

汇率走贬，该关注物价了

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@rqlzq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220111：就业为何难以拖住美国加息脚步？

2 宏观专题 20220116：缩债还有缩表，美债由谁来买？

3 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

4 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

5 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

6 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

7 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

8 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

9 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

10 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

11 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

12 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

13 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

投资要点

■ 宏观交流与思考：汇率走贬，该关注物价了

■ 汇率已然走贬，出口提振有限。近期人民币汇率出现较大幅度的贬值，我们在此前报告《日元贬值，下一个会是人民币么？》中，就曾对后续人民币汇率走势表示担心。在2016年-2020年期间，美元指数超过100的时候，人民币即期汇率最低点也要超过6.8。汇率贬值是否有助于出口？虽然理论上存在可能性，但实践中出口强弱也会影响到汇率走势，从宏观动态视角来看，汇率贬值对于出口增速的改善相对有限，特别是在全球供应链受到冲击之下，价格弹性可能有所下降。

■ 加大输入压力，警惕通胀上行。需要特别重视汇率贬值带来的通胀输入压力。根据我们的估算，进口商品价格同比增速每上涨1个百分点，约带动PPI增速上行0.5个百分点，约带动CPI中非食品价格同比增速上行0.07个百分点。即便价格由外向内的传导需要时间，物价上行风险仍值得警惕。

■ 食品价格影响间接，不过也会推波助澜。进口商品价格和CPI中食品价格相关性并不算强，但在部分农产品上，我国对外依存度水平很高，最典型的的就是大豆，而作为饲料的主要成分之一，其价格上涨对食品价格带来的间接影响也不容忽视，成本上升会起到推波助澜的作用。

■ 债市调整压力不减，股市关注受益主线。汇率贬值对于资本市场影响主要在两大途径：一是外资机构行为变化直接体现在资金流动上，这个在汇率贬值预期形成时就已经发生；二是通过货币政策调整来间接地作用于资产价格。我们认为，以降准降息为代表的货币宽松或已经告一段落。一方面，债市调整压力不减，抵御资本流出的方式，或许只剩下尽可能地扩大中美利差这一路径；另一方面，对于权益市场，贬值的影响相对要弱于债市，进口价格上升带来的涨价以及部分出口行业利润改善机会可以适当关注。

■ 一周扫描：

■ 疫情：国内疫情仍处高位，美国疫情抬头。截至4月22日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超2.1万例和1.4万例。目前，河北、江苏、浙江、安徽、广东、福建、辽宁等省疫情总体趋于平稳。吉林省疫情持续好转，上海市近日疫情仍处于高位，社区传播风险仍然较高。最近一周，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约476万，相较前一周下降27.1%。美国疫情急速升温。全球新冠肺炎新增死亡病例约1.5万人，较上周下降25.3%。德国新增死亡大幅回落，泰国逆势上行。Omicron新变种席卷美国。中国加强疫苗接种率过半，辉瑞加强针或对幼童产生强免疫效果。

■ 海外：美联储集体“放鹰”，欧央行或7月加息。美联储褐皮书显示，自2月中旬以来，经济活动以温和的速度扩张。本周，美联储多位官员再放鹰派言论，美联储票委威廉姆斯和梅斯特表示，下次会议上加息50个基点是合理的选择。美联储票委布拉德和哈克表示，不排除美联储未来一次加息75个基点。日本央行重申其对超宽松货币政策的坚定承诺。欧洲央

行或于7月加息。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行维持三大关键利率不变。欧洲央行副行长金多斯和管委卡扎克斯表示，欧洲央行最快可能在7月加息。欧盟对俄实施新制裁，俄乌谈判未取得新进展。欧元区CPI增幅创历史新高。美国制造业PMI创近7个月新高。

- **物价：农产品批发价格回落，国际油价上涨。**本周农业部农产品批发价格指数环比下行，28种重点监测蔬菜均价下行、7种重点监测水果均价上行。本周布伦特原油和WTI原油均价环比均有所上行，国内动力煤均价稳定，螺纹钢均价上行。
- **流动性：资金利率下行，人民币明显贬值。**本周资金利率下行，DR001周度均值环比下行31.2bp，DR007周度均值环比下行16.6bp；3个月Shibor利率和3个月存单发行利率周度均值下行。票据利率下行，国股银票1个月、6个月和1年转贴现利率周度均值回落。本周央行公开市场共进行了500亿元逆回购操作，本周央行公开市场累计有600亿元逆回购到期；下周央行公开市场将有500亿元逆回购和50亿元央票互换到期。本周美元指数上行，人民币贬值。
- **大类资产表现：A股港股均跌，国债收益率上行。**本周亚洲部分股票指数小幅回升，全球其他市场多数下跌，其中A股和港股跌幅居多。本周国内股票仅纺织服装上涨，其余行业均有所下跌，公共事业和美容护理下跌幅度较小。本周10年期国债收益率周度均值上行6.1bp，10年期国开债收益率周度均值上行5.7bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：汇率走贬，该关注物价了	- 5 -
2. 疫情：国内疫情仍处高位，美国疫情抬头	- 6 -
3. 海外：美联储集体“放鹰”，欧央行或 7 月加息	- 10 -
4. 物价：农产品批发价格回落，国际油价上涨	- 12 -
5. 流动性：资金利率下行，人民币明显贬值	- 14 -
6. 大类资产表现：A 股港股均跌，国债收益率上行	- 16 -

图表目录

图表 1: 进口商品价格和人民币汇率变化	5 -
图表 2: 各类大宗商品对外依存度 (%)	6 -
图表 3: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	7 -
图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	7 -
图表 5: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	8 -
图表 6: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	8 -
图表 7: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	9 -
图表 8: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	9 -
图表 9: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	9 -
图表 10: 各经济体加强针接种率 (%)	10 -
图表 11: 各经济体 CPI 同比增速 (%)	11 -
图表 12: 各经济体制造业 PMI	12 -
图表 13: 农产品批发价格 200 指数	12 -
图表 14: 食用农产品价格指数	12 -
图表 15: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	13 -
图表 16: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	13 -
图表 17: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	14 -
图表 18: 螺纹钢价格 (元/吨)	14 -
图表 19: 动力煤平仓价 (元/吨)	14 -
图表 20: R001 和 DR001 利率 (%)	15 -
图表 21: R007 和 DR007 利率 (%)	15 -
图表 22: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	15 -
图表 23: 国股银票转贴现收益率 (%)	15 -
图表 24: 央行公开市场操作 (亿元)	16 -
图表 25: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	16 -
图表 26: 美元指数	16 -
图表 27: 全球主要股指表现 (%)	17 -
图表 28: 申万行业表现 (%)	17 -
图表 29: 国外主要商品期货表现 (%)	18 -
图表 30: 国内主要商品期货表现 (%)	18 -
图表 31: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	19 -
图表 32: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	19 -

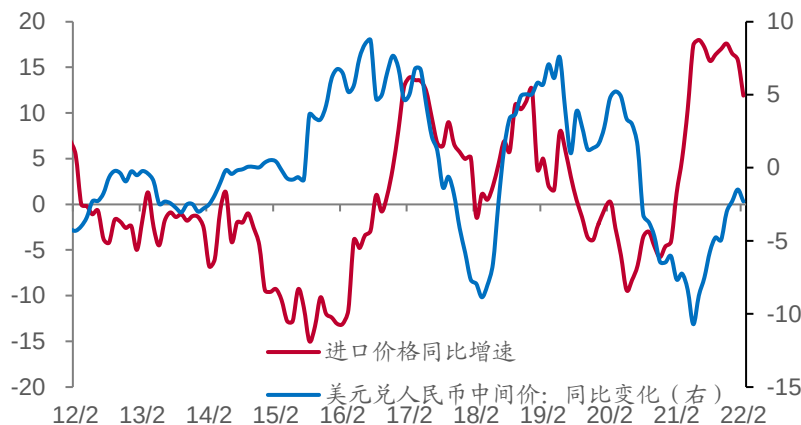
1. 宏观交流思考：汇率走贬，该关注物价了

汇率已然走贬，缺口逐渐收敛。近期人民币汇率出现较大幅度的贬值，美元兑人民币中间价相比于今年 2 月底的水平已提高了超过 2%。我们在此前宏观交流思考系列报告《日元贬值，下一个会是人民币么？》中，就曾对后续人民币汇率走势表示担心。虽然去年以来人民币汇率和美元指数出现了趋势上的背离（人民币汇率逆势走强），然而，在 2016 年-2020 年期间，美元指数超过 100 的时候，美元兑人民币即期汇率最低点也要超过 6.8。既然汇率贬值已然发生，我们需要关注其给经济和市场带来的影响。

出口提振有限。人民币汇率的贬值是否有助于提振出口增速？虽然理论上存在着这种可能性，但从实践上来看，出口强弱反过来也会影响到汇率走势，今年以来全球主要经济体的汇率变化和出口之间的相关性明显增强，而近期人民币汇率的走弱，一定程度上也和对出口预期的转差有关。因而，从宏观动态视角来看，即便汇率贬值会有降低出口商品外币标价的效应，但对于出口增速的改善恐怕相对有限，特别是在全球供应链受到疫情冲击干扰的情况之下，价格弹性可能有所下降。

加大输入压力，警惕通胀上行。需要引起重视的是，人民币汇率的贬值，会引发进口价格的上涨，进而加大通胀的输入压力。根据我们的估算，进口商品价格同比增速每上涨 1 个百分点，约带动 PPI 增速上行 0.5 个百分点，约带动 CPI 中非食品价格同比增速上行 0.07 个百分点。即便价格由外向内的传导可能需要经历一定的过程和时间，不过在全球大宗商品价格高企、国内食品价格上涨呈现加速的情况下，物价上行的风险值得警惕。

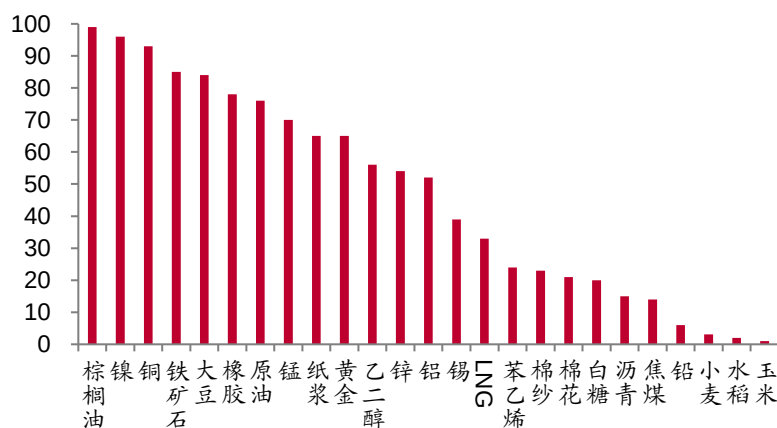
图表 1： 进口商品价格和人民币汇率变化



来源：WIND，中泰证券研究所

食品价格影响间接，不过也会推波助澜。虽然进口商品价格和 CPI 中食品价格之间的相关性并不算强，但在部分农产品上，我国对外依存度水平很高，最典型的代表就是大豆，其对外依存度要超过 80%，甚至高于原油的对外依存度水平。而作为饲料的主要成分之一，其价格上涨对食品价格带来的间接影响也不容忽视，特别是在疫情导致物流受阻，食品价格存在供应扰动因素影响的情况下，成本的上升会对价格上涨起到推波助澜的作用。

图表2：各类大宗商品对外依存度（%）



来源：WIND，中泰证券研究所，数据为2019年。

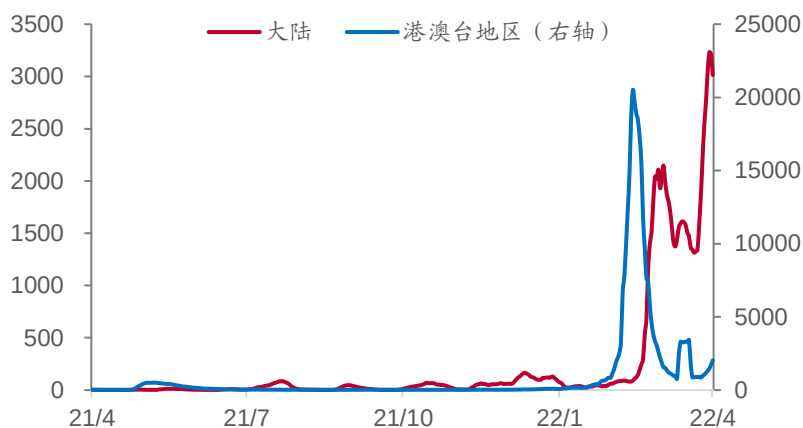
制约货币宽松，暂且告一段落。汇率贬值对于资本市场，特别是股市和债市的影响，主要存在两大途径：一是通过外资机构的行为变化直接体现在市场的资金流动上，这个在汇率贬值预期形成时就已经发生。如3月我国股市和债市均存在着资金净流出的现象，在新兴市场经济体中首当其冲。二是通过货币政策调整来间接地作用于资产价格。人民币汇率的贬值在带来资金流出压力的同时，也会导致物价上行风险的加大，均会对货币政策的宽松取向构成制约，我们认为，以降准降息为代表的货币宽松或已经告一段落。

债市调整压力不减，股市关注受益主线。货币宽松的渐行渐止，意味着海外经济和政策环境所带来的影响，随着人民币汇率的贬值，将会在国内有所放大。一方面，这对于债券市场而言，将使得收益率水平易上难下，抵御资本流出压力的方式，或许只剩下尽可能地扩大中美利差这一路径，而在美债收益率还未见顶的情况下，债市调整压力不减。另一方面，对于权益市场而言，贬值的影响相对要小于债市，进口价格上升引发的涨价以及部分出口行业利润改善的机会可以适当关注。

2. 疫情：国内疫情仍处高位，美国疫情抬头

国内疫情仍处高位。截至4月22日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超2.1万例和1.4万例。除我国港澳台地区外，现存132个中高风险地区。国家卫生健康委疾控局副局长吴良有在国务院联防联控机制新闻发布会上表示，3月1日到4月18日，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告本土感染者超49万例。目前，河北、江苏、浙江、安徽、广东、福建、辽宁等省疫情总体趋于平稳。**吉林省疫情持续好转，处于下降趋势**，但由于感染基数大，社区风险未完全排除，需持续强化疫情防控措施，巩固防控成果。**上海市近日疫情仍处于高位，社区传播风险仍然较高**，防控形势依然严峻，防控任务仍十分艰巨紧迫。中国香港地区疫情持续好转，中国台湾地区疫情升温，确诊病例激增。

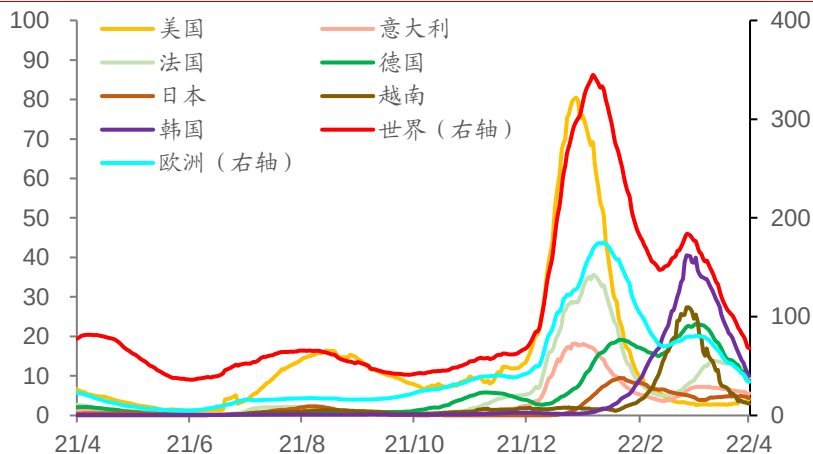
图表3：中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

美国疫情抬头。截至4月22日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约476万，相较前一周下降27.1%。欧洲本周新增237万，较上周大幅下降29.3%。美国本周新增约29万，较上周大幅上行39.7%，疫情急速升温。亚洲方面，日本本周新增30.7万，较上周下降11.9%。韩国疫情持续好转，本周新增69.5万，较上周大幅下降42.1%。4月15日，韩国政府公布《后奥密克戎应对计划》，其中提到，新冠疫情传染病等级将从本月25日起从具有最高水平隔离义务的甲类传染病调整为乙类传染病。这意味着**韩国新冠“大流行”时代就此结束**。世界公共卫生协会联盟主席沃尔特·里查尔迪表示，新冠病毒的传染性很强，要为今年秋季可能出现的新一波疫情做好准备。

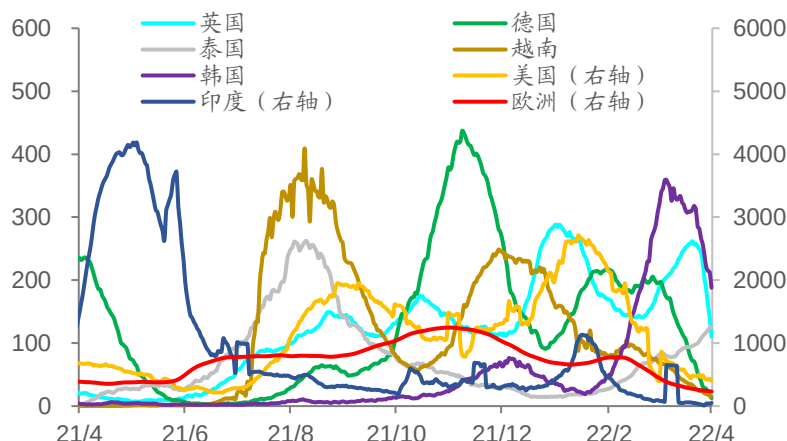
图表4：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



来源：CEIC，中泰证券研究所

德国新增死亡大幅回落，泰国逆势上行。截至4月22日，全球新冠肺炎一周新增死亡病例约1.5万人，较上周下降25.3%。欧洲一周新增死亡超6600人，较上周下降28%，死亡人数持续下行。本周，各主要经济体新增死亡均有明显下降，英国本周新增死亡772例，相较上周大幅下降55.7%。美国本周新增死亡2800余例，相较上周下降19.7%。韩国本周新增死亡约1300例，相较上周下降33.3%。**德国新增死亡相较上周大幅回落72%**。同时，泰国本周新增死亡880余例，较上周上升22%，死亡人数逆势上行。

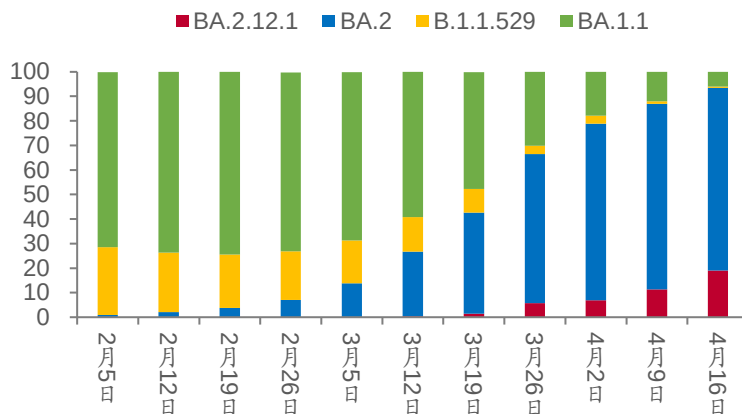
图表 5: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

Omicron 新变种席卷美国。本周韩国、爱尔兰、日本、中国台湾地区等地区相继报告 XE 新冠病毒重组毒株感染病例, 表明该毒株正在向全球多地蔓延。美国疾病控制中心表示, **Omicron 的 BA.2 的突变分支正在美国加速传播。**其中, BA.2.12.1 变种引人关注, 约占全美新病例的 20%, 研究显示, 该变种传染性比 BA.2 高 23% 至 27%。美国卫生部本周表示, **新的 Omicron 亚型变异株 BA.2.12.1 和 BA.2.12 可能是纽约州近期病例激增的原因。**

图表 6: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)



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_40752

