

宏观经济点评

# 今年汇率预计贬值至6.8，短期市场冲击放缓

2022年04月28日

## 【核心观点】

- ◆ 为完成2022年政府工作报告中提及的全年GDP增速5.5%的稳增长目标，今年GDP增长最大贡献将是出口和投资。
- ◆ 最终消费对于GDP拉动预计难以提供正区间贡献；投资和政府购买在2022年下半年有望继续发力，房地产投资全年增速预计2%左右，固定资产投资在2022全年增速预计超过10%，对于GDP拉动3.8%。目前需要外贸净出口提供额外的GDP贡献，预计为满足5.5%全年GDP增速，外贸净出口增量需要达到4.9万亿以上，对应进出口总额增速23%，提供对GDP超过4%的拉动。
- ◆ 预计今年汇率贬值至6.8来拉动净出口。如果消费和投资增速低于预期，则还需要继续贬值来提高外贸净出口的边际贡献。
- ◆ 利率平价理论下，中美利差倒挂（预计还将继续维持）推动汇率贬值，短期快速贬值释放利率倒挂的影响，资本流动重新均衡。外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%后，预计汇率贬值至7之后央行开始逆周期因子干预。
- ◆ 类似于2015-16和2018-19的人民币贬值周期，聚焦外贸进出口中生物技术、高新技术、光电技术、计算机集成制造、材料技术等领域的上市公司，有望得到汇率贬值带来的海外业务营收持续改善。
- ◆ 外资在受到汇率短期快速贬值后冲击放缓：2022年4月份受海外加息和地缘政治影响下，外资对A股的配置小幅流入26亿保持谨慎，市场冲击放缓。如果不再发生汇率短期急速贬值，那么下跌和外资流出风险将得到缓解。

## 【风险提示】

- ◆ 市场流动性风险
- ◆ 全球地缘政治风险



挖掘价值 投资成长

## 东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：曲一平

电话：15618906873

## 相关研究

《俄乌冲突后续发展及对A股三大影响》

2022.04.21

《预计美国全年加息11次 美债期限利差倒挂加剧海外衰退预期》

2022.04.13

《能源专题一：从全球供需平衡表角度看石油未来走势》

2022.04.07

《政策底已至，市场底待四大因素缓解》

2022.04.01

## 正文目录

1 本轮汇率贬值的最核心原因：经济稳增长需求	3
1.1 稳增长目标下消费、投资、净出口构成 GDP 增量	3
1.2 社会零售品消费增速在 3 月份回落	3
1.3 投资端基建和房地产继续发力	5
1.4 实现稳增长的核心举措是拉动外贸净出口复苏	6
1.5 汇率贬值对外贸净出口拉动的模型概览	7
2 汇率贬值次要原因：中美利差倒挂的影响	9
2.1 利率平价理论下，中美利差倒挂推动汇率贬值	9
3 人民币汇率贬值后续展望	9
3.1 预计汇率贬值至 7 之后央行开始逆周期因子干预	9
3.2 海外业务为主的科技类企业有望受益于人民币贬值	10
3.3 外资在受到汇率短期快速贬值后冲击放缓	11

## 图表目录

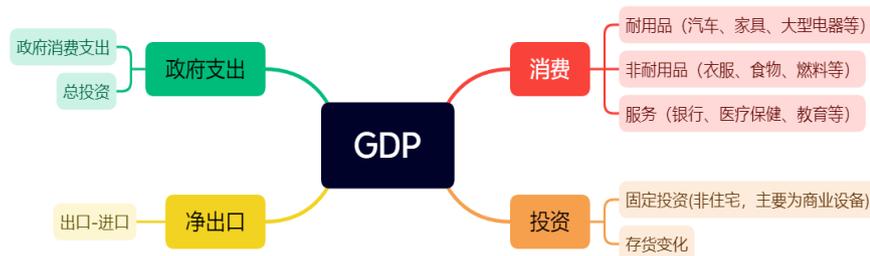
图表 1：消费、投资、净出口构成 GDP 的核心增量	3
图表 2：消费、投资、净出口在过去 5 年对 GDP 的贡献	3
图表 3：回顾武汉 2020 年社会零售品消费同比增速变化	4
图表 4：长三角社会消费品占比高于湖北省	4
图表 5：房地产投资继续回落延缓固定投资	5
图表 6：基建和地产投资还需政策扶持	5
图表 7：2022 年地方债发行继续发力支持基建	6
图表 8：消费、投资、外贸拉动 GDP 增长预测	7
图表 9：汇率变化对于 GDP 贡献影响	8
图表 10：通过 ARMA 模型建立人民币汇率和净出口预测关系	8
图表 11：中美利差时隔 12 年再次倒挂推动贬值	9
图表 12：逆周期因子有望在汇率贬值到 7 以后强力出现	10
图表 13：贬值有利于机电产品和高新技术进出口贸易大增	11
图表 14：2014 年沪深港通成立以来北向资金变化（亿元）	11
图表 15：人民币贬值周期和外资净流入相关度不高	12

## 1 本轮汇率贬值的最核心原因：经济稳增长需求

### 1.1 稳增长目标下消费、投资、净出口构成 GDP 增量

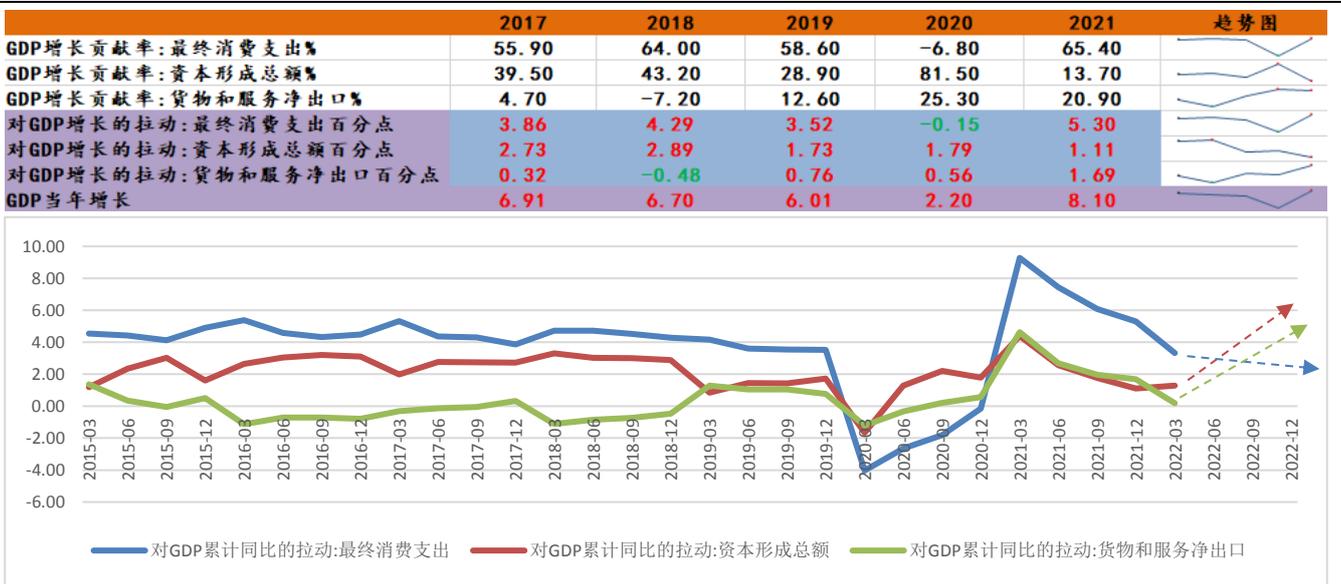
2022 年一季度以来，经济面临着以下因素：固定投资中的房地产投资增速降低，基建投资有待加速、社会零售品消费同比回落、产业链局部中断造成外贸出口需求转移海外。为完成 2022 年政府工作报告中提及的全年 GDP 增速 5.5% 的稳增长目标，今年 GDP 增长最大贡献将是出口和投资。

图表 1：消费、投资、净出口构成 GDP 的核心增量



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：消费、投资、净出口在过去 5 年对 GDP 的贡献

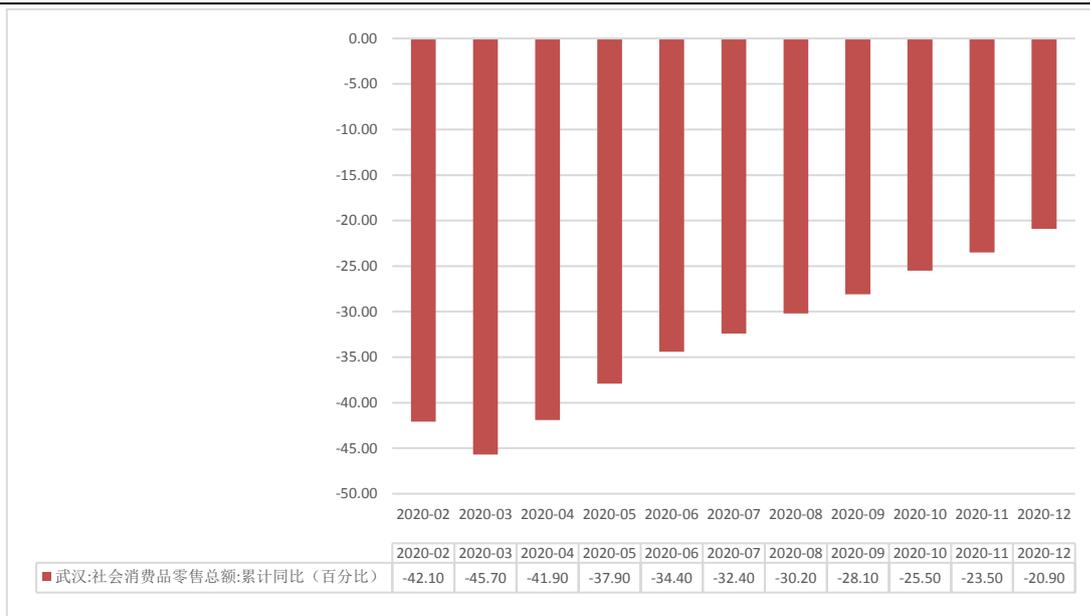


资料来源：Choice，东方财富证券研究所（虚线仅代表趋势预测，不代表具体数据）

### 1.2 社会零售品消费增速在 3 月份回落

统计局公布 2022 年 3 月份，社会消费品零售总额 34233 亿元，同比下降 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 30560 亿元，下降 3.0%。长三角地区经济发达，占全国社会消费品零售总额达到了 25% 比重。

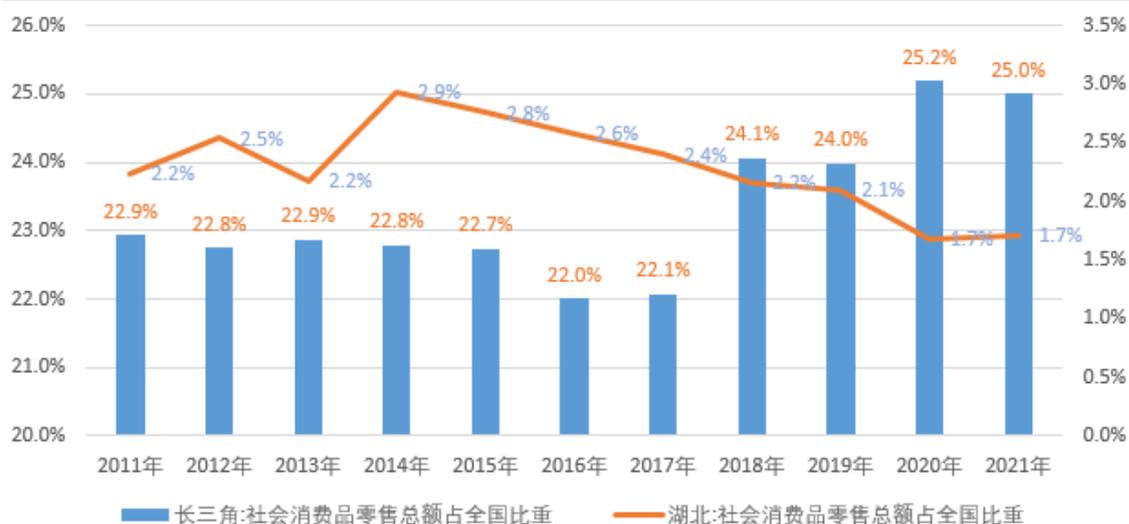
图表 3: 回顾武汉 2020 年社会零售品消费同比增速变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 长三角社会消费品占比高于湖北省

指标名称	长三角:社会消费品零售总额占全国比重	湖北:社会消费品零售总额占全国比重	社会消费品零售总额:累计值(亿元)	社会消费品零售总额累计同比增速
2011年	22.9%	2.2%	181,226	17.3%
2012年	22.8%	2.5%	207,167	14.3%
2013年	22.9%	2.2%	234,380	13.1%
2014年	22.8%	2.9%	262,394	12.0%
2015年	22.7%	2.8%	300,931	14.7%
2016年	22.0%	2.6%	332,316	10.4%
2017年	22.1%	2.4%	366,262	10.2%
2018年	24.1%	2.2%	380,987	4.0%
2019年	24.0%	2.1%	411,649	8.0%
2020年	25.2%	1.7%	391,981	-4.8%
2021年	25.0%	1.7%	440,823	12.5%



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 1.3 投资端基建和房地产继续发力

2022年1—3月份,全国固定资产投资(不含农户)104872亿元,同比增长9.3%。其中,民间固定资产投资59622亿元,同比增长8.4%,整体增速有待继续发力。因此国务院政府工作报告中指出,要**积极扩大有效投资,围绕国家重大战略部署和“十四五”规划,适度超前开展基础设施投资**。基建主要投向包括“建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施,加快城市燃气管道等管网更新改造,完善防洪排涝设施,继续推进地下综合管廊建设。

2022年1—3月份,商品房销售面积31046万平方米,同比下降13.8%;2022年1到3月份,全国房地产开发投资27765亿元,同比增长0.7%,房地产业继续呈现下滑。今年以来,已有超过60个城市发布楼市宽松政策,一百多个城市的银行根据市场变化和自身经营情况,自主下调了房贷利率,平均幅度在20个到60个基点不等,未来还会有更多政策端发力。

图表 5: 房地产投资继续回落延缓固定投资



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 基建和地产投资还需政策扶持

#### 基建回暖还需发力

2022年一季度基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长8.5%。其中,水利管理业投资增长10.0%,公共设施管理业投资增长8.1%,道路运输业投资增长3.6%,铁路运输业投资下降2.9%。在专项债有效支持下,基础设施投资同比增长8.5%,增速比1-2月份加快0.4个百分点。其中,水上运输业投资增长13.5%,水利管理业投资增长10.0%,公共设施管理业投资增长8.1%,生态保护和环境治理业投资增长3.9%。

#### 房地产整体增速较低

两会政府工作报告中关于房地产提及继续保障好群众的住房需求,坚持“房住不炒”,加快发展保障性租赁住房,贯彻稳地价、稳房价、稳预期的目标,强调因城施策。2022年1—3月份,全国房地产开发投资27765亿元,同比增长0.7%;其中,住宅投资20761亿元,增长0.7%。1—3月份,房地产开发企业房屋施工面积806259万平方米,同比增长1.0%。其中,住宅施工面积569045万平方米,增长1.1%。房屋新开工面积29838万平方米,下降17.5%。其中,住宅新开工面积21558万平方米,下降20.3%。房屋竣工面积16929万平方米,下降11.5%。其中,住宅竣工面积12323万平方米,下降11.3%。

虽然年初基建投资逐渐回暖，但仍不及预期，在地方政府隐性债务管控背景下，资金已成为限制基建投资上行的重要约束之一。基建数据表现疲软原因如下：首先，中央加强对地方债务问题的问责，降低了地方政府对基建的诉求，2018年以来，在地方政府隐性债务全方位协同监管体系的逐渐建立和完善下，PPP项目投资热度逐渐退坡、非标融资持续压降，限制了基建投资的资金来源。

2022年年初在专项债的支持下，基建投资增速较快，但由于2021年低基数，所以基建投资领域不及预期。同时，在财政端“一般预算”方面，考虑到减税降费以及经济下行压力较大，一般预算收入承压，民生开支仍会继续挤占基建项目的支出。

2022年1—3月份，商品房销售面积31046万平方米，同比下降13.8%；其中，住宅销售面积下降18.6%。商品房销售额29655亿元，下降22.7%；其中，住宅销售额下降25.6%。3月末，商品房待售面积56113万平方米，同比增长8.2%。其中，住宅待售面积增长14.2%。

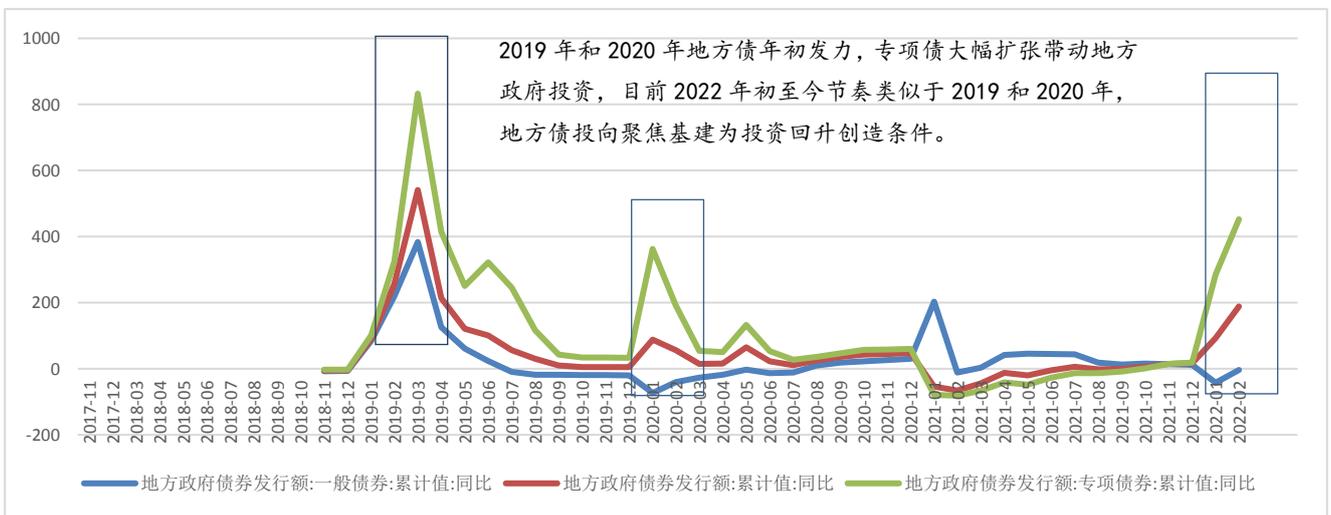
2022年一季度全国对房地产政策进行宽松化调整的城市已经超过60个，其中多数城市主要集中于金融层面的放宽，诸如公积金放宽贷款额度、下调首付比例、增加购房补贴等，而真正涉及限购限售等行政层面放宽的城市数量较少。

2022年1—3月份，房地产开发企业到位资金38159亿元，同比下降19.6%。其中，国内贷款5525亿元，下降23.5%；利用外资10亿元，下降7.8%；自筹资金12395亿元，下降4.8%；定金及预收款12252亿元，下降31.0%；个人按揭贷款6369亿元，下降18.8%。房地产企业债务违约事件还在发生体现了资金面的紧张，一季度出现债务违约的有世茂集团、祥生控股、禹洲集团和上置集团等企业。

资料来源：国务院，统计局，东方财富证券研究所

2022年一季度专项债发行规模约为1.46万亿元，几乎是去年同期的4倍，在发行节奏明显前置的情况下，今年专项债中新增债的占比也大幅提升，今年1~2月份新增地方债投向基建领域的比例为67.3%，较去年四季度提高0.8个百分点，地方债投向聚焦基建，为相关投资增速的回升创造了条件。

图表 7：2022 年地方债发行继续发力支持基建



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

#### 1.4 实现稳增长的核心举措是拉动外贸净出口复苏

在核心假设之中，设定 2022 年度为保证 5.5% 稳增长年度 GDP 目标， $GDP(Y) = 消费(C) + 投资(I) + 政府购买(G) + 净出口(NX)$  需要以下举措：

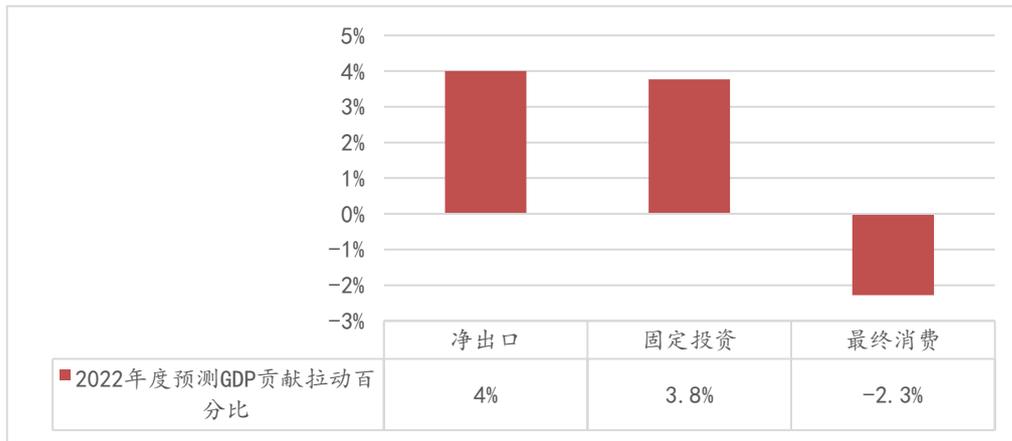
- (1) 最终消费对于 GDP 拉动预计难以提供正区间贡献；

(2) 投资和政府购买在 2022 年下半年有望继续发力，房地产投资全年增速预计 2%左右，固定资产投资在 2022 全年增速预计超过 10%，对于 GDP 拉动 3.8%。

(3) 需要外贸净出口提供额外的 GDP 贡献，预计为满足 5.5%全年 GDP 增速，外贸净出口增量需要达到 4.9 万亿以上，对应进出口总额增速 23%，提供对 GDP 超过 4%的拉动。

(4) 如果社会零售消费和投资增速低于预期，则还需要继续贬值来提高外贸净出口的边际贡献。

图表 8：消费、投资、外贸拉动 GDP 增长预测



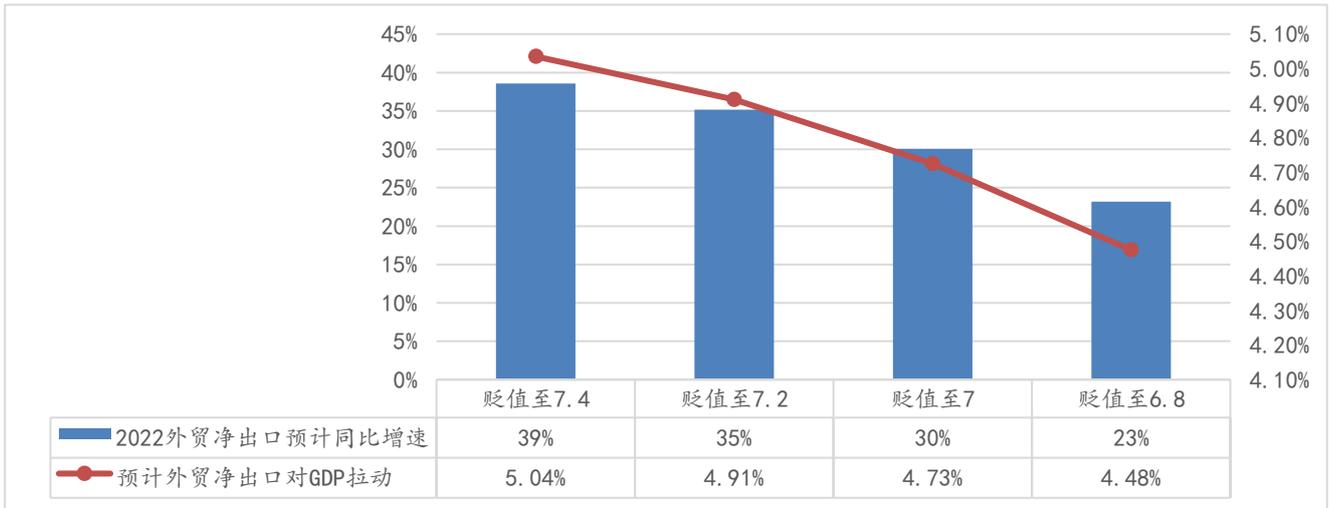
资料来源：Choice，东方财富证券研究所（预测数字仅代表趋势，不代表具体数据）

## 1.5 汇率贬值对外贸净出口拉动的模型概览

通过建立 ARMA 模型预测汇率变换对于外贸和 GDP 拉动影响：

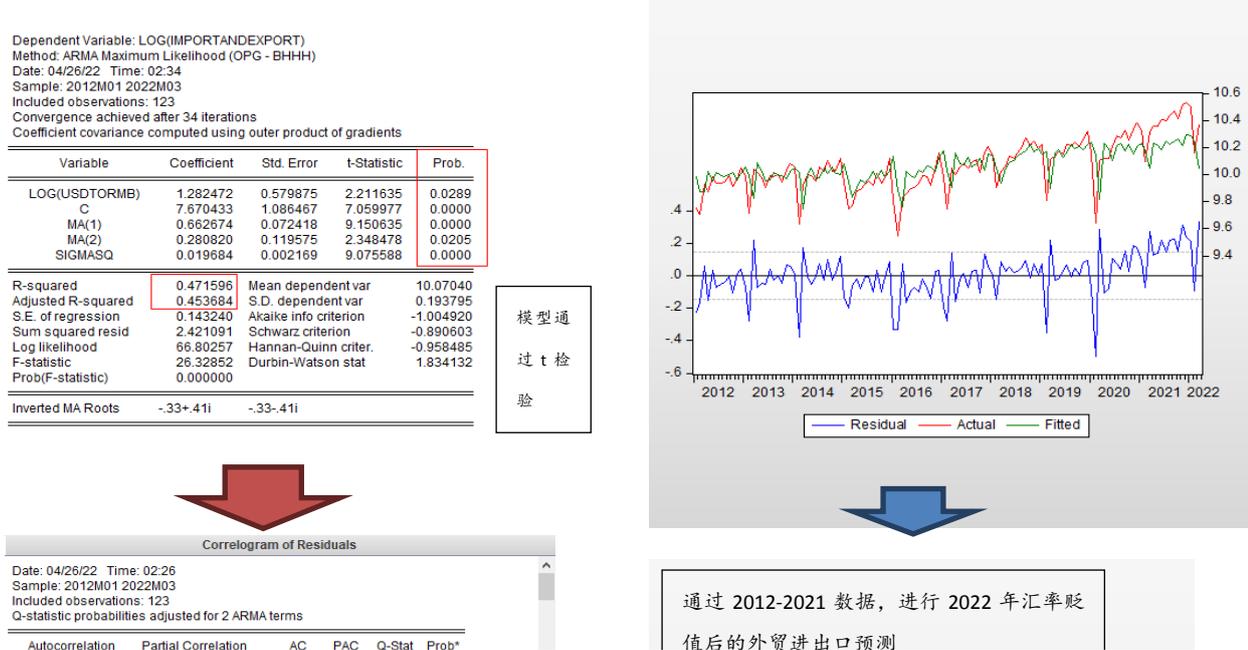
- (1) 美元兑人民币贬值至 6.8，净出口预计同比增速 23%，对于 GDP 拉动 4.48%；
- (2) 美元兑人民币贬值至 7，净出口预计同比增速 30%，对于 GDP 拉动 4.73%；
- (3) 美元兑人民币贬值至 7.2，净出口预计同比增速 35%，对于 GDP 拉动 4.9%；
- (4) 美元兑人民币贬值至 7.4，净出口预计同比增速 39%，对于 GDP 拉动 5.04%。

图表 9：汇率变化对于 GDP 贡献影响



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（预测数字仅代表趋势，不代表具体数据）

图表 10：通过 ARMA 模型建立人民币汇率和净出口预测关系



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\\_40943](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40943)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>