

如果 2022 年 GDP 增速 5.5%，人民币是升是贬？

2021 年 12 月 19 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

■ 虽然要到 2022 年两会时才会公布，但随着中央经济工作会议的重心重回稳增长，市场已经一致预期 2022 年中国 GDP 增速目标在 5.5% 附近。从自下而上的角度来看，5.5% 的目标无疑要求地方在投资端尽早发力，尤其是扭转 2021 年三季度以来经济快速下滑的局面。从自上而下的角度来看，我们认为 5.5% 的目标考虑了在大国博弈的背景下，要求中国经济发展在 2022 年继续保持全球领先地位。

■ 中国经济发展保持全球领先地位的一个佐证是 GDP 相对美国的提升。如图 1 和图 2 所示，2020 年由于中美经济增速一正一负，中国 GDP 占美国 GDP 比重大幅上升。从 2021 年前三季度来看，中美名义 GDP 增速对比为 14.4% vs. 9.5%、实际 GDP 增速对比为 9.8% vs. 5.7%，加上同期人民币对美元升值 2.6%，中国 GDP 占美国 GDP 比重有望进一步提升。

■ 那么 2022 年中国 GDP 占美国 GDP 的比重能否进一步提升呢？基于上述分析，我们预计 2021 年中国名义 GDP 占美国名义 GDP 的比重有望上升至 73% 附近，在不考虑价格因素和人民币汇率的变化的情形下，由于最新市场（包括美联储）对于 2022 年美国 GDP 增速预期在 4% 附近，如果 2022 年中国 GDP 占美国 GDP 比重要进一步提升，则蕴含的 2022 年中国 GDP 增速至少为 $4\%/73\% \approx 5.5\%$ 。

■ 然而，也存在市场低估 2022 年美国 GDP 增速的可能性，比如 IMF 最新对于 2022 年美国 GDP 增速的预测高达 5.2%。在这种情形下，若中国 GDP 在 2022 年仅增长 5.5%，将在对全球经济增长的拉动上被美国反超（图 3），因此是不足以实现对美国 GDP 占比提升的。这就需要配合人民币汇率的升值来实现，即如果 2022 年美国 GDP 增长 5.2%，人民币汇率升值至少要超过 $5.2\%/73\%-5.5\%=1.6\%$ ，才能保证 2022 年在 5.5% 的增速下，中国 GDP 对美国 GDP 占比的进一步提升。

■ 由此可见，如果 2022 年中国 GDP 增速 5.5%，则同期美国 GDP 增速的高低赋予了人民币汇率不同的升值或贬值空间。表 1 计算了在 2022 年不同的美国 GDP 增速下，人民币汇率的变化空间和对应的水平，当然前提是保证中国 GDP 对美国 GDP 占比不下降（不低于 73%）。不难看出 4% 的美国 GDP 增速是一道门槛，当美国 GDP 增速高于 4% 时，人民币汇率是升值的，而当美国 GDP 增速低于 4% 时，人民币汇率是贬值的。

■ 需要说明的是，上述分析假定价格因素对中美 GDP 影响不变。鉴于疫情后美国相对中国的通胀压力一直在加大，2022 年美国可能面临着更高的 GDP 平减指数，这就意味着相对于实际 GDP 增速，2022 年中美在名义 GDP 增速上的差距很可能进一步收窄。在这种情况下，如果要保持 2022 年中国 GDP 对美国 GDP 占比的回升，人民币汇率可能要肩负起额外升值的压力。

■ 风险提示：疫情扩散超预期，中美货币政策分化加剧

1、《宏观周报 20211123：“与病毒共存”下的市场表现：新加坡模式探讨》2021-11-23

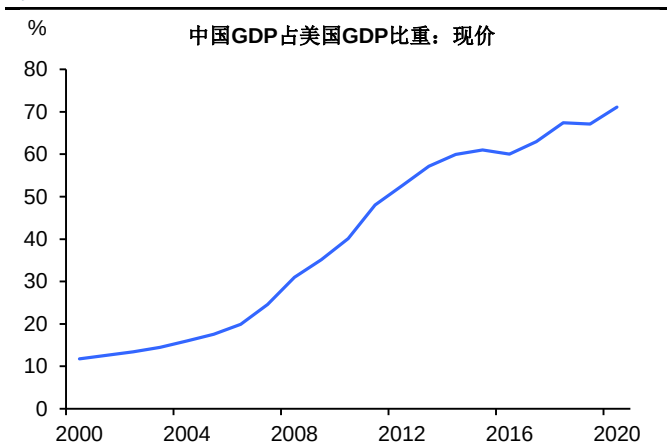
2、《宏观周报 20211122：政策全面转向的信号出现了吗？》2021-11-22

3、《宏观周报 20211121：“与病毒共存”下的市场表现：英国模式探讨》2021-11-21

4、《宏观周报 20211120：拜登民调为何翻车了？》2021-11-20

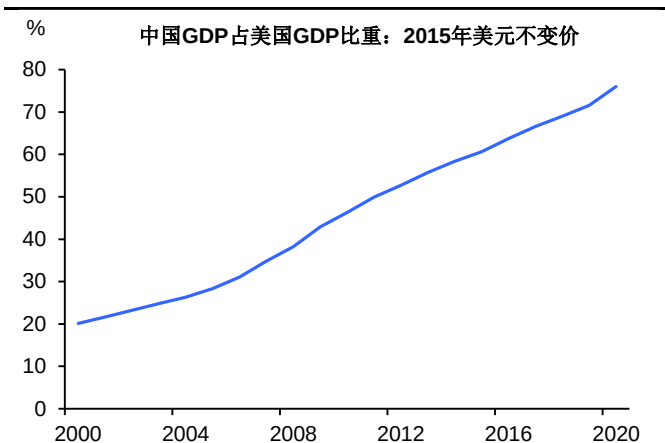
5、《宏观月报 20211119：“与病毒共存”下的市场表现：以色列模式的借鉴》2021-11-19

图 1: 2020 年疫情后中国 GDP 占美国比重升至 70%以上



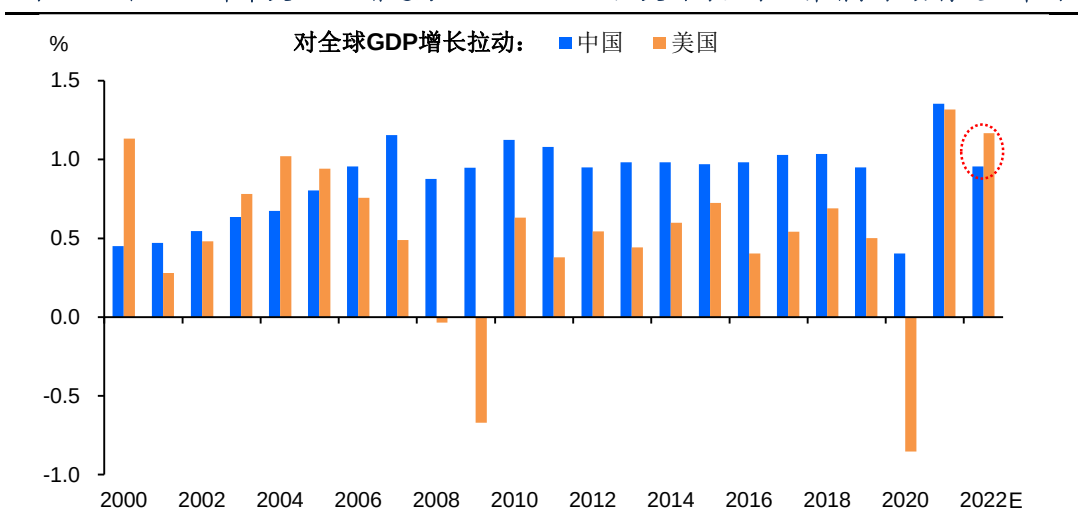
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 剔除价格因素中国 GDP 相对美国的回升更明显



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 如果 2022 年中美 GDP 增速为 5.5% vs. 5.2%，美国对全球经济增长拉动将超过中国



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表 1: 2022 年不同的美国 GDP 增速下, 实现中国 GDP 占美国 GDP 比重上升所需的人民币汇率

	2022 年美国 GDP 增速					
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.2%
2022 年人民币汇率升值	-1.4%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.3%	1.6%
2022 年人民币汇率水平	6.54	6.50	6.45	6.41	6.37	6.35

备注: 给定 2022 年中国 GDP 增速为 5.5%, 2021 年人民币汇率均值为 6.45, 2022 年中国 GDP 占美国比重为 73%。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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_31515

