

2025 年 09 月 03 日

人民币汇率或将迎震荡升值

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：8 月以来人民币兑美元汇率出现较为明显的升值，随着 A 股市场的升温，汇率波动逐渐引发关注，后续汇率的走势可能对市场带来一定程度的影响。

● 人民币汇率近期升值或属于“补涨”

1. 美元指数偏弱运行下，人民币汇率近期升值或属于“补涨”。在特朗普就职后，随着其一系列政策的快速推出，特别是对等关税对全球市场信心造成了显著冲击，美元指数在 2025 年前 8 个月贬值约 10%，而人民币兑美元汇率同期升值幅度仅约 2.3%。从更加综合的 CFETS 人民币汇率指数看，该指数在 2025 年 1-6 月下跌约 6%，但 6 月后已触底回升至 96.57，升值幅度超过同期人民币兑美元汇率。与此同时，人民币兑美元中间价也逐渐下调，有利于在岸人民币汇率向升值方向波动。总的看，人民币汇率近期升值在偏弱美元环境下或属于“补涨”。

2. 国内权益市场升温，叠加美联储偏鸽派表态，或是当前人民币汇率上涨的关键触发因素。如前所述，虽然人民币汇率近期“补涨”，但结合 8 月制造业 PMI 仍弱于季节性来看，国内经济基本面的边际回暖或不是人民币近期“补涨”的驱动因素。其关键或在于两点：一是8 月以来国内权益市场逐渐升温，主要指数均录得较大涨幅，客观上会吸引部分海外资金及出口企业结汇资金进入，带动外汇市场上人民币供需发生变化；二是在 8 月 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔表态偏鸽派，显示美联储大概率在 9 月会降息 25bp，对美元指数产生了一定的抑制作用，人民币汇率的外部环境相对稳定。此外夏季一般是港股分红的最后高峰，且近期中美利差略有收窄，或共同触发了近期人民币汇率的上行。

● 人民币或有望震荡升值，但波动或也将放大

1. 美元指数偏弱态势或将延续。虽然当前美国经济整体尚有韧性，但从 7 月非农就业数据来看，其下行压力已有显现，叠加通胀上行斜率尚不确定，美联储 9 月若降息，更多的或是为美国经济托底。相较之下，8 月欧元区制造业录得 50.7%，较 7 月上升 0.9 个百分点，德国制造业 PMI 也持续上行，欧元区经济表现相对较好。此外，近期特朗普频繁施压美联储，甚至开除美联储理事，动摇美联储独立性，削弱了市场对美元的信心，因此后续美元或保持相对偏弱态势。

2. 人民币汇率后续或仍偏升值，但短期或有震荡。如前所述，偏弱美元下人民币汇率的外部环境或相对有利。此外，2025 年 1-7 月我国出口韧性较足，累积了近 7000 亿美元的贸易顺差，但平均结汇率仅为 52.75%，低于 2018 年来均值。参考 2024 年 9 月国内股市上涨带动结汇率快速提升至 62.23%，若国内权益市场持续有所表现，叠加季节性因素，有望促使部分企业选择结汇，提升结汇率，对人民币需求形成支撑，因此人民币汇率后续或仍偏升值。但短期来看，由于海外主要国家的经济及政策不确定性较大，特别是日本政局在参议院选举后较为动荡，可能会对美元指数形成一定支撑，人民币汇率短期或面临一定程度的震荡。

3. 人民币汇率长期取决于国内经济的表现，不宜高估短期内升值的斜率与幅度，且波动也有可能放大。中长期来看，后续人民币汇率的反弹高度及持久性仍取决于国内经济的修复情况。但若短期内出口企业的预期集体转向，引发集中换汇，导致人民币短期快速升值，我们认为央行或将进行一定程度的引导。一则中美之间的关税税率仍高，人民币汇率的快速升值并不利于我国企业的后续出口；二则对央行而言，其汇率政策目标之一是维持人民币汇率的弹性，防范汇率的超调风险，汇率的快速升值均不可取，因此不宜高估短期人民币升值的斜率与幅度。且在此过程中，人民币汇率的波动可能会进一步放大。

● **风险提示：**美国经济衰退超预期，美国关税政策超预期升级。

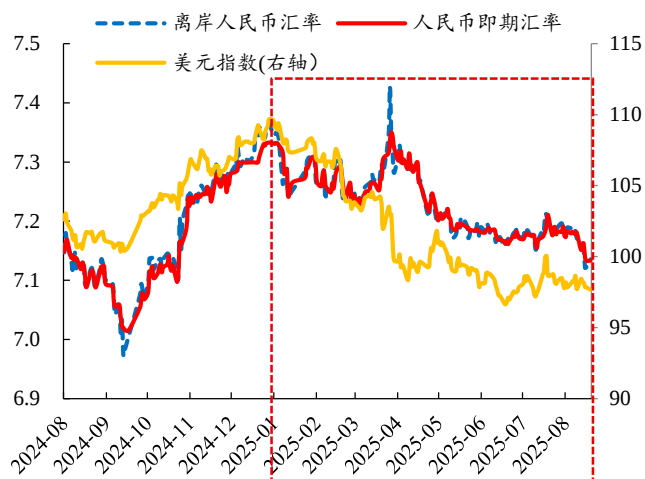
相关研究报告

《地产成交有所回暖——宏观经济专题》-2025.9.1

《制造业 PMI 略弱于季节性，关注服务消费增量政策——兼评 8 月 PMI 数据》-2025.8.31

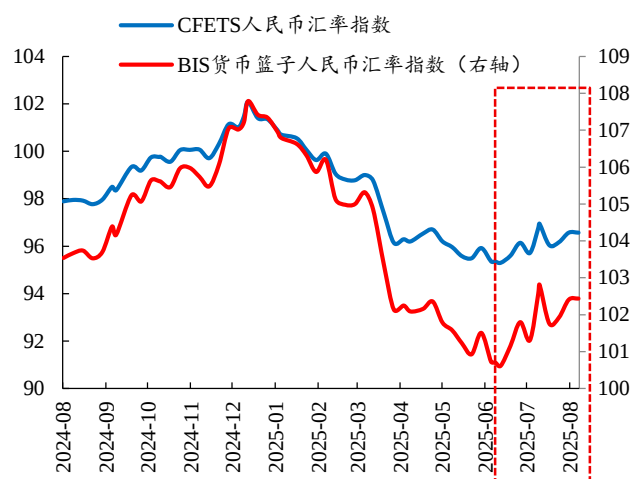
《利润改善由成本和投资收益贡献——兼评 7 月企业利润数据》-2025.8.27

附图1：人民币兑美元汇率升值幅度总体相对较小



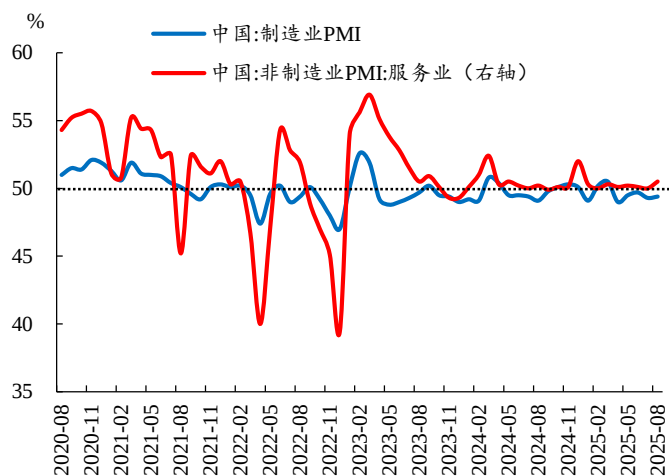
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：CFETS 汇率指数 6 月后已触底回升



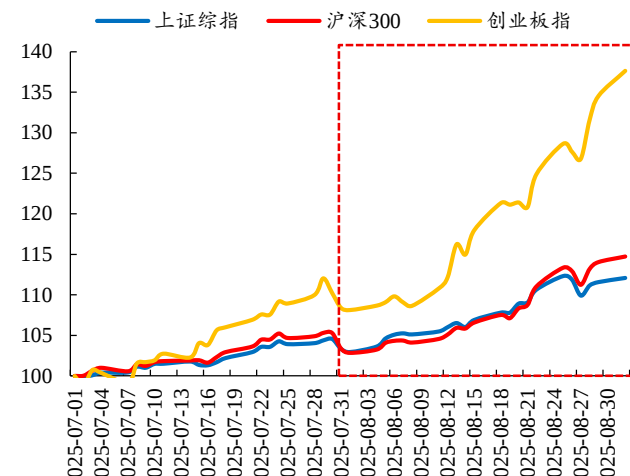
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：中国 8 月制造业 PMI 边际提升



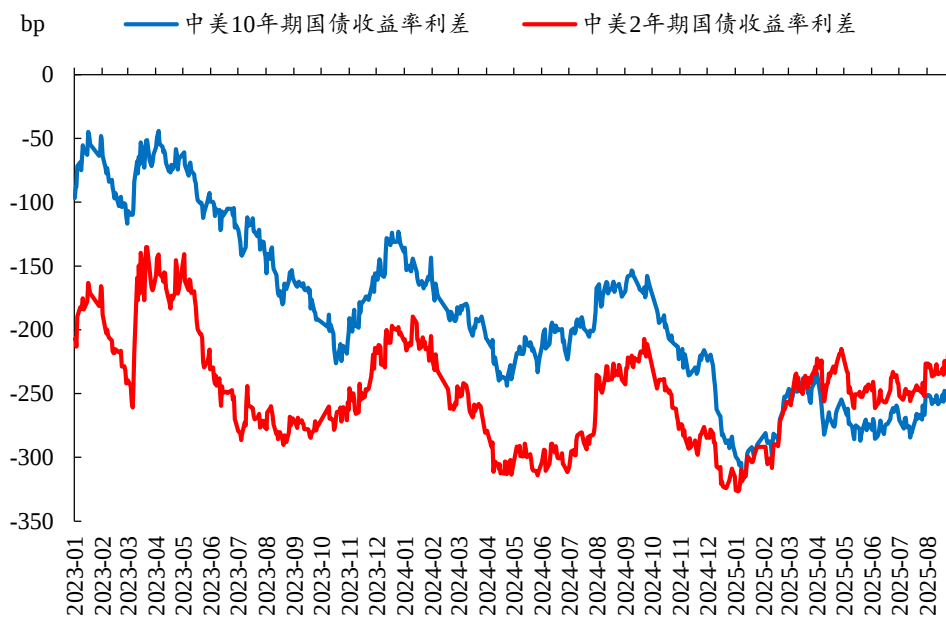
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4：8 月 A 股 3 大指数录得较大涨幅



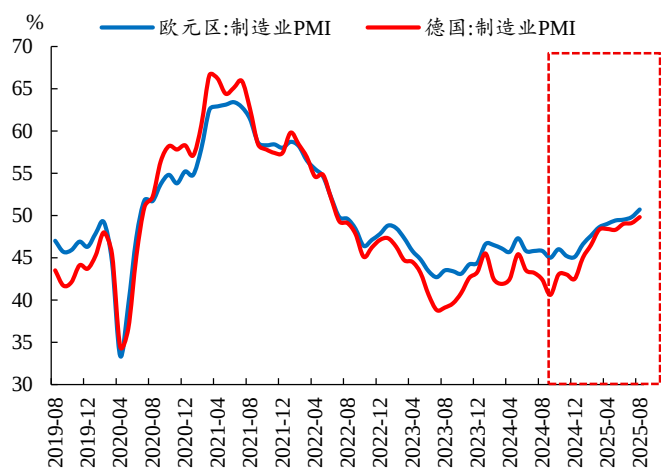
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：中美利差在 7 月后有所收窄



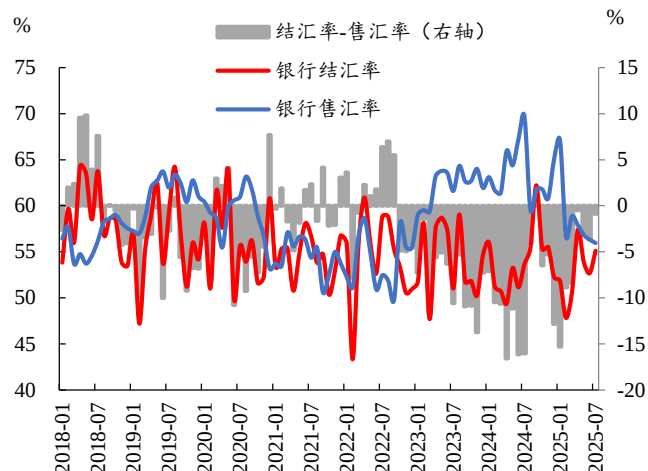
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：欧元区制造业 PMI 持续上行



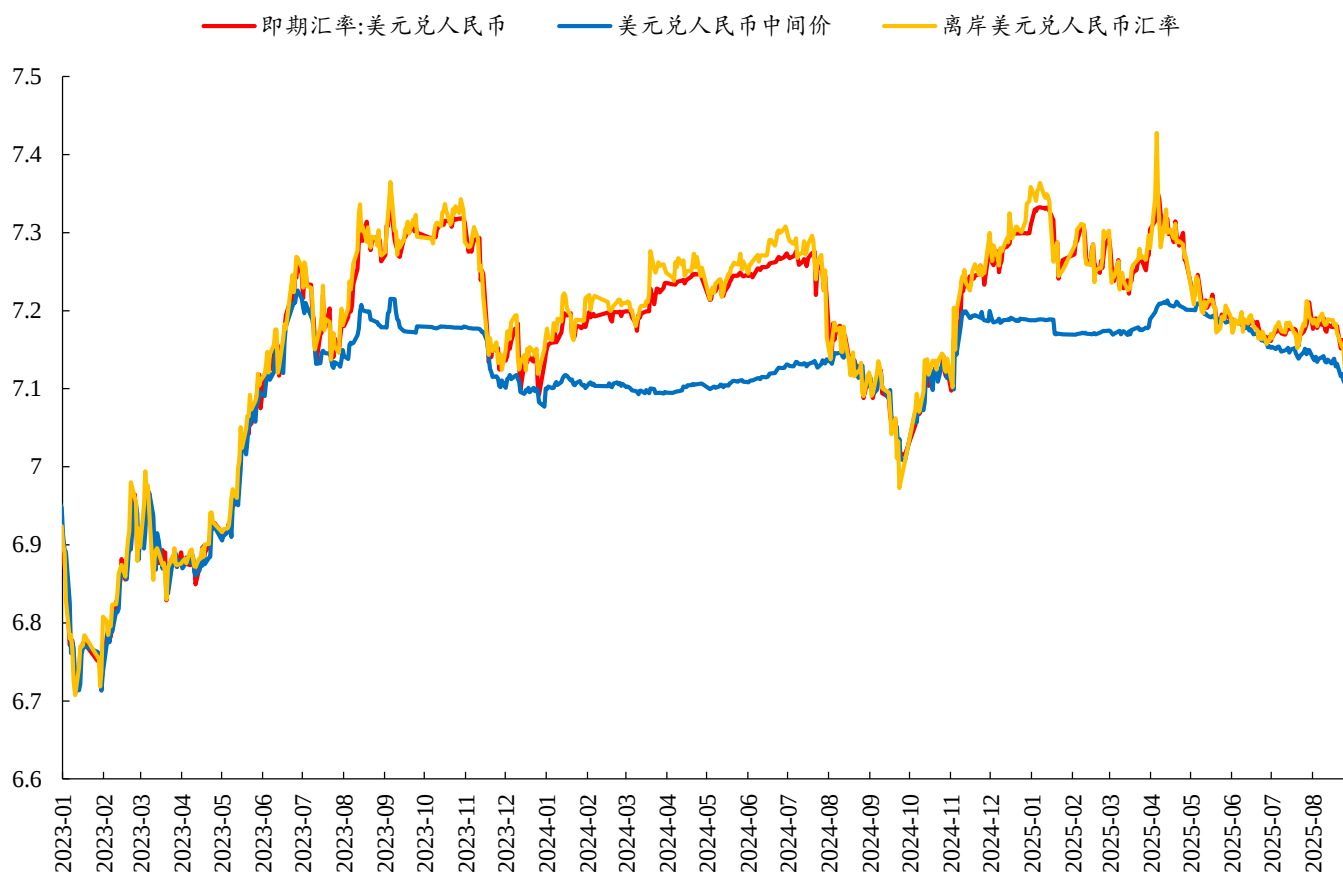
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：人民币结汇率近期有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：近期人民币汇率中间价上升相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn