



宏观研究报告

2025年9月16日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

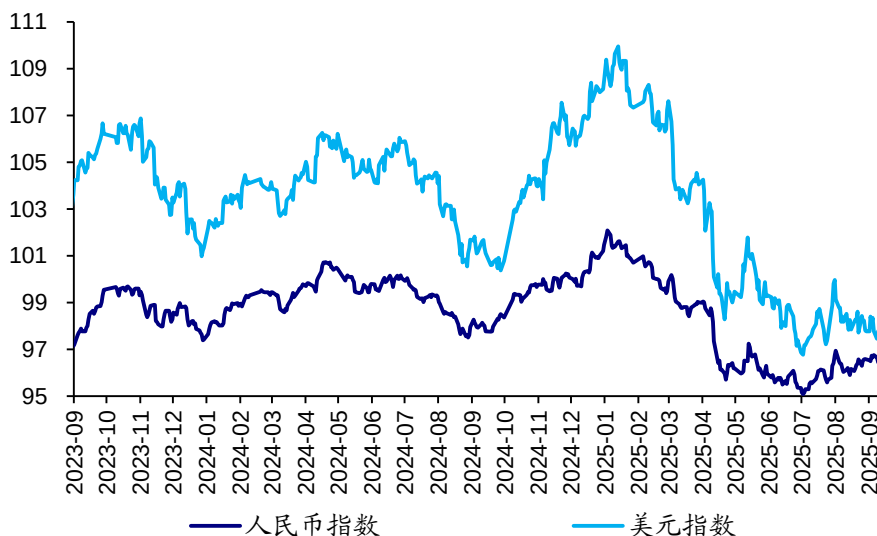
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

降息后，美元怎么走？

人民币与美元在过去两年保持较高相关性



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

- 随着美联储几乎明确将在 9 月启动降息周期，外汇市场的关注焦点再次回到美元。降息通常意味着美元面临贬值压力，但这一次，市场的反应却显得更为克制。美元的调整似乎已接近尾声，汇率正在逐步触及年内底部区域。在全球主要货币普遍面临内生性压力的背景下，美元的“被动稳定”格局正在形成，而人民币的稳定性也在这一过程中展现出越来越重要的锚定作用。
- 如今，美元指数已完成一轮显著回调，阶段性跌幅基本释放。从技术面观察，美元指数运行区间逐步收敛，显示出市场对美联储政策路径已有较充分的定价。即使降息落地，美元进一步下行的空间可能受限。更重要的是，美元的强弱不再仅由美国内部经济决定，也与其他主要货币区的相对表现密切相关。
- 欧洲方面，尽管美联储降息可能削弱美元，但欧元区自身的经济疲软限制了欧元的上涨空间。市场对欧洲央行的政策预期也趋于谨慎，认为其在当前通胀与增长双重压力下难以采取激进措施。这种欧元“难堪大任”的格局，使得美元即使进入宽松周期，也可能维持一定的稳定性。英国方面，财政政策的不确定性正在对英镑构成压力。财政大臣里夫斯已将预算案的发布日期定为 11 月 26 日，意味着市场将面临近三个月的猜测期。在全球主要货币普遍面临内生性压力的背景下，美元的相对优势并非源于美国经济的绝对强劲，而是其他货币区的相对疲弱。
- 进一步观察人民币指数与美元指数对比图，可以发现两者在过去两个年度内保持较高的相关性。人民币指数在美元指数回调期间虽有阶段性波动，但整体走势相对平稳，显示出较强的韧性。当前中国经济政策重心转向稳增长与结构优化，汇率则总体保持稳健。在外部美元波动趋缓的背景下，人民币汇率有望成为亚洲货币体系中的稳定锚。人民币的稳定不仅是政策托底的结果，更是市场信心的体现。在全球货币体系重构的过程中，人民币的角色正在成为“稳定器”。

随着美联储几乎明确将在 9 月启动降息周期，外汇市场的关注焦点再次回到美元。降息通常意味着美元面临贬值压力，但这一次，市场的反应却显得更为克制。美元的调整似乎已接近尾声，汇率正在逐步触及年内底部区域。在全球主要货币普遍面临内生性压力的背景下，美元的“被动稳定”格局正在形成，而人民币的稳定性也在这一过程中展现出越来越重要的锚定作用。

回顾美元的历史表现，特朗普第一任期内的美元指数走势提供了一个颇具启发性的参考。2017 年至 2018 年初，美元指数整体走弱，彼时美联储加息节奏温和，全球资本流动偏向新兴市场，市场对“美国优先”政策的外部摩擦预期尚未形成。然而，2018 年中美贸易摩擦升级后，美元指数开始反弹，进入一轮强势周期。贸易摩擦引发全球避险情绪升温，美元作为全球储备货币受益；资本回流加速，美国资产相对吸引力上升；美联储在通胀压力下加快加息节奏，利差优势进一步扩大。这一阶段的美元走强，更多体现的是政策驱动型汇率重估，而非传统意义上的经济基本面改善。

如今，美元指数已完成一轮显著回调，阶段性跌幅基本释放。从技术面观察，美元指数运行区间逐步收敛，显示出市场对美联储政策路径已有较充分的定价。即使降息落地，美元进一步下行的空间可能受限。更重要的是，美元的强弱不再仅由美国内部经济决定，也与其他主要货币区的相对表现密切相关。

欧洲方面，近期公布的一系列经济数据削弱了欧元的上升动能。欧元区 8 月综合 PMI 终值为 51，略低于预期的 51.1；服务业 PMI 终值为 50.5，同样低于市场预期。这些数据表明，欧元区经济虽维持扩张，但动能不足，服务业尤其疲软。更令人担忧的是消费端的表现。欧盟公布的数据显示，欧元区 7 月份零售销售环比下降 0.5%，降幅略大于预期，食品、饮料和烟草销售下降超过 1%，汽车燃料支出也有所减少。第三季度开局疲软，意味着消费需求难以成为欧元区经济的支撑力量。

在这样的背景下，欧元的上攻显得力不从心。尽管美联储降息可能削弱美元，但欧元区自身的经济疲软限制了欧元的上涨空间。市场对欧洲央行的政策预期也趋于谨慎，认为其在当前通胀与增长双重压力下难以采取激进措施。这种欧元“难堪大任”的格局，使得美元即使进入宽松周期，也可能维持一定的稳定性。

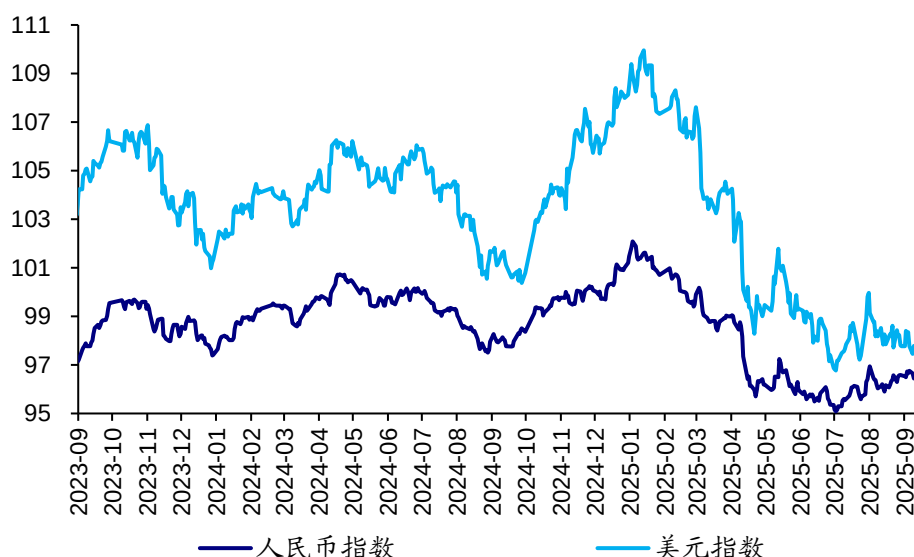
英国方面，财政政策的不确定性正在对英镑构成压力。财政大臣里夫斯已将预算案的发布日期定为 11 月 26 日，意味着市场将面临近三个月的猜测期。保守党批评称，如此漫长的准备期将给企业带来不确定性，可能导致投资暂停。市场普遍预期里夫斯将推出新一轮增税措施，以填补公共财政的巨大缺口。与此同时，英国长期债券收益率升至 1998 年以来的最高水平，反映出市场对公共财政状况的担忧。英镑在此背景下大幅下跌，投资者正密切关注预算案的具体内容及其对经济增长前景的影响。

在全球主要货币普遍面临内生性压力的背景下，美元的相对优势并非源于美国经济的绝对强劲，而是其他货币区的相对疲弱。这种结构性支撑将限制美元的贬值空间，使其在降息周期中保持一定的稳定性。因此，

美元的“被动稳定”正在成为市场需要关注的潜在逻辑。

进一步观察人民币指数与美元指数的对比图，可以发现两者在过去两个年度内保持较高的相关性。人民币指数在美元指数回调期间虽有阶段性波动，但整体走势相对平稳，显示出较强的韧性。这种同步性不仅反映了人民币汇率管理的稳定性，也说明在美元进入底部区间的背景下，人民币汇率大概率将维持震荡运行，波澜不惊。

图 1：人民币与美元在过去两年保持较高相关性



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

当前中国经济政策重心转向稳增长与结构优化，汇率则总体保持稳健。在外部美元波动趋缓的背景下，人民币汇率有望成为亚洲货币体系中的稳定锚。人民币的稳定不仅是政策托底的结果，更是市场信心的体现。在全球货币体系重构的过程中，人民币的角色正在成为“稳定器”。

从投资者角度来看，当前的汇率格局意味着外汇市场将进入一个“政策驱动与基本面博弈并存”的阶段。美元的阶段性筑底将影响全球资产定价，尤其是以美元计价的商品、债券与新兴市场资产。人民币的稳定则为区域资本流动提供了锚定基础，有助于提升中国资产的吸引力与定价稳定性。

短期来看，美元汇率的波动将主要围绕美联储降息的节奏与幅度展开。若通胀数据持续温和，市场可能提前预期更大幅度的宽松，美元将面临阶段性压力；但若就业与消费数据保持韧性，降息路径可能趋于谨慎，美元则有望维持震荡偏强的格局。中期而言，美元的走势将更多取决于财政可持续性全球资本流动的再配置。

人民币方面，汇率波动预计将保持温和。政策层面的稳汇率导向，加上与美元指数的高度相关性，使得人民币更可能维持在一个可控区间内运行。对于企业与投资者而言，这意味着短期内外汇风险可控，跨境资产配置的窗口仍在。

汇率市场的剧烈波动或许暂告一段落，接下来是一个更值得精算的阶段。无论是美元的阶段性企稳，还是人民币的相对稳定，都为资产配置与风

险管理提供了更清晰的锚点。在这个周期转换的关键时刻，理性判断、灵活应对，或许比押注方向更重要。

2025年9月16日

宏观研究报告

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com