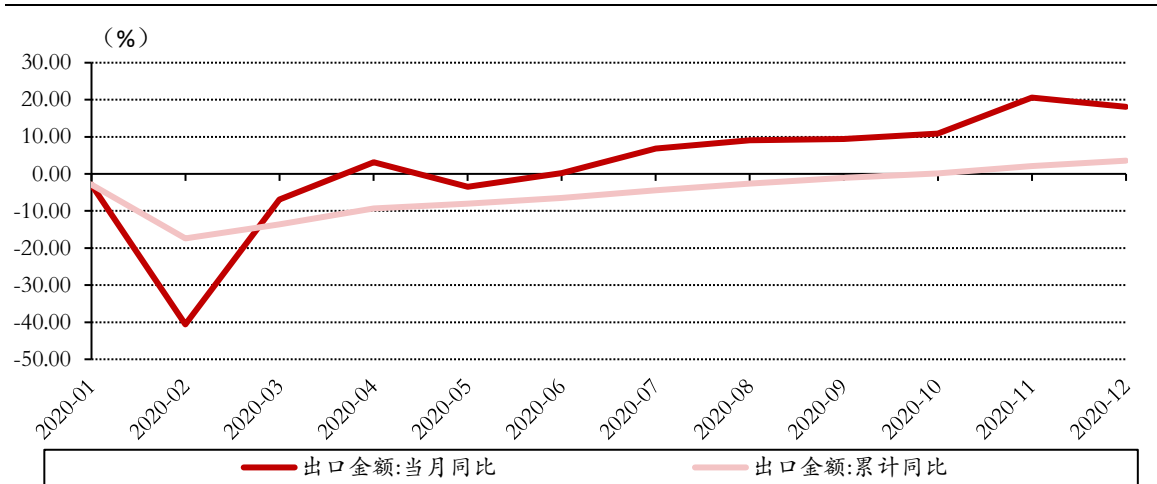


资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

2020 年下半年出口迎着人民币汇率升值强劲增长

2020 年上半年受到新冠疫情的影响，我国出口（以美元计价，下同）增速累计同比为-6.2%，但进入下半年，出口增速大幅上行并持续超预期，从 7 月的同比增长 7.2% 一直上行到 11 月同比增速达到年内高点 21.1%，12 月增速虽然略有下滑，但也实现了同比 18.1% 的高速增长。在此背景下，截至 2020 年底，我国出口累计同比增速达到 3.6%。

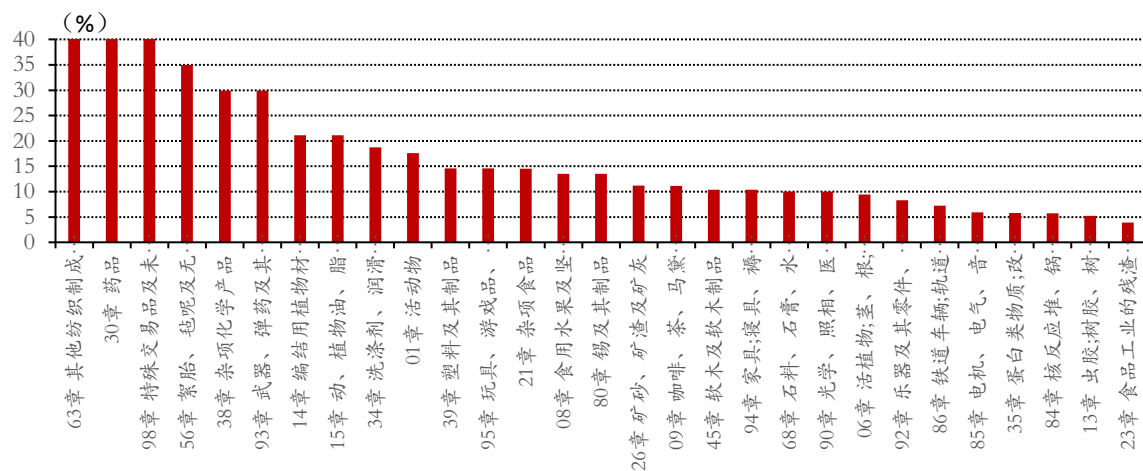
图表 2. 下半年出口增速持续上行



资料来源：海关总署，万得，中银证券

HS 分类行业之间出口增速分化比较明显。2020 年全年，97 个章分类下，43 个实现正增长，在累计出口额中占比达到 78.9%，其中 29 个行业增速超过出口整体，在累计出口额当中占比达到 65.99%。增速较高的行业当中，既包括纺织品、药品一类防疫需求相关物资，也包括机电一类传统出口较多的中间产品，还包括光学、医疗仪器等传统出口增速不高但受益于 2020 年国内生产正常的产品，此外还有化学产品、玩具游戏用品、家居用品、交通设备等。与 2017 至 2019 年我国出口正增长的情形对比，2020 年出口恢复正增长的受益面明显较小，说明这是一次非典型的复苏，尽管下半年出口景气有所扩散¹。

图表 3. 2020 年出口累计同比增速较高的章



资料来源：海关总署，万得，中银证券

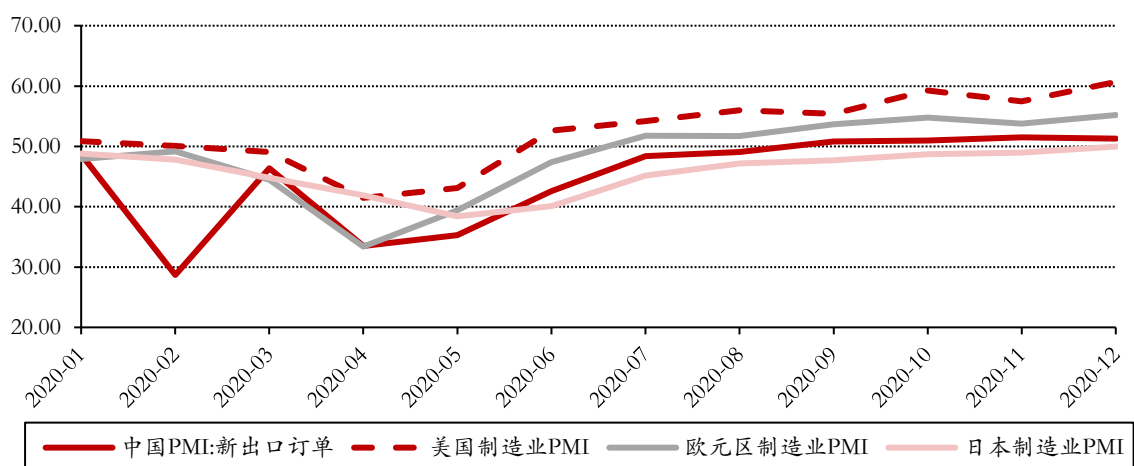
支撑出口增速持续高增长的原因之一是弥补海外生产端缺口

由于海外新冠疫情蔓延影响海外生产能力，同时我国疫情得到有效控制，国内生产加速恢复，海外生产订单明显向国内转移。从制造业 PMI 指数中的新出口订单来看，9 月该指数年内首次回升至荣枯线以上，之后在四季度中均维持在 51 上方。与此同时，美欧日等发达国家和地区的制造业 PMI 指数表现差异较大。其中，美国制造业 PMI 指数在 2020 年 3-5 月期间短暂的低于荣枯线，自 6 月开始强劲回升；欧元区制造业 PMI 指数则从 2020 年 3 月开始走低，晚美国一个月也即 7 月开始回升至荣枯线之上；相较之下，日本制造业 PMI 最疲弱，同样自 2020 年 3 月开始走低但直至 2020 年 12 月才回到 50。

¹ 管涛，“为何新出口订单指数未能预见本轮出口复苏？”，《第一财经日报》2020 年 10 月 12 日。

管涛，“非典型复苏的出口景气在进一步扩散”，《第一财经日报》2020 年 11 月 9 日。

图表 4. 主要经济体制造业 PMI 指数

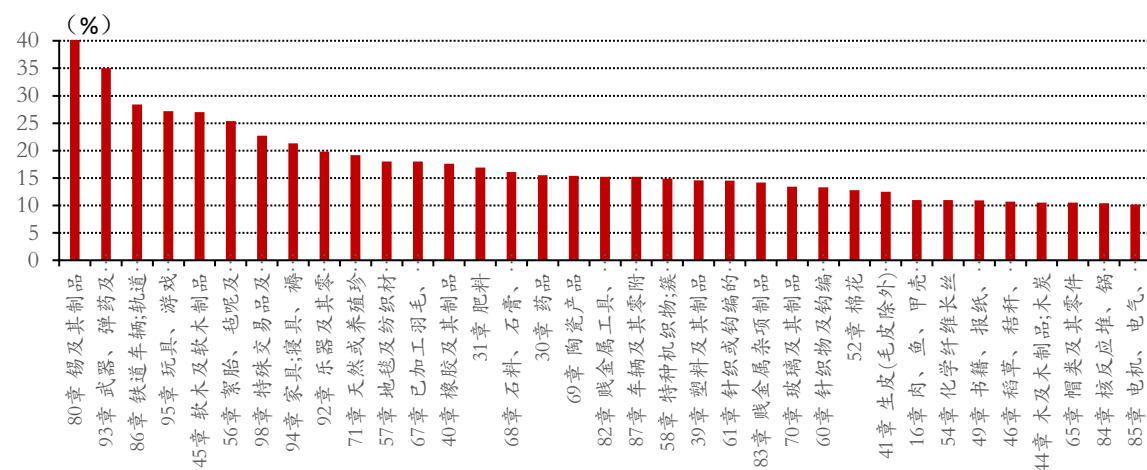


资料来源: 万得, 中银证券

从 HS 分类来看, 全年增速较高并且下半年增速高增长的行业, 包括居家用品类, 如玩具游戏用品、家具等, 防疫用品如药品, 以及交通工具、塑料制品、电机锅炉等。全年增速较低但下半年出口增速快速上行的行业包括较多居家相关日用品, 如地毯纺织品、陶瓷等, 由于疫情海外生产受限的产品, 如珠宝贵金属、汽车零部件等, 以及纺织服装类用品。从出口高增长的品类来看, 基本上是海外需求强劲的产品。从出口额占比来看, 下半年出口增速上行幅度高于整体的行业, 其在 2020 年累计出口额中的整体占比达到 71.74%, 其中全年增速偏低但下半年增速较快的行业占比为 13.91%。

这符合中国出口对汇率不敏感对国际经济景气敏感的一般规律。

图表 5. 2020 年下半年出口增速上升较快的章

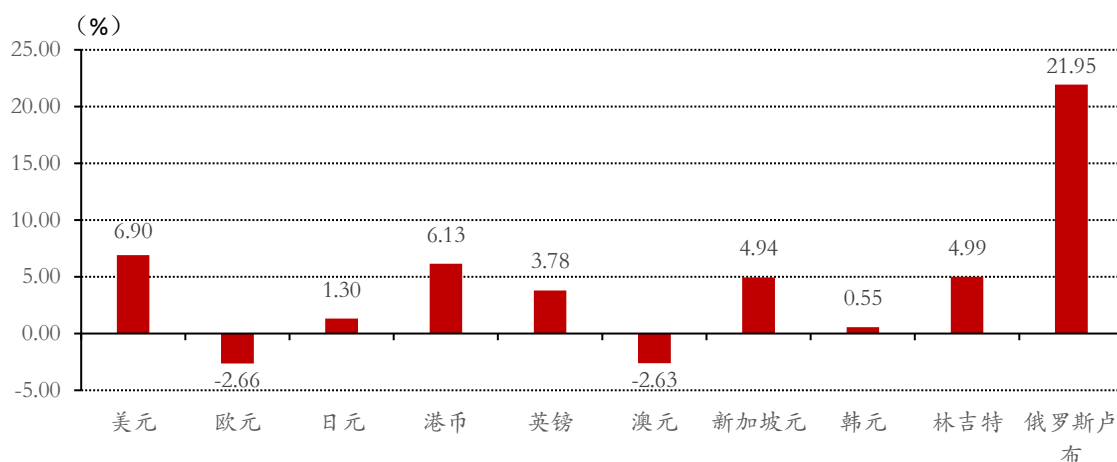


资料来源: 海关总署, 万得, 中银证券

人民币多边汇率升值幅度较小

从 CFETS 主要构成货币来看, 人民币对其他货币的涨跌幅相对较小。以 2019 年 CFETS 货币篮子和权重为准, 在全部占比超过 2.5% 的货币中, 2020 年期间除了俄罗斯卢布汇率由于其自身因素大幅下跌之外, 人民币对其他货币的涨跌幅均明显小于对美元升值 6.9% 的幅度。从 2020 年全年来看, 人民币对主要外汇升值幅度显著的包括港币 (6.13%)、林吉特 (4.99%)、新加坡元 (4.94%) 和英镑 (3.78%), 对日元 (1.3%) 和韩元 (0.55%) 的升值幅度较小, 对欧元和澳元则出现贬值。

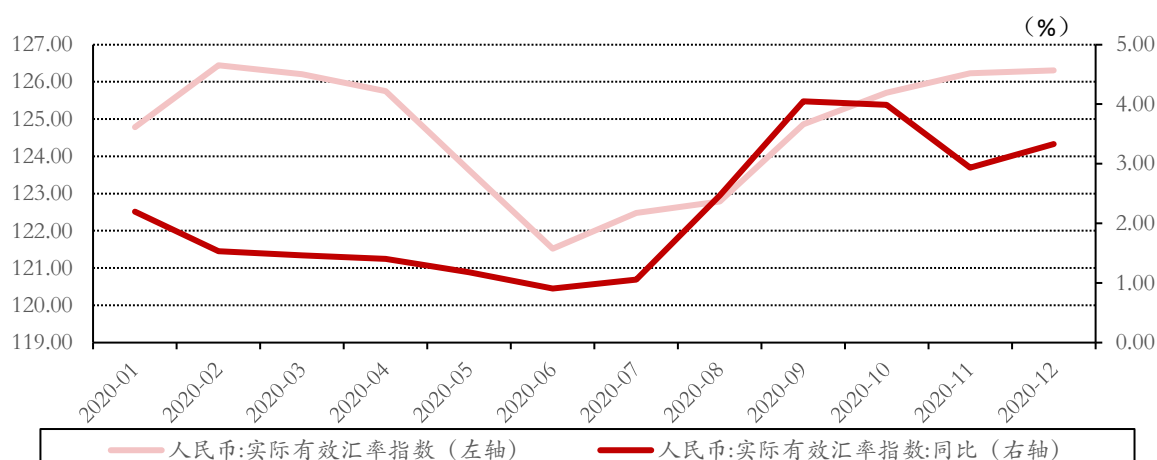
图表 6. 2020 年人民币对主要货币涨跌幅



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

从人民币实际有效汇率指数来看，2020 年 3-6 月期间指数持续下行，7 月开始重拾上升趋势。从指数同比增速来看，1 月到 6 月期间增速从 2.19% 一路下行至 0.91%。增速的拐点同样从 7 月开始，人民币实际有效汇率指数同比增速快速上行，9 月达到年内高点 4.05%，11 月增速短暂回落到 2.85%，12 月重新回升至 3.33%。全年，人民币实际有效汇率指数上升 3.3%，远小于同期人民币双边汇率将近 7% 的涨幅，且对出口竞争力影响存在 J 曲线效应。

图表 7. 2020 年人民币实际有效汇率同比增速



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18145

