华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

慎言人民币汇率新周期

投资要点：

当前影响人民币汇率涨跌的因素同时存在。短期利多人民币的因素相对占优，但升值的宏观紧缩效应可能会对市场情绪形成扰动。拉长时间看，影响汇率走势的不确定性与不稳定性依然较多，汇率测不准是必然，双向波动是常态。应审慎使用人民币升值推动中国资产重估的宏大叙事。人民币汇率涨跌有利有弊，不宜对其做过多的价值判断。

- **风险提示：地缘政治局势存在不确定性；主要经济体货币政策存在不确定性。**

团队成员

分析师： **管涛(S0210526080002)**
gt31155@hfzq.com.cn
分析师： **刘立品(S0210526080003)**
llp31171@hfzq.com.cn

相关报告

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、慎言人民币汇率新周期 3
二、三大短期利好支撑人民币逆势走强 3
三、关注未来五大变数 4
四、主要结论 6
五、风险提示 7

图表目录

图表 1： 人民币汇率走势 3
图表 2： 中国货物贸易顺差规模 4
图表 3： 外来投资规模 5
图表 4： 主要亚洲货币市场汇率相对购买力平价的偏离 6
图表 5： 民间部门对外净头寸规模及其占 GDP 比重 6
图表 6： 人民币汇率与 A 股上市公司汇兑损益 6

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

一、慎言人民币汇率新周期

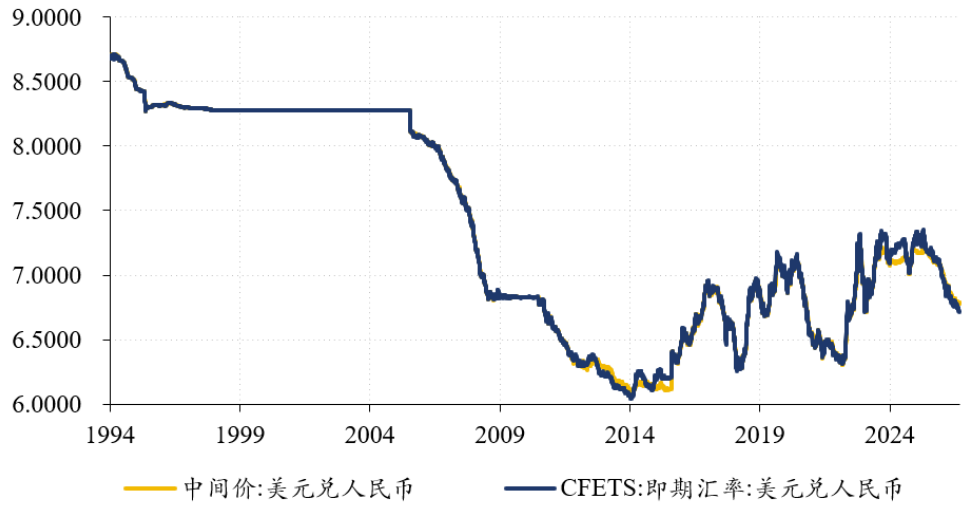
2026 年以来，美元指数从上年下跌 9.4%转为总体上涨，美联储紧缩预期升温推动中美负利差进一步扩大，但人民币汇率走出“美元强、人民币更强”的独立行情。前 8 个月，在岸人民币即期汇率（即境内银行间外汇市场下午四点半交易价，下同）和 CFETS 口径人民币汇率指数各升值 4%。这与 2021 年有相似之处：美元指数从上年下跌 6.7%转为上涨 6.7%，中美正利差有所收窄，但人民币双边和多边汇率均逆势走强，在岸即期汇率和 CFETS 口径人民币汇率指数分别升值 2.6%、8.0%。

正如股票市场上广为流传的一句话叫“三根阳线改变预期”，2022 年 3 月至 2025 年 4 月，人民币处于跌多涨少的承压行情，但是自 2025 年 4 月人民币转为震荡升值以来，市场转为普遍看多人民币，部分观点指出人民币进入了升值新周期，另有市场机构基于购买力平价理论推断人民币升值不可避免。

这种情景似曾相识：2020 年 6 月至年底，人民币汇率在 7 个月时间里升值 9.3%，当时很多人认为人民币进入了新周期，长期升值不可避免，市场机构普遍预测 2021 年人民币汇率将“破 6 进 5”。事后来看，2021 年底境内外人民币汇率均止步于 6.37 附近，距离破 6 仍有较远距离。

始于 2020 年 5 月末的这轮人民币升值行情最终止于 2022 年 3 月，升值态势仅持续了 21 个月，最多也就涨了 13.5%。历史经验表明，汇率周期跨度通常较大，如 1994 年至 2014 年是一轮完整的升值周期，2015 年“8·11”汇改后则是跌多涨少的承压周期（见图表 1）。如果仅凭 21 个月的升值就定义为“新周期”，“新周期”的时间跨度未免过短，累计涨幅也太小。

图表1：人民币汇率走势



来源：中国人民银行，中国外汇交易中心，万得，华福证券研究所

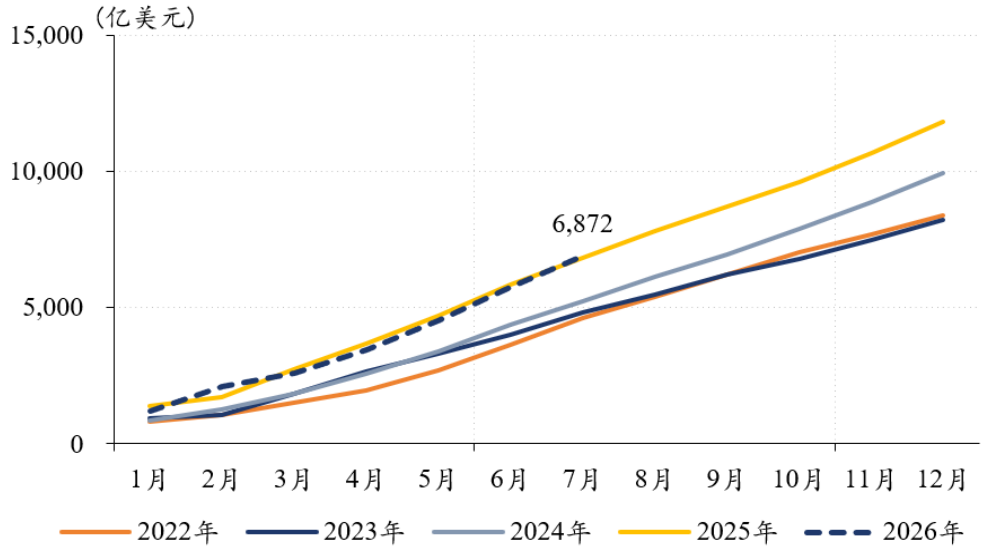
二、三大短期利好支撑人民币逆势走强

第一，外需较以往更强劲。2026 年前 7 个月，在货物出口高增长带动下，货物

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

贸易顺差达 6872 亿美元，创历史同期新高，相当于 2021 年同期的 2.33 倍（见图表 2）。尽管贸易顺差不必然导致人民币升值，但由于我国外汇市场由货物贸易主导，一旦出现升值环境，贸易顺差与升值预期容易自我强化、自我实现。

图表2：中国货物贸易顺差规模



来源：海关总署，万得，华福证券研究所

第二，中美经贸冲突趋于缓和。2025 年初特朗普重返白宫之后对华进行极限关税施压，人民币汇率在 4 月份创下近年来新低，但此后中美经贸关系进入了相对稳定期：5 月份中美建立经贸磋商机制，10 月份达成中美“关税战休战一年”的共识，2026 年 5 月特朗普再次访华，确立“中美建设性战略稳定关系”新定位。随着中美经贸关系改善，叠加 2026 年 2 月特朗普关税被裁定违宪，中美双边贸易快速恢复。2026 年 5 至 7 月，中国对美出口规模、自美进口规模（美元口径）同比分别增长 21.0%、20.6%。

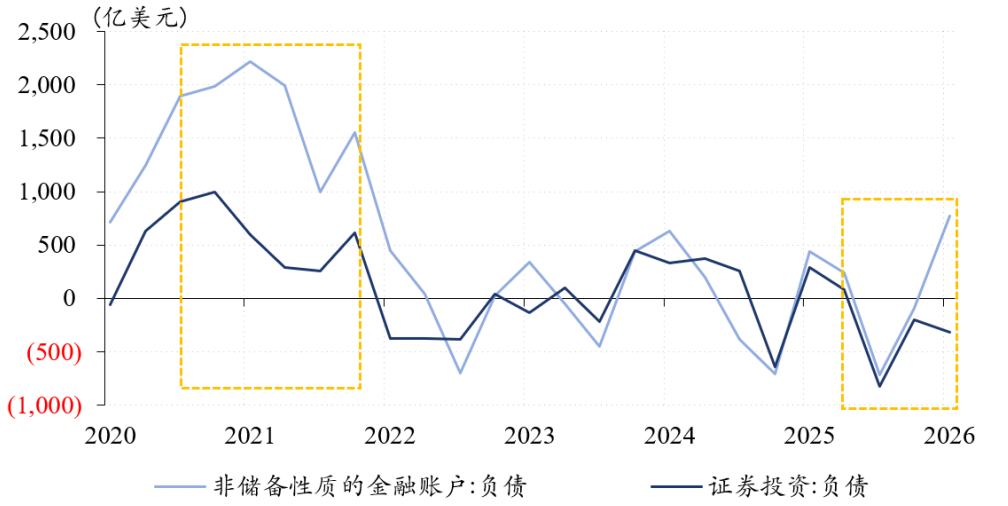
第三，宏观叙事大幅改善。过去一说到中国经济，以老问题、坏消息为主，如房地产、地方政府债务、通货紧缩等，现在则聚焦于物价回升、科技创新、新潮消费等新气象、新热点，这在边际上提振了市场信心，在情绪层面对人民币汇率形成一定支撑。

三、关注未来五大变数

第一，新旧动能转换存在阵痛。中国经济完成新旧动能转换的重要评判维度之一是从出口、制造业驱动转向消费和服务驱动。显而易见，由于新动能培育不及旧动能消退，目前中国经济仍在经历转型的阵痛。从外资表现看，尽管近年来外资对中国资产的兴趣有所增强，但市场上所谓的“外资对中国资产配置从可选项变为必答题”缺乏数据支撑。国际收支数据显示，上一轮人民币升值期间（2020 年三季度至 2022 年一季度），季均外来投资（非储备性质资本和金融账户负债方）规模达 1585 亿美元；而这一轮人民币升值期间（2025 年二季度至 2026 年一季度），季均外来投资规模仅为 52 亿美元（见图表 3）。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：外来投资规模



来源：国家外汇管理局，华福证券研究所

第二，外部环境影响加深。“十五五”规划对我国发展环境的判断，由“十四五”规划的“仍处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化”，调整为“战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期”，表明“十五五”时期我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。如前所述，当前人民币汇率的利好因素之一是中美经贸关系进入相对稳定阶段，但未来不排除重现不利变化。国际货币基金组织（IMF）在 2026 年 7 月份发布的《世界经济展望》报告中指出，全球经济仍面临多重严峻考验，包括中东地缘政治紧张局势的重新升级、贸易碎片化可能加速、科技泡沫破裂、公共债务高企等风险。其中任一风险超预期恶化，均可能冲击全球经济，并考验中国经济韧性。

第三，美元利率汇率前景。与上一轮人民币升值对应的正利差环境不同，本轮人民币升值伴随的是中美负利差走阔，因此 2025 年二季度以来外资在持续减持境内人民币债券。如果美国通胀上行风险加剧、美联储加息预期强化，中美负利差局面或将延续甚至进一步扩大。此外，在地缘政治冲突影响下，市场避险情绪和美联储紧缩预期也可能对美元形成支撑。总之，多重因素叠加下，美元利率汇率走势与常规预期出现背离，需关注政策与地缘风险的非线性冲击。

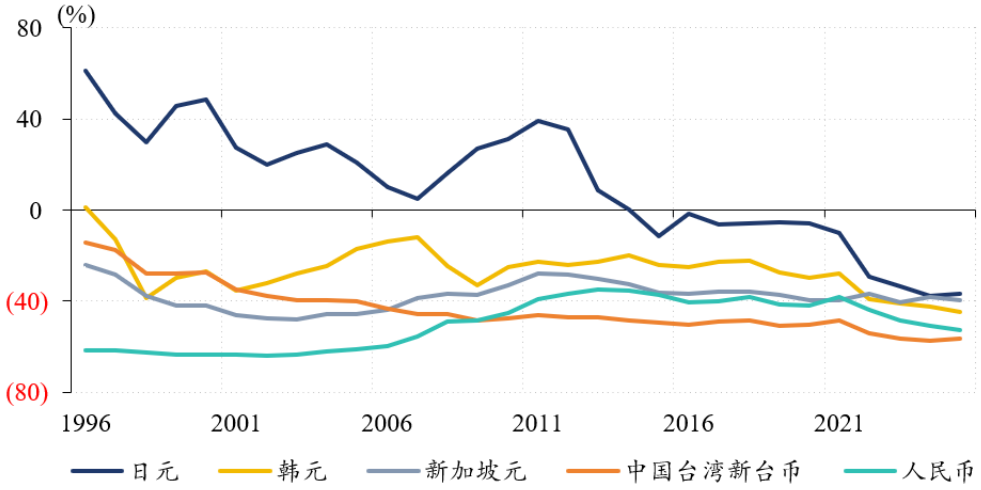
第四，购买力平价有待验证。市场常以人民币汇率低于购买力平价来论证人民币长期升值不可避免。但购买力平价仅是汇率决定理论之一，市场汇率向购买力平价收敛未必会在短期发生。例如，2023 年以来日元汇率相对购买力平价持续低估 30%以上；新加坡元、韩元、中国新台币等亚洲货币，二十年来市场汇率相对购买力平价持续低估，2025 年仍低估 40%~60%（见图表 4）。同期，人民币叙事也是在“根据购买力平价、人民币升值不可避免”与“货币超发、人民币贬值不可避免”之间反复切换。而且，即便人民币市场汇率会向购买力平价收敛，购买力平价未必指向升值方向：改革开放初期人民币购买力平价约 1.7，此后最低跌至 4.1，近年因国内通胀偏低又升回 3.4，但作为一个成长型经济体，中国通胀高于美国等成熟经济体应是长期现象。此外，我国教育、医疗收费偏低也意味着购买力平价未必是评判人民币汇率长期走势

人在草木间

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

的合理指标。

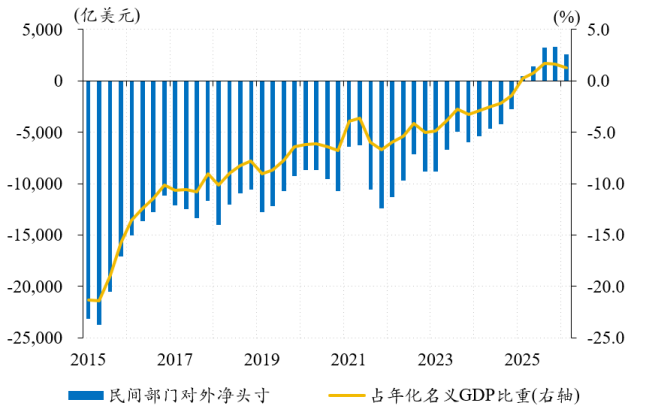
图表4：主要亚洲货币市场汇率相对购买力平价的偏离



来源：IMF，美联储，万得，华福证券研究所

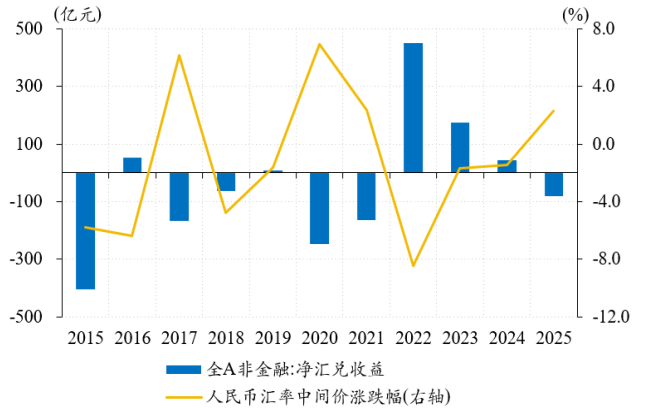
第五，关注升值的宏观紧缩效应。2025 年以来，中国民间部门已经从对外净负债转为净债权（见图表 5）。这意味着，除了贸易渠道外，人民币升值还会通过金融渠道对市场主体财务状况产生负面影响。从 2015 年至 2025 年 A 股非金融上市公司汇兑损益看，人民币升值年份上市公司多为净汇兑损失，贬值年份则多为净汇兑收益（见图表 6）。在财政货币政策均是支持性的背景下，人民币汇率过快升值有违宏观政策取向一致性。同时，这也证伪了人民币升值利好股市、贬值利空股市的说法。实际上，汇市和股市是受不同因素驱动。例如，2026 年初中东战争爆发后，中国抵御能源危机的相对优势驱动人民币走出独立升值行情，但全球货币宽松预期退潮、市场避险情绪高涨，导致全球股市包括 A 股在内均出现调整。从全球范围看，汇市和股市没有必然联系并非中国特例，如 2025 年美元指数下跌 9.4%，不影响美国三大股指都创下历史新高，2018-2025 年印度卢比连跌了八年，也不影响印度股市连涨了八年。即便个别时候人民币汇率和 A 股同涨同跌，但相关关系也不等同于因果关系，基于人民币升值预期推断中国资产重估的逻辑值得商榷。

图表5：民间部门对外净头寸规模及其占 GDP 比重



来源：国家外汇管理局，万得，华福证券研究所

图表6：人民币汇率与 A 股上市公司汇兑损益



来源：万得，华福证券研究所

四、主要结论

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

第一，当前影响人民币汇率涨跌的因素同时存在。短期利多人民币的因素相对占优，但升值的宏观紧缩效应可能会对市场情绪形成扰动。拉长时间看，影响汇率走势的不确定性与不稳定性依然较多，汇率测不准是必然，双向波动是常态。第二，不论中国还是海外，股市与汇市受不同因素驱动，个别时候同涨同跌仅体现为相关性而非因果关系，应审慎使用人民币升值推动中国资产重估的宏大叙事。第三，人民币汇率涨跌有利有弊，不宜对其做过多的价值判断。

五、风险提示

1、地缘政治局势存在不确定性。

2、主要经济体货币政策存在不确定性。

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