

4月中旬至5月上旬，人民币汇率快速大幅贬值。市场一方面担忧汇率是否仍面临大幅贬值，然而另一方面也隐隐期待汇率贬值缓解出口压力。毕竟微观直觉告诉我们，人民币汇率贬值，出口将因此收益。但是事实与直觉真的相符吗？

➤ 反直觉的现实，人民币汇率贬值并不促进出口。

直觉上人民币汇率贬值能够促进中国出口，构建在两条假设之上，价格下降能够刺激需求扩张，价格下降能够抬升中国出口商品的相对竞争力。我们再尝试从价格弹性和产品竞争力角度观察人民币汇率和出口关系。

美国是中国出口商品的主要贸易伙伴国，我们发现美国进口量反而与进口价格指数正相关，可以说美国进口需求的价格弹性非常低，不存在价格越低美国进口越多。此外，历次人民币汇率贬值时，我们反而观察到中国出口占全球出口份额下降，也就是说，人民币汇率贬值并未带来中国出口产品的世界竞争力。

人民币汇率贬值提高中国出口产品竞争力，并刺激海外国家需求，最终带来中国出口扩张，这一微观直觉，我们在现实世界中得不到数据支持。

➤ 复盘历史，我们发现人民币升值时期反而对应出口强势。

梳理 2012 年以来，中国出口同比和人民币汇率之间的关系，我们得到三点事实规律：第一，出口同比正（负）增长对应汇率升（贬）值，2012 年以来绝大部分时间，这一规律得到充分验证；第二，近期出口同比与人民币汇率的负相关关系趋强，2019 年 9 月至今，出口同比上行，人民币汇率贬值。反过来出口同比下行，人民币汇率升值，这一规律在 2020 年疫情爆发之后体现的更为淋漓尽致；第三，出口与人民币汇率时有分歧，主因其他扰动跨境资金因素扰动，2014 年、2018 年以及 2019 年，这三个年份之中，人民币汇率和出口之间的稳健相关性有所打破。

➤ 微观交易机制而言，出口决定了汇率的升贬值方向。

出口交货过程伴随着跨境资金流动，从而影响人民币定价。只不过当服务贸易、跨境金融行为伴随的资金流动弱于出口，人民币汇率主要由出口决定。

而中国外汇市场成交相当程度由出口带来，其他跨境金融行为伴随的资金流动，带有极强的顺周期特征，与中国经济强弱（预期）高度相关。多数情况下，中国出口预示经济强弱，因而多数情况下跨境资金流动与出口资金流动同向。

中国出口、跨境资金流动以及人民币汇率出现了这样的组合关系：出口所带来的跨境资金流动预示了中国整体跨境资金流动方向，也就决定了人民币汇率升贬值方向。

➤ 后续出口和人民币汇率走势判断。

出口短期表现取决于国内复工达产进度，4 月大概率是上半年的出口增速底部；中长期趋势仍然取决于海外总需求走向，我们判断今年下半年出口同比大概率走弱。

汇率短期来看，人民币走势将更多与美元强弱有关。考虑到缩表大概率会带来美元流动收紧，我们预计短期内人民币仍面临一定贬值压力。

中期来看，人民币波动将逐步减弱，对美元指数的敏感程度相较于当前将有所钝化。

长期来看，本轮疫情驱动的全球贸易景气回升周期即将结束，中国出口强势反弹的趋势也将结束。这也意味着 2020 年下半年开启的人民币升值趋势将告一段落。

据此做出综合判断，未来人民币汇率大概率维持在 6.5~7 之间区间震荡。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；海外需求超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100122030001

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目 录

前言	3
一、 反直觉现实：人民币汇率贬值并不促进出口	4
1.1 人民币汇率和出口同比不相关	4
1.2 人民币贬值未能如期促进出口	4
二、 经验规律：出口和汇率相关性的历史复盘	5
2.1 人民币汇率与出口的相关性事实	5
2.2 人民币汇率和出口的相关性规律	7
三、 微观交易：出口才是决定汇率的重要因素	8
2.1 出口收款过程伴随着汇率变动	8
2.2 外汇成交市场主由出口所决定	9
2.3 其他跨境资金会偶尔干扰汇率	10
四、 后续出口和人民币汇率走势判断	11
4.1 后续出口走势判断	11
4.2 后续人民币走势判断	12
五、 风险提示	13
插图目录	14

前言

自 2020 年下半年以来，中国出口就持续超预期，至今仍保持高景气水平，贡献了相当幅度经济增长。与此同时，中国人民币汇率也经历了一轮强势升值。

今年 3 月以来的新一轮本土疫情爆发，首次冲击出口。奥密克戎毒株传染性高，疫情防控不得不更为严格。本轮疫情冲击下，东部沿海地区受影响最深，出口和工业生产由此受到重挫。

4 月出口同比从一季度的 16% 骤降至 4%。另一面，4 月 18 日至 5 月上旬，人民币汇率快速大幅贬值，短短半个月，将 2020 年 11 月以来的升值幅度悉数回吐。

市场一方面担忧汇率是否仍面临大幅贬值，然而另一方面也期待人民币贬值缓解出口压力。毕竟微观直觉告诉我们，人民币汇率贬值，出口将因此受益。

人民币贬值促进出口，事实果真如此？如果不是，那么人民币汇率和出口之间存在怎样的内在关系？

通过数据相关性检验、历史经验复盘以及微观交易机制拆解，本文最终梳理人民币汇率和出口的内在相关性。以此为基础，我们进一步判断未来中国出口和人民币汇率将有怎样的趋势表现。

一、反直觉现实：人民币汇率贬值并不促进出口

直觉上，人民币汇率贬值应该促进出口。人民币汇率贬值，出口商品在海外市场的价格降低，出口商品价格优势增强，同时增加海外进口需求，可能促成更多新订单签订，推动出口上升。然而事实是否果真如此？我们先从数据分析入手。

不加特殊说明情况下，下文“人民币汇率”，特指美元兑人民币汇率。

1.1 人民币汇率和出口同比不相关

微观经验上，汇率贬值可以增强一国产品在国际市场的价格优势，进而促进出口。按照这一直觉推测，中国出口与人民币汇率正相关。

近十年数据显示，中国出口和人民币汇率的相关性与直觉相悖。

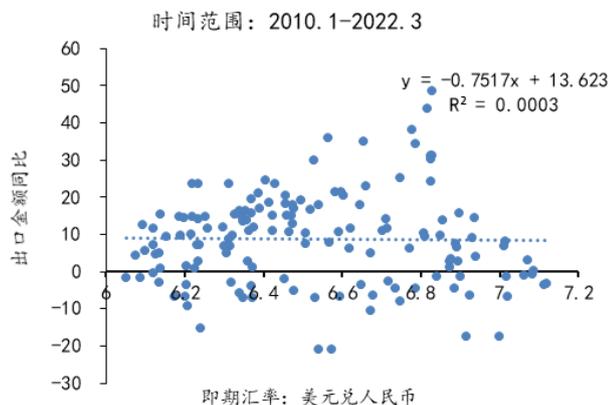
我们考察了两组出口数据与汇率相关性。一组是出口同比与人民币汇率相关性，另一组是出口绝对量与人民币汇率相关性。近十年数据显示，不论是出口同比，还是出口绝对值，与汇率关系都不明显，相关性模型的解释力甚至趋近于零。

从更长时间维度考察，中国出口和人民币汇率相关性也不明显。

2005年第一次汇改后至今，出口增速与人民币汇率表现出微弱的正相关（拟合优度为0.13），出口绝对水平却与人民币汇率显示出一定的负相关关系（拟合优度为0.37）。人民币汇率与出口之间的关系，并非人们直觉所想。

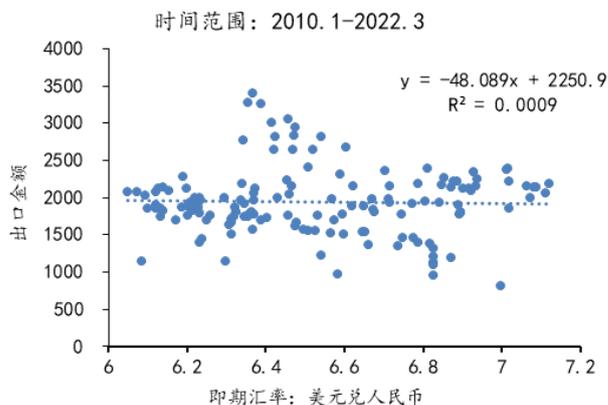
现实中的数据并不支持我们直觉上的判断，人民币贬值促进中国出口。

图 1：近十年来，出口增速与汇率相关性并不明显



资料来源：Wind，民生证券研究院测算

图 2：近十年来，出口绝对值与汇率相关性也不明显



资料来源：Wind，民生证券研究院测算

1.2 人民币贬值未能如期促进出口

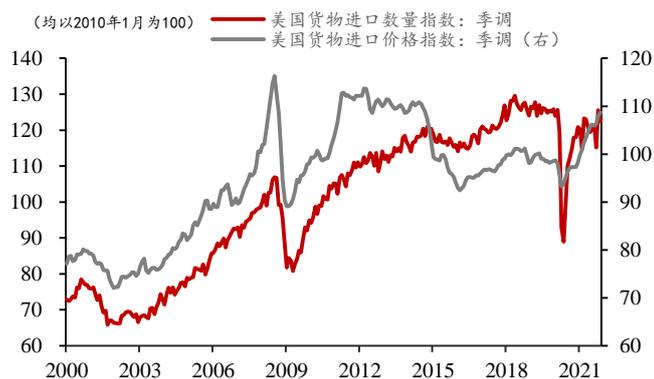
然而既有经验显示，汇率贬值促进中国出口并不成立。

如果说人民币汇率贬值促进出口，那么我们应该能够看到的现实是出口价格越低，出口量越高。我们先来观察，价格与需求量是否存在如上关系。以美国为例，美国进口量反而与进口价格指数正相关，价格越高往往伴随着越大规模的需求量。微观逻辑上的价格越低，越促进出口，现实中没有出现相应对照。

是否存在另一种可能，人民币汇率贬值虽然并不影响全世界出口总量（即不影响美国进口商品总量），但影响中国出口商品的相对竞争优势？即，人民币汇率越贬，中国出口商品占全球总出口的比重上升。遗憾的是，现实恰恰相反。

现实中人民币汇率越是贬值，中国出口相对全球出口的份额反而越是下降。如果我们将出口份额简单理解为中国出口产品竞争力，我们反而观察到的现象是，人民币汇率越贬，中国出口竞争力越弱。现实数据与微观直觉完全相悖。

图 3：海外需求似乎对进口价格并不敏感



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：人民币贬值过程中反而出现出口份额下降



资料来源：wind，民生证券研究院

二、经验规律：出口和汇率相关性的历史复盘

既然微观上的直觉，人民币贬值促进出口并不成立，那么两者的底层关系又是什么？我们还是从现实数据出发。探索过程中，我们观察到一些有趣的相关性规律。

2.1 人民币汇率与出口的相关性事实

我们先来梳理 2012 年以来，中国出口同比和人民币汇率之间的关系。

2012 年至 2013 年，海外需求带动出口高景气度，人民币持续升值。

2012 年至 2013 年，海外需求有放缓趋势，出口同比偶有月份触及负值，大体保持正值。这段时间，人民币汇率的大趋势升值，从 6.3 升值至 6.05。

2014 年一季度出口转负，人民币结束 2010 年以来的强势升值态势。

2014 年 1 月出口同比仍为正，到了 2 月，出口同比“意外”录得 -18%，3 月出口同比仍在零值以下（-6.6%）。投资和外贸双双放缓背景下，2014 年一季度 GDP 增速 7.4%，创 24 年新低。2014 年 1 月开始，人民币汇率结束了自 2010 年以来的升值周期，人民币从 6.05 贬值到 6.26。

2014 年 4 月至 2014 年 12 月，人民币汇率维持震荡，出口同比维持正增长。

2014 年 4 月至 2014 年 12 月，出口始终正增长。而在整段过程中，出口同比经历一个倒 U 型走势。2014 年 9 月，出口同比达到阶段性小高点（15.3%）。

与之对应，人民币汇率在 2014 年后三个季度里面整体维持震荡趋势，2014 年 4 月初人民

币汇率 6.2，2014 年 12 月人民币汇率 6.2，其中 2014 年 9 月，人民币汇率触及阶段性 6.14。

2015 年全年，人民币汇率经历干预和改革之后整体快速贬值，出口同比为负。

2015 年是中国出口承压年份。除了 2 月份（春节错位因素），2015 年连续 10 个月出口都维持了负增长（其中 6 月出口同比为微弱的 1.5%）。

2015 年全年都面临非常大的贬值压力。年初首先经历一轮贬值，随后 3 月至 8 月，政策干预汇率贬值，人民币汇率停留在 6.2 附近。

2015 年“8·11 汇改”之后，人民币汇率一路贬到年底的 6.5。

2016 年全年，出口同比持续为负，人民币汇率持续贬值。

出去 2 月份的春节错位因素，2016 年全年出口维持负增长。人民币汇率从年初的 6.5 贬值到年底的 7.0。这段时间完美映射了出口和汇率之间的关系：出口同比为负，人民币汇率贬值。

2017 年至 2018 年 4 月，出口维持正增长，人民币汇率趋势升值。

2017 年全年出口维持正增长，汇率也从年初的 7 持续升值至 2017 年年底的 6.5。2018 年 1 至 4 月，除了 3 月出口同比暂时跌至 -3%，其余时间段都维持了强势表现。这段时间汇率从 6.5 升值至 6.3。

2018 年 5 月至 10 月，出口维持正增长，然而人民币汇率却一路贬值。

2018 年 5 至 10 月，出口维持了双位数正增长，这是历史非常高的出口增速。然而汇率从 6.35 一路贬值至 7 左右。这一段时间非常特殊，打破了之前我们观察到的规律：出口正增长时候，人民币汇率持续贬值。

2018 年 11 月至 2019 年一季度，出口同比正直，人民币汇率升值。

2018 年 11 月至 2019 年一季度，出去个别月份，出口同比大体为正。人民币汇率也从 7 升值到 6.7。这段时间符合出口同比正增长，人民币汇率升值的经验规律。

2019 年 4 月至 2019 年 9 月，出口同比在零值附近，然而人民币汇率快速贬值。

受贸易摩擦的影响，2019 年不少月份出口同比在零值附近反复徘徊。此时人民币汇率快速贬值，从 6.7 贬值至 7.2。7.2 也是历史上几乎最弱的人民币汇率。

2019 年 9 月至今，出口同比更多体现出跟人民币汇率的相关性。

出口增速在 2019 年年末和 2020 年年初有所回暖带动汇率回暖，但新冠疫情爆发对出口造成新的冲击，出口增速继续为负，汇率小幅升值后迅速转为贬值，并且一度跌到 7.2 的低位。

随后我们发现一个新的规律，人民币汇率和出口同比呈现出更高的相关性。疫情以来，出口同比和人民币汇率的相关性体现非常充分。

图 5：出口增速与汇率走势相关性较高



资料来源：Wind, 民生证券研究院

2.2 人民币汇率和出口的相关性规律

通过复盘，我们发现 2012 年以来，人民币汇率和出口存在三条事实规律：

事实规律之一，出口同比正（负）增长对应汇率升（贬）值。

2012 年以来绝大部分时间，规律一得到充分验证。

2012 年至 2013 年，出口正增长，人民币升值。

2014 年一季度出口转负，人民币结束 2010 年以来的强势升值趋势。

2015 至 2016 年，出口同比为负，人民币贬值。

2017 年至 2018 年 4 月，出口正增长，人民币升值。

2018 年 11 月至 2019 年一季度，出口同比正直，人民币汇率升值。

事实规律之二，近期出口同比与人民币汇率负相关关系趋强。

2019 年 9 月至今，出口同比上行，人民币汇率贬值。反过来出口同比下行，人民币汇率升值。这一规律在 2020 年疫情爆发之后体现的更加淋漓尽致。

事实上，如果细致观察的话，历史上其他时期，出口同比为正，人民币汇率升值。若此时出口同比大幅正增长，则汇率升值节奏也会更快。人民币汇率与出口同比在幅度上的相关性，其实在往年经验中已有蕴含。

事实规律之三，出口与人民币汇率时有分歧，主因其他扰动跨境资金因素扰动。

回顾历史，2014 年、2018 年以及 2019 年，这三个年份之中，人民币汇率和出口之间的稳健相关性有所打破。

2014年4月至2014年12月，出口明显维持同比正增长，然而当时人民币汇率维持震荡，并没有体现出升值现象。

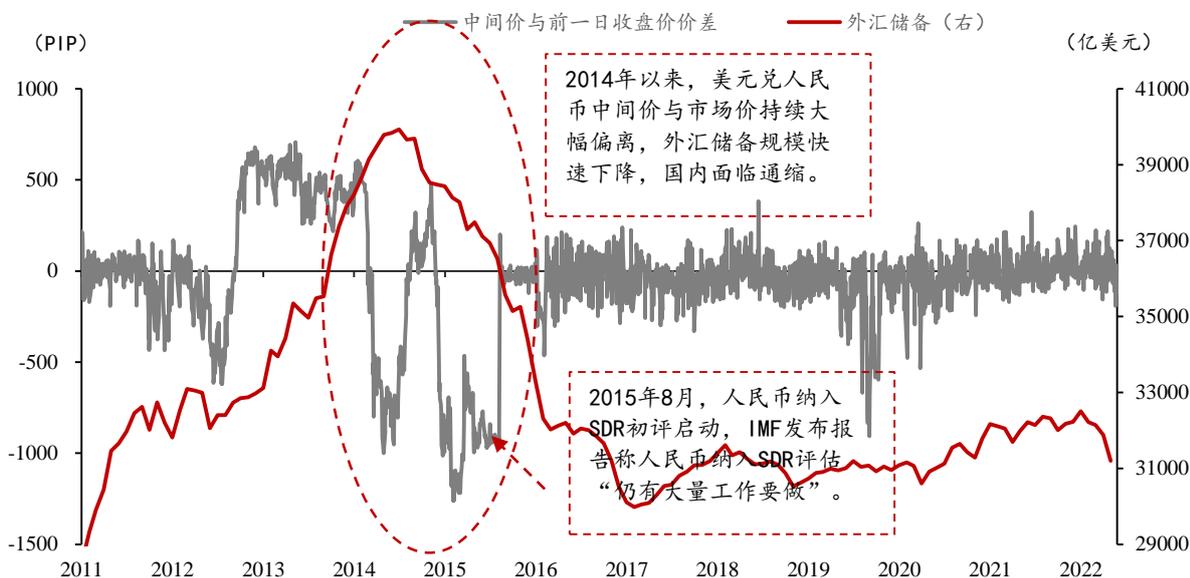
2018年5月至10月，出口明明维持了同比正增长，然而人民币汇率却一路贬值。

2019年4月至2019年9月，出口同比在零值附近震荡，然而人民币汇率快速贬值。

稳健的人民币汇率和出口同比相关性，之所以会在特定年份打破。关键在于两点，一是国内经济稳定性预期干扰，二是海外美元强弱干扰。

以2014年和2018年下半年为例，当时出口同比为正，但2014年国内面临经济通缩、地产失速、政府隐性债务压力；2018年国内面临资管新规冲击以及中美贸易摩擦带来的出口下行预期。

图6：“811汇改”前，人民币汇率中间价大幅偏离市场价，外汇储备大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

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_42416



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>