华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观快评 2026 年 09 月 23 日

【宏观快评】

A 股上半年汇兑损益观察

事　　项

我们在前期报告《全球化的必考“课”——中国企业汇兑损失的思考》中，注意到由于人民币汇率升值提速，2025Q4 开始，A 股非金融企业汇兑费用显著增加。本文我们依据半年报信息，更新 A 股非金融企业汇兑损失的变化。

主要观点

- **核心观点：**

1）企业海外敞口继续扩大。2026H1，全 A 非金融企业境外收入同比增长 21.7%，占营收比重升至 17.6%，

2）本轮汇兑损失的利润拖累明显高于历史同期。2026H1 汇兑损失约 1052 亿元，占归母净利润 5.7%；而历史上人民币升值幅度相近的时期，拖累最高仅约 2.1%。背后可能既有企业外汇资产存量快速扩大的影响，也与套保率仍有提升空间有关。

3）实际损失可能低于“汇兑损益”科目显示的水平，但压力尚未消失。套保收益可能计入投资收益、公允价值变动等科目；对境外收入占比超过 50%的企业，将三项合并后，2026H1 净损失较单看汇兑损失缩小 43.1%，但仍是 2016 年以来首次半年度录得净损失。

4）短期人民币升值速度放缓，有望带来边际改善；中长期汇率风险管理的核心仍然是净敞口的控制，即海外资产敞口与套保率。

- **一、海外敞口：境外业务收入占比较去年同期显著提升**

2026H1，全 A 非金融企业境外业务收入 5.7 万亿元，同比增长 21.7%，占营收 17.6%，同比提高 2.2 个百分点；家电、电子、汽车、机械设备、轻工制造境外收入占比均超过 20%。

- **二、汇兑损失：对净利润拖累边际扩大**

2026H1，全 A 非金融企业汇兑损失约 1052 亿元，占归母净利润 5.7%，高于 2025Q4 的 5.2%。汽车、家电、建筑装饰行业拖累程度上升较为明显，轻工制造、钢铁、基础化工和医药生物则相对改善。

- **三、为何本轮汇兑损失拖累明显偏高？**

2026H1 人民币升值幅度与 2017H2、2018H1、2020H2、2021H1 相近，但汇兑损失对利润的拖累显著更高（图 3）。可能有两方面原因：

一是企业外汇资产存量明显扩大，且伴随人民币升值还在快速增长。截至 7 月非金融企业境内外汇存款较 2024 年底增长 45.2%（图 5）。

二是企业套保率或仍有提升空间。一方面，企业动机客观受到负面影响。当前掉期点仍深度贴水，企业远期结汇需锁定更低的美元卖出价，套保意愿或受抑制。截至 9 月 4 日，即期汇率约 6.71，1 年期掉期点为-1823pips，对应远期汇率约 6.53，较即期贴水约 2.7%。**另一方面，当前企业套保率水平不算高。**银行代客涉外外币净收款持续攀升，但远期净结汇趋于回落（图 7）；央行副行长则表示，今年前 5 个月企业外汇套期保值比例为 34.4%，套保覆盖仍有提升空间。

此外，需要注意的是，只看“汇兑损益”科目或丢失套保损益信息。套保收益可能计入投资收益或公允价值变动，因此单看汇兑损益可能高估实际损失。对境外收入占比超过 50%的企业，将三个科目合并后，2026H1 净损失较单看汇兑损失缩小 43.1%（但仍是 2016 年以来首次半年度录得净损失）。

- **四、后续怎么看？**

短期压力或边际缓和，中长期仍取决于海外资产敞口与套保能力。三季度以来，在政策呵护下人民币升值速度已明显放缓，有助于缓解企业汇兑压力（图 9）；但目前企业海外资产仍在扩大，中长期来看，仍需通过提高套保能力、优化资产负债匹配等方式控制汇率风险净敞口。

- **风险提示：人民币汇率走势超预期；企业外汇敞口及套保情况测算存在偏差；不同会计科目可能导致实际汇率损益识别不充分**

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com

执业编号：S0360524070004

相关研究报告

《【华创宏观】物价或再度上行——8 月经济数据前瞻》 2026-09-03

《【华创宏观】内需有所修复——8 月 PMI 数据点评》 2026-09-01

《【华创宏观】有力有序推行现房销售——政策周观察第 94 期》 2026-08-31

《【华创宏观】六个方面可能的影响思考——地产新政简评》 2026-08-31

《【华创宏观】美联储要加息了吗？》 2026-08-30

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、海外敞口：境外业务收入占比较去年同期显著提升 4
二、汇兑损失：对净利润拖累边际扩大 4
三、为何本轮汇兑损失拖累明显偏高？ 5
四、汇率波动下，A 股企业损失会加剧吗？ 7

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 2026H1，全 A 非金融境外业务收入占比 17.6% 4
图表 2 分行业：境外业务收入占比 4
图表 3 2026H1，汇兑损失占净利润比率降至-5.7% 5
图表 4 分行业：汇兑损失对净利润的拖累 5
图表 5 企业外汇存款规模仍在快速增长 5
图表 6 掉期点深度贴水 6
图表 7 外币净收款攀升，远期净结汇回落 6
图表 8 境外业务敞口大的企业：人民币升值、汇兑损失扩大、投资净收益增加 7
图表 9 逆周期因子影子有助于平滑人民币升值速率 7

仅供内部参考，请勿外传

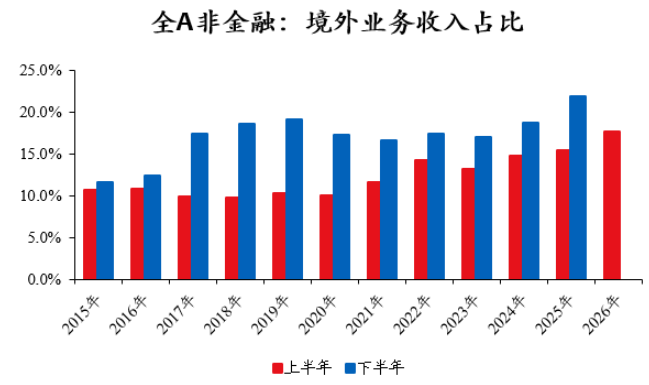
我们在前期报告《全球化的必考“课”——中国企业汇兑损失的思考》中，注意到由于人民币汇率升值提速，2025Q4 开始，A 股非金融企业汇兑费用显著增加。本文我们依据中报信息，更新 A 股非金融企业汇兑损失的变化。

一、海外敞口：境外业务收入占比较去年同期显著提升

2026 年上半年，全 A 非金融企业境外业务收入达 5.7 万亿元，同比增长 21.7%，占营收比重为 17.6%，较去年同期提高 2.2 个百分点。

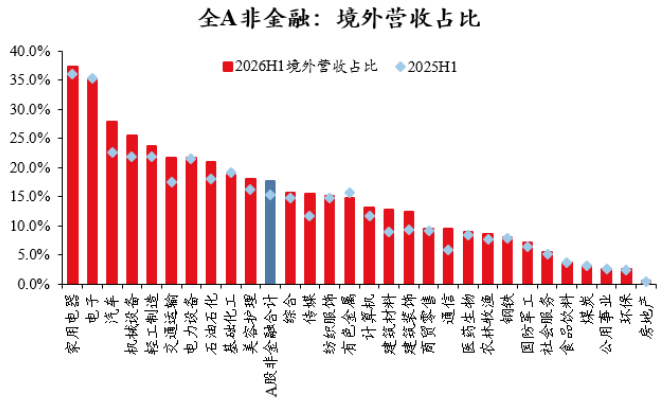
分行业来看，家用电器、电子、汽车、机械设备和轻工制造境外业务收入占比名列前茅，2026 年上半年分别为 37.3%、35.0%、27.8%、25.4%、23.6%，分别较去年同期+1.3/-0.3/+5.2/+3.5/+1.7 个百分点。

图表 1 2026H1，全 A 非金融境外业务收入占比 17.6%



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 分行业：境外业务收入占比



资料来源：Wind，华创证券 注：按照申万一级行业标准分类

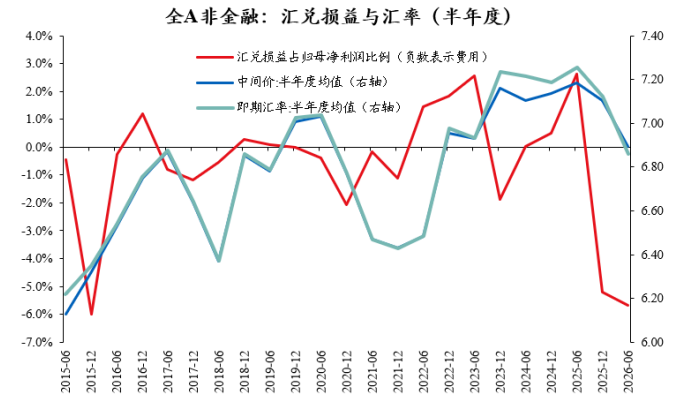
二、汇兑损失：对净利润拖累边际扩大

2026H1，全 A 非金融企业汇兑损失扩大至 1051.58 亿元，环比增长 111.3%，占当期归母净利润比例 5.7%，2025Q4 为 5.2%。

分行业来看，**汽车、家用电器、建筑装饰的汇兑损失对净利润拖累程度显著扩大**，2026H1 其汇兑损益占归母净利润比重分别为-22.7%、-15.0%、-12.9%，2025H2 则分别为-6.8%、-11.1%、-9.1%。**相比之下，轻工制造、钢铁、基础化工和医药生物则相对改善**，2026H1 其汇兑损益占归母净利比重分别为-16.3%、-9.4%、-6.2%、-6.2%，2025H2 则分别为-52%、-11.2%、-7.3%、-8.8%。

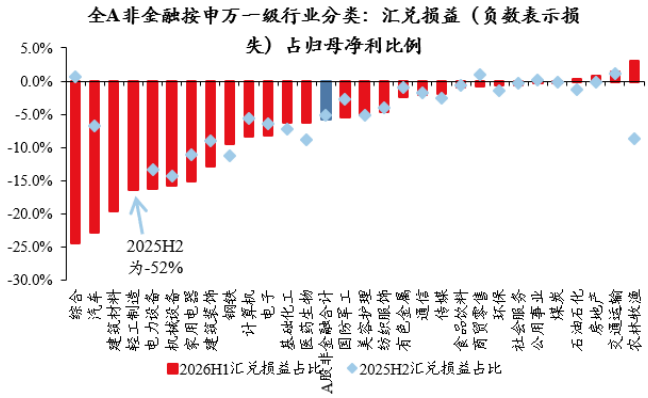
仅供内部参考，请勿外传

图表 3 2026H1，汇兑损失占净利润比率降至-5.7%



资料来源：Wind，华创证券 注：汇兑损益负数表示汇兑损失，正数表示汇兑收益

图表 4 分行业：汇兑损失对净利润的拖累



资料来源：Wind，华创证券 注：汇兑损益负数表示汇兑损失，正数表示汇兑收益

三、为何本轮汇兑损失拖累明显偏高？

我们注意到，相比于过往同等汇率升值幅度的时期，本次汇兑损失对净利润拖累程度显著偏高。2026H1，人民币即期汇率均值较 2025H2 均值-3.7%（负数表示升值），其变化幅度与 2017H2（-3.4%）、2018H1（-4.1%）、2020H2（-3.8%）、2021H1（-4.4%）等四个时期较为接近，而这四段时期，全 A 非金融企业汇兑损失对净利润拖累程度最大仅为 2.1%（图 3）。

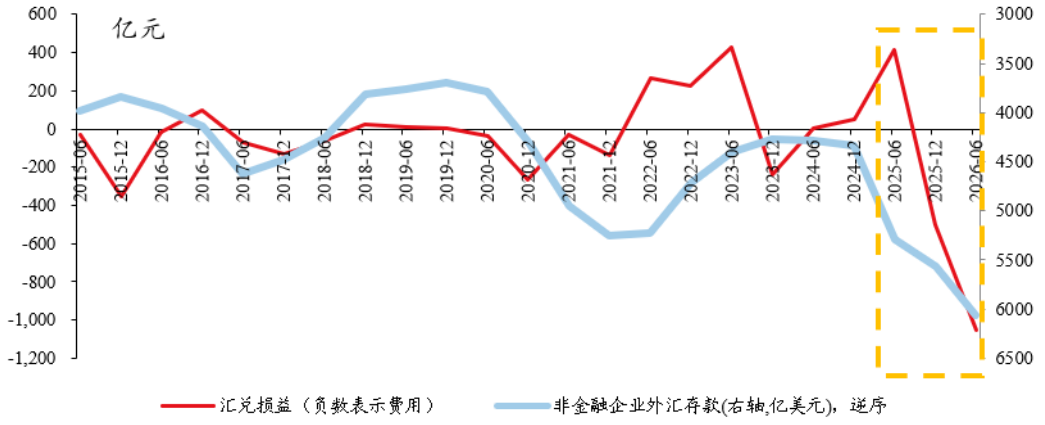
背后原因可能是多方面的：

1、海外资产敞口显著扩大

首先，从流量角度考虑，当前 A 股非金融企业对海外业务敞口更大（图 1）。不过我们注意到，即使考虑风险敞口，当前汇兑费用占境外业务收入的比例也显著偏高。2026H1 为 1.9%，过往两段升值周期时（2017-2018、2020-2021）该比例不超过 0.6%。

因此，可能更为重要的是**存量视角，当前企业存量外汇资产规模已显著增加**，汇率波动所影响的资产规模也随之扩大。一个证据是，我国非金融企业外汇存款大幅增加（图 5）。截至 7 月，我国非金融企业境内外汇存款规模达到 6289.5 亿美元，相比 2024 年底的 4332 亿美元大幅增长 45.2%。

图表 5 企业外汇存款规模仍在快速增长



资料来源：Wind，华创证券

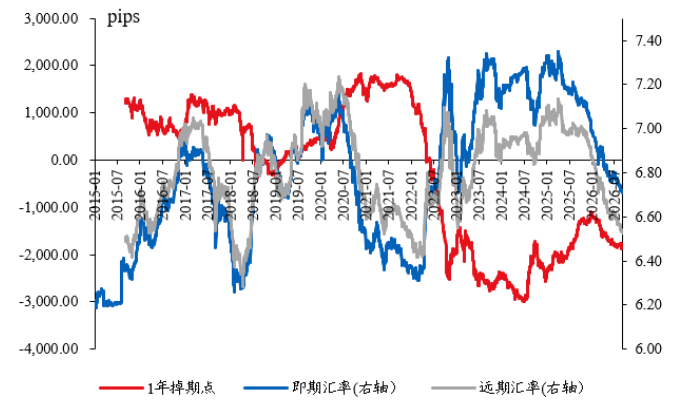
仅供内部参考，请勿外传

2、企业套保率或仍具提升空间

从企业动机出发，受美元利率较高影响，当前掉期点仍处深度贴水，企业做远期结汇将锁定偏低的美元卖出价，对企业来说并不划算。截至 9 月 4 日，即期汇率约 6.71，1 年期美元兑人民币掉期点为-1823pips，对应远期汇率约 6.53。这意味着企业若现在通过远期锁定未来一年的卖出汇率，将比即期低约 0.18 元，贴水幅度约 2.7%。

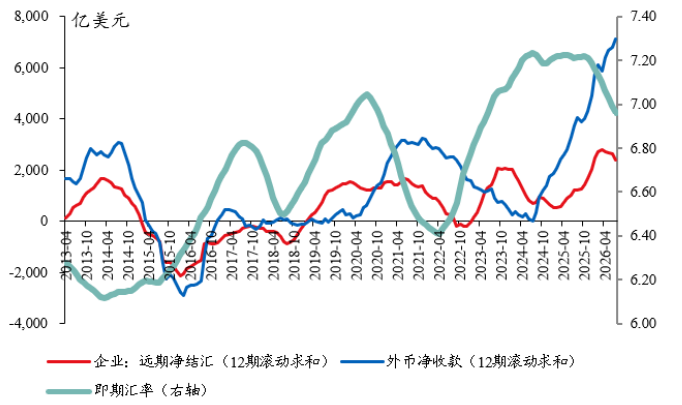
从实际数据出发，企业套保率或仍有提升空间。一方面，银行代客涉外外币净收款不断攀升，但银行代客远期净结汇却趋于回落（图 7）。截至 7 月，外币净收款累计 12 个月为 7104 亿美元，而远期净结汇累计 12 个月仅有 2403 亿美元，后者占前者比重跌至 33.8%，高点为 3 月的 47.9%。**另一方面，**7 月 15 日国新办发布会上，央行副行长邹澜公布“今年前 5 个月，**企业外汇套期保值比例升至 34.4%**，比 2025 年提高了 4.5 个百分点”[1]。

图表 6　掉期点深度贴水



资料来源：Wind，华创证券

图表 7　外币净收款攀升，远期净结汇回落



资料来源：Wind，华创证券

另外，需要提示的是，只看“汇兑损益”科目或丢失套保损益信息。

会计准则下，套期工具产生的损益并不计入“汇兑损益”科目，因此即使企业做了套保管理汇率风险，单看“汇兑损益”也会产生失真。会计准则下，被套保外币资产负债的汇兑损失计入“财务费用-汇兑损益”科目，但对冲用的远期/期权衍生品收益计入投资收益/公允价值变动，不在汇兑损益科目直接体现。例如，立讯精密 2026 上半年产生汇兑损失 19.86 亿元，但同期该公司开展外汇衍生品交易，产生 12.97 亿元收益，因此净损失仅有 6.89 亿元左右。

由于现有数据无法从投资净收益、公允价值变动损益中单独识别外汇衍生品相关损益，我们选取境外营收占总营收比重不低于 50%的 A 股非金融公司作为观察样本。原因在于，境外业务收入敞口比较大的公司，其外汇风险管理需求相对更强，衍生品交易中与外汇有关的比重应该较高。

第一，境外营收占比较高的企业，投资净收益可能对汇兑损失形成一定缓冲。2025H2—2026H1，伴随人民币升值提速，该类企业汇兑损失扩大，同时投资净收益明显提升；相比之下，全 A 非金融企业这两个科目的反向变化特征并不明显（图 8）。

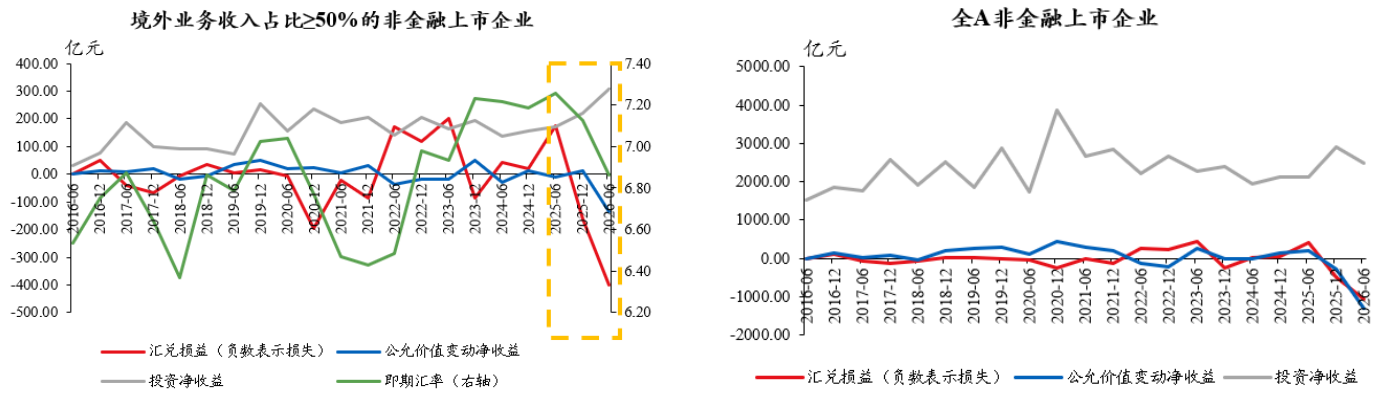
第二，境外业务敞口较大的企业，2026H1 汇兑损失合计为 399 亿元，公允价值变动净损失为 137 亿元，投资净收益为 309 亿元。**三个科目合计净损失为 227 亿元，较单独的汇**

[1] https://www.financeun.com/newsDetail/64888.shtml

仅供内部参考，请勿外传

兑净损失缩小约 43.1%。尽管如此，这仍是 2016 年以来唯一一个上述三科目合计录得净损失的半年度，其余半年度均为净收益。

图表 8 境外业务敞口大的企业：人民币升值、汇兑损失扩大、投资净收益增加



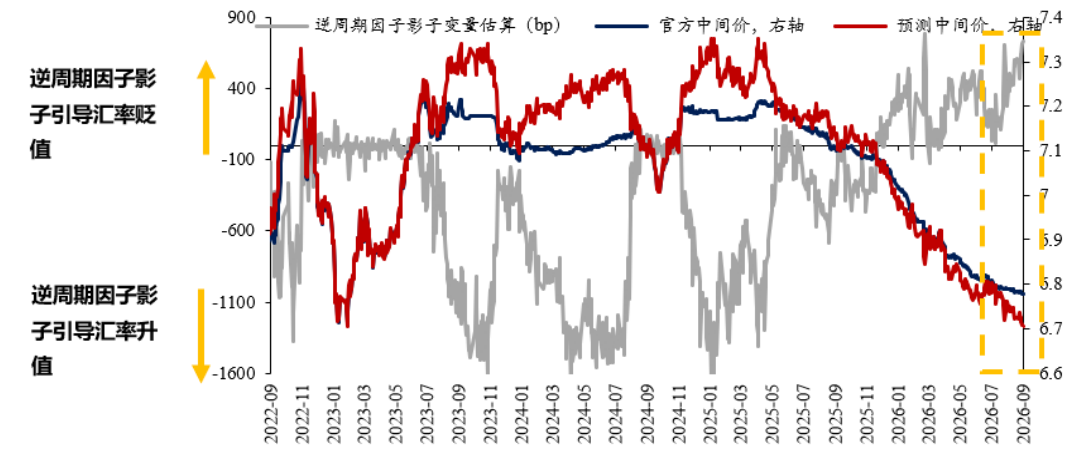
资料来源：Wind，华创证券

四、汇率波动下，A 股企业损失会加剧吗？

中长期来看，汇率风险管理的核心仍然是风险敞口的控制，取决于两个因素：一是海外资产规模，二是套保率。目前截至 7 月来看，前者仍在扩大（图 5），后者从远期净结汇角度看仍有提升空间（图 7）。

但短期来看，确实存在边际改善的利好因素——人民币升值速率在政策呵护下放缓。三季度来看，即期汇率升值速率边际放缓。截至目前，三季度人民币即期平均约为 6.75，环比-0.7%（负数表示人民币升值），二季度为-1.8%、一季度为-2.3%。

图表 9 逆周期因子影子有助于平滑人民币升值速率



资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券测算

仅供内部参考，请勿外传

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522