



## 浦银国际策略观点：把握人民币汇率周期中的结构性机会

在上半年人民币汇率的走势下，A股表现韧性较强，并蕴含较多结构性机会，能源、公用事业行业表现较稳健，出口型、外汇损益占比较高行业的业绩有望受益，港元资产也受到南向资金的青睐。我们对过去12轮人民币汇率变动期间的市场表现进行深入分析。在人民币升值期间，市场乐观情绪升温，吸引外资流入中国市场，驱动股市行情上扬，海外中资股表现尤其突出，原材料进口型、外汇负债型行业的业绩有望受益。我们预计下半年人民币有望步入升值通道，建议投资者可以关注相关投资机会。

- **人民币汇率变动下，中国股票市场如何配置？**我们分别对过去12轮人民币汇率周期的中国股票市场表现进行了深入分析，发现人民币汇率波动与中国股票市场的相关性较为显著。人民币汇率波动，可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。在人民币汇率升值期间，市场乐观情绪升温，吸引外资流入中国市场，驱动股市行情上扬，中国股票市场回报较佳，海外中国股票（港股和美国上市中概股）表现尤其突出。反之，由于A股受全球经济周期的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。
- **在上半年人民币汇率的走势下，能源、公用事业行业股价表现较稳健，对出口型、外汇损益占比较高的企业业绩有正面影响。**当人民币汇率较低时，MSCI中国指数行业中，能源、必选消费和公用事业表现较稳健。A股行业中，公用事业、必选消费和能源表现较稳健。从基本面来看，海外收入比例较高的出口型行业，或外汇损益比例较高的行业，如电子、家电和纺织品，业绩可能会受到美元走强的正面影响。
- **下半年人民币有望进入升值通道，外汇负债型、原材料进口型企业业绩可能较为受益。**在人民币升值期间，MSCI中国指数行业中，房地产、信息技术、原材料和可选消费涨幅领先。A股行业中，必选消费、原材料、信息技术和医疗保健领涨。从基本面来看，人民币走强也可能使外汇负债类企业受益，这些企业大多持有美元债券，人民币升值有望增加汇兑收益，如航空公司、房地产开发商和建筑商。银行同样受益于人民币升值，债权价值提升，资产价值也随之提升。此外，钢铁、煤炭等原材料进口型企业，可能受益于成本降低，盈利或提升。
- **资金流向：**上半年，以美元/港币定价的资产吸引力上升，南向资金净流入港股较为强劲。从4月至今，南向资金录得净流入479亿元，北向资金录得净流出26.7亿元。在人民币汇率升值期间，中国资产的吸引力加大，外资加速流入中国市场，北向资金的净流入尤为强劲。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，美联储加息步伐加快，流动性趋紧。

赖焯焯

策略分析师

Melody\_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

2023年7月5日



扫码关注浦银国际研究

## ● 回顾过去 12 轮人民币汇率周期

我们分别对过去 12 轮人民币汇率周期的中国股票市场表现进行了深入分析，发现人民币汇率波动与中国股票市场的相关性较为显著。人民币汇率波动，可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。

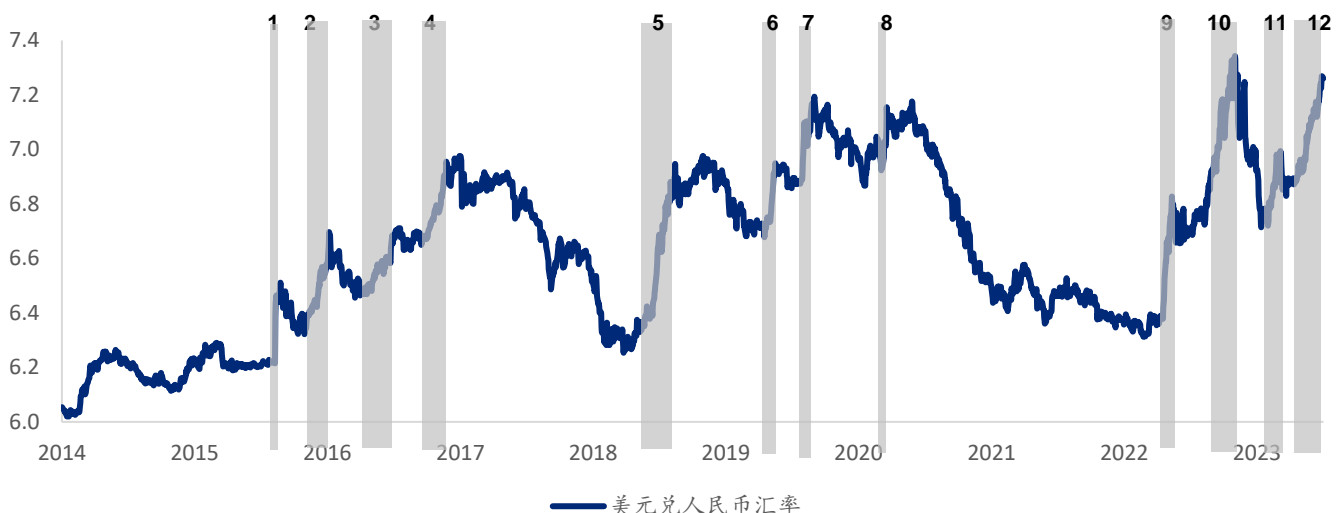
在人民币汇率升值期间，市场乐观情绪升温，吸引外资流入中国市场，驱动股市行情上扬，中国股票市场回报较佳，海外中国股票（港股和美国上市中概股）表现尤其突出。反之，由于 A 股受全球经济周期的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。

## ● 人民币汇率位于较低位置，不乏结构性机会

当人民币汇率位于较低位置，能源、公用事业、必选消费行业表现更稳健，对出口型、外汇损益占比较高企业的业绩有正面影响。从 MSCI 中国指数行业来看，能源、必选消费和公用事业大多表现更稳健。从 A 股行业来看，公用事业、必选消费、和能源表现更稳健（图表 2）。

从基本面来看，海外收入比例较高的出口型行业，或外汇损益比例较高的行业，如电子、家电和纺织品，可能会受到美元走强的正面影响。然而，在全球通胀上升的情况下，需求不振导致的出口疲软可能会部分抵消外汇收益。

图表 1：我们对过去 12 轮美元兑人民币汇率上升期间的市场表现进行研究



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 2: 中国股票指数和行业表现及资金流向观测: A 股韧性较强, 能源、公用事业等行业凸显防守性

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮	第八轮	第九轮	第十轮	第十一轮	第十二轮	平均值
起始日期	29/7/2015	30/10/2015	18/4/2016	30/9/2016	20/4/2018	19/4/2019	26/7/2019	6/3/2020	18/4/2022	12/8/2022	1/2/2023	20/4/2023	
结束日期	25/8/2015	6/1/2016	15/7/2016	18/11/2016	10/8/2018	17/5/2019	9/8/2019	19/3/2020	12/5/2022	28/11/2022	9/3/2023	3/7/2023	
时长	19	46	64	33	83	30	24	9	18	76	26	51	
美元兑人民币汇率	3%	2%	5%	6%	3%	3%	9%	4%	3%	3%	7%	8%	5%
MSCI中国指数	-6%	-9%	-14%	-9%	0%	-7%	-8%	-10%	-8%	-17%	-12%	-16%	-10%
MSCI港股指数	-1%	-9%	-14%	-6%	2%	-6%	-3%	-5%	-10%	-19%	-7%	-13%	-7%
恒生指数	-4%	-7%	-13%	-7%	2%	-6%	-7%	-7%	-9%	-17%	-10%	-14%	-8%
上证指数	-3%	-3%	-22%	-1%	1%	6%	-9%	-12%	-6%	-11%	-4%	-6%	-6%
深证指数	11%	-6%	-20%	6%	4%	6%	-15%	-14%	-6%	-12%	-5%	-11%	-5%
沪深300指数	-4%	-4%	-23%	0%	1%	5%	-9%	-11%	-6%	-13%	-5%	-11%	-7%
纳斯达克金龙指数	-6%	-15%	-16%	2%	-8%	-9%	-9%	-11%	-9%	-16%	-16%	-21%	-11%
创业板指数	30%	-7%	-26%	0%	0%	0%	-15%	-14%	-3%	-14%	-5%	-15%	-6%
<b>互联互通</b>													
南向净流入(亿)	16.8	269.1	816.1	187.0	-275.3	65.7	225.7	947.4	259.4	1542.8	342.1	222.0	384.9
北向净流入(亿)	121.0	-221.7	80.3	2.5	1231.9	-452.0	-128.9	-802.9	-62.0	-129.8	138.0	-49.3	-22.7
<b>MSCI中国指数行业</b>													
必选消费		-12%	-15%	-5%	-2%	-6%	0%	-5%	-15%	-8%	-17%	-6%	-6%
可选消费		-18%	-9%	-6%	-4%	-12%	-10%	-9%	-14%	-12%	-20%	-20%	-13%
能源		-18%	-14%	6%	-2%	-1%	-9%	-9%	-27%	-11%	-4%	2%	-7%
金融		-16%	-8%	0%	-5%	-12%	-11%	-9%	-15%	-12%	-9%	-8%	-9%
医疗保健		-11%	0%	4%	-5%	0%	-8%	-6%	-22%	-15%	-14%	-13%	-9%
工业		-14%	-17%	-7%	1%	-5%	-11%	-8%	-18%	-8%	-13%	-6%	-9%
信息技术		-11%	-2%	3%	-10%	-6%	-16%	-9%	-22%	-11%	-21%	-8%	-10%
材料		-16%	-14%	1%	5%	-9%	-15%	-8%	-21%	-16%	-16%	-9%	-11%
电信服务		-6%	-11%	1%	-11%	-2%	-11%	-8%	-15%	-9%	-17%	-12%	-10%
公用事业		-14%	-13%	-11%	-8%	5%	-6%	0%	-22%	-7%	-14%	-5%	-8%
房地产	N/A	N/A	N/A	-9%	-13%	-11%	-11%	-24%	-20%	-1%	-13%	-13%	-13%
<b>恒生指数行业</b>													
房地产		-15%	-7%	8%	-11%	-5%	-3%	-11%	-19%	-13%	-8%	-10%	-10%
金融		-14%	-7%	2%	-4%	-8%	-7%	-9%	-14%	-11%	-10%	-3%	-7%
通信与工业		-12%	-8%	1%	-7%	-8%	-9%	-9%	-21%	-9%	-17%	-14%	-10%
公共事业		-6%	-7%	0%	-5%	5%	1%	-3%	-13%	-3%	-19%	-6%	-5%
<b>Wind全A行业</b>													
能源		-19%	12%	2%	11%	-9%	-15%	-9%	-14%	-8%	-4%	0%	-8%
材料		-18%	14%	0%	10%	-19%	-16%	-4%	-11%	-3%	-13%	-4%	-6.4%
工业		-21%	8%	-3%	14%	-25%	-15%	-4%	-10%	-1%	-9%	-1%	-6.0%
可选消费		-21%	17%	-8%	9%	-21%	-16%	-6%	-12%	-3%	-10%	1%	-5.9%
必选消费		-21%	8%	3%	10%	-10%	-3%	-3%	-12%	-4%	-10%	-1%	-4.1%
医疗保健		-23%	3%	-10%	9%	-20%	-10%	-3%	-13%	-5%	3%	-2%	-6.93%
金融		-20%	6%	-6%	9%	-16%	-16%	-8%	-12%	-10%	0%	-5%	-6.89%
信息技术		-25%	10%	-9%	14%	-26%	-17%	0%	-9%	-4%	-11%	2%	-7.1%
电信服务		-22%	2%	-2%	11%	-35%	-11%	-9%	-20%	-8%	3%	19%	-6.7%
公用事业		-16%	-2%	-4%	7%	-8%	-16%	-5%	-8%	-1%	-1%	1%	-4.0%
房地产		-17%	6%	-9%	8%	-24%	-14%	-10%	-10%	-10%	1%	-3%	-7.4%

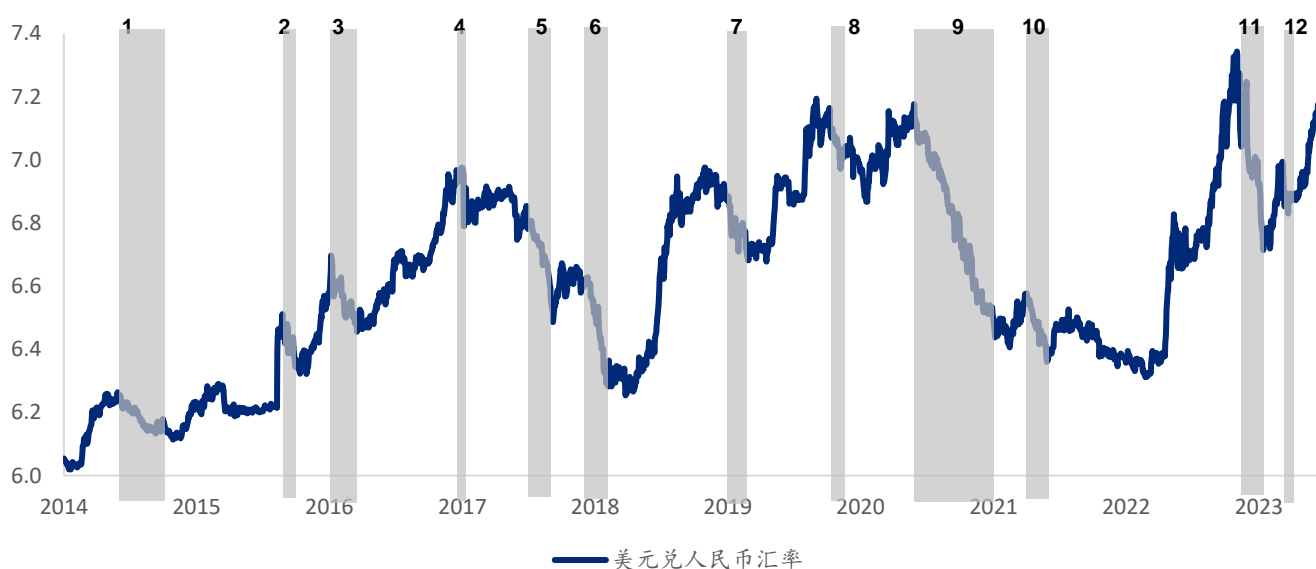
资料来源: Bloomberg, Wind, 浦银国际

## ● 若人民币汇率进入升值通道，积极布局弹性较大行业

人民币升值期间，原材料、信息技术行业领涨，外汇负债型、原材料进口型企业较受益。从MSCI中国指数行业来看，房地产、信息技术、原材料和可选消费行业领涨。从A股行业来看，必选消费、原材料、信息技术和医疗保健行业领涨（图表4）。

从基本面来看，人民币走强也会使外汇负债类企业受益，这些企业大多持有美元债券，人民币升值会增加汇兑收益，如航空公司、房地产开发商和建筑商。银行同样受益于人民币升值，债权价值提升，资产价值也随之提升。此外，钢铁、煤炭等原材料进口型企业，受益于成本降低，盈利或提升。

图表 3：我们对过去 12 轮人民币汇率升值期间的市场表现进行研究



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 4: 人民币汇率升值期间, 原材料、信息技术行业领涨, 北向资金净流入较强劲

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮	第八轮	第九轮	第十轮	第十一轮	第十二轮	平均值
起始日期	30/5/2014	24/8/2015	13/1/2016	3/1/2017	22/6/2017	13/11/2017	31/10/2018	2/9/2019	25/5/2020	29/3/2021	25/11/2022	9/3/2023	
结束日期	10/11/2014	12/10/2015	18/3/2016	13/1/2017	7/9/2017	31/1/2018	17/4/2019	13/1/2020	25/1/2021	31/5/2021	13/1/2023	23/3/2023	
时长	116	35	47	171	55	55	118	93	173	46	46	10	
美元兑人民币	-2%	-3%	-2%	-2%	-5%	-5%	-4%	-3%	-5%	-3%	-7%	-2%	-4%
MSCI中国指数	5%	10%	6%	4%	12%	13%	24%	17%	9%	2%	27%	3%	11%
MSCI港股指数	3%	7%	5%	4%	4%	7%	25%	8%	3%	3%	17%	-2%	7%
恒生指数	3%	7%	4%	4%	7%	13%	21%	11%	-2%	3%	24%	1%	8%
上证指数	21%	2%	0%	-1%	7%	1%	25%	7%	6%	6%	3%	0%	7%
深证指数	30%	0%	3%	-3%	6%	-8%	37%	14%	8%	9%	4%	0%	8%
沪深300指数	19%	5%	1%	-1%	7%	4%	30%	10%	7%	6%	8%	0%	8%
纳斯达克金龙指数	8%	13%	5%	6%	13%	12%	23%	22%	4%	-4%	44%	4%	13%
创业板指数	15%	8%	6%	-3%	5%	-9%	35%	18%	5%	21%	8%	0%	9%
<b>互联互通</b>													
南向净流入(亿)	0.0	18.5	667.6	72.1	564.9	-64.8	356.1	1193.3	1560.9	923.3	183.1	315.4	482.5
北向净流入(亿)	0.0	317.4	118.5	14.6	646.7	449.3	1850.3	1108.8	-55.4	416.5	2016.9	164.9	587.4
<b>MSCI中国指数行业</b>													
必选消费	-12%	4%	-3%	0%	8%	16%	23%	6%	14%	10%	26%	2%	8%
可选消费	8%	27%	0%	4%	7%	7%	22%	24%	24%	-2%	36%	1%	13%
能源	-6%	10%	20%	6%	5%	16%	1%	10%	-4%	7%	6%	2%	6%
金融	3%	11%	3%	2%	9%	20%	19%	13%	-4%	0%	18%	3%	8%
医疗保健	22%	18%	-2%	5%	4%	10%	11%	7%	6%	21%	30%	-1%	11%
工业	12%	14%	4%	4%	3%	6%	16%	13%	7%	8%	11%	3%	8%
信息技术	13%	10%	11%	7%	17%	12%	36%	33%	11%	9%	12%	4%	15%
材料	3%	13%	21%	7%	24%	16%	21%	24%	20%	12%	12%	1%	14%
电信服务	23%	0%	6%	4%	-1%	3%	24%	19%	3%	-1%	42%	10%	11%
公用事业	3%	12%	6%	6%	6%	-3%	7%	1%	-3%	2%	13%	0%	4%
房地产	N/A	N/A	N/A	6%	33%	18%	43%	26%	-3%	-4%	12%	3%	15%
<b>恒生指数行业</b>													
房地产	4%	10%	7%	6%	9%	14%	30%	8%	-3%	2%	14%	0%	8%
金融	2%	7%	-2%	2%	8%	16%	20%	11%	-4%	2%	19%	-2%	6%
通信与工业	3%	7%	10%	4%	7%	9%	21%	14%	3%	4%	29%	3%	9%
公共事业	8%	6%	7%	4%	-1%	3%	10%	3%	-5%	8%	10%	-3%	4%
<b>Wind全A行业</b>													
能源	17%	-3%	6%	-4%	9%	-4%	29%	7%	21%	-1%	-5%	-4%	5.72%
材料	37%	-5%	5%	-4%	12%	-12%	38%	17%	42%	12%	-1%	-4%	11.42%
工业	36%	-3%	5%	-5%	5%	-16%	39%	8%	46%	7%	-3%	-4%	9.58%
可选消费	31%	-5%	0%	-3%	1%	-11%	33%	17%	39%	6%	5%	-2%	9.26%
必选消费	17%	-1%	5%	-5%	5%	-3%	50%	5%	49%	14%	15%	-2%	12.37%
医疗保健	21%	-1%	2%	-3%	4%	-11%	30%	14%	49%	25%	2%	-4%	10.75%
金融	30%	-3%	1%	-2%	7%	-4%	35%	9%	34%	2%	7%	4%	9.78%
信息技术	28%	-1%	5%	-5%	8%	-18%	49%	34%	18%	10%	-1%	4%	10.86%
电信服务	19%	5%	2%	-4%	2%	-13%	54%	6%	41%	0%	0%	5%	9.70%
公用事业	31%	-4%	-2%	-2%	-1%	-4%	28%	6%	14%	0%	-5%	-3%	4.89%
房地产	30%	-3%	0%	-2%	2%	1%	40%	17%	-1%	5%	0%	-2%	7.14%

资料来源: Bloomberg, Wind, 浦银国际

## ● 紧跟资金流向趋势，顺势而为

从历史数据来看，美元指数与美国基准利率呈正相关关系，因为利率上升吸引资本流向以美元计价的资产（图表 5）。美元指数与美元兑人民币汇率呈正相关，但近期相关性有所减弱。自 4 月 20 日至今，美元兑人民币汇率上涨了 8%，但同期美元指数仅上涨了 1.2%（图表 6）。以美元/港币定价的港股资产相对吸引，南向资金净流入港股较为强劲。4 月至今，南向资金录得净流入 479 亿元，北向资金录得净流出 26.7 亿元（图表 7）。

在人民币汇率升值期间，市场乐观情绪升温，以人民币定价的资产吸引力上升，外资加速流入中国市场，北向资金净流入尤其强劲。今年前 2 个月，北向资金录得净流入 1505 亿元，南向资金仅录得净流入 85 亿元（图表 7）。

图表 5: 美元与美国基准利率呈正相关关系



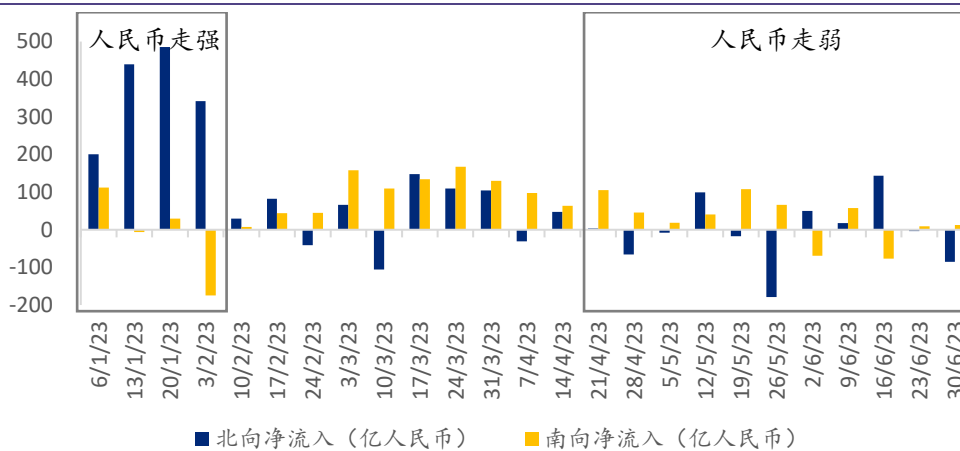
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 近期美元走势对人民币汇率影响有所减弱



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 7: 南北向资金净流入受人民币汇率波动的影响较为明显



资料来源: Wind, 浦银国际



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼