仅供内部参考，请勿外传



宏观简评报告

# 央行发文之后人民币是否加速升值？

发布日期：2026 年 10 月 13 日
分析师： 吴彬 电话：15171329250 SAC 编号： S1440526050001
分析师 周君芝 电话：15601683648 SAC 编号： S1440524020001

## 核心观点

10 月 8 日央行罕见发布专题文章，讨论人民币汇率政策，直面回应近期国际社会对人民币低估及中国出口竞争优势质疑。

如何理解央行对汇率的直面讨论？我们有三个判断：

第一，此次发文更偏向对外政策立场的集中宣示，而非汇率政策转向。

第二，人民币汇率本身的逻辑并未改变，一直是 “市场决定方向，政策管理节奏”框架。

第三，政策对人民币有序升值保持较高容忍度，但不追求单边快速升值。

预计年内人民币升值趋势仍有望延续，全年升值幅度或在 4%-6%。

## 信息或事件

10 月 8 日，中国人民银行发布《关于人民币汇率的政策立场》，从汇率制度、历史走势、贸易竞争优势、均衡汇率评估和全球经济失衡等七个方面系统阐述政策立场。此次发文时点值得关注，背后是近期欧洲国家对人民币汇率的关注明显升温。

## 简评

### 一、央行为何发文？欧洲对于人民币汇率争议升温，中欧经贸磋商是直接背景

**10 月 8 日，中国人民银行发布《关于人民币汇率的政策立场》系统阐述政策立场。此次发文时点值得关注，背后是近期欧洲对人民币汇率的关注明显升温。**

**一是欧洲对人民币低估的指责逐渐强化。** 6 月以来，欧洲央行行长拉加德公开援引 IMF 估算，认为人民币实际汇率低估约 16%；7 月德国总理默茨进一步提出人民币被低估 25%—30%，主张与中国开展汇率政策对话。IMF 于 7 月 30 日发布的《2026 年外部部门报告》进一步估计，人民币实际有效汇率低估约 21.3%。欧美对人民币低估的讨论，正在与中国贸易顺差扩大、欧洲制造业竞争力承压等问题相互联系。

**二是中欧经贸磋商构成直接催化。** 10 月 8 日至 9 日，中欧举行贸易投资磋商机制第二次例会，重点讨论贸易投资平衡、市场准入等问题。央行在会议期间专题发文，具有较强的针对性：一方面明确中国不通过竞争

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传



性贬值获取出口优势，另一方面反对将全球贸易失衡简单归因于人民币汇率，为后续经贸磋商明确政策边界。

**三是央行希望回应汇率低估的估值依据。** 最新 IMF 报告中，经常账户模型隐含的人民币低估幅度达到21.3%，但实际汇率指数模型和水平模型分别得出高估 0.5%和低估 2.7%的结论。不同方法之间的差异表明，汇率均衡水平并无统一估算标准，实际有效汇率的估值缺口也不等于人民币兑美元需要升值相同幅度。

**因此，我们认为此次发文主要是一种对外政策沟通，不代表人民币即期汇率政策发生调整。**

## 二、央行历史上有何发声的先例？2019 年最相似，尽管政策环境不同，但都与贸易谈判密切相关。

**历史上，央行曾多次在贸易摩擦升级时针对人民币汇率发表专门声明，其中 2019 年 8 月最具可比性。**

**2019 年 8 月中美贸易摩擦升级，人民币汇率争议随之升温，央行连续发声回应。** 8 月 1 日，美国宣布拟对约 3000 亿美元中国商品加征 10%关税，人民币贬值压力迅速上升。8 月 5 日，在岸、离岸人民币兑美元汇率双双突破 7 元关口，央行当天上午就汇率问题专门答记者问，强调人民币汇率主要由市场供求决定，并再次表态，明确不搞竞争性贬值、不将汇率作为应对贸易争端的工具。

**美国财政部于当地时间 8 月 5 日正式将中国列为“汇率操纵国”，央行随即于北京时间 8 月 6 日发布正式声明，反对美方认定，重申人民币汇率政策立场。**8 月 8 日，人民币兑美元中间价亦突破 7 元关口。此后贸易摩擦继续反复，8 月 23 日中美相继宣布提高关税，9 月 1 日新一轮关税正式实施。

**随着中美贸易谈判取得进展，汇率争议逐渐缓和。** 10 月 10 日至 11 日，双方就第一阶段经贸协议达成原则性安排；12 月 13 日，双方宣布就协议文本达成一致。2020 年 1 月 13 日，美国财政部正式撤销中国“汇率操纵国”认定；1 月 15 日，中美签署第一阶段经贸协议，将汇率政策及透明度等内容纳入协议框架。

整体来看，2019 年人民币汇率争议经历了“贸易摩擦升级—人民币破 7—央行连续表态—美国汇率操纵指控—双边经贸谈判—争议缓和”的完整过程。 **当时央行主要应对人民币贬值及外部汇率指控，而 2026 年 10 月央行发文则更侧重回应欧美要求人民币升值的诉求。两次事件均体现汇率问题与贸易谈判的紧密联系，但并不意味着央行汇率政策发生根本转向。**

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传



## 三、央行汇率政策核心是管理波动节奏，不会出现一次性大幅升值

央行此次明确表示，不预设汇率目标水平，不干预汇率长期趋势，2017 年后已退出常态化外汇干预，同时重点防范汇率短期大幅波动对金融稳定的冲击。 **我们认为，当前人民币汇率政策的核心仍是“市场决定方向，政策管理节奏”，短期内汇率制度和政策框架不会出现根本改变，也不会因为欧美施压而接受一次性大幅升值。**

**首先，汇率市场化仍是政策的基本方向，外部压力难以直接决定人民币汇率水平。** 央行坚持有管理的浮动汇率制度，允许人民币根据市场供求双向波动。欧美对人民币升值的诉求可能强化政策沟通，但不会根本改变我国汇率政策的自主性。10 月中欧经贸磋商公布的联合声明也未提出人民币升值承诺。

**其次，贸易顺差并不必然推动人民币持续单边升值。** 随着金融账户逐步开放，以及居民、企业海外资产配置需求增加，贸易顺差形成的外汇供给可以通过对外投资等渠道流出。因此，人民币长期走势仍取决于美元周期、国内经济基本面及跨境资本流动的共同作用。

**最后，央行更加重视汇率波动的节奏，而非设定长期运行方向。** 当前政策允许人民币顺应市场力量有序升值，但也会防范单边预期强化引发的汇率超调。因此，“有管理的升值节奏”更适合描述当前人民币汇率的运行特征，而非央行设定了明确的升值目标。未来判断政策边际变化，仍需重点观察中间价相对市场预期的偏离及宏观审慎工具调整。

## 四、人民币汇率年内判断：温和升值趋势延续，年末目标 6.6—6.7

**我们认为，年内人民币仍有望延续温和升值趋势，预计年末美元兑人民币汇率运行在 6.6—6.7 附近。** 核心逻辑在于，贸易顺差和潜在结汇需求为人民币提供升值支撑，但央行对汇率波动节奏的管理，也意味着人民币难以出现短期快速、单边升值。

**一方面，人民币升值具有一定的基本面支撑。** 中国出口竞争力持续改善，贸易顺差维持较高水平，叠加此前企业积累的外汇收入，潜在结汇需求仍有释放空间。与此同时，人民币有序升值也有助于缓和外部贸易摩擦压力，政策层面对市场驱动的温和升值预计保持较高容忍度。

**另一方面，汇率过快升值同样不符合政策目标。** 尽管中国出口产业链持续向高附加值转型，但部分制造业

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传



仍依赖价格竞争，人民币短期快速升值可能压缩出口企业利润。此外，单边升值预期容易推动企业集中结汇和跨境资金流入，形成升值预期与资金流动的正反馈，放大汇率波动。因此，政策更可能容忍渐进式升值，而非放任汇率短期大幅波动。

**历史经验表明，人民币升值通常具有阶段性特征，但并不存在固定的年度升值上限。** 2017 年、2020 年人民币兑美元分别升值约 6.7%、6.5%，2021 年升值约 2.6%，2025 年升值约 4.2%。结合今年以来的汇率表现及当前政策环境，我们倾向于将 2026 年全年升值 4%—6%作为基准情景。

**综合来看，预计年内人民币仍将以温和升值为主。** 以 2025 年末在岸即期汇率约 6.99 测算，若 2026 年全年人民币累计升值 4%—6%，对应美元兑人民币年末约 6.6—6.7。美元周期和跨境资本流动仍将影响短期汇率表现，但在贸易顺差支撑与政策节奏管理的共同作用下，人民币有望维持渐进升值格局。

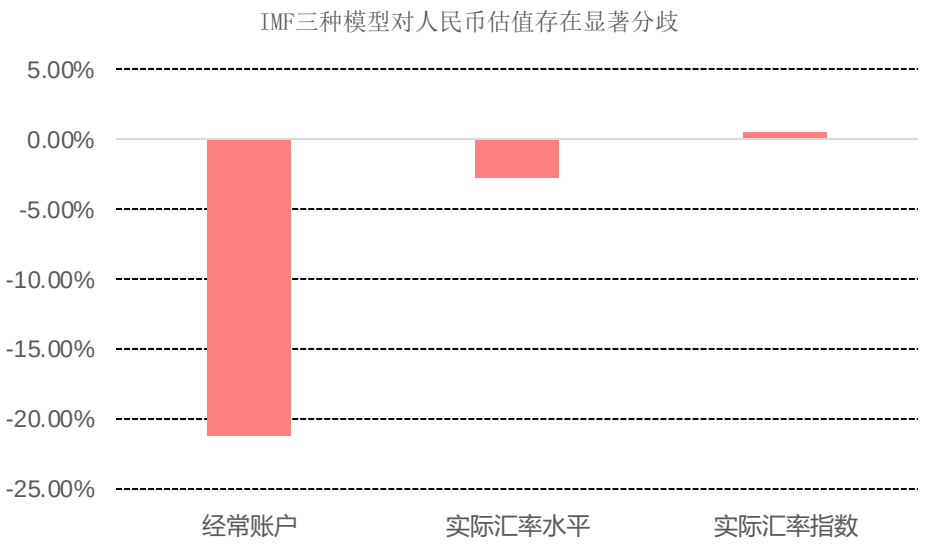



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

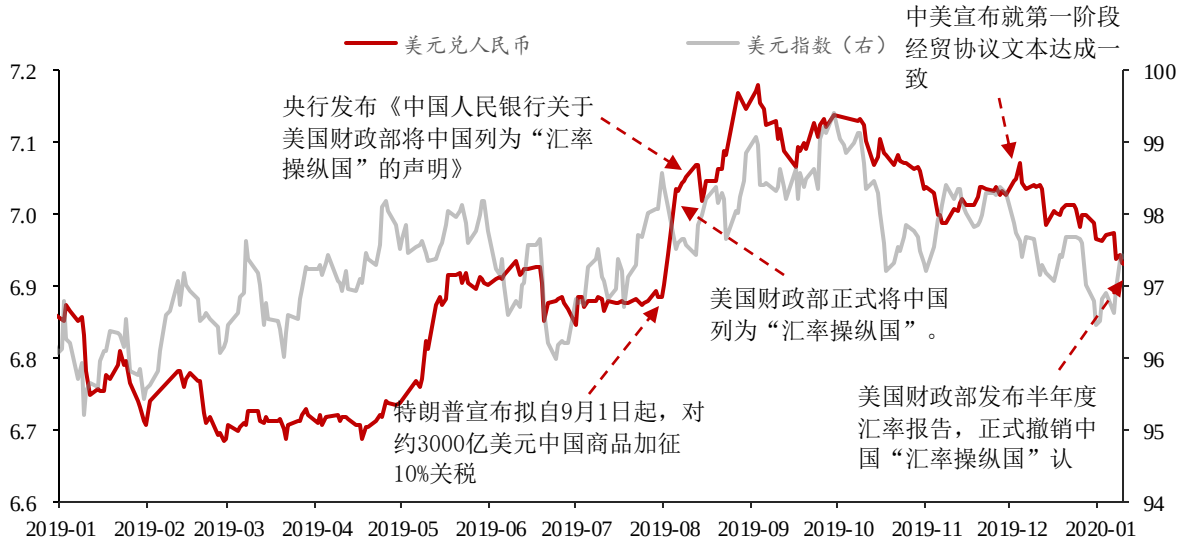


**图 1:IMF 三种汇率模型对人民币估值存在显著分歧**




*数据来源：IMF，中信建投证券*

**图 2:2019 年-2020 年人民币汇率和美元指数走势**




*数据来源：wind，中信建投证券*

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传



**图 3:2019 年中美关于贸易摩擦梳理**

| 时间 | 事件类型 | 具体行动 |
|---|---|---|
| 2019 年 8 月 1 日 | 中美贸易摩擦 | 特朗普宣布拟自 9 月 1 日起，对约 3000 亿美元中国商品加征 10%关税，中美贸易摩擦再次升级。 |
| 2019 年 8 月 5 日上午 | 汇率市场、央行表态 | 在岸、离岸人民币兑美元即期汇率双双“破 7”。央行随即发布《人民币汇率完全能够在合理均衡水平上保持基本稳定》答记者问，强调汇率波动由市场供求决定。 |
| 2019 年 8 月 5 日晚间 | 央行表态 | 易纲就人民币汇率发表讲话，明确不搞竞争性贬值，不将汇率作为应对贸易争端的工具。 |
| 2019 年 8 月 5 日（美国时间） | 美国汇率指控 | 美国财政部正式将中国列为“汇率操纵国”，表示将与 IMF 接触，寻求解决其所称的汇率竞争优势问题。 |
| 2019 年 8 月 6 日 | 央行正式声明 | 央行发布《中国人民银行关于美国财政部将中国列为“汇率操纵国”的声明》，反对美方认定，重申人民币汇率由市场供求决定。 |
| 2019 年 8 月 8 日 | 汇率市场 | 人民币兑美元中间价报 7.0039，中间价自 2008 年以来首次突破 7 元。 |
| 2019 年 8 月 13 日 | 美国关税政策 | 美国宣布部分中国商品加征关税时间从 9 月 1 日推迟至 12 月 15 日，释放局部缓和信号。 |
| 2019 年 8 月 23 日 | 中美贸易摩擦 | 中国宣布对 750 亿美元美国商品分批加征关税；美国随后宣布提高对约 5500 亿美元中国商品的拟定关税税率。 |
| 2019 年 9 月 1 日 | 中美贸易摩擦 | 美国正式对部分中国商品加征 15%关税，中国同步实施首批反制措施，人民币汇率继续承压。 |
| 2019 年 10 月 10—11 日 | 中美贸易谈判 | 第十三轮中美经贸高级别磋商取得进展，双方就第一阶段经贸协议达成原则性安排，美方暂缓进一步提高关税。 |
| 2019 年 12 月 13 日 | 中美贸易谈判 | 中美宣布就第一阶段经贸协议文本达成一致，协议包含汇率与外汇政策相关承诺。 |
| 2020 年 1 月 13 日 | 美国汇率政策 | 美国财政部发布半年度汇率报告，正式撤销中国“汇率操纵国”认定。 |
| 2020 年 1 月 15 日 | 中美经贸协议 | 中美正式签署第一阶段经贸协议，第五章专门规定宏观经济政策、汇率事项与透明度，承诺不搞竞争性贬值。 |

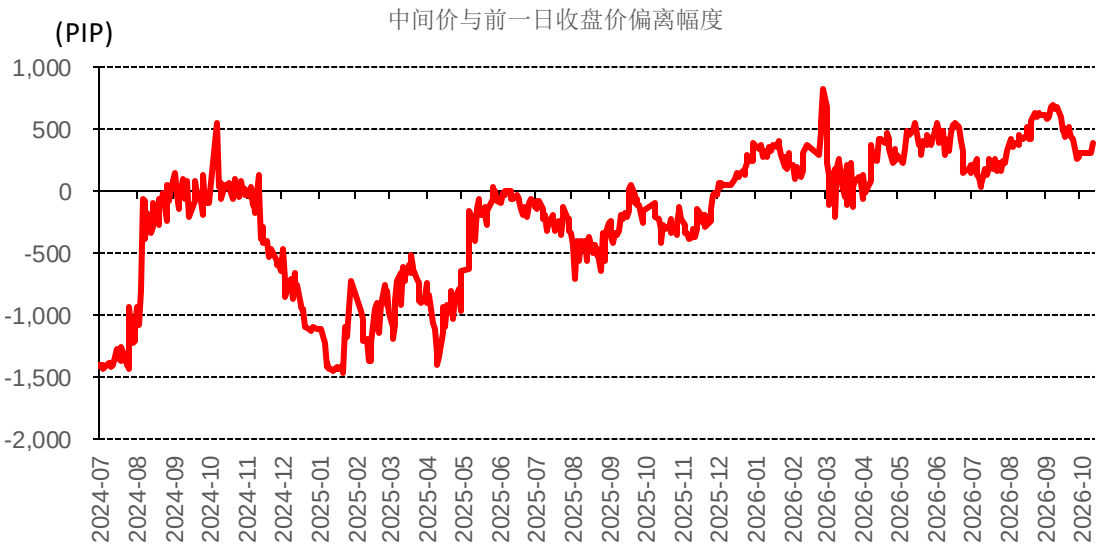
*数据来源：中国人民币银行、美国财政部、美国贸易代表办公室、wind、中信建投证券整理*

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

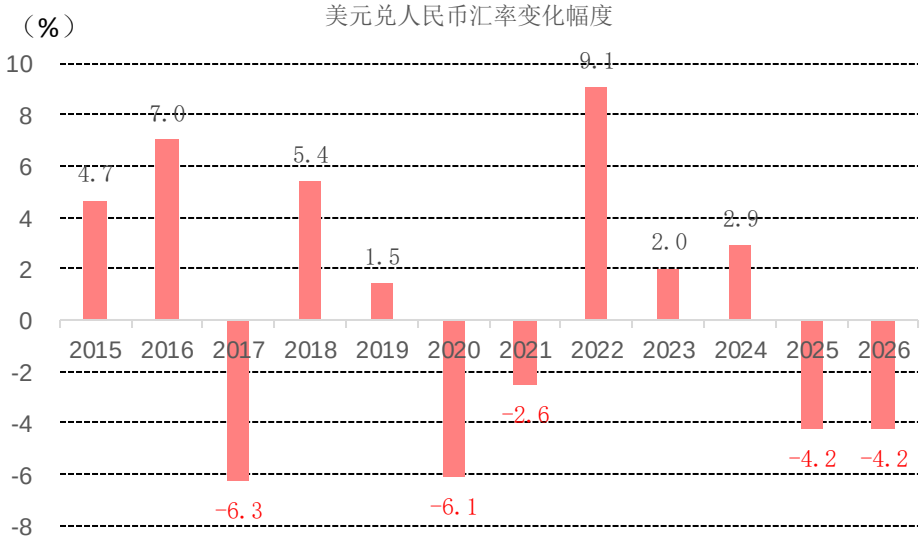


**图 4:中间价与前一日收盘价偏离幅度**




*数据来源：wind，中信建投证券*

**图 5:2015 年至今美元兑人民币汇率变化幅**




*数据来源：wind，中信建投证券；注：2026 年数据截至至 2026 年 10 月 9 日*

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传



# 风险分析

美联储货币政策超预期收紧。若美国通胀韧性超预期，美联储进一步加息或维持高利率更长时间，可能推动美元走强、中美利差扩大，人民币面临阶段性贬值压力。

国际油价大幅上涨。 若地缘政治冲突推动油价持续上行，可能推升美国通胀及加息预期，强化美元走势，同时增加我国能源进口成本，对人民币汇率形成压力。

中欧经贸摩擦升级。 若欧洲进一步提高贸易壁垒，或将人民币汇率问题与关税、市场准入等议题挂钩，可能冲击中国出口预期，加大人民币汇率波动。

跨境资本流动超预期变化。 若企业集中结汇、居民海外资产配置或外资流动超出预期，可能放大人民币单边波动，导致实际汇率走势偏离基准预测。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传



## 分析师介绍

**周君芝**

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

**吴彬**

香港中文大学(深圳)经济学硕士，5 年宏观研究经验，聚焦汇率和流动性研究。

仅供内部参考，请勿外传



宏观简评报告

## 评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15％以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15％以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk