



从贸易角度,分析主要经济体汇率趋势

随着明年发达国家经济衰退概率上升,差异化的货币政策情景将结束,之后对于国际收支中货物贸易差额的分析,将更有助于判断主要经济体的汇率走势。

通过对货物贸易差额的分析,我们可以把主要经济体贸易差额的影响因素划分为四类:1) 货物贸易差额主要受大宗商品价格的影响(欧盟、日本、韩国、泰国、菲律宾);2) 贸易差额受大宗商品和全球经济复苏的双重影响(新加坡、马来西亚、印尼);3) 贸易差额受自身贸易结构的影响(中国和越南);4) 贸易差额受自身经济影响(美国)。

展望未来6-12个月,全球经济在大宗商品价格回落和全球经济增速放缓这两个宏观趋势下,主要经济体的贸易差额将会受到不同程度的影响,这将进一步反映在各个经济体的汇率上面,并影响市场的投资决策。

大宗商品价格回落:能源价格回落将带动日本和韩国的贸易差额回升,叠加货币贬值提升本身较稳定的出口优势,我们认为明年日元和韩元有明显的升值空间。泰国和菲律宾的贸易逆差收窄幅度受大宗商品价格影响更显著,泰铢和菲律宾比索在商品价格回落后有较大的升值空间,但是其经济基本面较弱,货币升值存在不确定性。欧盟贸易逆差受能源缺口影响为主,加上欧洲在资本制造产业的出口竞争力长期下滑,能源价格回落对其贸易逆差的影响作用较小,欧元短期升值空间有限。

全球经济增速放缓:随着货币政策继续大幅度收紧,我们认为美国经济明年大概率步入衰退,美国内需必定受到影响,叠加库存结构问题影响,贸易逆差将有所收窄、导致全球美元流动性进一步收缩,未来6个月,美元在贸易差额的角度短期依然有升值动力。中国出口韧性强,但也会面临全球需求收量的考验、出口单位价格上升空间有限,贸易顺差收窄导致人民币短期升值机会较小。印尼的出口贸易虽然集中在大宗商品,但种类相对分散,印尼盾的波动幅度将小于新加坡元和马来西亚林吉特。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022年09月21日

相关报告:

《双维度分析加息对美国消费的影响》
(2022-07-28)

《2022年中期宏观经济展望:全球完美风暴,中国韧性突显》(2022-06-02)

《俄乌冲突,对当前的全球经济复苏有何影响》(2022-02-25)



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

宏观灼见

从贸易角度,分析主要经济体汇率趋势

目录

货物贸易对主要经济体汇率的影响	8
主要经济体货物贸易的分析	10
美国：贸易逆差将受自身经济衰退而收窄，能源价格影响较小	12
欧盟 27 国：出口竞争力的结构性下降导致易受进口价格飙升影响	18
中国：结构性出口韧性遇上全球周期性需求减弱	24
日本：有望在 2023 年下半年恢复贸易顺差	29
韩国：贸易逆差将是短暂的	32
东盟——新加坡：邻国的加工贸易增长同时推高新加坡转口贸易	35
东盟——马来西亚：半导体行业推动下的贸易顺差阶段性走阔	38
东盟——印尼：贸易顺差受大宗商品影响较大，但来源也较分散	42
东盟——越南、泰国、菲律宾	46

图表目录

图表 1: 2022 年 1-6 月, 美元指数和主要出口经济体货币较美元的相对表现.....	6
图表 2: 2022 年 1-6 月, 主要出口经济体的贸易差额同比变动情况 (亿美元)	7
图表 3: 相较于 2021 年, 2022 年 1-6 月主要出口经济体贸易差额占 GDP 比例的同比变动幅度 (百分点)	7
图表 4: 从货物贸易角度, 分析主要经济体的汇率趋势	9
图表 5: 国际贸易标准分类 (SITC) 结构示意图	11
图表 6: 美国贸易差额及其所占 GDP 的比例	12
图表 7: 二分法下, 美国初级产品和工业制品的贸易差额	12
图表 8: 历年美国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	12
图表 9: 2022 年 1-6 月, 美国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ...	13
图表 10: 美国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	13
图表 11: 美国初级产品中, 天然气和人工煤气、油籽、金属矿石、煤炭、纺织纤维的贸易顺差较大	13
图表 12: 美国工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	14
图表 13: 美国工业制品中, 工业制成品的的主要贸易逆差来源	14
图表 14: 美国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易逆差来源	14
图表 15: 美国工业制品中, 杂项制品的主要贸易逆差来源	14
图表 16: 美国实际 GDP 同比增速和贸易差额同比增速的趋势	15
图表 17: 美国制造业 PMI 趋势	15
图表 18: 美国实际库存 (制造商、批发商、零售商) 及线性趋势	15
图表 19: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速	15
图表 20: 美国工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额占比	16
图表 21: 美国工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元)	16
图表 22: 美国自各经济体进口机械及运输设备的同比增速	17
图表 23: 欧盟贸易差额及其所占 GDP 的比例	18
图表 24: 二分法下, 欧盟初级产品和工业制品的贸易差额	18
图表 25: 历年欧盟初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	18
图表 26: 2022 年 1-6 月, 欧盟初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	19
图表 27: 欧盟中间产品出口保持高增速, 资本货物出口增速回落, 显示欧盟在机械及运输设备的贸易竞争力在结构性退步	19
图表 28: 欧盟初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	20
图表 29: 欧盟初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气的贸易逆差较大	20
图表 30: 目前, 欧盟天然气库存储气率仍低于 2019 年和 2020 年的同期水平	21
图表 31: 欧元区 HICP 同比增速及各项贡献率	21
图表 32: 欧盟初级产品中矿物燃料的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元)	21
图表 33: 欧盟初级产品中矿物燃料的主要进口来源经济体和进口额占比	21
图表 34: 欧盟工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	22
图表 35: 欧盟工业制品中, 化工产品的主要贸易顺差/逆差项目	22
图表 36: 欧盟工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目	22
图表 37: 欧盟工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易逆差项目	22
图表 38: 欧盟制造业 PMI 趋势	23

图表 39: 欧盟实际库存及线性趋势	23
图表 40: 欧盟初级产品和工业制品各项目的进口额 (亿美元)	23
图表 41: 欧盟工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元)	23
图表 42: 中国贸易差额及其所占 GDP 的比例	24
图表 43: 二分法下, 中国初级产品和工业制品的贸易差额	24
图表 44: 历年中国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	24
图表 45: 2022 年 1-6 月, 中国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	25
图表 46: 中国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	25
图表 47: 中国初级产品中, 非食用原料和矿物燃料的主要贸易逆差项目	25
图表 48: 中国金属矿石、石油、煤炭、天然气的进口量与三年年均增速	26
图表 49: 中国石油进口量和进口额同比增速趋势	26
图表 50: 中国工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	26
图表 51: 中国工业制品中, 工业制成品的主要贸易顺差项目	26
图表 52: 中国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目	27
图表 53: 中国工业制品中, 杂项制品的主要贸易顺差项目	27
图表 54: 中国生产端通胀通过出口提价传递至海外经济体	27
图表 55: 全球与中国货物出口同比增速的趋势对比	27
图表 56: 全球货物出口额增速回升, 导致中国货物出口额的全球占比下降	28
图表 57: 中国出口三大目的地: 对东盟出口的比例在 2022 年不断回升、对美欧则持续下行	28
图表 58: 美国经济步入衰退后、进口需求下降, 中国部分出口项目将受到显著影响	28
图表 59: 日本贸易差额及其所占 GDP 的比例	29
图表 60: 二分法下, 日本初级产品和工业制品的贸易差额	29
图表 61: 历年日本初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	29
图表 62: 2022 年 1-6 月, 日本初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	30
图表 63: 日本初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	30
图表 64: 日本初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气、煤炭的贸易逆差较大	30
图表 65: 日本矿物燃料进口额与石油、天然气进口量的同比增速分化	31
图表 66: 日本工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	31
图表 67: 日本工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目	31
图表 68: 韩国贸易差额及其所占 GDP 的比例	32
图表 69: 二分法下, 韩国初级产品和工业制品的贸易差额	32
图表 70: 历年韩国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	32
图表 71: 2022 年 1-6 月, 韩国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	33
图表 72: 韩国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	33
图表 73: 韩国初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气、煤炭的贸易逆差较大	33
图表 74: 韩国矿物燃料进口额与石油、天然气进口量的同比增速分化	34
图表 75: 韩国工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	34
图表 76: 韩国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目	34
图表 77: 新加坡贸易差额及其所占 GDP 的比例	35
图表 78: 二分法下, 新加坡初级产品和工业制品的贸易差额	35
图表 79: 历年新加坡初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	35
图表 80: 2022 年 1-6 月, 新加坡初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)	36

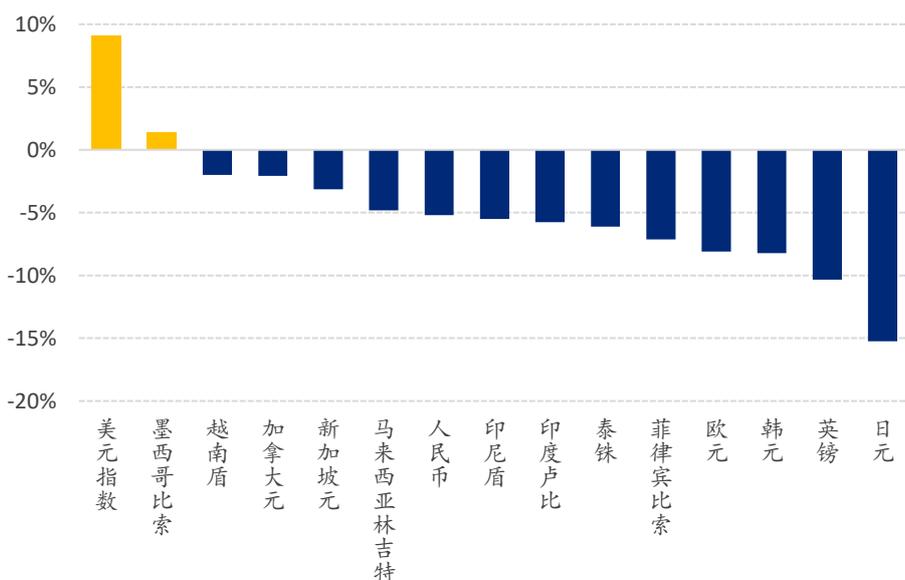
图表 81: 新加坡工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	36
图表 82: 新加坡工业制品中, 化工产品的主要贸易顺差项目	36
图表 83: 新加坡工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目	37
图表 84: 新加坡初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	37
图表 85: 新加坡石油贸易差额与原油价格有较强的关联	37
图表 86: 新加坡石油产品出口额 (亿美元) 在 2020 年疫情暴发阶段有明显下降	37
图表 87: 马来西亚贸易差额及其所占 GDP 的比例	38
图表 88: 二分法下, 马来西亚初级产品和工业制品的贸易差额	38
图表 89: 历年马来西亚初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	38
图表 90: 2022 年 1-6 月, 马来西亚初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)	39
图表 91: 马来西亚初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	39
图表 92: 价格回升驱动下, 马来西亚棕榈油出口额持续增长, 带动了动植物油脂的贸易顺差走阔	39
图表 93: 2022 年 1-6 月, 马来西亚棕榈油的主要出口目的地及所占份额	40
图表 94: 马来西亚工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	40
图表 95: 马来西亚机械及运输设备中, 电气机械设备的贸易顺差 (亿美元) 疫情后大幅走阔	40
图表 96: 马来西亚半导体出口额和同比增速趋势	40
图表 97: 马来西亚工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目	41
图表 98: 马来西亚工业制品中, 杂项制品的主要贸易顺差/逆差项目	41
图表 99: 印尼贸易差额及其所占 GDP 的比例	42
图表 100: 二分法下, 印尼初级产品和工业制品的贸易差额	42
图表 101: 历年印尼初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	42
图表 102: 2022 年 1-6 月, 印尼初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)	43
图表 103: 印尼初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	43
图表 104: 印尼工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	43
图表 105: 印尼初级产品中, 非食用原料、矿物燃料、动植物油脂的主要贸易顺差/逆差项目	44
图表 106: 印尼工业制品中, 工业制成品和杂项制品的主要贸易顺差/逆差项目	44
图表 107: 印尼工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目	45
图表 108: 越南贸易差额及其所占 GDP 的比例	46
图表 109: 越南 2020 年 1-6 月贸易顺差扩大主要受电脑及配件进口大幅下降的影响	46
图表 110: 越南进出口同比增速和贸易差额的趋势	46
图表 111: 越南电脑及配件的主要进口目的地及所占份额和三年年均增速	46
图表 112: 泰国贸易差额及其所占 GDP 的比例	47
图表 113: 2022 年 1-6 月, 泰国主要进口项目的进口额和三年年均增速	47
图表 114: 菲律宾贸易差额及其所占 GDP 的比例	47
图表 115: 2022 年 1-6 月, 菲律宾主要进口项目的进口额和三年年均增速	47

从货物贸易角度，分析主要经济体的汇率趋势

从货物贸易差额的角度，分析汇率的走势。对于汇率的分析，存在多重维度。其中，最基本的影响因素可以分为内生因素（例如，受经济增长、通胀影响的货币政策，受生产力和竞争力影响的出口前景，受杠杆率和财政政策影响的经济脆弱性）和外生因素（例如，外需、地缘政治局势等）。就内生因素而言，短期主要看货币政策，中长期则看竞争力和经济风险。短期来看，2022年全球汇率大部分时间都受到货币政策的差异化影响。当前全球通胀高企，美联储率先大幅收紧货币政策，加息进程较慢（甚至仍在宽松）的经济体外汇储备下降较大、汇率贬值的压力上升。但我们认为，差异化的货币政策情景将随着明年发达国家经济衰退而结束，之后对于国际收支中货物贸易差额的分析，将更有助于判断主要经济体的汇率走势。

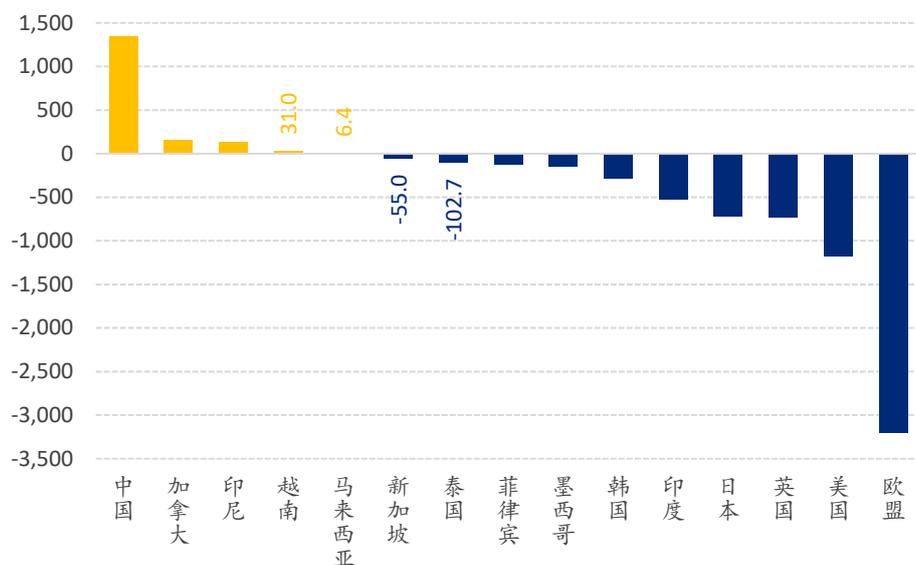
货物贸易逆差较大，汇率表现相对较差。2022年1-6月，主要出口经济体中，欧盟、英国、日本等贸易逆差较大，其货币较美元的相对表现则较差。在美联储大幅加息的情况下，贸易顺差经济体的货币较美元并未出现升值、但是其货币的贬值程度相对较小。此外，中国和墨西哥是贸易和汇率表现较特殊的经济体。2022年1-6月，中国贸易顺差较大、但人民币仍较美元明显贬值，主要原因是中国央行的货币宽松政策与海外流动性趋紧相背离，导致人民币汇率承压。墨西哥在上半年虽然存在贸易逆差，但是墨西哥央行五次合计300个基点的加息幅度使得墨西哥比索明显走强。

图表 1：2022年1-6月，美元指数和主要出口经济体货币较美元的相对表现



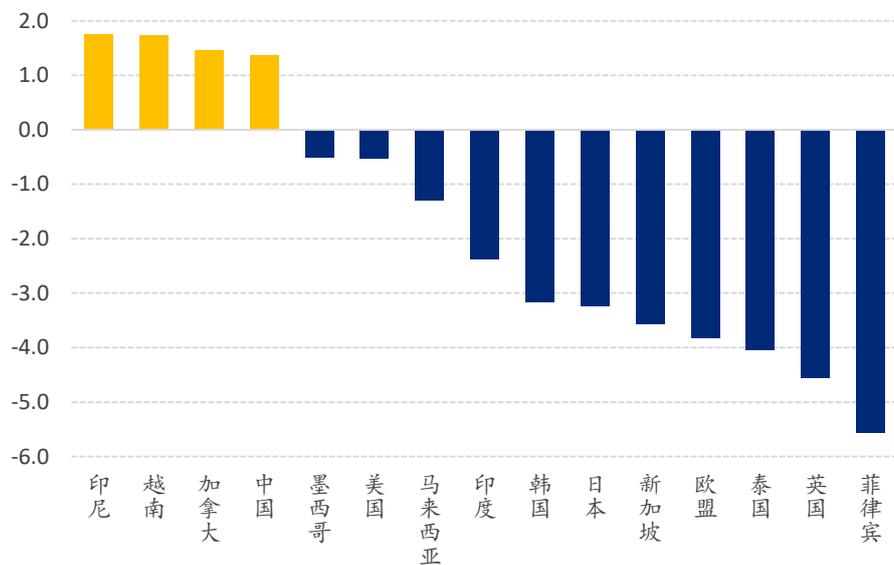
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 2：2022 年 1-6 月，主要出口经济体的贸易差额同比变动情况（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：相较于 2021 年，2022 年 1-6 月主要出口经济体贸易差额占 GDP 比例的同比变动幅度（百分点）



资料来源：CEIC，浦银国际

从国际贸易标准分类出发，我们将细分主要经济体（美国、欧盟、中国、日本、韩国、东盟）的贸易差额，从而判断各经济体未来贸易差额的变动方向，并进一步判断宏观趋势对其汇率走势的影响。

货物贸易对主要经济体汇率的影响

通过对当前货物贸易差额的分析，我们可以把主要经济体贸易差额的影响因素划分为以下四类：

- 第一类：货物贸易差额主要受大宗商品价格的影响，包括欧盟、日本、韩国、泰国、菲律宾。其中，欧盟因外生因素（俄乌战争）导致能源缺口仍在，价格回落对其贸易逆差的影响有限。日本和韩国的需求稳定，只是受能源价格因素导致的贸易逆差，我们预计逆差将随能源价格（尤其是石油价格）回落而收窄。泰国和菲律宾因经济体量较小、受大宗商品价格波动的影响较大，我们预计其货物贸易逆差收窄幅度随大宗商品价格变动的弹性更大。
- 第二类：贸易差额受大宗商品和全球经济复苏的双重影响，包括新加坡、马来西亚、印尼。其中，新加坡和马来西亚的贸易顺差主要来自电气机械设备一项，受全球经济复苏的影响更敏感。此外，原油价格和棕榈油价格会影响新加坡和马来西亚的贸易差额，但影响幅度有限。印尼的贸易顺差来源相对更加分散，初级产品和工业制品中多个项目都支撑了印尼的贸易顺差走阔，其受全球经济复苏和单一商品价格波动的影响更小。
- 第三类：贸易差额主要受自身贸易结构的影响，包括中国和越南。中国的贸易差额处于初级产品贸易逆差和工业制品贸易顺差的平衡中：在出口的量 and 价均改善时，工业制品贸易顺差幅度大于初级产品贸易逆差幅度，中国整体贸易顺差走阔。与中国类似，越南的加工贸易也处于出口和进口的平衡中。但是，中国作为越南加工业主要商品（电脑及配件）的进口目的地，越南的贸易顺差会受到中国的出口价格影响，最终取决于越南自身的出口竞争力。
- 第四类：贸易差额主要受自身经济影响，即美国。作为全球第一大商品进口国，美国贸易逆差与自身的经济增速有较强的关联：当美国经济增速放缓、并步入衰退时，进口需求下降导致贸易逆差收窄。此外，库存结构问题加剧，也将限制美国贸易逆差继续走阔。

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_46376

