下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观深度报告 20260916

如何看待本轮人民币汇率升值空间？

2026 年 09 月 16 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 李沛
执业证书：S0600526080003
lip@dwzq.com.cn

相关研究

《供给改善，消费分层——8 月经济数据点评》

2026-09-15

《9 月 FOMC 前瞻：加息的 N 种情景假设——海外周报 20260914》

2026-09-14

- **核心观点：2026 年 9 月以来人民币汇率偏强运行，离岸价触及 6.70 关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱，贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下：一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值，主因经常账户贡献及地缘安全溢价，且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限；二是升值对出口影响较小，我国对美出口份额已降至 2026Q1 的 9%，人民币实际有效汇率不高，近 60%外贸企业汇率影响可控；三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言，海外流动性收敛背景下，美元下行幅度受限，但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026 年 Q4 人民币或在温和升值基调下围绕 6.60—6.75 中枢双向波动；至 2027 年 3 月末，中性情形有望运行至 6.63，乐观情形或触及 6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点，中性假设下本轮升值终点区间 6.50-6.60，乐观视角可触及 6.45。**

■ 如何理解本轮人民币汇率升值？

- **其一，美元强势基础转弱，非美货币受提振。**7 月末以来美元指数自 101.6 回撤近 3%至 98.6。美日联合干预后，8 月日本外汇储备消耗 947 亿美元，日元升值近 7%，日元走强直接削弱美元强势基础。**其二，外贸景气叠加经常账户顺差，结汇韧性延续。** 2026 年 8 月商业银行结汇顺差为 485 亿美元，远高于 2010 年以来单月均值。1—8 月贸易顺差累计 8063 亿美元，远超过去 6 年同期均值 5200 亿美元；2026 年 Q2 经常账户差额 1951 亿美元，远高于 2010 年单季均值 705 亿美元。**其三，央行中间价连续调升释放牵引信号，但逆周期因子系统性转正。**引导升值斜率更为平滑，侧面映射市场供需力量更多推动汇率走向温和升值。

■ 人民币基本盘：有管理的浮动汇率制+国际收支“两顺两逆”

- **汇率可视为法定货币的外部价格，本质为内外经济基本面的综合映射。当前中国实行有管理的浮动汇率制度，国际收支呈“两顺两逆”格局**：经常账户顺差、资本与金融账户逆差；货物贸易顺差、服务贸易逆差。2026 年 8 月，央行外汇占款余额 21.7 万亿元，官方外储 3.4 万亿美元。

■ 本轮人民币汇率升值的市场分歧

- **第一，为何中美利差倒挂下仍持续升值？** 本轮人民币升值周期未伴随美元大幅走贬、中美利差回正或收敛，国内基本面也仅平缓复苏，主因在于全球 AI 资本开支高景气下经常账户支撑及美元信用受损下的地缘安全溢价、中美经贸磋商进展及人民币国际化推进提振。且中美 10Y 实际利率差仅约-150bp，远小于名义利差。**第二，升值是否对出口形成压力？** 对美出口份额已从 2018 年 9 月的 20.7%降至 2026 年 Q1 的 9.17%，出口目的地多元化；人民币实际有效汇率仍然低估，同时外贸企业汇率对冲扩大，近 60%外贸企业受汇率影响可控。央行行长潘功胜表示，中国无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势。**第三，外资对股债配置趋势如何？** 2023 年起外资股债配置分化。2024 年 8 月—2026 年 6 月外资持有境内股票由 2.48 万亿元升至 4.66 万亿元；2026 年 1—9 月外资对中债整体净减持。2024 年 Q3-2026 年 H1，人民币境外存款回流与 A 股走强同步，但汇率升值终点往往滞后于权益高点。民间部门国际净头寸近一年转正，但海外资产头寸仍累积，私人部门对外投资收益改善。

■ 多维度推演人民币汇率本轮升值空间

- **第一，历史两轮升值周期趋势判断。**过去两轮升值周期极值从 2018 年 3 月的 6.25 至 2022 年 2 月的 6.31。考虑内外经济周期差异未显著收敛、美元下行受限，本轮升值终点在 6.50 附近，乐观可触及 6.45。**第二，央行逆周期调节时点回溯后续推演。**参考 2017 年 9 月与 2020 年 10 月央行下调远期售汇外汇风险准备金率后汇率运行，按波幅均值，中性假设下终点为 6.55-6.60，乐观视角可至 6.45。**第三，汇率升值动力模型公式。**至 2027 年 3 月末，中性视角有望触及 6.63，乐观情形有望触及 6.58。
- **风险提示：（1）国际地缘摩擦超预期；（2）美联储加息节奏超预期；（3）国内经济修复不及预期。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 如何理解本轮人民币汇率升值 4
1.1. 美元强势基础转弱，非美货币受到提振 4
1.2. 外贸景气叠加经常账户顺差，企业结汇韧性延续 4
1.3. 央行对中间价连续调升，释放牵引信号 5
2. 人民币基本盘—有管理的浮动汇率制+国际收支“两顺两逆” 6
3. 本轮人民币汇率升值的市场分歧 9
3.1. 为何人民币汇率在中美利差倒挂背景下持续升值？ 9
3.2. 人民币升值是否将对出口形成压力？ 11
3.3. 本轮升值周期外资对股债配置趋势如何？ 12
4. 多维度推演人民币汇率本轮升值空间 15
4.1. 以过去两轮人民币汇率运行周期进行趋势判断 15
4.2. 从央行外汇逆周期调节时点看升值空间 16
4.3. 基于人民币升值汇率动力模型公式 17
5. 风险提示 19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 美元指数主要构成....4
图 2: 美元兑日元及日本外汇储备....4
图 3: 商业银行结售汇顺差....5
图 4: 中国经常账户顺差与贸易顺差....5
图 5: 美元兑人民币汇率中间价....5
图 6: 央行逆周期因子大致测算....5
图 7: 人民币汇率运行的三轮周期....6
图 8: 汇率、利差与国际收支的内在长期平衡机制....7
图 9: 经常账户和资本金融账户....7
图 10: 货物贸易顺差与服务贸易逆差....7
图 11: 国际收支平衡表，亿美元....8
图 12: 中国央行资产负债表，亿元....9
图 13: CFETS 人民币汇率指数....10
图 14: 中美国债利差和权益表现....10
图 15: 中美两国实际利率相差不大....10
图 16: 中国出口总额中对美出口份额....11
图 17: 通胀调整后的人民币实际有效汇率并不高....11
图 18: 人民币结算占代客涉外收支占比均接近 50%....12
图 19: 跨境贸易人民币业务结算规模....12
图 20: 外资持有境内股票和债券....13
图 21: 10Y 中债利率与人民币汇率....13
图 22: 外资对中债持有量边际变化与 10Y 中美利差....13
图 23: USDCNH 与沪深 300 股权风险溢价....14
图 24: 人民币境外存款和创业板的阶段跷跷板....14
图 25: 近一年中国民间部门国际投资净头寸整体回正....14
图 26: 中国金融机构外汇存款....14
图 27: 私人部门对外投资收益....15
图 28: 海外资产头寸仍然累积....15
图 29: “8·11 汇改”后人民币汇率运行的三轮周期....15
图 30: 央行外汇逆周期调节工具使用情况....16
图 31: 离岸人民币汇率掉期 SWAP....17
图 32: 离岸人民币资金利率....17
图 33: 结售汇的季节性....18
图 34: 三种情境假设下的人民币汇率升值动力评分....18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

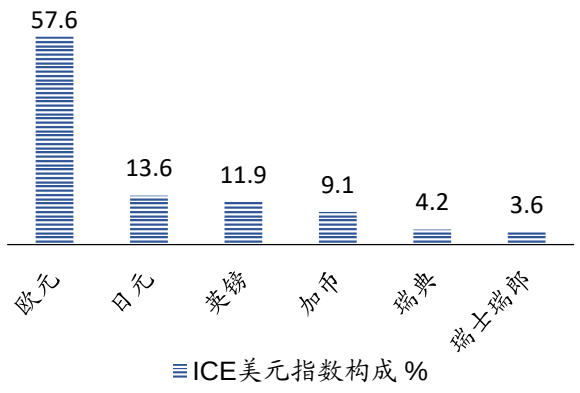
1. 如何理解本轮人民币汇率升值

2026 年 9 月国际油价超预期上行，欧日美流动性整体收敛，但人民币汇率在此背景下呈现较强韧性，美元兑离岸人民币汇率触及 6.70 关口，9 月 10 日盘中一度报收 6.704。

1.1. 美元强势基础转弱，非美货币受到提振

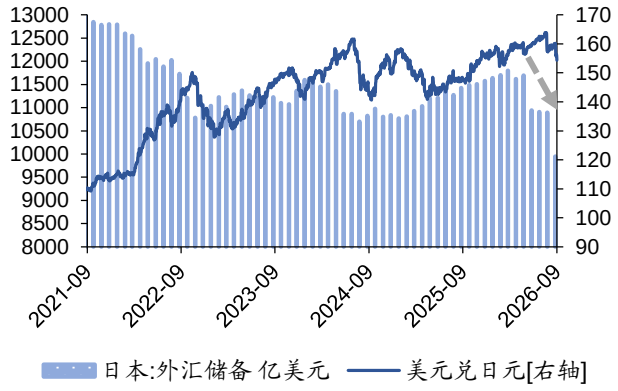
7 月末至今美元流动性整体处于阶段顺风期，美元指数自 101.6 回撤近 3%至 98.6。同期国际油价整体反弹，Jackson Hole 年会后联储货政预期边际转鹰，美债利率中枢上移，但美元在日元干预影响下延续偏弱震荡格局。2026 年 7 月末美元兑日元触及 164 关口，随后美日联合实施外汇干预。2026 年 8 月日本外汇储备消耗 947 亿美元，日元至今升值近 7%，美元兑日元至 9 月 12 日报收 153。从 ICE 美元指数构成来看，欧元、日元与英镑的权重分别为 57.6%、13.6%与 11.9%，三者合计占比达到 83%。日元走强时，美元强势基础受到削弱。当前欧日央行加息节奏整体领先于美联储，叠加市场对美国债务可持续性担忧升温，美元信用受损逻辑催化，美元指数上行空间受限。

图1：美元指数主要构成



数据来源：ICE，东吴证券研究所

图2：美元兑日元及日本外汇储备



数据来源：日本财务省，ICE，东吴证券研究所

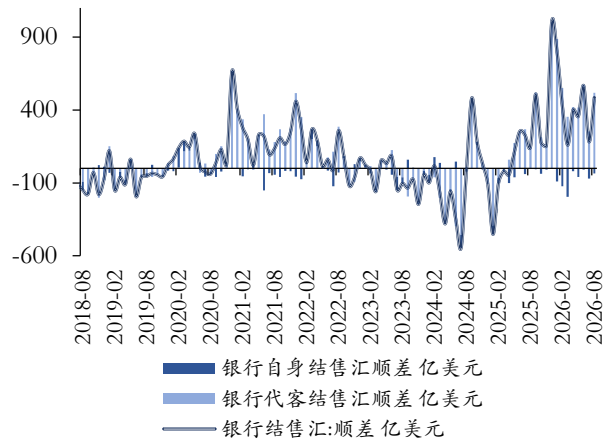
1.2. 外贸景气叠加经常账户顺差，企业结汇韧性延续

在升值预期下，出口商将海外留存美元收益结汇，形成正反馈循环。2026 年 4-8 月商业银行结汇顺差分别为 400.8 亿美元、357.9 亿美元、566.6 亿美元、182.6 亿美元与 484.8 亿美元。虽较年初明显回落，但仍远高于 2010 年以来单月均值 66 亿美元的水平。2026 年 1-8 月，我国贸易顺差累计值为 8063 亿美元，远高于过去 6 年 1-8 月累计贸易顺差均值 5200 亿美元。2026 年 Q2，国内经常账户差额为 1951 亿美元，远高于 2010 年单季度均值 705 亿美元，与贸易顺差数据趋势整体向好。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

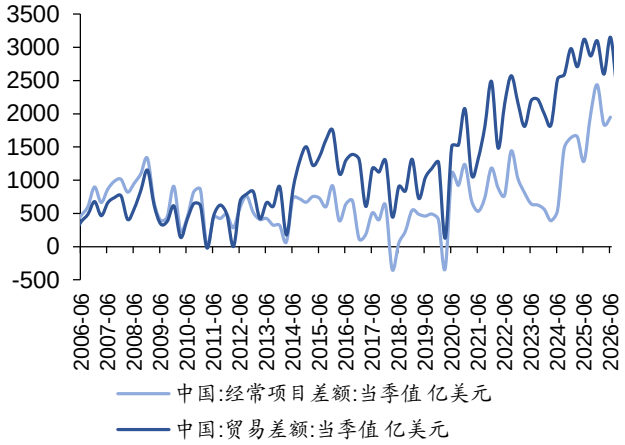
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：商业银行结售汇顺差



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图4：中国经常账户顺差与贸易顺差

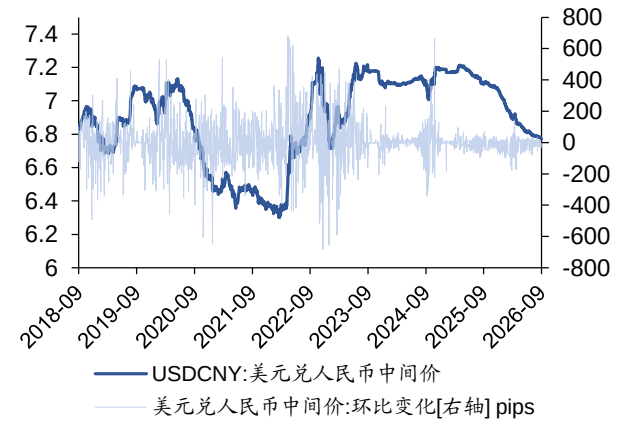


数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

1.3. 央行对中间价连续调升，释放牵引信号

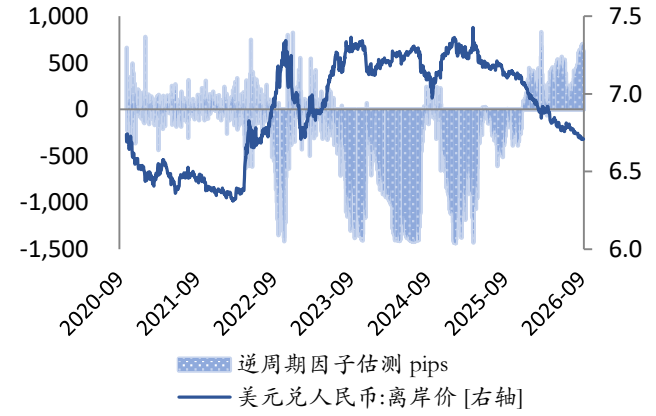
2025 年 4 月 15 日-2026 年 9 月 15 日，美元兑人民币汇率中间价自 7.2096 运行至 6.7628，央行对人民币中间价调升幅度为 4468pips。据测算，央行逆周期因子自 2026 年初系统性转正，指向央行在引导汇率升值斜率往更平缓的方向运行，侧面映射市场供需力量更多推动汇率走向温和升值。

图5：美元兑人民币汇率中间价



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

图6：央行逆周期因子大致测算



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

从离岸价的绝对点位来看，本轮升值周期始于 2025 年 4 月对等关税落地后的起点 7.42，2025 年末美元兑人民币汇率离岸价突破 7.0，2026 年 2 月末触及 6.82，2026 年 9 月初触及 6.70 关口。2026 年 4 月 7 日至今，反映人民币对一篮子货币汇率变动的 CFETS 人民币汇率指数上升 7.8%，但人民币兑美元离岸汇率升值近 10%。2026 年 2 月 27 日，央行宣布自 3 月 2 日起将远期售汇外汇风险准备金率从 20%下调至 0，旨在应对升值速率过快，防止单边一致预期，同时降低企业远期购汇成本。历史规律显示，准备金率调降主要调节汇率短期升值斜率，中期运行方向仍取决于内外经济周期差。至 9 月 12 日，10Y 中美国债利差来到 320bp 倒挂的历史高位，这侧面折射了内外经济周期差以及资本与金融账户逆差格局的延续。

图7：人民币汇率运行的三轮周期

人民币运行周期	方向	持续时间	USDCNH	上证综指	沪深300	创业板指	内部背景	外部背景
第一轮	趋贬	2015/8/1-2017/1/2	6.21→6.97	-16.25%	-13.24%	-23.39%	“811”汇改；外汇储备环比负增	美联储开启加息；英国脱欧
	升值	2017/1/2-2018/3/26	6.97→ 6.25	1.22%	17.65%	-9.12%	出口韧性	联储仍加息但特朗普政府政策推行受阻，美元回落
第二轮	趋贬	2018/3/26-2020/5/28	6.25→7.18	-12.79%	-4.07%	13.08%	资管新规落地；信用收缩	中美贸易摩擦；全球公共卫生事件冲击
	升值	2020/5/28-2022/2/25	7.18→6.31	21.67%	18.93%	37.86%	疫情后先于海外复苏；出口较强	美联储降息周期；中美国债正利差
第三轮	趋贬	2022/2/25-2025/4/8	6.31→7.42	-8.29%	-19.40%	-33.89%	地产、内需及出口承压	FOMC加息+强美元周期；俄乌冲突
	升值	2025/4/7- 2026/9/12	7.42→6.70	34.90%	36.92%	118.63%	出口景气叠加结汇需求；国内财政货币政策双积极；经济缓慢复苏；央行中间价牵引	美联储降息周期；美元强势基础转弱

数据来源：中国央行，美联储，Wind，东吴证券研究所整理

2. 人民币基本盘—有管理的浮动汇率制+国际收支“两顺两逆”

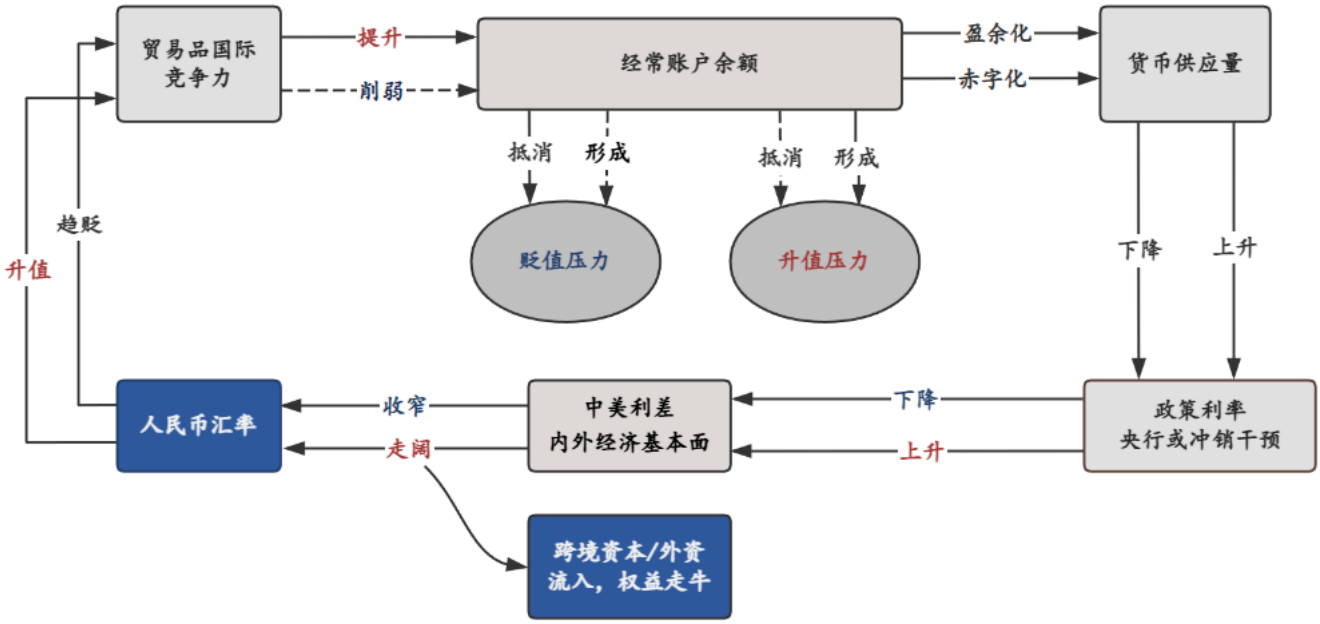
汇率可以视为法定货币的外部价格，本质为该国经济基本面的综合映射。汇率的比价一定程度可反映两国价值量的相对情况。汇率决定理论中，主流理论包括利率平价定律、国际收支定律、购买力平价理论等。利率平价理论对于汇率中短期波动解释力更强，从利差视角到预测汇率的方向。国际收支理论则主要跟随贸易发展而产生，讨论国际收支情况与汇率的关联性。购买力平价则认为两国汇率水平与两国物价情况关联较高，但该理论更适用于长期的指引。2015 年“8·11”汇改后，双向波动常态化。人民币受美元与美联储政策的外部影响，同时亦反映国内经济预期与央行政策平衡，中美利差又是内外周期差的侧面映射。

目前中国央行汇率实行有管理的浮动汇率制度。作为发展中国家，中国需要相对稳定的汇率水平以维持经济运行的预期平稳。独立的货币政策、浮动汇率制度及一定程度的资本管制，这样的组合可以在应对海外金融危机外溢冲击时，维护汇率稳定的同时仍保留货币政策对经济的自主调控能力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

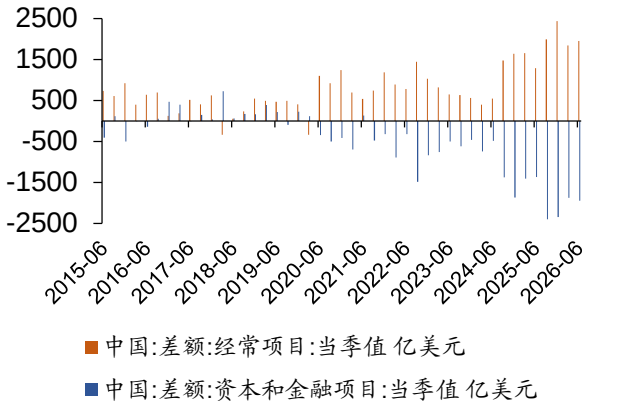
图8：汇率、利差与国际收支的内在长期平衡机制



数据来源：东吴证券研究所整理

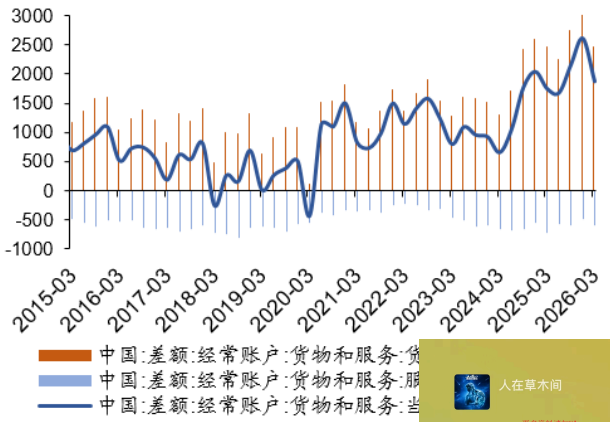
我国国际收支整体呈“两顺两逆”基本格局。国际收支账目表分为经常账和资本账。根据 IMF《国际收支和国际投资头寸手册》第六版，国际收支平衡表是反映某个时期内一个国家或地区与世界其他国家或地区间的经济交易的统计报表。**2020 年开始，我国保持“经常账户顺差，资本与金融账户逆差”及“货物贸易顺差，服务贸易逆差”的格局。**中国经常账户的顺差为国际收支顺差的主要来源，而货物贸易项又是经常账户顺差的主要拉动，所以出口创汇成为人民币汇率支撑的重要来源。

图9：经常账户和资本金融账户



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图10：货物贸易顺差与服务贸易逆差



数据来源：国家外汇管理局，东吴证

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

经常账户与国际贸易活动关联，受本国出口景气度影响。2020 年-2025 年，我国经常账户顺差分别录得 2237 亿美元、2974 亿美元、4041 亿美元、2570 亿美元、4623 亿美元与 7350 亿美元；而资本与金融账户呈现逆差格局，六年数据分别录得-901 亿美元、-2184 亿美元、-3541 亿美元、-2445 亿美元、-4616 亿美元与-7735 亿美元。而经常账户中，货物贸易 2020 年-2025 年顺差值分别为 5005 亿美元、5367 亿美元、6509 亿美元、6000 亿美元、8091 亿美元和 10605 亿美元；同期服务贸易整体呈现逆差，6 年具体数据分别为-1670 亿美元、-1307 亿美元、-1125 亿美元、-2208 亿美元、-2550 亿美元与-2381 亿美元。

资本与金融账户主要反映跨境资本流动。其中，直接投资指“以投资者寻求在本国以外运行企业获取有效发言权为目的的投资”，相关投资工具可划分为股权和关联企业债务；证券投资指“包括证券投资资产和证券投资负债”，相关投资工具可划分为股权和债券。**通常来说，直接投资的资金流入偏中长期，而证券投资与其他投资项更多是对短期跨境资本流向的映射，类似我们提到的“热钱 Hot Money”。**如外资持有境内债券和股票的变动影响短期资本流动，并与内外利差变化呈现同向趋势。2022 年-2025 年，联储激进加息周期的开启，中美利差倒挂程度加深，资金面临一定流出的压力，人民币汇率表现承压。2022 年-2025 年，我国资本与金融账户下的非储备性质金融账户分别录得-2573 亿美元、-2393 亿美元、-5238 亿美元和-8201 亿美元。证券投资项亦整体呈现逆差，四年数据分别录得-2891 亿美元、-578 亿美元、-1792 亿美元与-4256 亿美元。

图11：国际收支平衡表，亿美元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026H1
经常账户	**241.3**	**902.7**	**2,237.2**	**2,974.1**	**4,041.4**	**2,570.3**	**4,622.8**	**7,350.2**	**3,794**
货物贸易	**3,800.7**	**3,710.9**	**5,004.8**	**5,367.0**	**6,509.2**	**6,000.4**	**8,091.0**	**10,605.5**	**5,263**
服务贸易	-2,921.7	-2,518.9	-1,670.2	-1,306.8	-1,125.4	-2,208.2	-2,549.8	-2,381.1	-1,120
初次收入(收益)	-613.6	-391.8	-1,181.9	-1,244.8	-1,543.7	-1,336.9	-1,071.1	-1,095.4	-451
二次收入(经常转移)	-24.1	102.5	84.6	158.7	201.4	115.0	152.7	221.2	101
资本和金融账户	**1,532.3**	**262.7**	**-900.7**	**-2,184.2**	**-3,540.7**	**-2,444.5**	**-4,616.4**	**-7,735.2**	**-3,832**
资本账户	-5.7	-3.3	-0.8	0.9	-3.1	-3.0	-1.1	-1.9	1
金融账户	1,538.0	266.0	-900.0	-2,185.1	-3,537.6	-2,441.5	-4,615.2	-7,733.3	-3,833
非储备性质的金融账户	1,726.8	73.1	-611.5	-302.9	-2,573.2	-2,393.2	-5,238.1	-8,201.0	-2,608
直接投资	923.4	502.6	993.7	1,652.8	-198.5	-1,743.3	-1,495.5	-772.3	-204
证券投资	1,068.7	579.5	955.4	513.7	-2,890.5	-578.2	-1,792.4	-4,255.8	/
金融衍生工具	-61.5	-23.5	-108.2	102.4	-132.0	-70.0	-119.8	-240.9	/
其他投资	-203.8	-985.4	-2,452.4	-2,571.7	647.8	-1.8	-1,830.4	-2,932.0	/
储备资产净获得变化	-188.9	192.9	-288.5	-1,882.3	-964.4	-48.3	622.9	467.7	-1,225
净误差与遗漏	-1,773.6	-1,291.8	-1,587.6	-1,344.7	-893.1	-189.3	101.0	385.0	38

数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

央行外汇占款统计在《货币当局资产负债表》中，外国资产项目下的外汇资产，其变动对于负债方基础货币的投放产生影响。据央行口径，截至 2026 年 8 月，央行外汇占款余额为 21.72 万亿元。2026 年 8 月，我国官方外汇储备余额为 34383 亿美元。

图12：中国央行资产负债表，亿元

项目	金额	项目	金额
国外资产	231,818	**储备货币（基础货币）**	401,814
国外资产：央行外汇占款	217,248	储备货币：货币发行	152,892
国外资产：黄金	5,244	储备货币：非金融机构存款	25,644
国外资产：其他	9,326	储备货币：其他存款性公司存款	223,279
对政府债权	21,346	**不计入储备货币的金融性公司存款**	6,481
其中：中央政府	21,346	**债券发行**	2,400
对其他存款性公司债权	213,399	**国外负债**	2,096
对其他金融性公司债权	3,851	**政府存款**	62,541
对非金融公司债权	/	**自有资金**	220
其他资产	28,154	**其他负债**	23,015
总资产	498,567	**总负债**	498,567

数据来源：中国央行，东吴证券研究所

注：截至 2026 年 8 月

3. 本轮人民币汇率升值的市场分歧

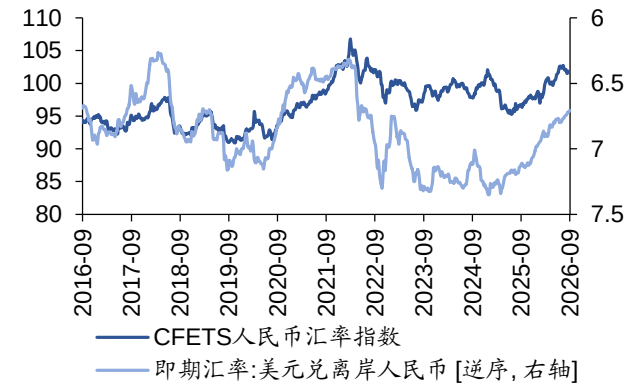
3.1. 为何人民币汇率在中美利差倒挂背景下持续升值？

和以往汇率升值周期不同的是，本轮升值并未伴随美元的大幅走贬、中美利差的回正甚至倒挂程度的收敛。同时，国内经济基本面整体呈现平缓斜率复苏格局，并非超预期强劲。这说明本轮决定人民币汇率升值的主要逻辑在于经常账户的支撑、人民币资产的真实需求、美元信用受损背景下的中国资产的地缘安全溢价。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

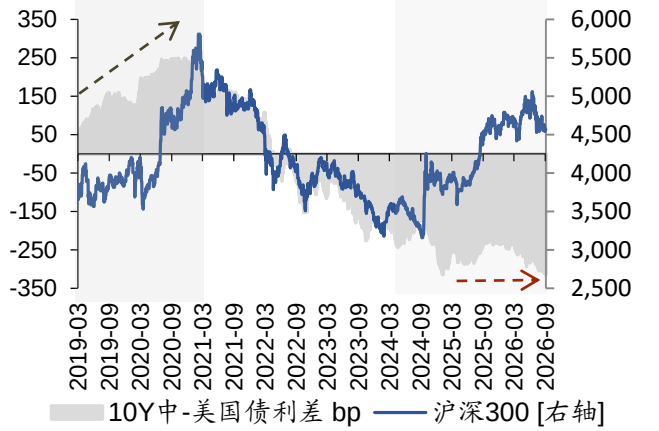
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：CFETS 人民币汇率指数



数据来源：CFETS，东吴证券研究所

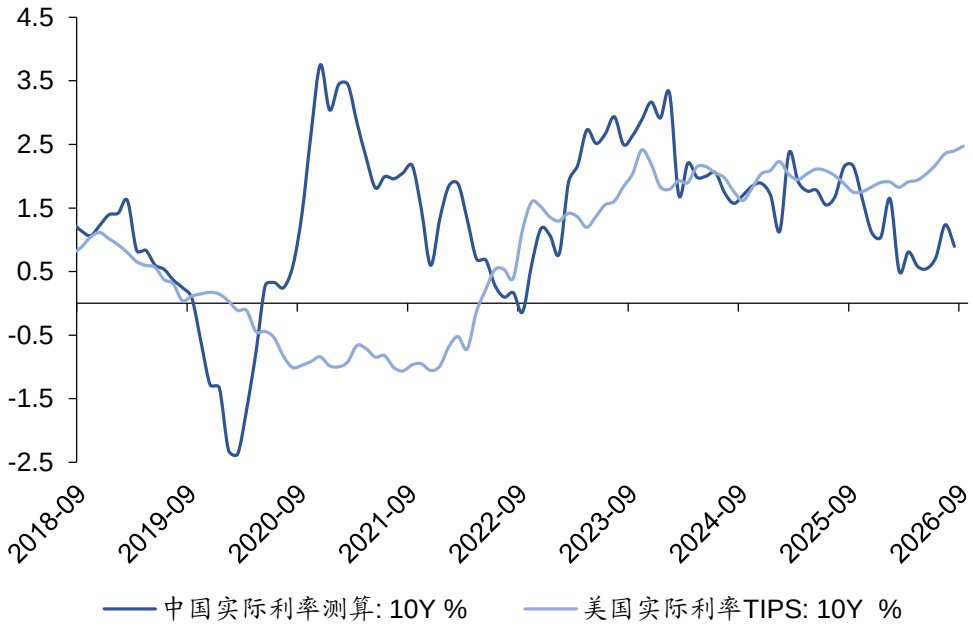
图14：中美国债利差和权益表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

其一，2025 年 10 月中美经贸磋商取得进展，外部经贸环境回稳，汇率风险溢价收敛。美国最高法院裁定特朗普关税政策违法，显著降低中国对美出口关税成本，增强升值动能。人民币国际化稳步推进——跨境结算比例提升、货币互换扩容、离岸市场工具完善，强化人民币资产吸引力。截至 2026 年 H1，境外主体持有的境内人民币资产已超过 11 万亿元，80 多个国家和地区的央行或货币当局已将人民币纳入外汇储备。**其二，受全球 AI 资本开支高景气的推动，中国强劲的贸易顺差使得结汇韧性一直维持高位。其三， 虽名义利差相差较大，但中美两国的实际利率相差不大。**至 2026 年 9 月，中美 10Y 实际利率的倒挂值大概为 150bp，远小于同期限两国 320bp 以上的名义利差倒挂值。

图15：中美两国实际利率相差不大



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

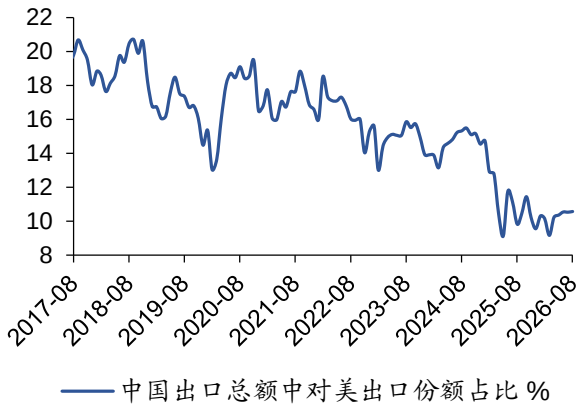
3.2. 人民币升值是否将对出口形成压力？

人民币升值一方面源于外贸景气的推动，但汇率的走强对出口并不一定构成压力。当前中国出口目的地多元化，对美出口份额下降，通胀调整后的人民币实际有效汇率并不高。

其一，我国出口中对美出口份额已从 2018 年 9 月的 20.72%下降至 2026 年 Q1 的 9.17%，对非美发达经济体及东盟等新兴经济体的出口份额抬升。出口目的地多元化降低了对单一市场的依赖，这意味着即使对美元相对升值，对整体出口的影响是较为有限的。

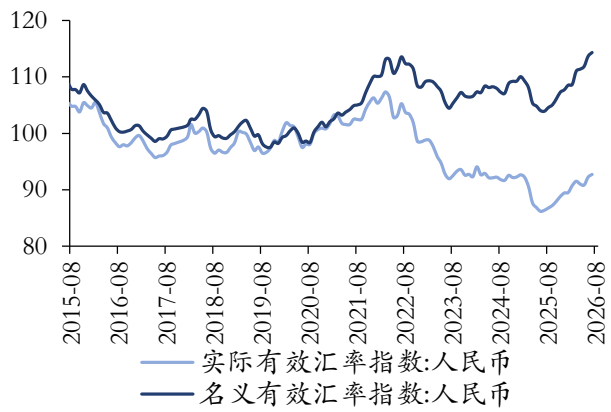
其二， 当前我国平衡内外通胀因素的 BIS 实际有效汇率指数仍然偏低，这意味着即使汇率整体走强，但由于物价水平相对海外显著偏低，综合下来出口商品在国际市场仍然具备较强竞争力。2026 年 7 月人民币实际有效汇率指数和名义有效汇率指数分别报收 92.72 和 114.29。

图16：中国出口总额中对美出口份额



数据来源：中国海关总署，东吴证券研究所

图17：通胀调整后的人民币实际有效汇率并不高



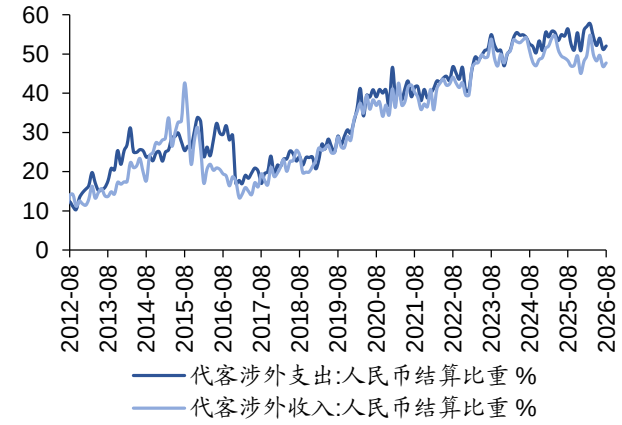
数据来源：BIS 国际清算银行，东吴证券研究所

其三，多维度数据反映外贸企业汇率对冲覆盖面正在扩大。1）2026 年 8 月，人民币结算占代客涉外收支占比均接近 50%。2026 年 8 月，涉外代客支出中人民币结算占比为 52.07%，涉外代客收入中人民币结算占比为 47.69%。2）2026 年 H1，企业利用外汇衍生品管理汇率风险的签约规模接近 1.4 万亿美元，同比增长 40%；企业外汇套保比率达到 35.3%，比 2025 年全年提高 5.3 个百分点。3）近 60%的外贸企业受汇率影响是相对可控的。2026 年 1—8 月，货物贸易人民币收付总额 10.36 万亿元，占同期本外币跨境收付总额比重达三成。以外币开展结算的，外汇套期保值的比率为 30%左右。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

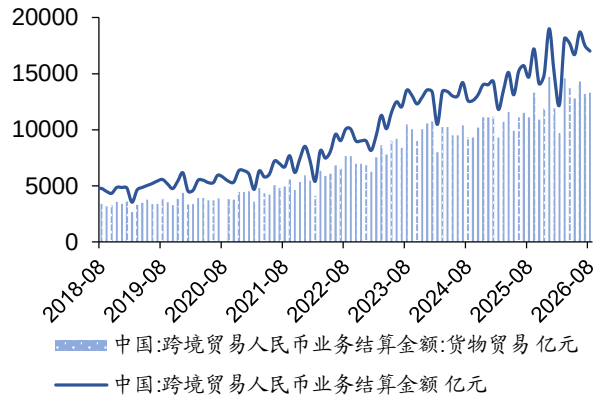
下载日志已记录，仅供内部参考

图18：人民币结算占代客涉外收支占比均接近 50%



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图19：跨境贸易人民币业务结算规模



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

从央行官方表态来观察，可以判断即使汇率温和升值，外贸的结构升级以及企业跨境避险工具的使用将使得出口仍然维持一定韧性。2026 年 8 月，G20 召开今年第二次财长和央行行长会议，**中国央行行长潘功胜在发言时提到，中国没有必要，也无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势。**近年来，随着出口结构转型升级，企业议价能力和汇率风险管理能力不断增强，中国贸易对汇率敏感性大幅下降。同时，外贸企业更多使用汇率避险工具，人民币在贸易结算中占比不断提升，进一步降低了贸易对汇率波动的敏感性。中国实施有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，同时防范市场“羊群效应”和非理性预期的自我强化。

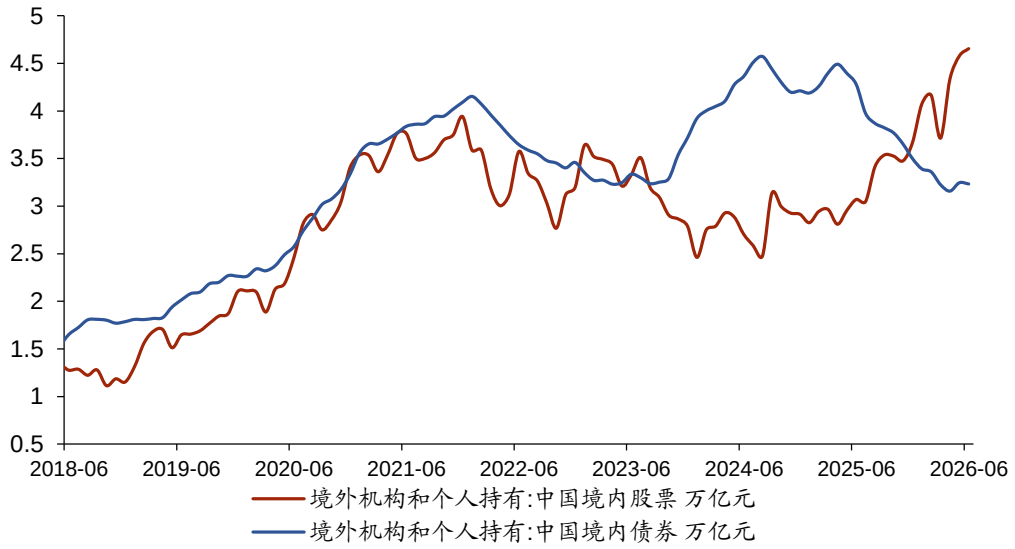
3.3. 本轮升值周期外资对股债配置趋势如何？

根据央行口径，2023 年开始，外资对股债的配置开始分化。2018 年 Q2-2021 年 Q4，外资对股债整体均呈现增配，其中境外投资者对境内股票持有金额由 1.28 万亿元升至 3.94 万亿元；境外投资者对境内债券持有金额由 1.65 万亿元升至 4.09 万亿元。2022 年至 2023 年末，外资对股债整体减持，而权益资产的减配主要源于海外加息流动性快速收紧下国内权益市场的偏弱表现。2024 年-2026 年，外资对权益再度增配，2024 年 8 月-2026 年 6 月，境外机构和个人持有境内股票值由 2.48 万亿元上升至 4.66 万亿元。同期，债券资产在股债跷跷板效应下吸引力相对下降，2025 年 4 月-2026 年 4 月，外资对境内债券的持有规模由 4.49 万亿元下降至 3.16 万亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

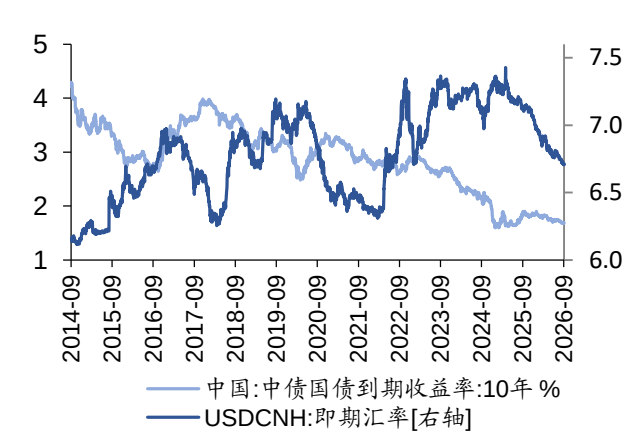
图20：外资持有境内股票和债券



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

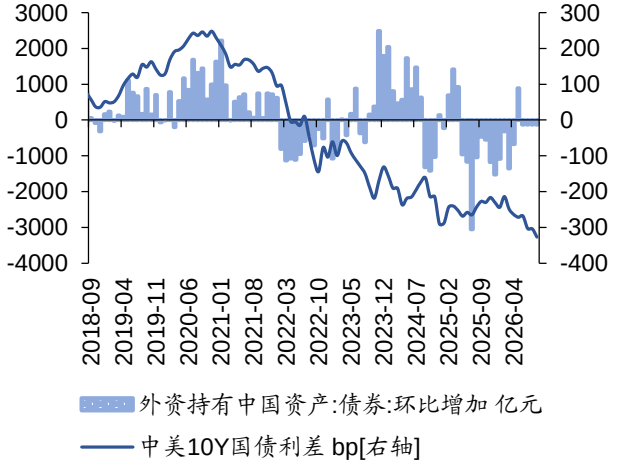
人民币汇率和中债共同受益于国内经济基本面的改善，从该维度理解，二者理论上呈现一定负向性。例如 2017 年和 2020 年，我们看到人民币汇率升值与债券利率上行的共存。而近两年开启的本轮人民币升值并未伴随债券利率的大幅走高，这也侧面印证国内经济基本面仍然处于偏弱复苏格局。相反，2026 年以来资产呈现股债汇共振走强格局，这与 2021 年时期股债汇三牛的资产演绎存在类似之处。但在 2022 年-2024 年，美元兑人民币汇率均一度运行至 7.3 关口附近，汇率的趋贬压力又对国内央行降息空间形成约束。**2026 年 1-9 月，外资对中债整体净减持 3048 亿元。**

图21：10Y 中债利率与人民币汇率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：外资对中债持有量边际变化与 10Y 中美利差



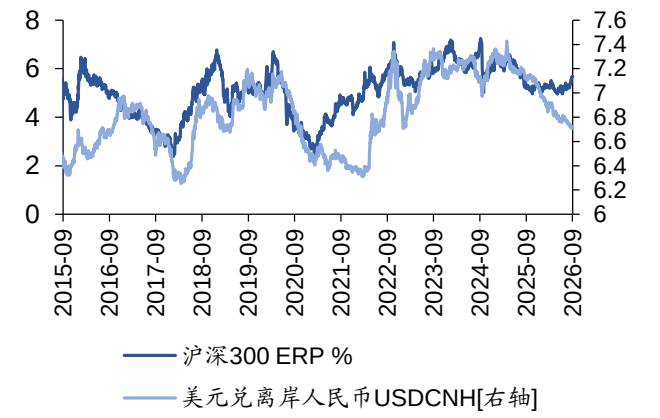
数据来源：中国央行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

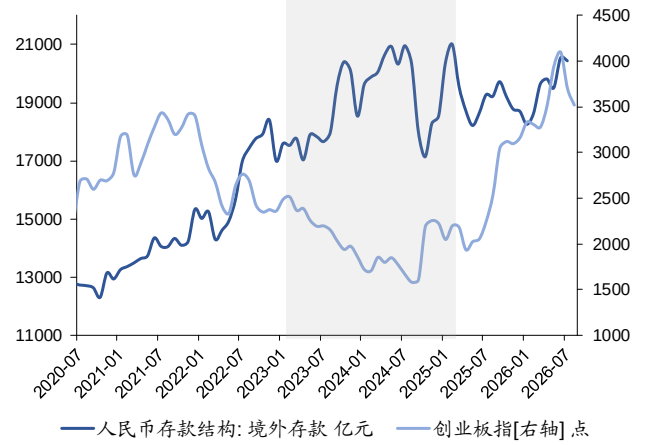
人民币汇率与权益资产共同受益于跨境资本流动与经济基本面景气回暖。从历轮周期来看，汇率和 A 股的运行往往顺周期共振，但汇率升值终点往往滞后于权益高点。例如 2017 年、2020 年-2021 年。同时，沪深 300 的权益风险溢价 ERP 与人民币汇率离岸价之间具备明显负向性。以本轮为例，2024 年 9 月 13 日，沪深 300ERP 一度触及 7.20%，彼时 A 股触底，美元兑人民币汇率在 7.0 上方的趋贬区间。2024 年 9 月-2026 年 H1，受益于美联储宽松周期开启、外贸景气和国内经济基本面的企稳回升，A 股和人民币共振走强。从人民币境外存款规模观测，2021 年末至 2024 年 8 月，人民币境外存款规模由 1.3 万亿元上升 8000 亿至 2.1 万亿元，同期 A 股处于偏弱运行周期。2024 年 Q3 至 2026 年 H1，人民币境外存款有所回流，同期 A 股走强，指向国内权益资产回报吸引力上升。

图23：USDCNH 与沪深 300 股权风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

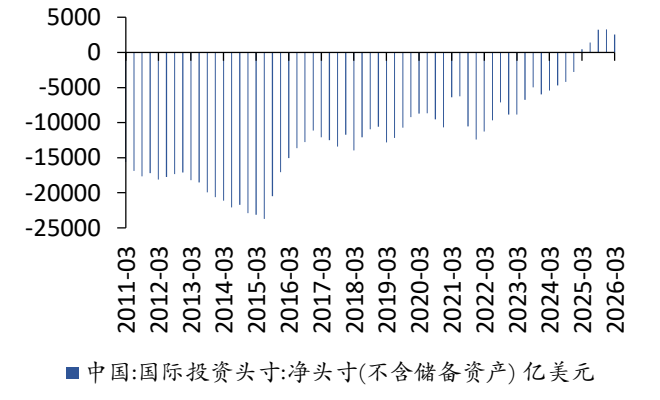
图24：人民币境外存款和创业板的阶段跷跷板



数据来源：中国央行，沪深交易所，东吴证券研究所

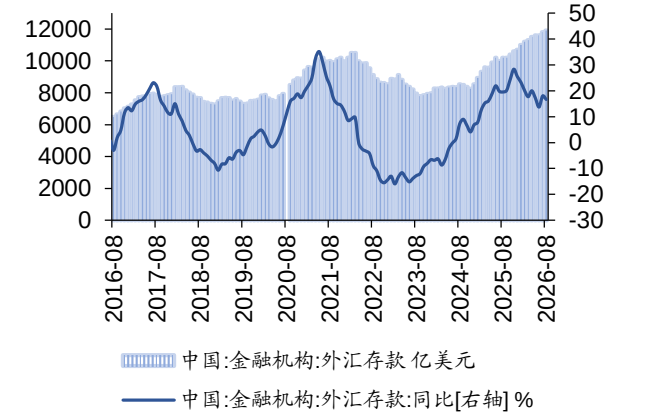
中国民间部门国际净头寸近一年转正，但海外资产头寸仍然累积，私人部门对外投资收益有所改善。从中国金融机构外汇存款来看，2023 年 9 月-2026 年 8 月，金融机构外汇存款从 0.78 万亿美元上升至 1.19 万亿美元。

图25：近一年中国民间部门国际投资净头寸整体回正



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图26：中国金融机构外汇存款

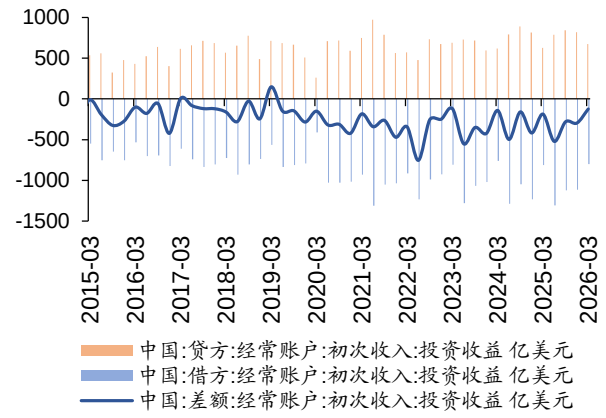


数据来源：中国央行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

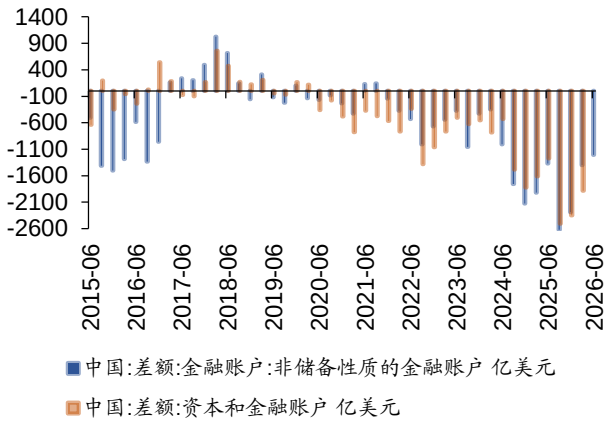
下载日志已记录，仅供内部参考

图27：私人部门对外投资收益



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图28：海外资产头寸仍然累积



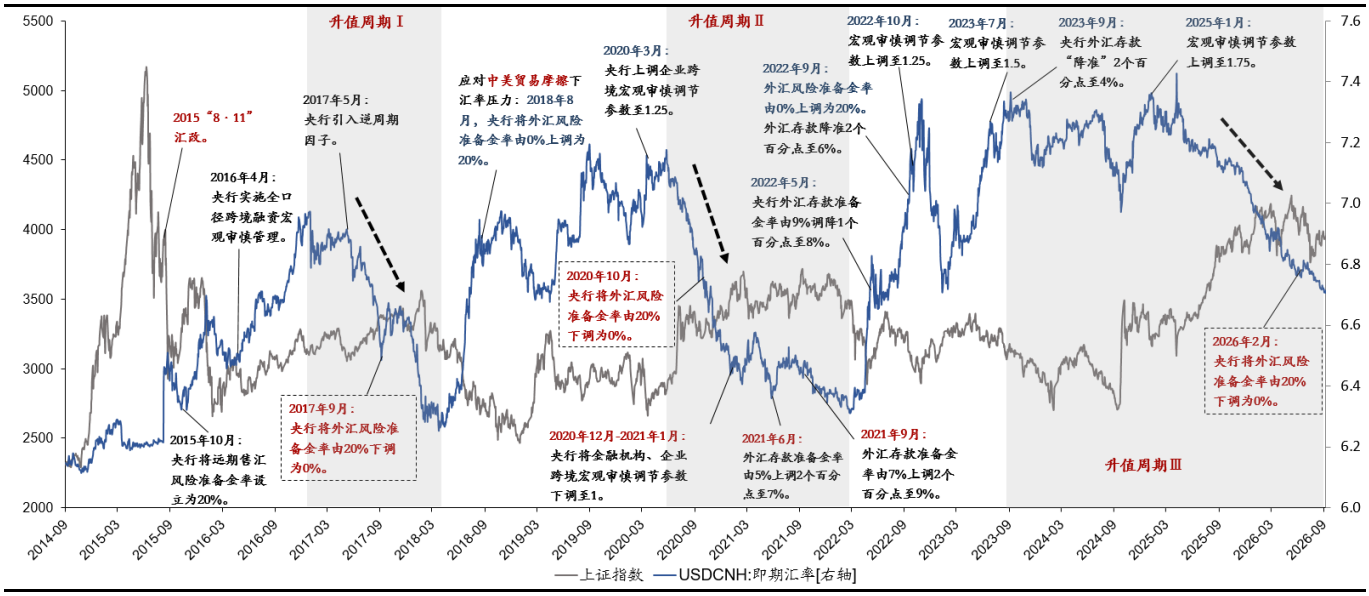
数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

4. 多维度推演人民币汇率本轮升值空间

4.1. 以过去两轮人民币汇率运行周期进行趋势判断

过去两轮人民币汇率趋贬周期的极值点位分别为 2017 年 1 月的 6.97、2020 年 5 月 28 日的 7.18 与 2026 年 4 月 8 日的 7.42，整体呈现两轮 2000pips 扩大趋势。而从升值周期的极值点位来看，2018 年 3 月 26 日的 6.25 到 2022 年 2 月 25 日的 6.31，本轮升值终点最乐观可渐进升值至 6.40-6.50 关口，但考虑本轮内外经济周期差并未显著收敛，中美利差倒挂程度仍然达到 320bp，美元下行幅度受限。我们认为本轮升值终点为 6.50 附近，乐观假设下可触及 6.45。

图29：“8·11 汇改”后人民币汇率运行的三轮周期



数据来源：中国央行，上交所，东吴证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2. 从央行外汇逆周期调节时点看升值空间

2026 年 2 月 27 日，中国央行宣布自 2026 年 3 月 2 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调至 0。此举主要应对跨年时期 2025 年 12 月 1000 亿美元商业银行结汇顺差历史高位之下，人民币汇率升值速率较快，为防止市场单边一致预期的形成，央行决定降低企业远期购汇成本，平抑短期汇率升值斜率。

回顾来看，2017 年 9 月和 2020 年 10 月央行同样将外汇风险准备金率由 20%下调至 0%。当时处于汇率升值周期的中段，且处于国内权益市场走牛的中期。2017 年 9 月-2018 年 3 月，美元兑人民币汇率由 6.44 运行至 6.25，汇率波动幅度近 2000pips，**2017 年国内经济基本面整体较强，当年为特朗普总统上一任期的首年，欧洲经济偏强叠 加特朗普医疗税改推行不畅，美国经济预期偏弱，美元在 FOMC 加息周期下不升反降，中国出口强劲，内外积极因素支撑人民币升值，A 股处于“漂亮 50”牛市周期。**

2020 年 10 月汇率在央行相同的逆周期工具调节下并未明显走贬，至 2022 年 2 月汇率由 6.68 运行至 6.31，波动幅度近 3700pips。**当时中-美国债呈现正利差，外资增配、出口持续超预期的结汇动能叠加国内经济先于海外复苏下的盈利改善，汇率明显升值，国内权益亦处于结构牛周期。**

按波动幅度的平均值来看，以美元兑离岸人民币衡量，中性假设下，本轮升值终点将在 6.55-6.60 区间，乐观假设下，有望升值至 6.45。

图30：央行外汇逆周期调节工具使用情况

汇率管理工具	首推年限	RMB贬值时	RMB升值时	最新宣布调整日	当前运用情况
外汇存款准备金率	2005年	下调↓	上调↑	20230915	下调2个百分点至4%
远期售汇风险准备金率	**2015年**	**上调↑**	**下调↓**	**20260227**	**由20%下调至0**
跨境融资宏观审慎调节参数	2016年	上调↑	下调↓	20250113	全口径上调至1.75
离岸央行票据发行	2018年	增发	-	20260213	500亿元
离岸掉期市场干预	2018年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	202608	央行2026年Q2货币政策报告
逆周期调节因子	2017年	-	-	2026Q1	可能启用

数据来源：中国央行，东吴证券研究所整理

同样，与趋贬周期对应，如果人民币汇率短期升值压力过大，不排除央行在适时使用以下稳外汇逆周期调节工具平抑汇率短期运行斜率：上调外汇存款准备金率、下调跨境融资宏观审慎调节参数、启动逆周期因子、口头干预等。

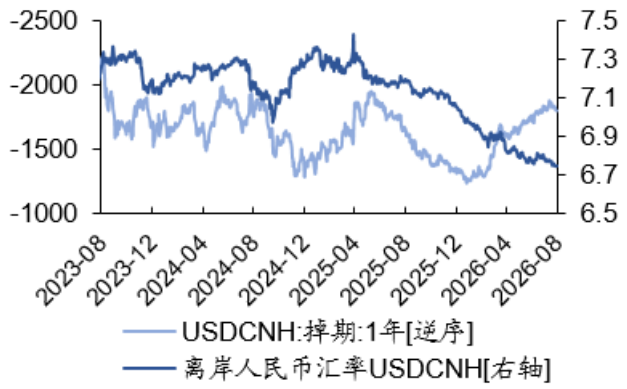
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3. 基于人民币升值汇率动力模型公式

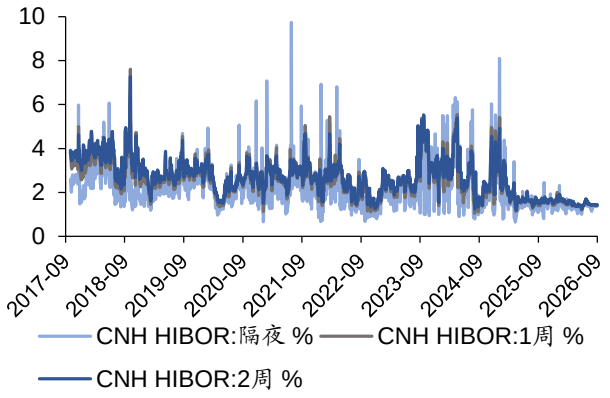
外部来看，当前美债利率与美元指数走势分化，前者更多反映美联储货币政策预期，后者更多展现与欧日经济基本面及干预行为结果。美伊冲突持续使得全球原油库存低位，油价中枢难系统性下行。**在此背景下，8 月美国劳动力市场和通胀数据整体强于预期，市场对联储加息概率定价提升。**据最新 CME FedWatch 定价，2026 年 12 月议息会议及之前累计加息 50bp 概率近 100%。**因此，在海外流动性预期整体收敛背景下，我们认为美元虽强势基础转弱，但大幅下行空间亦有限。但展望至 2027 年上半年，美国 CPI 同比在高基数的背景下可能回落，因此联储货币政策紧缩的持续性大概率不及 2022 年。因此人民币汇率在 2027 年仍有温和升值的窗口期。**

图31：离岸人民币汇率掉期 SWAP



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：离岸人民币资金利率



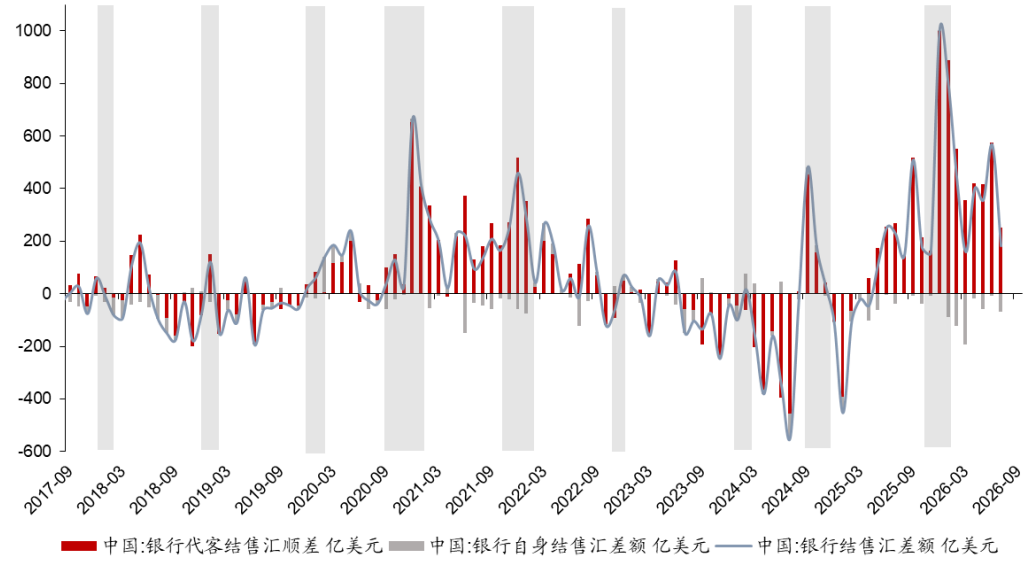
数据来源：Wind，东吴证券研究所

内部因素来看，结汇动能叠加地缘安全溢价仍有支撑，贸易顺差推动结汇需求的走高有望对人民币汇率形成支撑。**从节奏看，四季度人民币汇率将以“偏强运行、双向波动”为主基调。**单边趋势性升值的概率较低，更可能呈现**阶梯式上行与阶段性回调**交替的格局。**从国际收支看，**2026 年上半年，我国经常账户顺差 3794 亿美元，其中，货物贸易顺差 5263 亿美元，服务贸易逆差 1120 亿美元。资本和金融账户逆差 3832 亿美元；非储备性质的金融账户逆差 2608 亿美元。**从驱动力的切换看，不同逻辑对人民币汇率的定价权重已发生变化。出口景气和经常账户顺差对汇率的权重正在系统性上升，而金融账户的边际影响力阶段性下降，尤其是利差驱动的证券投资。**出口韧性和经常账户顺差将继续提供支撑，但中美利差和金融账户逆差将限制升值空间。近半年央行逆周期因子整体为正，指向市场力量仍偏向温和升值。年末需观察季节性结汇与海外流动性收敛的博弈，预计汇率围绕 6.6-6.75 中枢双向波动。从政策视角看，央行“控速率、不控方向”的立场为人民币将提供有序升值的制度保障。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

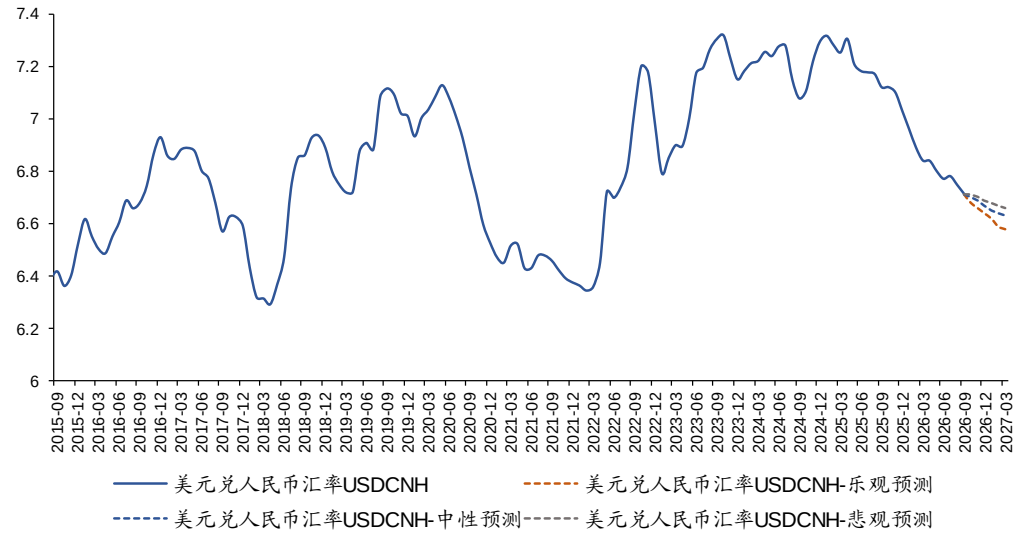
图33：结售汇的季节性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

供需视角来看，企业结汇规模在汇率 6.7-7.0 关口已有集中释放，预计 2026 年年末结汇需求将弱于 2025 年末。站在 2026 年 9 月中旬时点，我们认为未来半年人民币汇率仍有温和升值空间，至 2027 年 3 月末，中性情形下美元兑人民币离岸汇率有望运行至 6.63 关口，乐观情形下有望触及 6.58。

图34：三种情境假设下的人民币汇率升值动力评分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1. 国际地缘摩擦超预期：美伊地缘冲突仍存在不确定性，油价走势可能引发资产价格波动加大。

2. 美联储加息节奏超预期：美国就业和通胀的阶段韧性或美联储货币政策延续鹰派，美债利率易上难下。

3. 国内经济修复不及预期：关注国内物价低位与地产价格边际回落对预期的影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn