

贬值的行业影响：谁受益、谁受损？

——汇率系列专题（一）

投资要点：

► 人民币或仍有一定贬值压力，预计高点在 6.8-7.0 附近

4 月以来，人民币经历了一轮较快速度的贬值。美元兑人民币中间价从月初的 6.35 快速上行，先后突破 6.4、6.5 关口，5 月 6 日，美元对人民币中间价升至 6.63，调贬幅度接近 3000 基点。

中美利差倒挂引发的资金外流以及国内疫情冲击对于经济基本面的扰动是造成近期人民币较快贬值的主要原因。

由于目前影响人民币汇率的两大因素仍在持续发酵，所以人民币调贬进程或仍未结束。2018 年受中美利差收窄影响，人民币共调贬 6000 基点。参考这一幅度，预计此轮美元兑人民币汇率高点可能在 6.8-7.0 附近。

► 贬值利好出口行业，电子、家电更为占优

人民币贬值对于出口行业的利好体现在“量”和“利”两个方面：1) “量”主要体现在销售量的增加；2) “利”则主要体现在汇兑收益的产生。

海外业务收入占比越大的行业其受汇率波动影响的程度也就越大。不过不同行业受汇率影响的弹性存在差异，电子、家用电器、汽车、医疗器械等技术密集型行业的受益程度要高于纺织服装等劳动密集型行业。

► 进口行业受到拖累，石油、化工尤为“受伤”

人民币贬值对于需要进口原材料的行业产生一定负面影响，石油、钢铁、有色等行业尤为“受伤”。

2018 年人民币大幅贬值期间，上述提到的依赖海外原材料进口的行业均产生了不同程度的汇兑损失，汇兑损失占净利润的比重约在 0.5-3%之间。

► 外币借款较多行业，偿债压力有所增加

对于外币借款较多的行业，人民币的贬值将增加其偿债成本。电子、交通运输、采掘、化工、有色金属等行业美元借款较多，占总资产的比重也较高。并且电子、化工、有色金属等行业短期借款占比较高，偿债压力也更大。

► 过去 6 轮贬值区间，消费、医药相对占优

2015 年汇改之后，人民币大致经历了 6 轮贬值区间。整体来看，涨幅前五名的行业中消费、医药相对占优，跌幅后五名的行业中，石油石化、有色金属、房地产等行业表现相对较差。

相对占优和相对劣势的行业与前文分析的汇率对于行业影响的逻辑并没有完美契合。对于这一现象，我们的理解是，影响板块涨跌幅的因素很多，而汇率的影响可能更多的是起到催化和助推的效应。如果相关行业有利因素较多，同时叠加汇率贬值带来销量增长、汇兑收益增加等的加成，跑赢大盘的概率将更大。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 人民币或仍有一定贬值压力，预计高点在 6.8-7.0 附近	3
2. 贬值利好出口行业，电子、家电更为占优	4
3. 进口行业受到拖累，石油、化工尤为“受伤”	7
4. 外币借款较多行业，偿债压力有所增加	8
5. 过去 6 轮贬值区间，消费、医药相对占优	8
6. 风险提示	9

图表目录

图 1 中美利差继续倒挂	3
图 2 债券通环比增幅继续下降	3
图 14 疫情扰动下，制造业、服务业 PMI 低于枯荣线	4
图 15 上海新增确诊及无症状感染者数量仍处较高水平	4
图 5 2017.11-2018.12 中美 10Y 利差大幅收窄处于美国加息缩表、中国连续降准阶段	4
图 6 汇兑净收益绝对值及其占比有增加态势	5
图 7 人民币汇率指数与汇兑净收益呈反向关系	5
图 8 不同行业海外业务收入占营业收入比重（2021 年年报）	5
图 9 电子、机械、汽车、医疗等行业出口同比增速受汇率影响的幅度高于服装（%）	6
图 10 纺织品方面中国、越南之间存在替代关系（%）	6
图 11 机械产品方面中国、越南之间基本同步（%）	6
图 12 不同行业汇兑损失及其占净利润比重（2018 年年报）	7
图 13 不同行业美元借款规模及其占比（2021 年年报）	8
图 14 美元兑人民币中间价	9

1. 人民币或仍有一定贬值压力，预计高点在 6.8-7.0 附近

4 月以来，人民币经历了一轮较快速度的贬值，调贬幅度接近 3000 基点。4 月以来，美元兑人民币中间价从月初的 6.35 快速上行，先后突破 6.4、6.5 关口，5 月 6 日，美元对人民币中间价升至 6.63，调贬幅度接近 3000 基点。

中美利差倒挂引发的资金外流以及国内疫情冲击对于经济基本面的扰动是造成近期人民币较快贬值的主要原因。

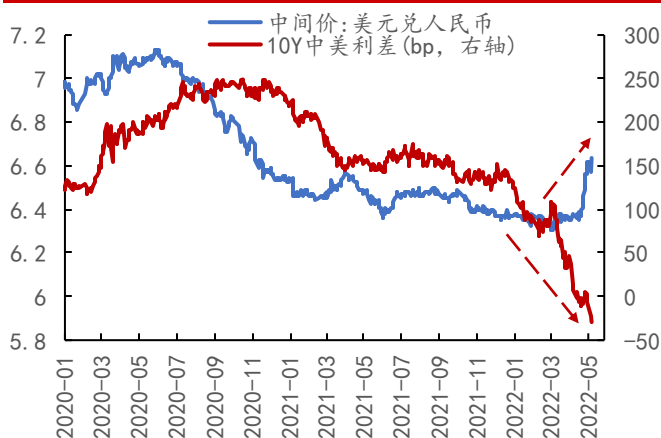
10Y 期中美利差自 4 月 11 日首次出现倒挂以来，一直处于震荡下行状态。尤其是 5 月 5 日美联储公布缩表进度之后，10Y 美债到期收益率进一步升至 3.1%，中美利差也下探至 -29.27bp。中美利差的持续倒挂引发了资金的外流，债券方面，债券通境外持有量环比变动自 2022 年 2 月开始转负，2 月环比 -804 亿元，3 月减少幅度进一步扩大至 -1125 亿元；股票方面，陆股通买入成交净额同样出现明显下滑，3 月合计买入成交净额为 -450 亿元。

我们在此前深度报告《中美利率倒挂：股债汇及商品表现》对于本轮中美利差倒挂原因、持续时间进行了详细论述，我们依然维持原有观点，本轮中美利差的倒挂时间可能会持续到 Q3，倒挂最大幅度在 40bp 左右，背后逻辑：

对于美国，Q2 的加息与缩表将会继续推升长端利率，美债 10Y 期收益率或将升至 3.2% 附近，Q3 后续随着通胀的逐步回落以及美国经济的放缓，美联储的加息预期可能会逐步弱化，引导长端利率下行

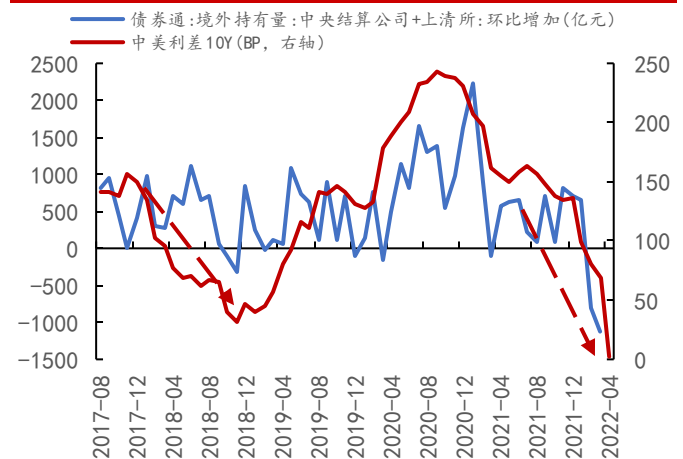
对于国内，Q2 受疫情扰动影响，稳增长压力有所增加，货币政策将继续保持适度宽松，中债 10Y 收益率或维持相对低位（预计 2.7%-2.9%），Q3 后扰动因素逐步弱化，长端利率有望稳中略升。

图 1 中美利差继续倒挂



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 债券通环比增幅继续下降

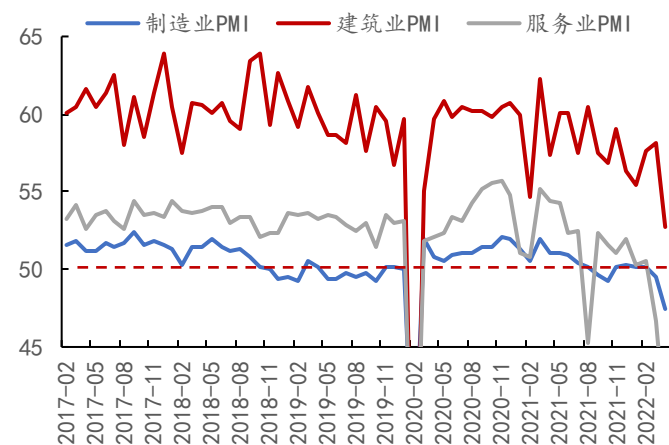


资料来源：WIND，华西证券研究所

当前国内疫情冲击仍在持续，上海当日新增确诊及无症状感染者数量仍处较高水平。最新公布的数据显示，5 月 6 日上海新增确诊病例 253 例，新增无症状感染者 3961 例，仍处于较高水平。在疫情的扰动下，4 月制造业 PMI 47.4%，较上月下降 2.1 个百分点，降至 2020 年 3 月以来的最低值。五大分类指标全部低于临界点且均环比下降，其中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数降幅超 5 个百分点。国内基本面的弱势进一步助推了人民币的贬值。

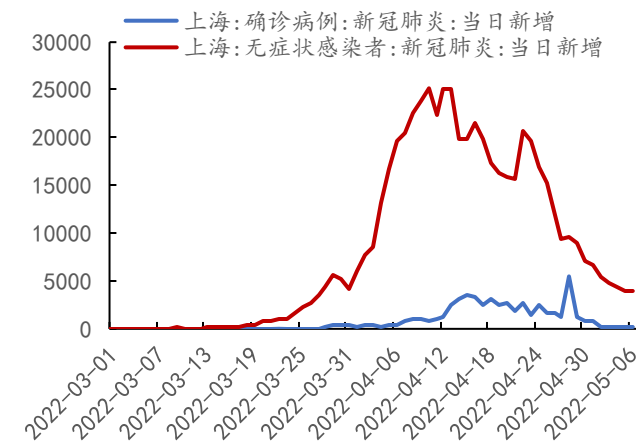
由于目前影响人民币汇率的两大因素仍在持续发酵，所以人民币调贬进程或仍未结束。我们在此前报告《中美利率倒挂：股债汇及商品表现》中提到，2018 年受中美利差收窄影响，人民币共调贬 6000 基点。参考这一幅度，预计此轮美元兑人民币汇率高点可能在 6.8-7.0 附近。

图 3 疫情扰动下，制造业、服务业 PMI 低于枯荣线



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 上海新增确诊及无症状感染者数量仍处较高水平



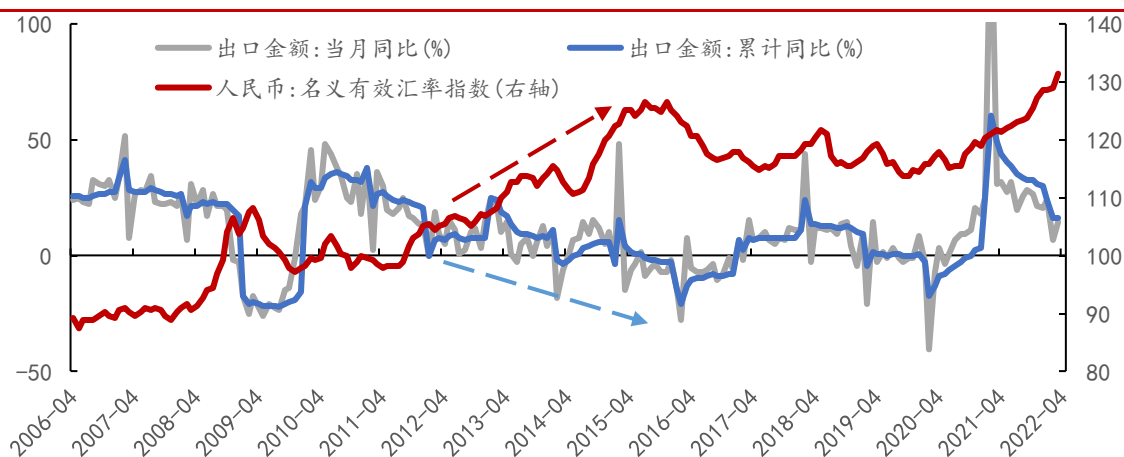
资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 贬值利好出口行业，电子、家电更为占优

人民币贬值对于出口行业的利好体现在“量”和“利”两个方面。

“量”主要体现在销售量的增加：在商品人民币售价不变的情况下，伴随人民币的贬值，其以美元计价的单品售价也在下降。相同质量的情况下，价格的降低能够显著提升产品的竞争力，推动产品销量的增长。这点从人民币汇率指数¹与出口同比增速之间的关系中便可窥得一二，当人民币汇率指数下降时（人民币贬值），出口同比增速逐步上行；而当人民币汇率指数上升时（人民币升值），出口同比增速则逐步回落。

图 5 2017.11-2018.12 中美 10Y 利差大幅收窄处于美国加息缩表、中国连续降准阶段

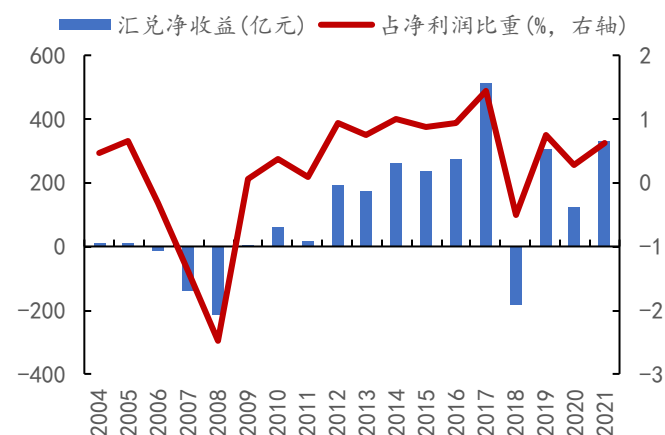


资料来源：WIND，华西证券研究所

¹ 所谓的人民币汇率指数是指人民币对一篮子外币的加权平均汇率变动。

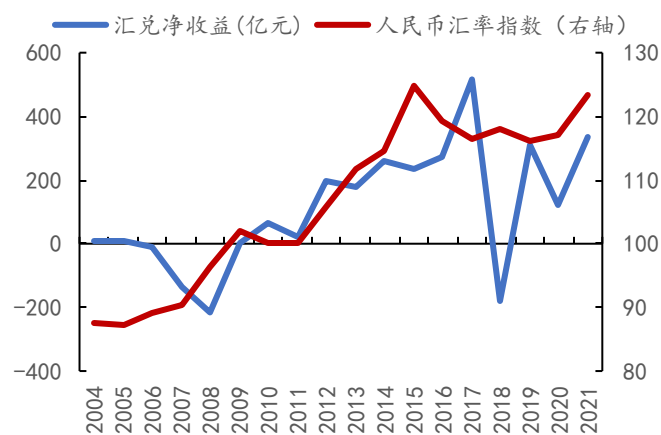
“利”则主要体现在汇兑收益的产生：企业出口获得的收入一般以外币（美元或欧元为主）计价，人民币的贬值使得企业除了获得正常利润外，还增加了部分的汇兑收益。例如，一家出口袜子的企业，在今年4月初销售了1亿美元的袜子，此时美元对人民币的汇率为6.35，计入应收账款6.35亿元，而当月底结算时，美元兑人民币汇率升至6.60，则企业实际的收入为6.60亿元，这其中多出的0.25亿元便是人民币贬值带来的汇兑收益。近年来无论是汇兑净收益的绝对值还是占净利润的比重均有逐渐增加的态势，意味着汇兑损益波动对于企业利润的影响在逐渐加大。

图6 汇兑净收益绝对值及其占比有增加态势



资料来源：WIND，华西证券研究所

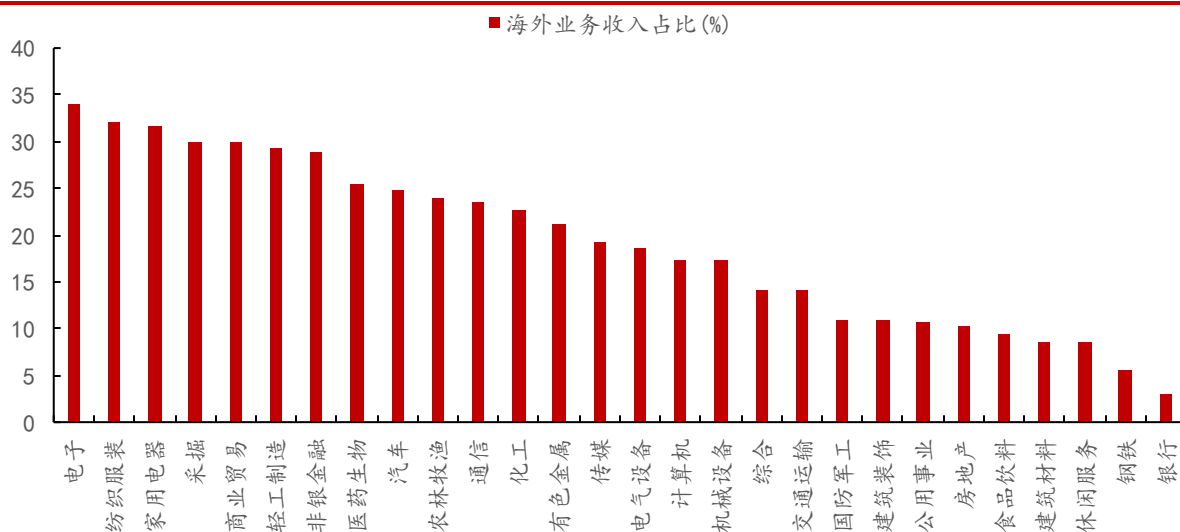
图7 人民币汇率指数与汇兑净收益呈反向关系



资料来源：WIND，华西证券研究所

海外业务收入占比越大的行业其受汇率波动影响的程度也就越大。我们根据A股上市公司披露的2021年年报计算了申万一级行业海外业务收入占营业收入的比重。整体来看，我国上市公司海外业务收入占比相对较高，均值达到了19.15%，其中电子、纺织服装、家用电器、采掘等四个行业海外业务收入占比超过了30%，另外商业贸易、轻工制造、非银金融、医药生物以及汽车等行业海外业务收入占比超过了25%。根据上文提到的汇率贬值对于出口企业影响的“量”和“利”两个逻辑，这些行业更多的受益于汇率贬值带来的正面影响。

图8 不同行业海外业务收入占营业收入比重（2021年年报）

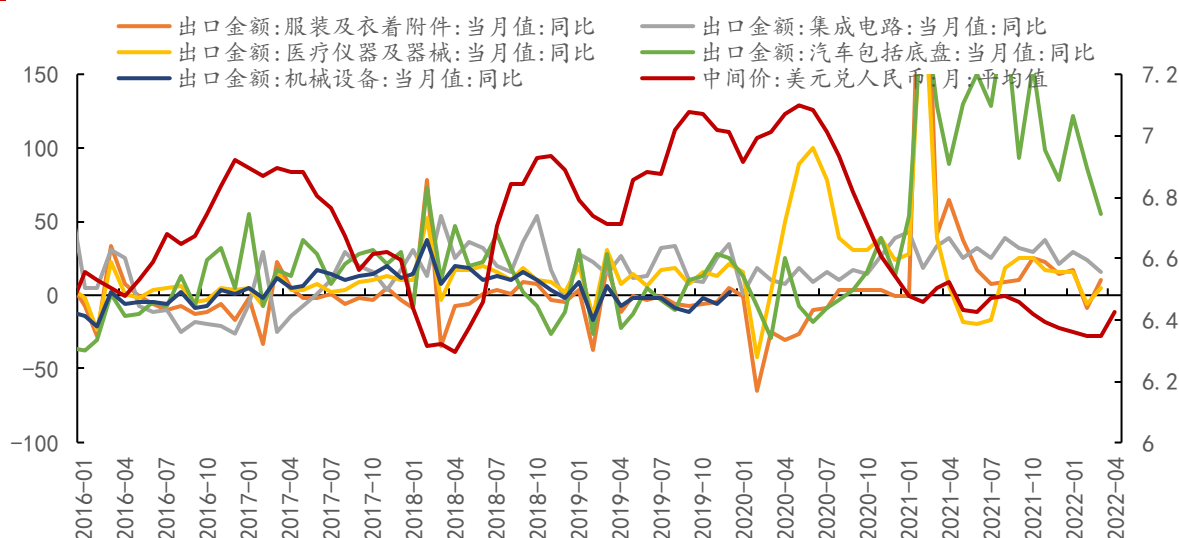


资料来源：WIND，华西证券研究所

虽然海外业务收入占比高的行业都会受益于人民币贬值，但受益程度却不尽相同，电子、家用电器、汽车、医疗器械等技术密集型行业的受益程度要高于纺织服装等劳动密集型行业。从出口金额同比增速角度来看，集成电路、汽车、医疗器械、机械设备的弹性要高于纺织服装等行业。2018 年人民币大幅贬值期间，集成电路、汽车、医疗器械、机械设备等行业的出口同比增速提升幅度均大幅高于纺织服装行业。

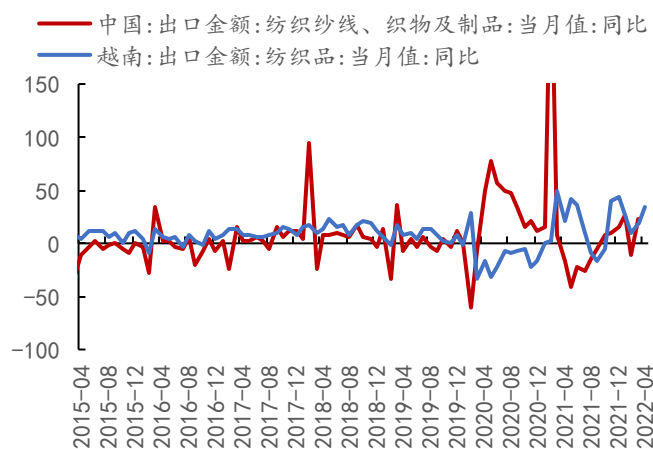
背后与东盟等国的在纺织服装等劳动密集型行业的出口替代有关。近年来由于越南、泰国等东南亚国家人力、土地成本更低，存在一定的比较优势，所以承接了不少劳动密集型产业的转移，也就与国内相关的行业产生了替代关系，这点从中国和越南在纺织品出口同比增速中可以清晰的观测到。而机械、电子等技术密集型行业则不存在明显的替代效应，由此也造成了国内集成电路、汽车、医疗器械、机械设备等行业受汇率影响的弹性高于纺织服装行业。

图 9 电子、机械、汽车、医疗等行业出口同比增速受汇率影响的幅度高于服装 (%)



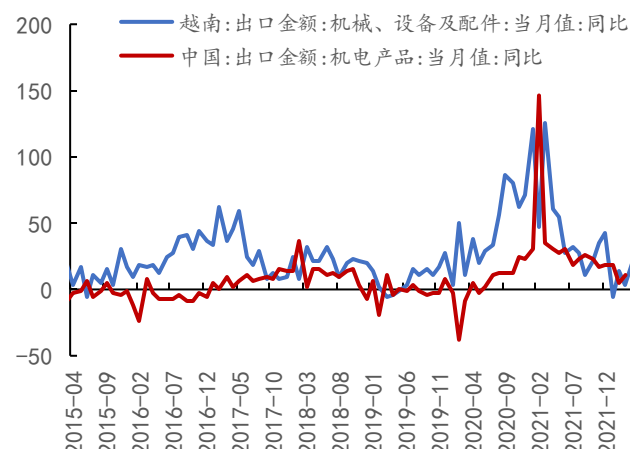
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 10 纺织品方面中国、越南之间存在替代关系 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 11 机械产品方面中国、越南之间基本同步 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

3. 进口行业受到拖累，石油、化工尤为“受伤”

人民币贬值对于需要进口原材料的行业产生一定负面影响，石油、钢铁、有色等行业尤为“受伤”。假设海外原材料的外币定价保持不变，人民币的贬值使得进口相同数量的原材料需要支付的人民币成本上升，从而增加相关行业成本，挤压企业利润。我们梳理了我国进口金额较多的原材料品类，其涉及的行业主要包括石油石化、钢铁、汽车、有色金属、农林牧渔以及医药等行业。

2018 年人民币大幅贬值期间，上述提到的依赖海外原材料进口的行业均产生了不同程度的汇兑损失。其中，石油化工行业汇兑损失 5.33 亿元、化学制品行业汇兑损失 13.45 亿元、汽车行业汇兑损失 12.89 亿元、医药生物汇兑损失 8.64 亿元等，汇兑损失占净利润的比重约在 0.5-3%之间。

表 1 我国主要进口商品金额及所涉行业（亿美元）

进口商品	进口金额	涉及行业
原油	1784.53	石油石化、基础化工行业
铁矿砂及其精矿	1237.32	钢铁行业
汽车和汽车底盘	483.84	汽车行业
大豆	395.46	农林牧渔行业
铜矿砂及其精矿	364.73	有色金属行业
煤	233.94	电力、钢铁行业
钢材	168.26	钢铁、建筑行业
医疗仪器及器械	126.71	医药行业
铜材	54.82	有色金属行业
谷物及谷物粉	52.03	农林牧渔行业
肥料	35.27	农林牧渔、化工行业
铝材	23.90	有色金属行业
小麦	23.49	农林牧渔行业
纺织用合成纤维	8.73	纺织服装行业
氮、磷、钾复合肥	6.62	农林牧渔、化工行业
聚酯纤维	2.52	纺织服装行业

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 不同行业汇兑损失及其占净利润比重（2018 年年报）



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_41316

