

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

再论人民币本轮升值背后的逻辑

——人民币专题跟踪研究（一）

投资要点

- **人民币近期升值原因。**自2025年8月以来，人民币兑美元开启了新一轮的下行周期，即期汇率盘间最高触及7.12，而中间价则一度触及7.10重要汇率关口。根据人民币中间价构建公式：人民币中间价=“人民币收盘价”+“一揽子货币隔夜变化”+“逆周期因子”，我们将各种驱动因素分别进行贡献度量化，得到本轮升值主要是受到市场自身驱动影响，而非逆周期因子导致的政策驱动。
- **顺势而为的逆周期调节。**我们认为本轮中间价走强并非政策引导型升值信号，相反地，近期央行所运用的逆周期因子操作相当有限。我们测算结果显示逆周期因子在8月以来对人民币中间价值贡献度并不算高，仅占比26%。进入2025年下半年，逆周期因子一直被控制在500pips内小幅波动，可见当前汇率政策更加偏向于“稳预期”而不是“释放主动升值信号”。
- **市场驱动型的人民币升值。**我们认为本轮人民币升值更多是受市场力量驱动。第一个原因是“弱美元”背景下的被动升值。自2025年3月起，我们拟合的美元情绪指数显示，投资者对美元的持有情绪一路下跌至历史相对低位35处徘徊，美元持有情绪的回落使得大部分新兴市场货币得以被动升值。后续随着美元降息窗口的打开，我们认为人民币或有进一步升值空间。第二个原因则是由于人民币及其资产吸引力不断提高导致的主动升值。进入2025年下半年以来，中国股市估值不断修复，风险资产吸引力的不断提升，“FPI资本流入带动人民币升值”的叙事逻辑也在不断强化。与此同时，受人民币资产大涨和地缘政治的缓和，贸易结汇和套保意愿均有所回暖，进一步拉动人民币币值上行。短期来看，受公司纳税和中报分红购汇需求影响，年内后续人民币结汇盘或依然较为明朗，现货和远期结汇需求和意愿或均持续向好。
- **为何人民币对近期债市流出没有反应？**外资在6-7月抛售了大约4200亿元人民币债券，其中同业存单类资金净流出达到2400亿元。有趣的是，这次外资对中国固收资产的抛售并没有引起人民币的贬值，反而人民币在6-7月呈现出缓慢升值的行情。结合平仓净额和远期售汇存续额度，我们认为本次外资减持人民币债券后并没有选择立即进行汇兑获利，主要原因或是由于下半年国内“股债跷跷板效应”明显，外资策略性地减持债市资产后继续留在中国市场并择机增持股市风险资产，如此也能避免频繁跨境支付引起不必要的额外交易费用。同时，我们认为后续债市资金流出将会逐步放慢。过去十二个月中，同业存单作为外资投向境内债市的主要资产，在经历5、6、7月的大幅减持后，基本将过去十二个月的净流入消耗殆尽，换句话说，本轮外资减持人民币债券的浪潮已经到达尾声。后续，我们认为随着远期外汇贴水深度收窄，人民币债券收益下降，外资对人民币债券或倾向于战略性质的风险平衡配置。
- **风险提示：**地缘政治风险恶化，使得外资加速流出中国市场；美国经济上行超预期使得企业继续超配美元资产，导致企业结汇意愿减弱；美国通胀上行超预期使得美国降息预期减弱，外汇市场贴水程度加深。

正文目录

1. 人民币近期升值的原因	4
1.1. 顺势而为的逆周期调节	4
1.2. 市场驱动型的人民币升值	5
2. 为何人民币对近期债市流出没有反应	7
3. 风险提示	8

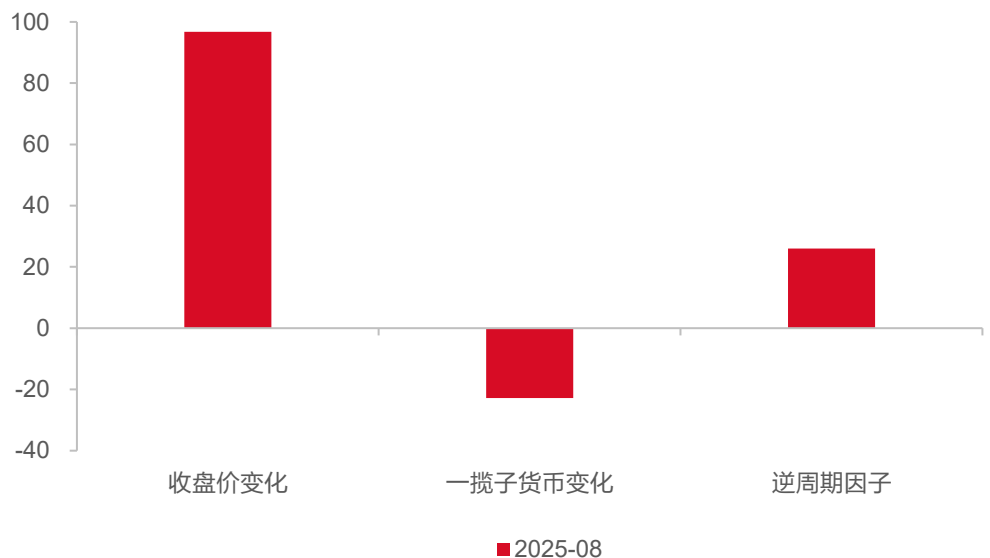
图表目录

图 1 2025 年 8 月以来，人民币中间价驱动因素的贡献度拆分，%	4
图 2 2025 年下半年以来，逆周期因子控制在 500 pips 内小幅波动， pips	5
图 3 美元情绪指数跟随美元指数下行	5
图 4 美国开启降息周期后或进一步提振人民币走强	5
图 5 沪深 300ERP 分位数下移标志股市估值修复，%	6
图 6 沪深 300ERP 和人民币兑美元成强正相关，%	6
图 7 人民币贴水深度收窄降低结汇方套保成本， pips	6
图 8 2025 年 7 月净结汇率升高至 54.8%，%	7
图 9 2025 年 7 月结汇套保率提升至 10%，%	7
图 10 2025 年 7 月结售汇平仓波动不大，亿元	7
图 11 2025 年 7 月远期售汇存续额保持稳定，亿元	7
图 12 2025 年 6-7 月份，外资加速减持人民币债券，亿元	8
图 13 近 12 个月，同业存单净流入趋于零，亿元	8

1.人民币近期升值的原因

自 2025 年 8 月以来，人民币兑美元开启了新一轮的升值周期，即期汇率盘间最高触及 7.12，而中间价则一度触及 7.10 重要汇率关口。根据人民币中间价构建公式：人民币中间价=“人民币收盘价”+“一揽子货币隔夜变化”+“逆周期因子”，我们将各种驱动因素分别进行贡献度量化，可以得到人民币中间价近期升值解释：前两项对应市场驱动因素，后一项对应政策驱动因素。

图1 2025 年 8 月以来，人民币中间价驱动因素的贡献度拆分，%



资料来源：CFETS，Wind，东海证券研究所

1.1.顺势而为的逆周期调节

我们认为本轮中间价走强并非政策引导型升值信号（对应逆周期因子主导），相反地，近期央行所运用的逆周期因子操作相当有限。我们的测算结果显示逆周期因子在 8 月以来对人民币中间价值贡献度并不算高，仅占比 26%。

进入 2025 年下半年，逆周期因子一直被控制在 500pips 内小幅波动，可见当前汇率政策更加偏向于“稳预期”而不是“释放主动升值信号”。我们认为，在人民币升值周期中，央行并不会过多依赖于逆周期因子，更多的或是“顺势而为”：在即期汇率升值期间顺势调节中间价，使逆周期因子保持在合理水平。因此，后续人民币受逆周期因子作用而进一步调升的概率不大。

图2 2025 年下半年以来，逆周期因子控制在 500pips 内小幅波动， pips



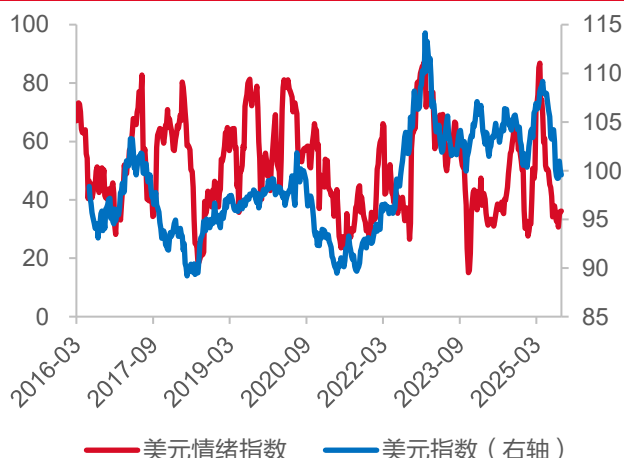
资料来源：CFETS，Wind，东海证券研究所

1.2.市场驱动型的人民币升值

由于收盘价变动是人民币中间价调升的主要贡献项，故本轮人民币升值更多或受市场力量驱动。一方面是由于“弱美元”背景下的被动升值；另一方面则是由于人民币资产吸引力不断提高而导致的主动升值。

“跌跌不休”的美元助推人民币被动升值。年初至今，美元指数下跌幅度达到 9.9%，我们依据 CME 持仓数据建立的美元情绪指数显示，自 2025 年 3 月起，投资者对美元的持有情绪一路下跌至历史相对低位 35 附近徘徊，美元持有情绪的回落使得大部分新兴市场货币得以被动升值。而本轮美元持有情绪的回落主要来自于两方面：其一，美国下半年以来非农就业以及零售需求的疲软使得美元在基本面上受挫；其二，美国 9 月降息预期不断加码让美元在套利平仓上受到打击。后续随着美元降息窗口的打开，我们认为人民币或有进一步升值空间。

图3 美元情绪指数跟随美元指数下行



资料来源：CME，Wind，东海证券研究所

图4 美国开启降息周期后或进一步提振人民币走强

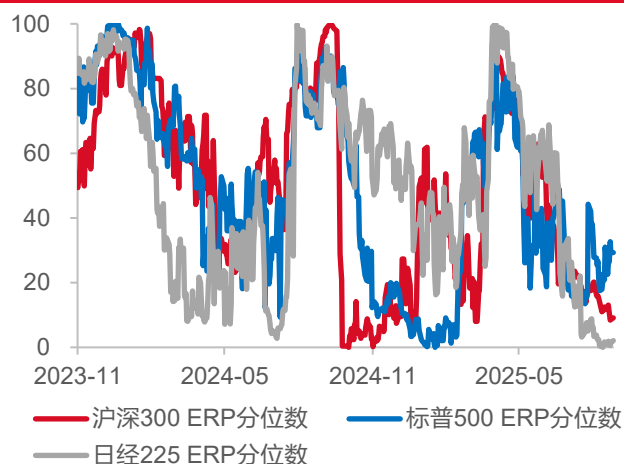


资料来源：FED，CFETS，iFind，东海证券研究所

A 股估值修复拉动人民币需求，形成主动升值。今年 8 月以来，A 股表现亮眼，上证指数一举突破 3800 关口，创下近十年新高。沪深 300 指数 ERP 分位数已经来到两年以来的低位 10% 左右位置，领先于美国标普 500。ERP 的下移一方面标志着 A 股估值的不断修复，

另一方面则是受中国基本面转好带来的风偏回归。中国资产吸引力的提升也在不断强化“FPI 资本流入带动人民币升值”的叙事逻辑。

图5 沪深 300ERP 分位数下移标志股市估值修复，%



资料来源：iFind，东海证券研究所

图6 沪深 300ERP 和人民币兑美元成强正相关，%



资料来源：CFETS，iFind，东海证券研究所

结汇和套保意愿的回暖拉动人民币需求。2025 开年以来，受美元资产错配调整和国内基本面回暖共同影响，人民币结汇盘一直维持强势态势。我们跟踪的贸易净结汇率从 1 月 23.9%一路上升至 7 月 54.8%。同时，由于美国 9 月降息预期的不断强化，中美利差预期收窄，我们观测到外汇远期市场上贴水深度已经从年初-2700pips 收窄至大约-1700pips，对应贸易结汇方套保成本的降低，而其最直接的影响便是套保率的提升。将结汇套保率用银行远期结汇签约额和代客涉外外币收入之比来表示，该比例在 7 月提高到 10%，为 2024 年 10 月以来新高。

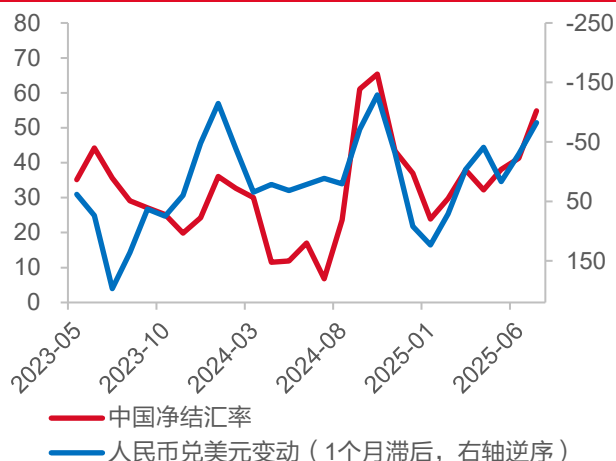
短期来看，受公司纳税和中报分红购汇等需求影响，年内后续人民币结汇盘或依然较为明朗，现货和远期结汇需求和意愿或均持续向好。

图7 人民币贴水深度收窄降低结汇方套保成本，pips



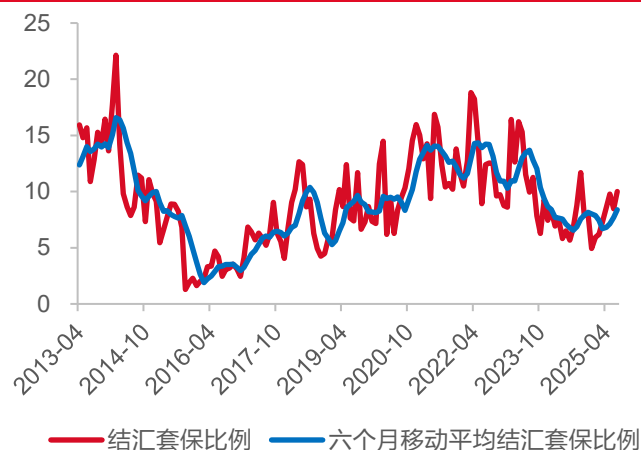
资料来源：CFETS，iFind，东海证券研究所

图8 2025 年 7 月净结汇率升高至 54.8%，%



资料来源：SAFE，iFind，东海证券研究所

图9 2025 年 7 月结汇套保率提升至 10%，%



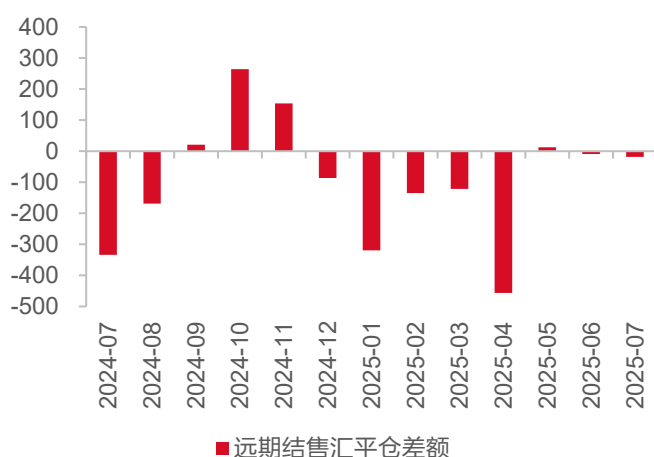
资料来源：SAFE，iFind，东海证券研究所

2.为何人民币对近期债市流出没有反应

根据中债登公布的数据显示，外资在 6-7 月抛售了大约 4200 亿元人民币债券，其中同业存单类资金净流出达到 2400 亿元。但这次外资对中国固收资产的抛售并没有引起人民币的贬值，反而人民币在 6-7 月呈现出缓慢增值的行情。

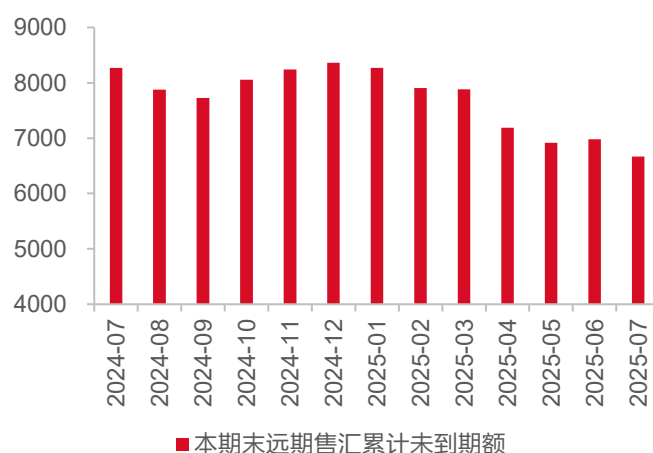
如我们在人民币深度报告《从定价模式和资本流动看人民币》中有提及到的，在人民币兑美元远期深度贴水的情况下，外资投入国内债市会采取“近结远售”的策略来获得额外的汇兑收益。通过观测外汇市场远期平仓情况，我们发现本轮外资在抛售人民币债券时并没有进行远期售汇平仓，远期平仓净额相当平静，同时，远期售汇未到期额在 6-7 月依然变化不大。结合上述两项数据分析，我们认为本次外资减持人民币债券后并没有选择立即进行汇兑获利，主要原因或是由于下半年国内“股债跷跷板效应”明显，外资策略性地减持债市资产后，将资金继续留在中国市场并择机增持股市风险资产，如此也能避免频繁跨境支付引起不必要的额外交易费用。

图10 2025 年 7 月结售汇平仓波动不大，亿元



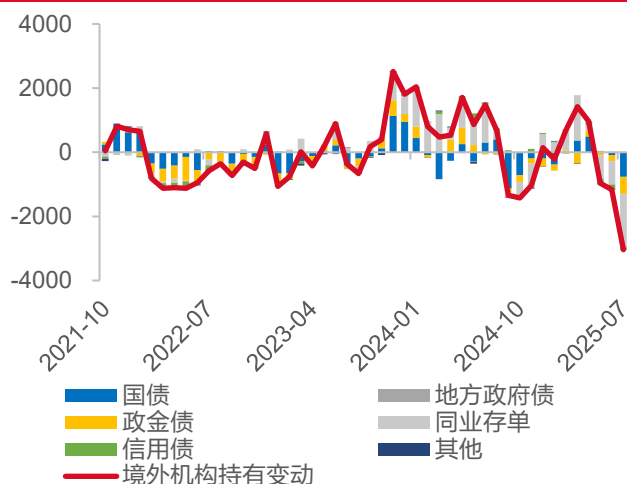
资料来源：SAFE，iFind，东海证券研究所

图11 2025 年 7 月远期售汇存续额保持稳定，亿元



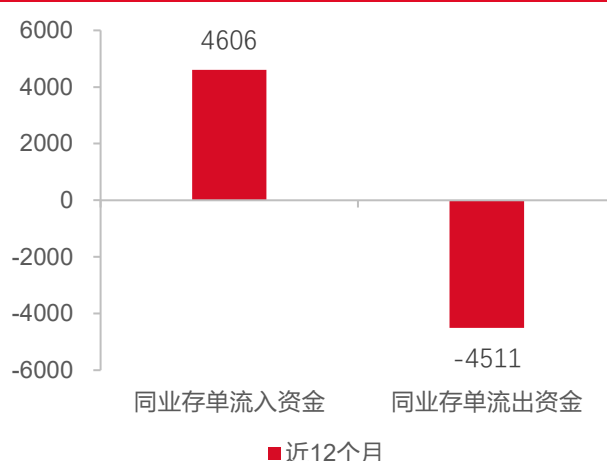
资料来源：SAFE，iFind，东海证券研究所

图12 2025年6-7月份，外资加速减持人民币债券，亿元



资料来源：CCDC, SHCH, iFind, 东海证券研究所

图13 近12个月，同业存单净流入趋于零，亿元



资料来源：SHCH, iFind, 东海证券研究所

同时，我们认为后续债市资金流出将会逐步放慢。过去十二个月中，同业存单作为外资投向境内债市的主要资产，在经历5、6、7月的大幅减持后，基本将过去十二个月的净流入消耗殆尽。换句话说，本轮外资减持人民币债券的浪潮已经到达尾声。后续，我们认为随着远期外汇贴水深度收窄，人民币债券收益下降，对外资吸引力可能减弱。外资对人民币债券或倾向于战略性质的风险平衡配置。

3.风险提示

地缘政治风险恶化，使得外资加速流出中国市场。证券市场或实业市场上资本的加速流出或令人民币在短期内承受较大贬值压力。

美国经济上行超预期使得企业继续超配美元资产，导致企业结汇意愿减弱。贸易顺差难以转换成汇率升值动能。

美国通胀上行超预期使得美国降息预期减弱，外汇市场贴水程度加深。贴水程度加深使得结汇方套保成本上升，远期结汇意愿减弱使得人民币币值承压。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089