宏观经济研究

宏观周报（第 7 期）

# 为什么稳定升值态势可能延续?

**本周聚焦：**

**人民币稳定升值已历一年有余，本轮升值有其内在动力。**人民币汇率从 2025 年 10 月开始进入一轮稳定升值，离岸人民币过去一年累计上涨 7.1%，同期美元指数上涨 2.7%，显示这一轮升值不能用被动升值解释；CFETS 人民币汇率指数同期上涨 7.2 个百分点，进一步显示一年来人民币升值有其内在动力。

**央行等多部门优化资金跨境管理弱化利差向汇率传导机制，利差不是本轮升值的主导因素，人民币供需变化主要影响因素来自结售汇差额。**近一年来中美 10Y 国债负利差趋于走扩，利差因素无法解释人民币升值。我国央行保持货币政策独立性和汇率独立性，对资本项目流通保持一定的限制性，今年 5 月，监管部门加强对不合规跨境资金流动渠道的管制，我们认为，此举起到弱化利差向汇率传导效果的作用，从而使结售汇对人民币供需的影响成为主导人民币汇率的决定性因素。

**高端化、尖端品驱动出口高增、贸易顺差扩大，带来结售汇差扩大引发抛外汇、买本币交易或是人民币稳定升值的主要机制。**2025 年以来，我国出口增速持续较高，贸易顺差相应扩大，成为结售汇差扩大的来源，从而形成出口高增——顺差扩大——结汇增加——外汇市场上人民币需求增加——人民币持续升值的传导链。传统意义上本币升值对本国出口不利，但我国这一轮出口高增由其他机电产品和半导体电子产业链接替拉动，我们认为，高附加值率的尖端品出口高增叠加从存储芯片到消费电子的涨价潮带来出口利润率提升，足以弥补本币升值导致的汇兑损失，因此这一轮人民币稳定升值与出口持续高增并行不悖。结售汇差额持续明显高于外汇占款增量，出口企业或预期到汇率方向变化释放更多结汇需求，为抛外汇、买本币的交易提供源源不断的弹药，这可能是结售汇差带动人民币稳定升值的主要机制。

**美债利率近期高位大幅回落，中短期也对人民币升值预期形成强化。**10 月以来长端美债利率从高位大幅回落，美元指数随之转跌，前期对人民币造成的阶段性压力得到缓解。中短期来看，我们认为，美债利率和美元指数回落态势有望延续，虽然利差对汇率的直接传导效果有所弱化，但利差仍能从预期层面影响出口企业结汇意愿，进而对人民币升值预期形成强化。

**全球大类资产表现：油价上涨金价下跌，美债利率继续回落。**紧缩预期降温，长端美债利率继续大幅回落，美元指数下行。美国主要股指涨跌互现，卫生保健领涨科技下挫。美以对伊极限施压，油价上涨金价下跌。

**中国经济高频数据：乘用车销量跌幅扩大，猪肉价格跌幅收窄。**乘用车零售、批发销量同比跌幅扩大。猪肉价格同比跌幅继续收窄，果蔬价格跌幅扩大；主要农产品价格同比多数走强。9 月下旬钢材价格同比小幅改善，非金属建材价格跌幅扩大。

**中国大类资产表现：股跌债涨，人民币稳定升值。**长端国债利率继续下行，离岸人民币稳定上涨，A 股主要指数多数下跌，周五科技反弹，煤炭、综合跌幅较大。

**风险提示：**若美伊军事冲突加剧推升油价、或半导体涨价潮再度升温、或发达经济体普遍实施新一轮财政扩张，都可能导致海外市场利率再度上行风险提升。

## 作者



**分析师 秦泰**
SAC：S1070526080003
邮箱：qintai@cgws.com



**分析师 陈冠宇**
SAC：S1070526070001
邮箱：chenguanyu@cgws.com

## 相关研究

1、《为什么央行最新表态是货币政策现代化的一大步？——金融街论坛央行主题演讲点评》2026-10-20
2、《消费投资内需改善，GDP 回升有望延续——经济数据点评（2026.9）》2026-10-19
3、《为何美国通胀上行，长端利率反而回落？ ——宏观周报（第 6 期）》2026-10-17

# 内容目录

本周聚焦 ..... 3
为什么稳定升值态势可能延续？ ..... 3
全球大类资产表现：油价上涨金价下跌，美债利率继续回落 ..... 5
中国经济高频数据：乘用车销量跌幅扩大，猪肉价格跌幅收窄 ..... 7
中国大类资产表现：股跌债涨，人民币稳定升值 ..... 8
风险提示 ..... 9

# 图表目录

*图表 1：人民币稳定升值已历一年有余 ..... 3*
*图表 2：人民币升值伴随中美 10Y 国债负利差走扩 ..... 4*
*图表 3：外汇占款增量与结售汇差额 ..... 4*
*图表 4：结汇率与售汇率 ..... 5*
*图表 5：美债收益率及美元指数 ..... 5*
*图表 6：美国主要股指及行业涨幅（%） ..... 6*
*图表 7：伦敦金现及原油价格 ..... 6*
*图表 8：LME 铜价 ..... 6*
*图表 9：CME Fed Watch 对应市场预期未来美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率（%） ..... 6*
*图表 10：乘联会汽车销售情况 ..... 7*
*图表 11：猪肉及果蔬价格同比 ..... 7*
*图表 12：农产品价格同比走势（%） ..... 7*
*图表 13：钢材价格同比（%） ..... 8*
*图表 14：非金属建材价格同比（%） ..... 8*
*图表 15：国债收益率及人民币汇率 ..... 8*
*图表 16：中国主要股指及行业涨幅 ..... 9*
*图表 17：煤炭价格同比（%） ..... 9*
*图表 18：国内主要油类价格同比（%） ..... 9*

仅供内部参考，请勿外传

# 本周聚焦

## 为什么稳定升值态势可能延续?

**人民币稳定升值已历一年有余，本轮升值有其内在动力。**人民币汇率从 2025 年 10 月开始进入一轮稳定升值，离岸人民币从 2025 年 10 月 8 日 7.1499 的阶段性低点至本周四（2026 年 10 月 22 日）累计涨幅达到 7.1 个百分点，平均每月上涨达 0.6 个百分点，同期内美元指数上涨 2.7%，显示这一轮人民币升值不能用美元贬值导致人民币被动升值解释；同时 CFETS 人民币汇率指数也稳健上行，同期内上涨 7.2 个百分点，与离岸人民币涨幅接近，进一步显示一年来人民币升值有其内在动力。

*图表1：人民币稳定升值已历一年有余*

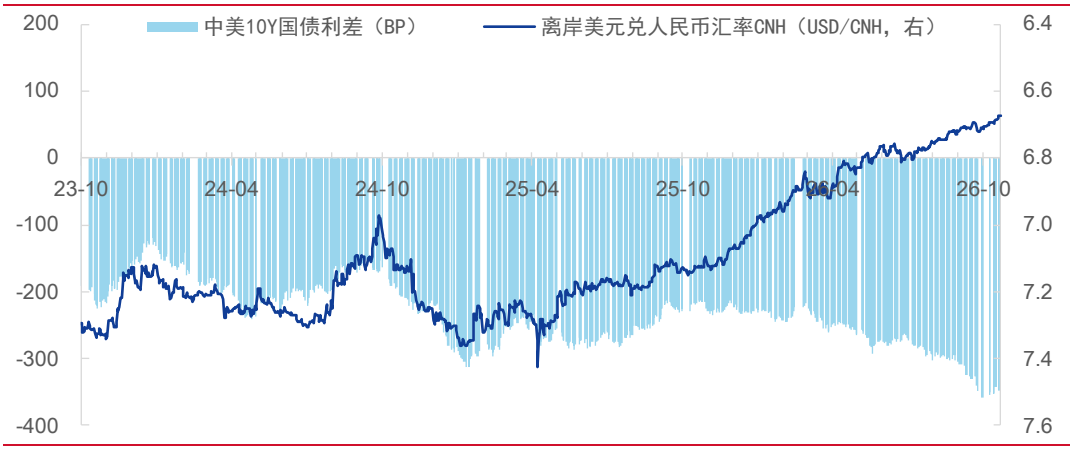



*资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院*

**央行等多部门优化资金跨境管理弱化利差向汇率传导机制，利差不是本轮升值的主导因素，人民币供需变化主要影响因素来自结售汇差额。**利差是解释汇率变化的核心原因之一，长期来看离岸人民币也基本跟随中美 10Y 国债利差运行，然而在这一轮人民币升值过程中，由于我国货币政策保持适度宽松、美国通胀压力上行、美国货币政策转向紧缩等因素，中美 10Y 国债负利差趋于走扩，利差与汇率出现背离，意味着利差因素无法解释近一年来的人民币升值。我们认为，这背后的主要原因是，在三元悖论中，我国央行保持着货币政策的独立性和汇率的独立性，对资本项目流通保持一定的限制性。今年 5 月，证监会联合工信部、公安部、央行等八部门正式发布《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，并对老虎证券、富途证券、长桥证券三家头部跨境互联网券商立案调查并作出行政处罚事先告知，我们认为，此举意味着监管部门加强了对不合规跨境资金流动渠道的管制，起到弱化利差变化通过资产配置行为引起汇率变化的逻辑链条的效果，从而使结售汇对人民币供需的影响成为主导人民币汇率的决定性因素。

仅供内部参考，请勿外传

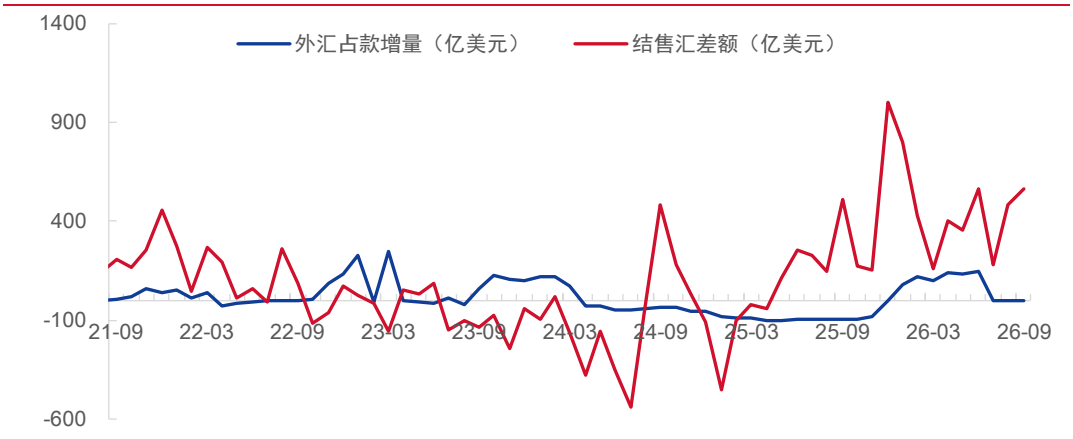
图表2：人民币升值伴随中美 10Y 国债负利差走扩




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

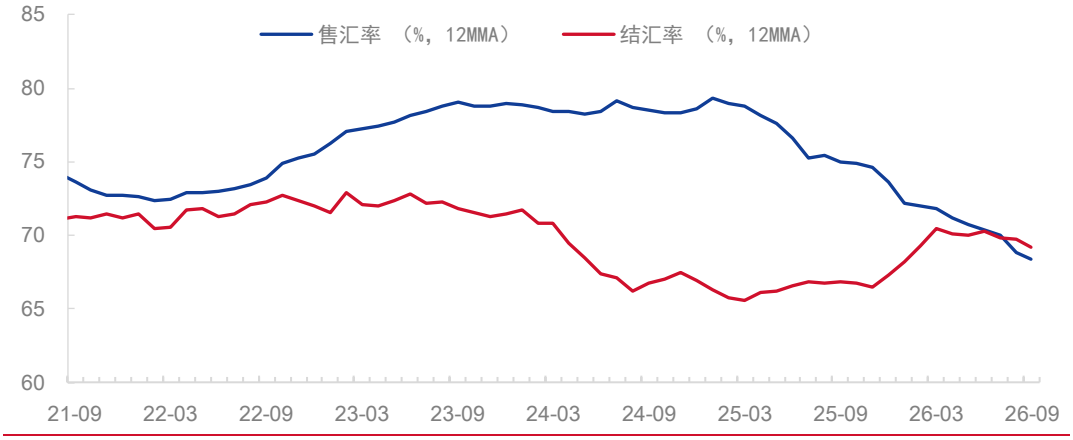
**高端化、尖端品驱动出口高增、贸易顺差扩大，带来结售汇差扩大引发抛外汇、买本币交易或是人民币稳定升值的主要机制。**2025 年以来，我国出口增速持续较高，今年以来进一步大幅高增，贸易顺差相应扩大，2025 年 1 月以来我国月均贸易顺差达到 1017.8 亿美元，相比之下此前十年月均贸易顺差仅 511.8 亿美元，接近翻倍的贸易顺差成为结售汇差扩大的来源，从而形成出口高增——顺差扩大——结汇增加——外汇市场上人民币需求增加——人民币持续升值的传导链。传统意义上本币升值对本国出口不利，但我国这一轮出口高增由其他机电产品和半导体电子产业链接替拉动，我们认为，高附加值率的尖端品出口本就对汇率不敏感，再叠加从存储芯片到消费电子的涨价潮带来出口利润率提升，足以弥补本币升值导致的汇兑损失，因此这一轮人民币稳定升值与出口持续高增并行不悖。2025 年二季度以来结售汇差额持续明显高于外汇占款增量，结汇率的回升也反映出口企业或预期到汇率方向变化释放更多结汇需求，从而为抛外汇、买本币的交易提供源源不断的弹药，我们认为，这可能是结售汇差带动人民币稳定升值的主要机制。

图表3：外汇占款增量与结售汇差额




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表4：结汇率与售汇率



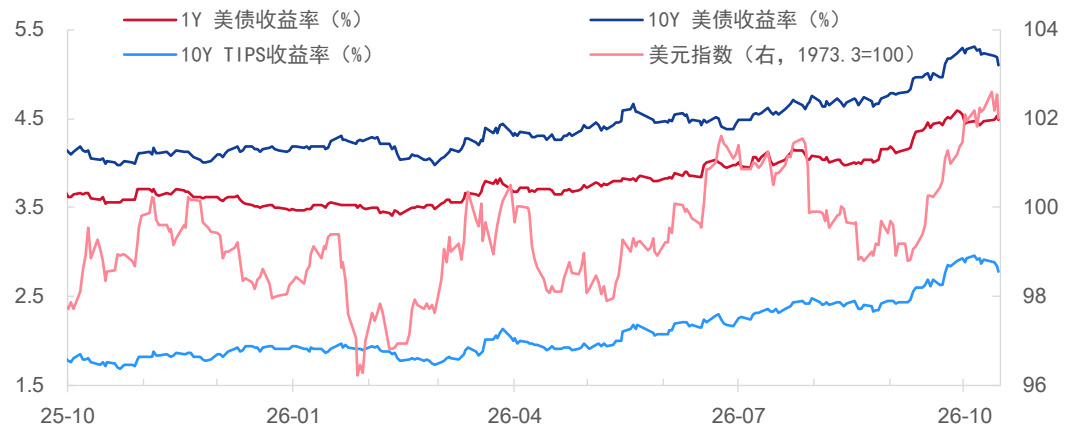

资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

**美债利率近期高位大幅回落，中短期也对人民币升值预期形成强化。**10 月初以来，美债利率尤其是长端出现大幅回落，截至本周四（10 月 22 日）10Y 美债收益率已较 10 月 5 日 5.31%的高点回落达 35BP 至 4.96%，受此带动美元指数也较 10 月 5 日回落 0.56 至 101.61，扭转了 9 月下旬至 10 月上旬美元指数走强给人民币汇率带来的阶段性压力，10 月中旬以来离岸人民币也再次趋于升值。中短期来看，我们认为，美债利率和美元指数回落态势有望延续，虽然利差对汇率的直接传导效果有所弱化，但利差仍能从预期层面影响出口企业结汇意愿，进而对人民币升值预期形成强化。

## 全球大类资产表现：油价上涨金价下跌，美债利率继续回落

**紧缩预期降温，长端美债利率继续回落，美元指数下行。**截至周四（10 月 22 日），1Y 美债收益率较上周五下行 5BP 至 4.41%，紧缩预期降温，10Y 美债、10Y TIPS 收益率分别较上周五下行 13BP、10BP 至 4.96%、2.64%，美元指数较上周五下行 0.23 至 101.61。

图表5：美债收益率及美元指数

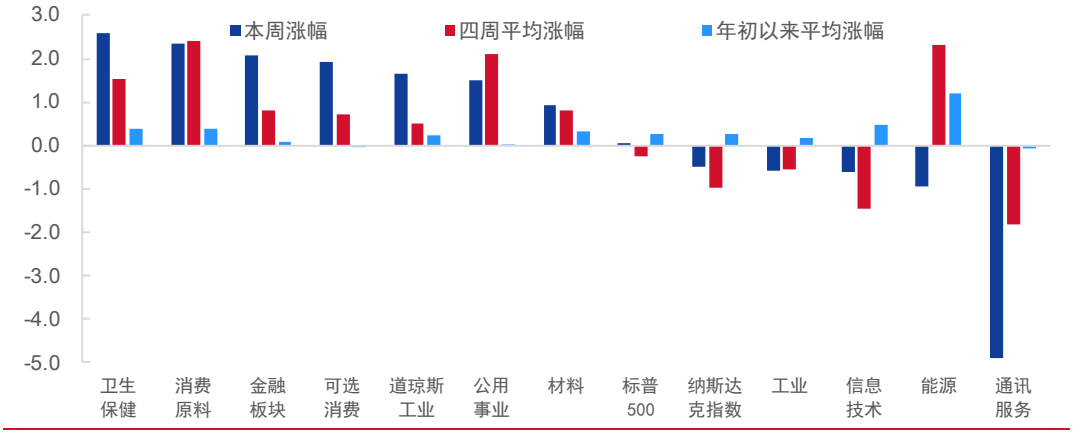



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

**美国主要股指涨跌互现，卫生保健领涨科技下挫。**截至周四（10 月 22 日），本周美国纳斯达克指数、标普 500 指数、道琼斯工业指数分别下跌 0.50%、上涨 0.05%、上涨 1.66%。卫生保健涨幅最大达到 2.60%，通讯服务跌幅最大达到-4.89%。

仅供内部参考，请勿外传

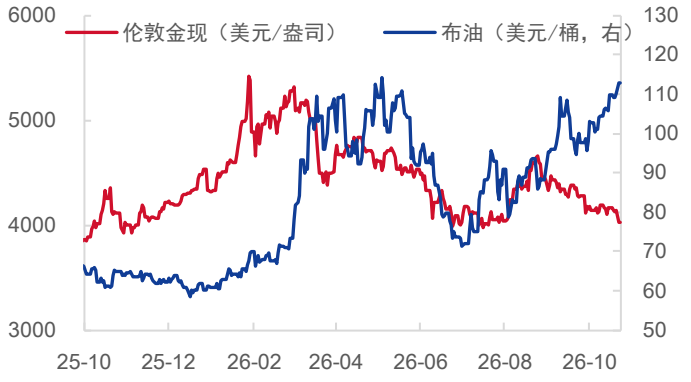
图表6：美国主要股指及行业涨幅（%）




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

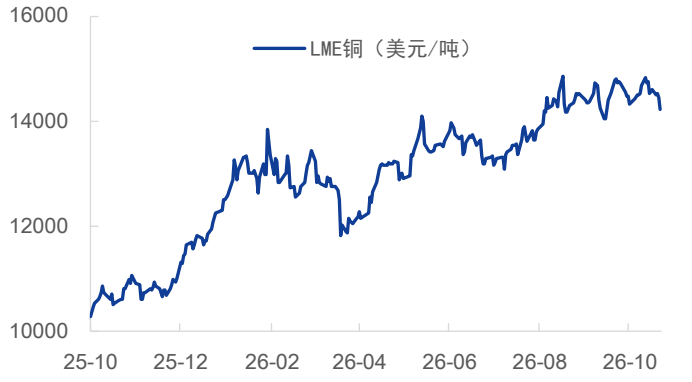
**美以对伊极限施压，油价上涨金价下跌。**据央视新闻、新京报、中国新闻网，美以对伊施加军事威胁极限施压，伊强硬回应，油价上涨，金价继续下跌。截至周四（10 月 22 日），布伦特原油较上周五上涨 2.7%至 112.92 美元/桶；伦敦金较上周五下跌 3.4%至 4024.33 美元/盎司；LME 铜较上周五下跌 2.6%至 14215 美元/吨。

图表7：伦敦金现及原油价格




资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

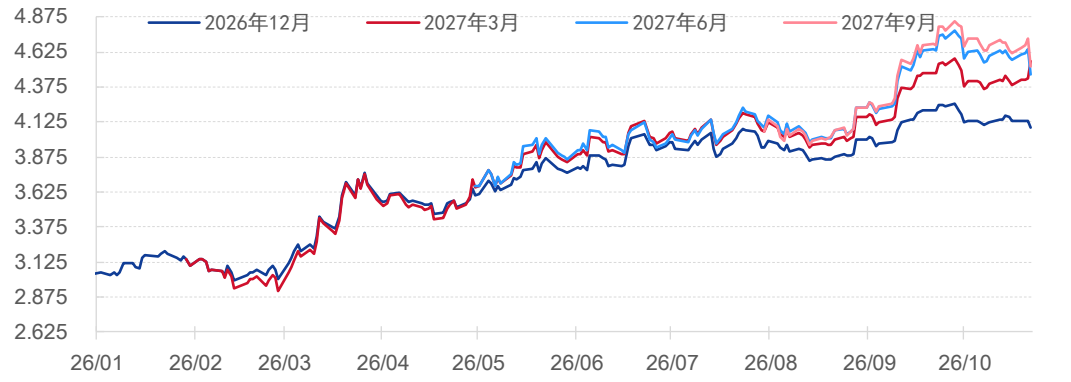
图表8：LME 铜价




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

**紧缩预期降温。**截至周四(10 月 22 日),Fed Watch 对应市场预期今年 12 月美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率为 4.09%，较上周五低 4.3BP。

图表9：CME Fed Watch 对应市场预期未来美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率（%）



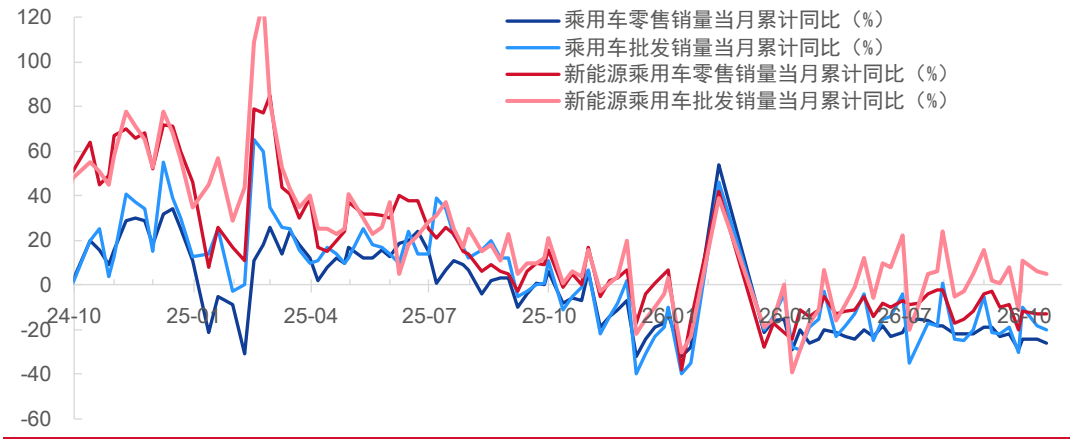

资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传

## 中国经济高频数据：乘用车销量跌幅扩大，猪肉价格跌幅收窄

**乘用车零售、批发销量同比跌幅扩大。**截至 10 月 18 日，据乘联会数据，乘用车零售、批发销量累计同比各下降 2 个百分点至-26%、-20%，新能源乘用车零售、批发销量累计同比分别持平、下降 1 个百分点至-13%、5%。

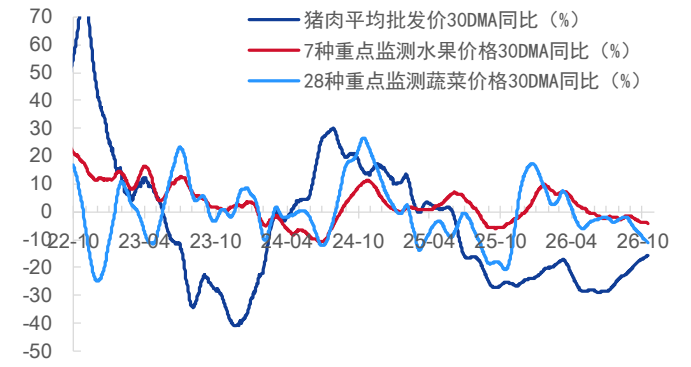
*图表10：乘联会汽车销售情况*




*资料来源：ifind，乘联会，长城证券产业金融研究院*

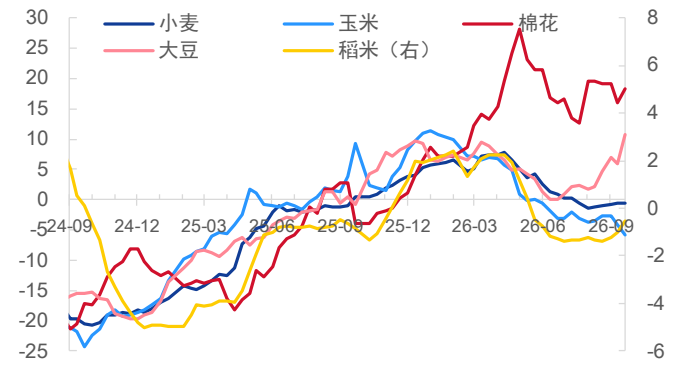
**猪肉价格同比跌幅继续收窄，果蔬价格跌幅扩大；主要农产品价格同比多数走强。**截至周四（10 月 22 日），猪肉 30 天平均价格同比跌幅收窄 0.8 个百分点至-14.8%，鲜果、鲜菜价格同比跌幅分别扩大 0.5、2.2 个百分点至-4.7%、-13.7%。9 月下旬大豆、棉花价格同比涨幅扩大，玉米价格同比跌幅扩大，小麦、稻米价格同比跌幅收窄。

*图表11：猪肉及果蔬价格同比*




*资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院*

*图表12：农产品价格同比走势（%）*

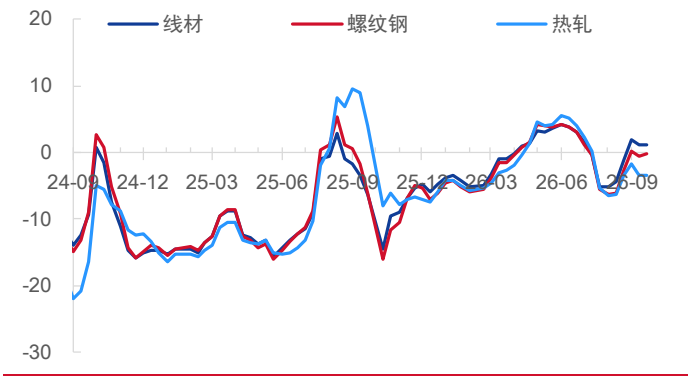



*资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院*

**钢材价格同比小幅改善，非金属建材价格跌幅扩大。**9 月下旬，线材、螺纹钢、热轧板卷价格同比分别上行 0.1、0.3、0.1 个百分点至 1.2%、-0.3%、-3.4%；水泥价格同比跌幅扩大至-7.0%，玻璃价格同比跌幅扩大至-12.3%。

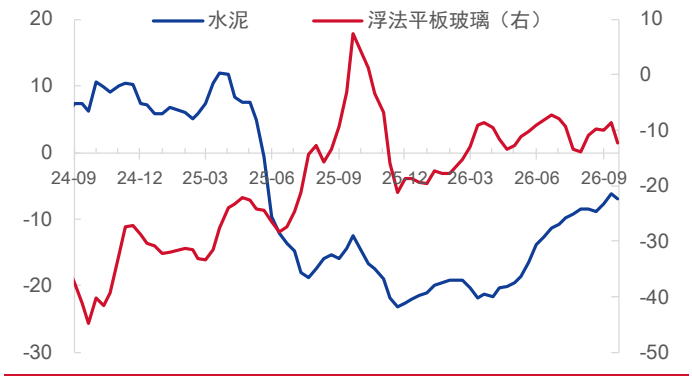
仅供内部参考，请勿外传

图表13：钢材价格同比（%）




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表14：非金属建材价格同比（%）

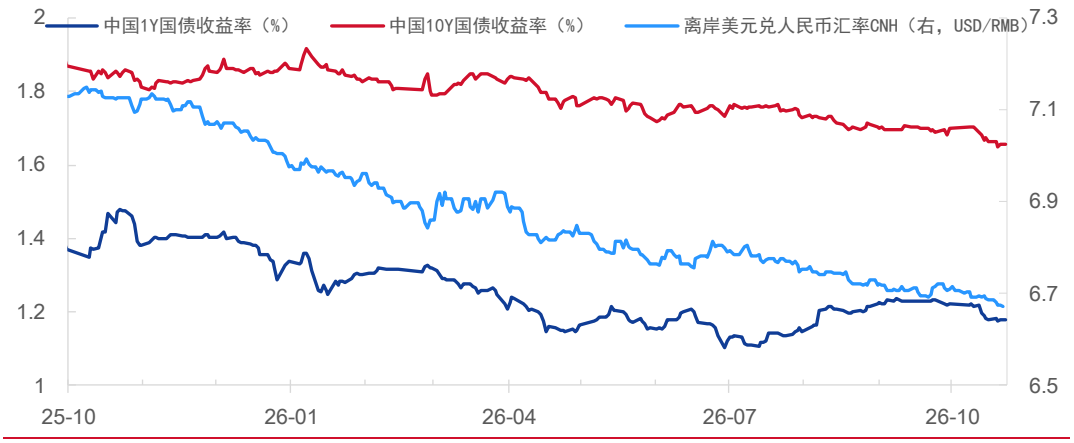



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

## 中国大类资产表现：股跌债涨，人民币稳定升值

**长端国债利率下行，离岸人民币稳定升值。**截至周四（10 月 22 日），1 年国债收益率与上周五持平在 1.18%，10 年国债收益率较上周五下行 0.8BP 至 1.66%；截至周四（10 月 22 日），离岸人民币 CNH 涨 0.2%至 6.6727。

图表15：国债收益率及人民币汇率

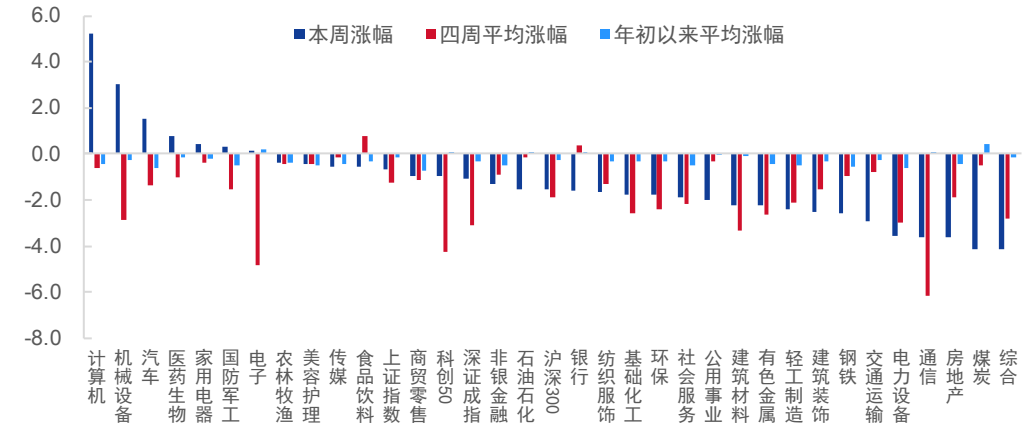



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

**本周 A 股主要指数多数下跌，周五科技反弹，煤炭、综合跌幅较大。**截至周五（10 月 23 日），本周科创 50、深证成指、沪深 300、上证指数表现分别为-0.97%、-1.09%、-1.57%、-0.69%，周五科技反弹，计算机板块全周上涨 5.21%，煤炭、综合板块跌幅均达 4.12%。

仅供内部参考，请勿外传

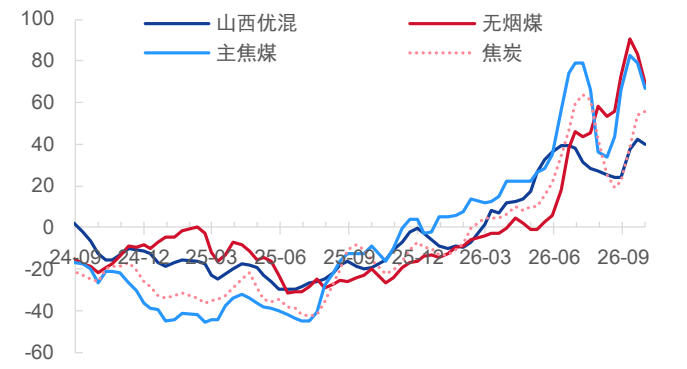
图表16：中国主要股指及行业涨幅




资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

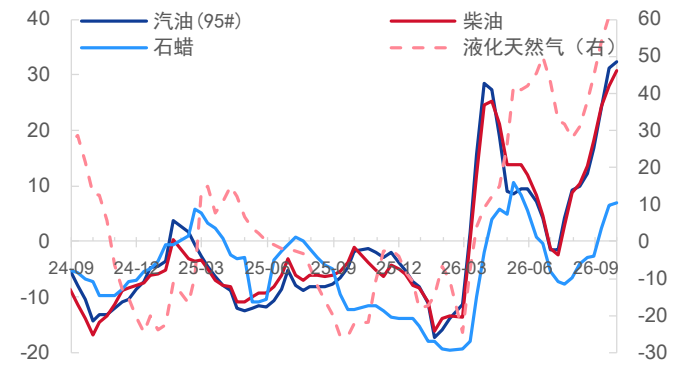
**煤价同比高位回落，油价同比继续上升。**9 月下旬，混煤、无烟煤、焦煤、焦炭价格同比分别下行 2.7、下行 14.0、下行 12.3、上行 1.6 个百分点至 39.7%、69.2%、67.0%、55.7%；液化天然气、汽油、柴油价格同比分别持平、上行 1.2、上行 2.6 个百分点至 61.1%、32.4%、30.7%。

图表17：煤炭价格同比（%）




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表18：国内主要油类价格同比（%）




资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

## 风险提示

**若美伊军事冲突加剧推升油价、或半导体涨价潮再度升温、或发达经济体普遍实施新一轮财政扩张，都可能导致海外市场利率再度上行风险提升。**

仅供内部参考，请勿外传

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上 | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间 | 中性 | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上 | | |
| | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数 | | |

## 长城证券产业金融研究院

**深圳**
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

**北京**
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

**上海**
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：

长城证券 GREAT WALL SECURITIES