华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

人民币升值还有下半程么？

团队成员
分析师： 陈兴(S0210526010005)
分析师： 谢钰(S0210526010003)

相关报告
1、美国服务业价格压力缓解——全球经济观察 2026 年第 21 期——2026.07.11
2、 政府债流动性跟踪 0711【陈兴团队·华福宏观】——2026.07.11
3、PPI 环比转降 ——2026 年 6 月通胀数据解读——2026.07.09

核心观点：

➢ **一、本轮人民币走强有何不同？**

一是地缘冲突下，人民币与美元呈现出罕见的同步上涨格局；**二是**在亚洲货币普遍承压的背景下，人民币逆势走强，成为区域内的例外。剔除美元因素后，人民币对一篮子货币的贸易加权汇率全面上扬，创下阶段性新高。这与 2017 年、2020 年两轮升值有本质区别——彼时是美元走弱推动的“被动”升值，本轮则是人民币自身基本面与结构性因素驱动的“主动”走强。**三是**利差与汇率走势的背离：中美利差持续处于深度倒挂区间，但人民币并未如历史规律般贬值，反而持续升值。这一“利差走弱、汇率偏强”的组合意味着，经常账户（尤其是出口）对汇率的权重正在系统性上升，而金融账户（尤其是利差驱动的证券投资）的边际影响力阶段性下降。

➢ **二、出口如何强势托底汇率？**

2026 年出口延续超预期扩张，贸易顺差再创历史新高，出口商结汇带来的美元供给已足以对冲甚至压倒金融账户的流出压力，从根本上改变了外汇市场的供需格局。与以往升值周期不同，本轮出口增长伴随着商品结构的显著升级，以 AI 相关产品为代表的高技术产品出口增速远超整体，成为出口增长的核心引擎。出口结构的质变从两方面强化了人民币的走强逻辑：**一方面，**高技术产品因技术、供应链和认证等壁垒难以被替代，对汇率升值的敏感度较低；**另一方面，**高附加值产品占比提升本身就会加速汇率升值。与此同时，出口目的地的多元化也有效对冲了单一市场波动带来的风险。在汇率升值趋势确立后，企业结汇浪潮随之到来。此外，由于国内外持续存在的通胀差，人民币实际有效汇率仍处于近二十年来的低位，名义汇率的小幅升值并未透支基本面层面的价格竞争力，出口的实际价格优势依然得以维持。

➢ **三、下半年升值还有多大空间？**

本轮人民币升值空间尚未闭合，企业结汇“堰塞湖”效应使得本轮结汇动能比以往更具持续性。从支撑因素看，**首先，**下半年外需有望保持较强韧性，AI 投资带动的全球制造业周期持续上行，参考其他制造业出口经济体的表现，全球需求仍在改善，贸易顺差的“流量”支撑依然稳固。**其次，**自 2022 年累积至今的待结汇规模已接近 1.2 万亿美元，“存量”的逐步释放将对汇率形成持续的流动性支撑。**再次，**下半年美元上行基础并不稳固，美国通胀的结构性分化与就业数据的边际走弱，使得市场对美联储持续加息的预期已有所降温，美元大概率保持偏弱震荡，对人民币的外部压力相对有限。**最后，**政策层面，“稳汇率”信号依然清晰，但逆周期调节措施更多起到“调速率”而非“改方向”的作用。展望下半年，在美元偏弱、外需韧性和结汇存量释放三重因素共振下，人民币汇率有望延续温和升值的走势。

➢ **风险提示**

政策变动调整超预期，经济恢复不及预期，历史经验失效。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、本轮人民币走强有何不同？ 3
二、出口如何强势托底汇率？ 5
三、下半年升值还有多大空间？ 7
风险提示 9

图表目录

图表 1: 人民币汇率和美元指数走势 3
图表 2: 主要亚洲货币兑美元升贬值幅度 3
图表 3: 中美利差与人民币汇率走势 4
图表 4: 中美利差与人民币汇率走势 4
图表 5: 金融账户和经常账户差额（亿美元） 5
图表 6: 经常账户差额占 GDP 比重和汇率走势 5
图表 7: 各类商品出口金额当月同比增速（%） 6
图表 8: 出口目的地的金额占比 6
图表 9: 美元兑人民币成交量仍在高位（亿美元） 7
图表 10: 人民币名义有效汇率与实际有效汇率走势比较 7
图表 11: 最近三次人民币升值幅度和结售汇顺差规模 8
图表 12: 韩国和越南出口金额当月同比仍高（%） 8
图表 13: 贸易顺差的季节性规律（亿美元） 8
图表 14: EPFR 外资流入规模（亿美元） 9
图表 15: 待结汇规模仍在扩大（亿美元） 9
图表 16: 联邦利率期货隐含的加息次数 9

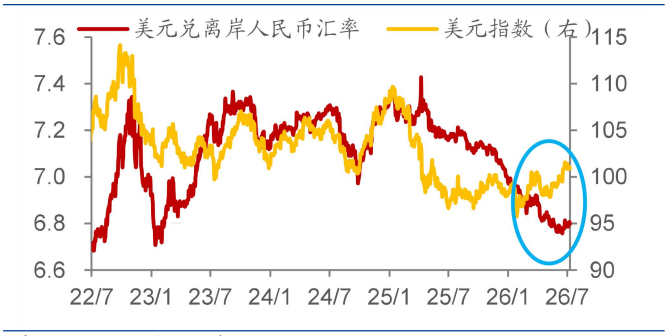
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

上半年人民币汇率表现强势，且呈现罕见的与美元双强局面，与利差的走势也出现背离，那么，驱动人民币走强的因素有何变化？结汇的支撑还有多强？下半年美元反弹会否逆转升值趋势？

一、本轮人民币走强有何不同？

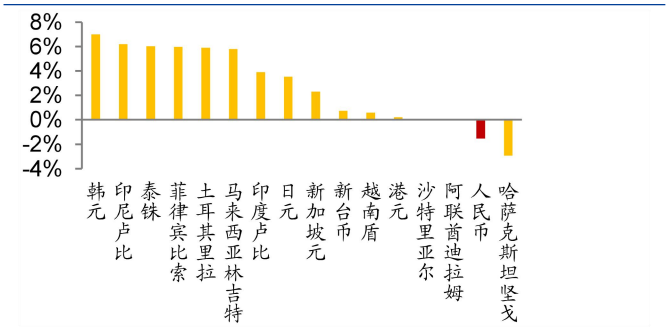
地缘冲突下人民币与美元罕见同涨。今年以来，人民币持续升值，但是走势有三点反常，**首先，**人民币与美元同步上涨，今年以来，截至 6 月底，美元指数上升 3%，逆转去年的颓势，升至 101.2 的高位，与此同时，美元兑离岸人民币下跌 2.6%，6 月末为 6.8；**其次，**地缘冲突下人民币逆势升值，今年 3 月以来，随着中东变局对油价产生影响，美元对大多数货币均有升值，其中多数亚洲国家货币有所下跌，如美元兑韩元上涨 7%，美元兑泰铢上涨 6%，美元兑日元上涨 4%，而人民币却创下新高。

图表 1：人民币汇率和美元指数走势



来源：WIND，华福证券研究所

图表 2：主要亚洲货币兑美元升贬值幅度

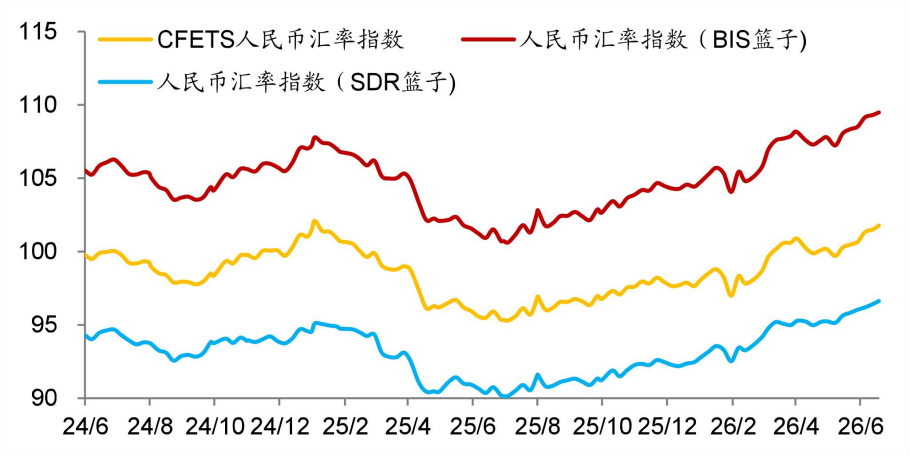


来源：WIND，华福证券研究所，2026 年 6 月 23 日相较 3 月 1 日变化

人民币相对非美货币明显走强是主因。进一步看，剔除美元因素后，人民币对一篮子货币的贸易加权汇率也全面上扬，截至 7 月 3 日，CFETS 人民币汇率指数报 102.65，较去年末上涨 4.8%，BIS 货币篮子人民币汇率指数和 SDR 货币篮子人民币汇率指数分别上涨 5.4%和 4.6%，创 2023 年 3 月以来新高。这与 2017 年、2020 年的两轮升值存在本质区别，彼时人民币升值更多表现为对美元的“被动”走强——美元走弱，人民币跟随；而本轮升值中，CFETS 指数与人民币兑美元汇率同步上行，说明升值的内生性显著增强。换言之，本轮人民币升值的核心驱动力并非外部美元的“推”，而是人民币自身基本面与结构性因素驱动的“拉”。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

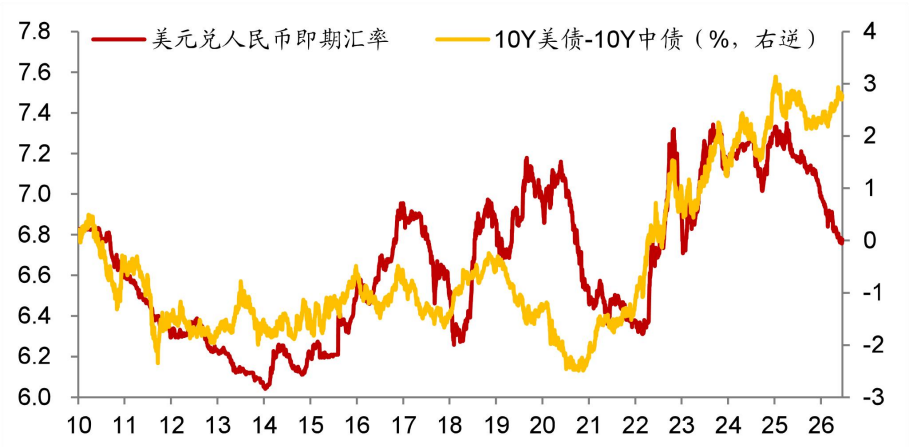
图表 3：中美利差与人民币汇率走势



来源：WIND，华福证券研究所

利差对汇率走势的“驱动”失效。最后，2025 年 10 月之前，10 年期中美利差与人民币汇率之间维持着较为稳定的负相关关系，即中美利差走阔（中国利率相对美国上升），套利资本流入，人民币升值；中美利差收窄甚至倒挂，套利资本流出，人民币贬值。2025 年 11 月以来，10 年期中美利差依然维持在深度倒挂区间，美国 10 年期国债收益率整体位于 4%上方，而中国 10 年期国债收益率在 1.6%至 1.9%区间运行，两者利差超过 200 个基点，截至 7 月 6 日已超 280bp，然而，人民币汇率却走出了持续升值行情，呈现“利差走弱、汇率偏强”的反常组合。这一背离的深层含义在于，影响人民币汇率的因素中，经常账户（尤其是出口）的权重正在系统性上升，而金融账户（尤其是利差驱动的证券投资）的边际影响力在阶段性下降。

图表 4：中美利差与人民币汇率走势

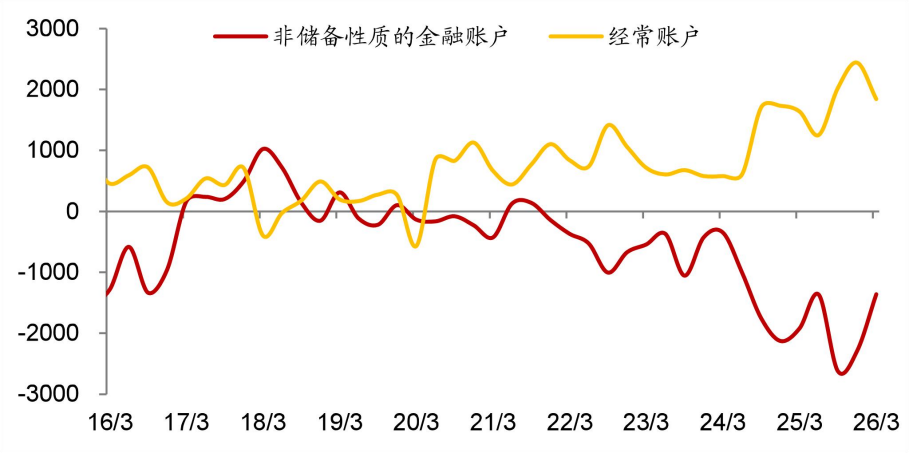


来源：WIND，华福证券研究所

经常账户正成为汇率的新“锚”。利差直接影响的是金融账户（尤其是证券投资），并通过“利差→企业结汇意愿→外汇市场供求”的间接渠道影响汇率。今年利差与汇率之所以背离，不仅仅是简单的“经常账户在弥补”，经常账户顺差虽然存在，却因企业“持汇”行为而未能充分转化为即期汇率层面的买盘，只有当这些沉淀的美元集中结汇时，才会真正形成对汇率的支撑。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：金融账户和经常账户差额（亿美元）

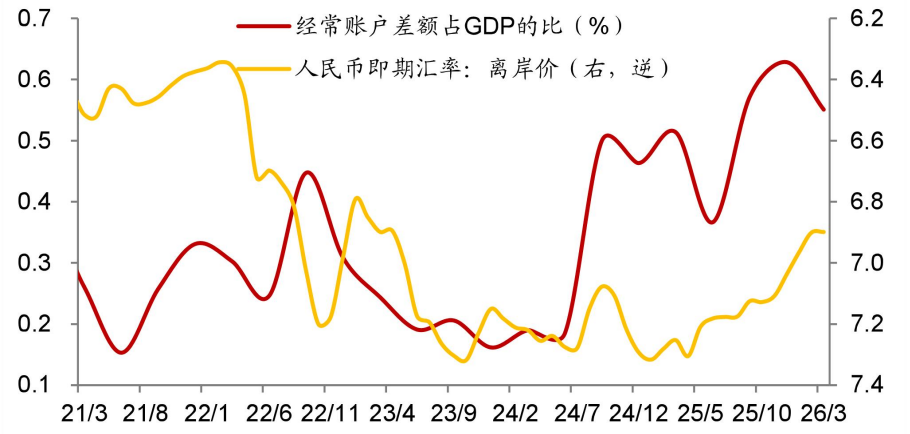


来源：WIND，华福证券研究所

二、出口如何强势托底汇率？

出口高增长是升值最坚实的底盘。2026 年出口延续超预期扩张，前五个月，出口同比增长 11.8%，贸易顺差规模处于历史高位，这一顺差规模不仅为人民币提供了持续的买盘支撑，更重要的是改变了外汇市场供需的基本格局，在过去利差驱动的框架下，资本外流对汇率形成持续的贬值压力；而当经常账户顺差足够大时，出口商结汇产生的美元供给足以对冲甚至压倒金融账户的流出压力。

图表 6：经常账户差额占 GDP 比重和汇率走势

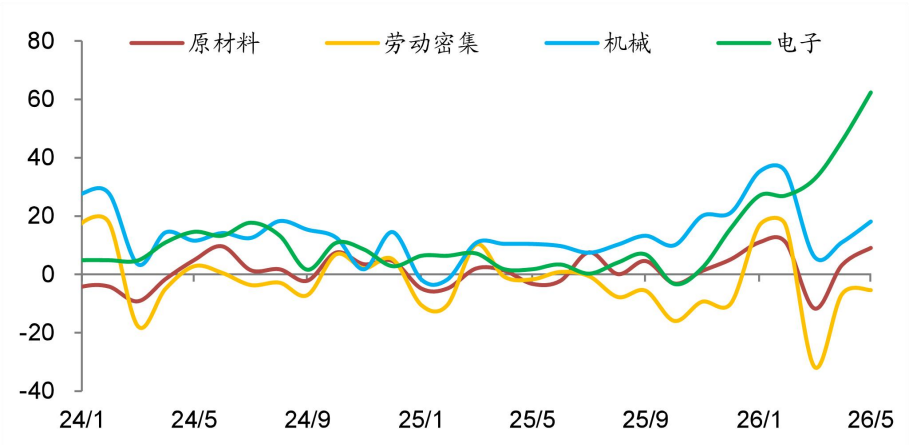


来源：WIND，华福证券研究所

出口结构的“质变”强化了顺差的韧性。本轮人民币走势与以往升值周期最大的不同是出口商品结构有所升级，而不仅仅是量的扩张。对比各类商品的出口金额增速来看，今年电子类商品出口增速飙升，5 月当月电子产品出口金额增速达到 62.3%，远超全部的出口金额 19.4%的增速，最主要的贡献就来自 AI。今年前 5 个月，以电子元件、电脑零部件、光纤光缆等为代表的人工智能相关产品合计进出口 4.12 万亿元，同比大幅增长 52.4%，AI 相关产品已成为出口增长的核心引擎，对整体出口增量的贡献极为显著。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

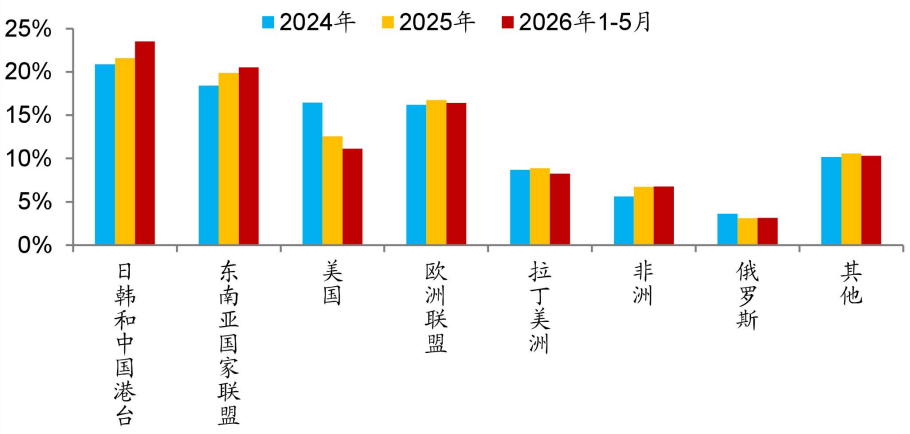
图表 7：各类商品出口金额当月同比增速（%）



来源：iFinD，华福证券研究所

出口的结构升级推动人民币走强。一方面，“技术壁垒”取代了“价格优势”，随着产业升级，高技术产品因其技术、供应链和认证等壁垒，海外买家短期内难以找到替代供应商，因此对汇率升值的敏感度较低；**另一方面，**高技术产品需求弹性低，议价能力强，人民币升值带来的价格变化预计不会导致订单大幅流失，对于出口的影响有限。反过来看，资本品、高端制造等高附加值出口占比提升意味着出口结构升级，会加速人民币汇率的升值。此外，出口目的地的多元化，也有效对冲了单一市场波动带来的风险。

图表 8：出口目的地的金额占比



来源：WIND，华福证券研究所

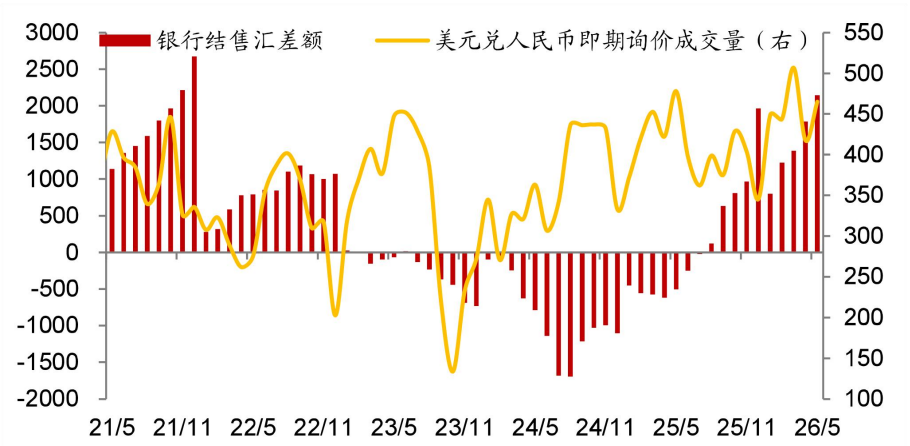
企业“被迫结汇潮”达到高峰。2024 年至 2025 年间，在人民币贬值预期和中美利差倒挂的环境下，出口企业形成了较强的持汇偏好，从而形成了一个巨大的潜在美元供给池。进入 2026 年，随着人民币升值趋势的确立，这一格局开始反转。考虑到美元存款利率与人民币存款利率的利差约为 250-300bp，而人民币兑美元半年升值幅度约为 3%，利差收益已无法覆盖汇率损失，由此，前期沉淀的企业外汇存款开始加速回流，形成了一轮被迫结汇的浪潮。

今年前 5 个月，银行累计结售汇顺差高达 2145 亿美元，较 2025 年同期大幅扩大，这一顺差的扩大主要源于结汇端的强劲增长，5 月单月，银行结汇 2439 亿美元，

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

创下近年单月新高。从美元兑人民币即期询价成交量的高频数据来看，6 月结汇的热度或依旧较高。

图表 9：美元兑人民币成交量仍在高位（亿美元）

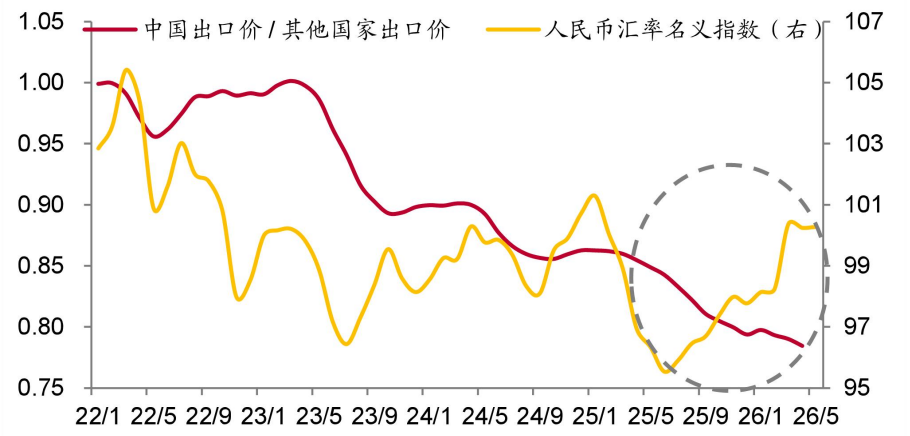


来源：WIND，华福证券研究所

实际有效汇率仍具优势。由于国内外通胀差，人民币实际有效汇率仍处于较低水平，这意味着中国出口商品的实际价格优势并未因名义汇率升值而丧失。名义汇率升值的同时，实际有效汇率仍在走弱，这是本轮升值中最容易被忽视的结构性力量。

2022 年以来，我国持续偏低的价格涨幅与贸易伙伴相对较高的通胀形成显著的价格差，使得名义汇率的小幅升值不足以对冲价格因素对实际汇率的拖累，实际有效汇率于 2026 年初触及近二十年来的低点，且近几个月仍在持续走低。因此，汇率升值对出口的负面冲击在短期内被“价格竞争力”所缓冲，名义升值的空间在基本面层面并未被透支。

图表 10：人民币名义有效汇率与实际有效汇率走势比较



来源：WIND，CPB，华福证券研究所

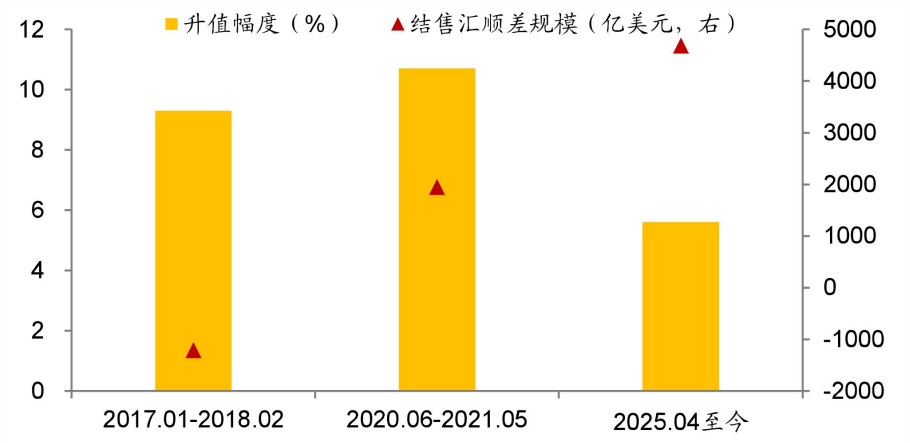
三、下半年升值还有多大空间？

升值“第一程”或已过半，但空间尚未闭合。综合来看，判断后续升值空间需

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

要从三个维度进行锚定，**一是**经常账户顺差的可持续性；**二是**企业结汇“堰塞湖”的释放节奏；**三是**合理均衡水平的参照系。从历史周期看，2017 年和 2020 年两轮升值幅度分别约为 9.3%和 10.7%，本轮截至 6 月末已升值约 5.5%，从空间维度看接近历史通道的中间位置，但本轮的特殊之处在于“堰塞湖”效应使得结汇动能比以往更具持续性。

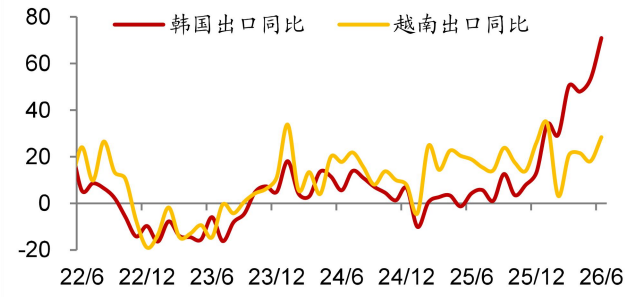
图表 11：最近三次人民币升值幅度和结售汇顺差规模



来源：WIND，华福证券研究所

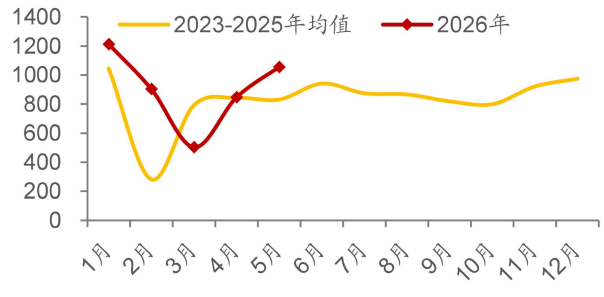
下半年外需或保持较强韧性。从出口端看，AI 投资有望继续带动下半年出口的持续走强。随着 AI 革命带动资本开支扩张，全球制造业周期持续上行，是驱动外需走强最重要的因素。参考韩国、越南等制造业出口经济体的出口增速仍在高位继续攀升，费城半导体指数也连续三个月走高，指向科技投资浪潮热度不减，全球制造业需求继续改善，下半年我国出口或仍强，“流量”的贸易顺差仍能继续支撑人民币的中枢水平。

图表 12：韩国和越南出口金额当月同比仍高（%）



来源：WIND，华福证券研究所

图表 13：贸易顺差的季节性规律（亿美元）

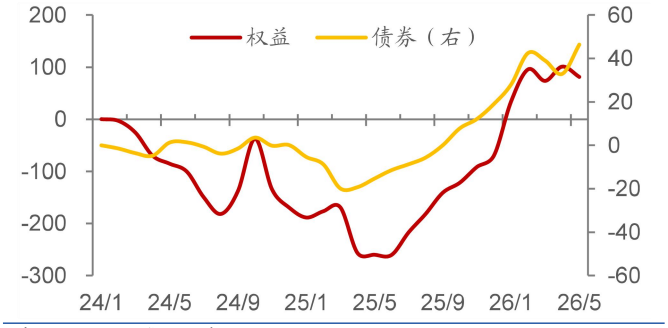


来源：WIND，华福证券研究所

结汇存量盘的撬动效应有望延续。企业结汇“堰塞湖”的释放是最大的不确定性变量，将在很大程度上决定升值节奏，我们用货物贸易中涉外收付款顺差与银行代客结售汇顺差的差值来估算出口企业的待结汇规模，从 2022 年待结汇规模开始累积以来，截至 2026 年 5 月，待结汇盘规模已接近 1.2 万亿美元，故“存量”的结汇盘释放对于流动性仍构成支撑。

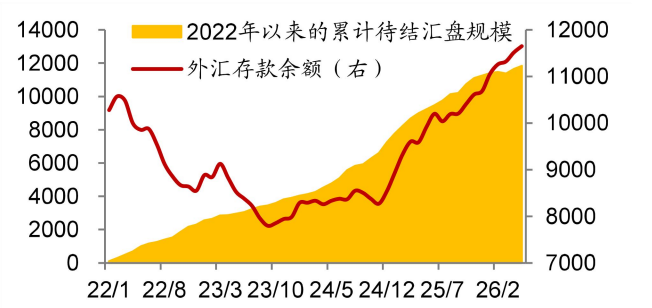
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14：EPFR 外资流入规模（亿美元）



来源：CEIC，华福证券研究所

图表 15：待结汇规模仍在扩大（亿美元）

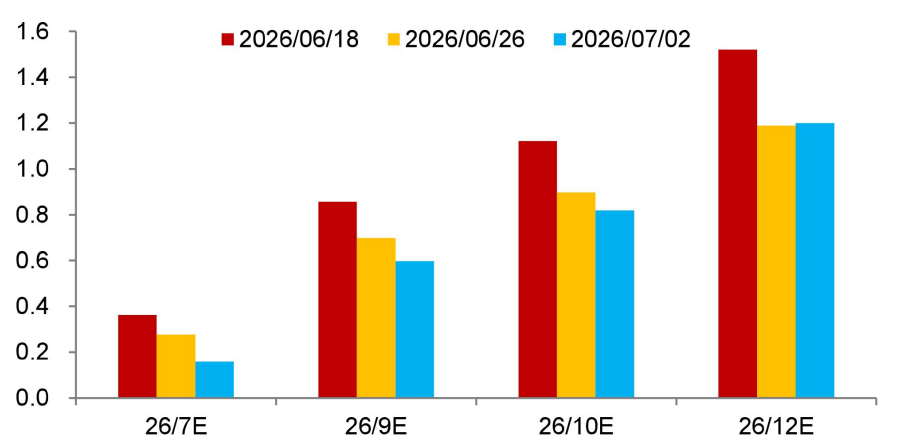


来源：WIND，华福证券研究所

下半年美元上行基础不稳固。一方面，美国通胀走势结构性特征明显，核心通胀的上行幅度远不及整体通胀，此外，随着油价开始转为下行，美国中长期通胀预期趋于回落。**另一方面，**6 月非农就业数据呈现就业总量大幅下滑、失业率失真虚降以及薪资温和可控的形势，当前市场对年内联储加息预期已明显走弱。总的来看，此前美国劳动力市场强劲扩张告一段落，如果后续公布的 CPI 数据同步弱于市场预期，市场鹰派加息叙事或将进一步降温，未来美联储持续加息的可能性并不大，因此美元大概率保持偏弱震荡，带给人民币的外部压力相对有限。

人民币汇率有望继续稳步走强。政策方面，“稳汇率”信号依然清晰，即便是央行出台针对汇率的“逆周期调节”，预计也不会改变人民币升值的趋势，而更多起到外汇市场“调速率”的作用。展望下半年，在美元偏弱震荡、外需保持较强韧性以及结汇存量盘撬动效应仍存的情况下，人民币汇率或延续温和升值的走势。

图表 16：联邦利率期货隐含的加息次数



来源：CEIC，华福证券研究所

风险提示

政策变动调整超预期。如果经济恢复进程超预期放缓，政策可能出现超预期调整。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

经济恢复不及预期。本文对经济运行判断基于公开数据，无法预知未来经济或有变动。

历史经验失效。历史的经济环境和条件不可能与当前完全相同。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn