

汇率持续走贬的贸易原因

——每周一图之经济系列


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

在岸人民币时隔近 7 个月跌破 6.5，单周跌幅超 2%，相应的，A 股和债市均大幅调整。

回到汇率的定义上，两种不同货币之间的比价即汇率，但从影响因素上来看，又并非这么简单。汇率的影响因素有国际收支状况（汇率趋势的主要因素，国际收支顺差将带动本币升值，外币贬值）、利率（一国货币的加息预期将吸引外资流入）、通胀（购买力平价理论中，通胀减缓，本币汇率上升）、货币当局的干预（央行维护经济与外部市场稳定，根据本币走势对市场进行干预，通过外汇买卖影响汇率变动）、各国宏观政策、市场情绪等。本篇我们从进出口贸易的视角理解汇率近期的表现。

8-11 汇改后，人民币汇率与出口贸易一致性愈发明显，2015 年 8 月以来数据，两者相关系数为 0.74。

往后看，贸易视角下，人民币或持续贬值。截止 3 月出口仍维持高增，但价格要素是主要贡献。随着全球因疫情扭曲的生产消费结构逐步归位，海外供需缺口逐步收敛，新兴市场生产修复，出口面临总量与份额回落的双重风险。出口规模的增速放缓将伴随着人民币升值幅度的放缓，如果持续出口规模放缓至负增速，贸易视角下人民币则相应持续贬值。

风险提示：地缘冲突升级、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等。

2022 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
实际 GDP	6.7	6.1	1.6	8.1	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.9	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.5	6
CPI	2.1	2.9	2.5	0.9	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.1	4
出口	7	5	4	29.9	10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.37	6.2

资料来源：WIND，申港证券研究所

2022 年 04 月 23 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

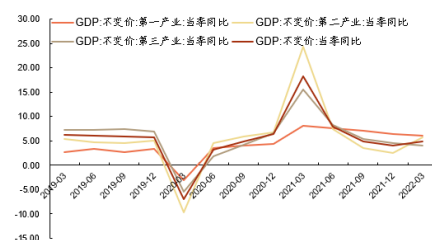
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

- 1、《疫情扰动或延续：3 月经济数据点评》2022-04-20
- 2、《美债收益率持续上行 中债跟不跟：每周一图之经济系列》2022-04-18
- 3、《总量强 结构弱：3 月金融数据点评》2022-04-12
- 4、《短期要素推高通胀：3 月通胀数据点评》2022-04-11
- 5、《等到经济底出现才有市场扭头向上么：——复盘 A 股市场历次大跌系列二》2022-04-11

内容目录

1. 汇率与出口贸易	3
------------------	---

图表目录

图 1： 出口同比与人民币汇率	3
-----------------------	---

1. 汇率与出口贸易

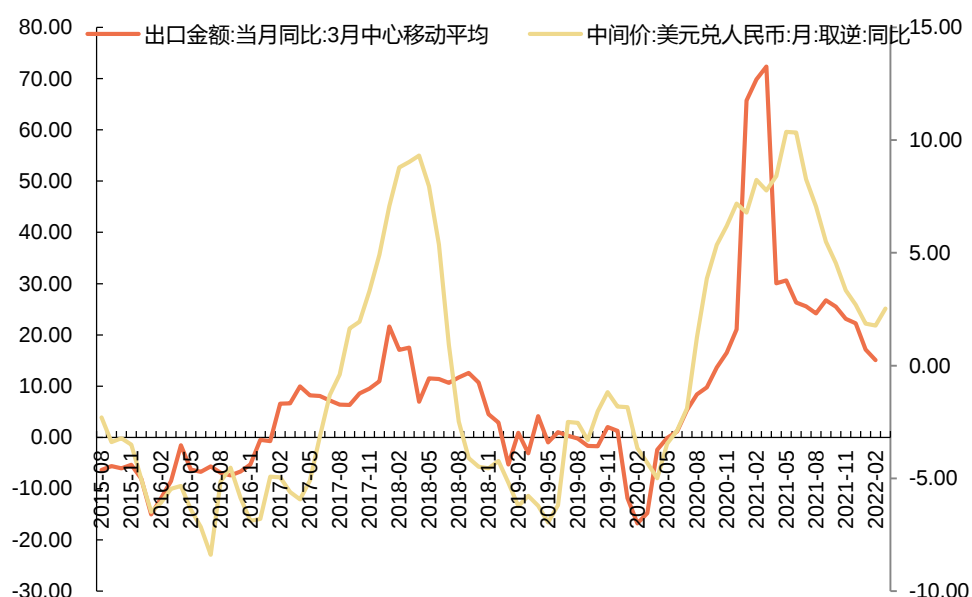
在岸人民币时隔近 7 个月跌破 6.5，单周跌幅超 2%，相应的，A 股和债市均大幅调整。

回到汇率的定义上，两种不同货币之间的比价即汇率，但从影响因素上来看，又并非这么简单。汇率的影响因素有国际收支状况（汇率趋势的主要因素，国际收支顺差将带动本币升值，外币贬值）、利率（一国货币的加息预期将吸引外资流入）、通胀（购买力平价理论中，通胀减缓，本币汇率上升）、货币当局的干预（央行为维护经济与外部市场稳定，根据本币走势对市场进行干预，通过外汇买卖影响汇率变动）、各国宏观政策、市场情绪等。本篇我们从进出口贸易的视角理解汇率近期的表现。

8-11 汇改后，人民币汇率与出口贸易一致性愈发明显，2015 年 8 月以来数据，两者相关性为 0.74。

- ◆ “8.11” 汇改，使得人民币兑美元汇率中间价更能反映外汇市场供求力量变化，参照一篮子货币进行调节，提高了中间价报价的合理性。2015 年 8 月 11 日，人民银行宣布做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。
- ◆ 2017 年 5 月中旬开始，出口同比维持两位数左右的正增长，人民币也展开一轮持续的回升，升幅超过 3.5%。至此，人民币汇率在汇改两年的时间内实现双向波动。
- ◆ 811 汇改后人民币汇率波动与进出口贸易关系更为紧密，我们以人民币兑美元的月度同比变化与出口规模的 3 个月平滑指标对比来看更为显著。

图1：出口同比与人民币汇率



资料来源：Wind，申港证券研究所

截止 3 月出口仍维持高增，但价格要素是主要贡献。随着全球因疫情扭曲的生产消费结构逐步归位，海外供需缺口逐步收敛，新兴市场生产修复，出口面临总量与份额回落的双重风险。出口规模的增速放缓将伴随着人民币升值幅度的放缓，如果持续出口规模放缓至负增速，贸易视角下人民币则相应持续贬值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_40757

