

宏观点评 20250830

人民币汇率是否会升破 7.0?

2025 年 08 月 30 日

事件

8 月 28 日晚间，在中间价持续偏强的升值指引下，在岸与离岸人民币对美元即期汇价连续升破 7.15、7.14 和 7.13 等几个整数关口，USDCNH 一度跌破 7.12，即期汇率向中间价快速收敛。在岸、离岸汇价与中间价或将再度并轨，人民币汇率市场接下来需要关注“套息交易”逆转、“恐慌结汇”是否重现、中间价“底线思维”等几个方面。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

观点

■ **人民币即期汇价升值动因：强中间价的持续升值引导。**我们在 7 月底专题报告《汇率：中间价释放升值信号、资金押注补涨》中认为，由于 7 月份以来中间价保持渐进升值，释放的强势引导信号也被即期汇率市场吸收，人民币渐进升值的趋势短期有加快的迹象，预计 8 月份美元兑人民币即期报价或下移至 7.10-7.15 区间，而 8 月 28 日当晚在岸与离岸人民币即期汇价的迅猛破位显示 7 月份以来中间价的信号指引逐渐被市场吸纳，在 8 月份外汇市场对美联储 9 月降息预期升温、美元指数继续保持结构性弱势的支撑下，即期汇率以较快幅度升值。

■ 8 月 29 日，美元兑人民币中间价报 7.1030，相比上一交易日调升 33 个基点，仍然比 Bloomberg 预测中间价低 251 个基点，继续释放引导升值的信号，预计在 USDCNY 与 USDCNH 跌破 7.15 关口之后，即期汇率或加速向中间价收敛，跨境资金回流人民币或推动境内流动性宽松。

■ **人民币“套息交易”或逆转：波动率回升。**2025 年 5 月份以来，由于人民币汇率始终处于“低波”状态，并且中美之间横亘着约 260bps 的利差倒挂，再度吸引基于人民币的“套息交易”，然而依赖“岁月静好”的套息交易或被波动率回升的势头打破，以 8 月 28 日晚间为契机，人民币汇率或开启波动率回升阶段，5 月份以来“套息交易”逆转平仓或进一步推动即期汇率升值。

■ **待结汇盘“恐慌式结汇”是否重现？**2024 年 8 月至 10 月由“套息交易”平仓引发出企业“恐慌式结汇”，一度推动 USDCNH 跌破 7.0，根据我们的测算，截至 2025 年 7 月末，过去 3 年累积的 4211 亿美元待结汇盘，平均持仓成本为 7.05 左右，当人民币汇率快速跌破 7.10 关口后，部分待结汇盘资金或抢跑，但是 2025 年与 2024 年不同之处在于出口企业加强了汇率套保，预计结汇潮或以相比 2024 年更加缓和的方式展开。在美元指数维持结构性弱势、人民币短期升值预期升温的背景下，预计 2025 年四季度结汇资金或迎来集中释放。

■ **人民币汇率展望：仍需关注中间价指引。**外汇市场过去一个季度押注人民币“补涨”，当前进入预期兑现阶段，汇率政策管理仍然遵循“底线思维”，既要防范一致性贬值预期，又要防范一致性升值预期，如果结汇资金形成“羊群效应”，汇率管理政策或也将适时进行逆周期调节，展望未来的汇率走势，中间价仍是重要的观测变量，预计即期汇率与中间价或在 7.10 点位实现“三价并轨”。

■ **风险提示：**(1) 美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；(2) 中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；(3) 欧元和日元等非美经济体货币汇率异动风险。

相关研究

《投资于人：今年中央财政支持的重点》

2025-08-28

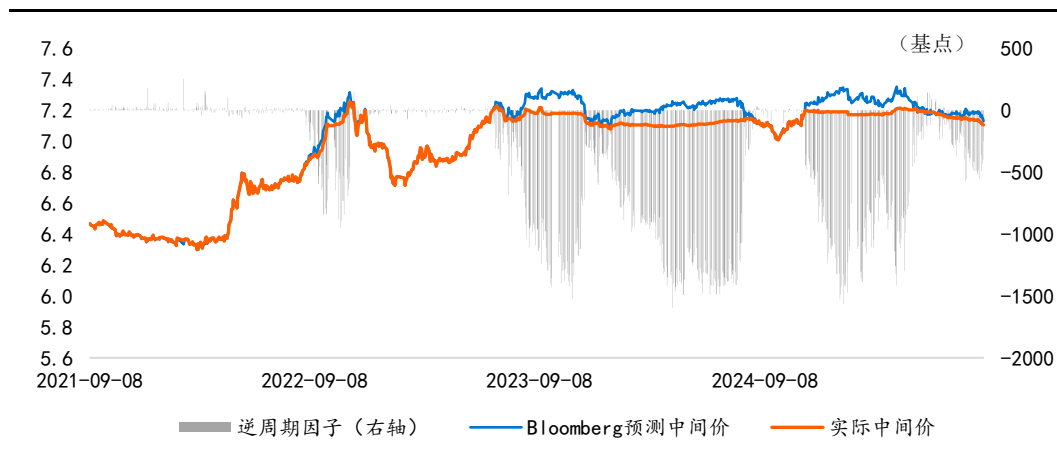
《特朗普宣布罢免理事库克，美联储独立性遭挑战》

2025-08-26

1. 7月至8月中间价释放引导主动升值的信号

从 Bloomberg 预测中间价与实际中间价之差所度量的“逆周期因子”来看，2025 年 6 月 23 日人民银行货币政策委员会第二季度例会之后，汇率政策更加强调“稳预期”，也正是在二季度例会之后，中间价调升的速度加快，7 月份至 8 月份，中间价相比预测中间价始终保持偏强的态势，7 月份实际中间价比预期值偏强约 250 个基点，而进入 8 月份，中间价引导升值的幅度增强，截至 8 月 28 日，实际中间价较预测值平均偏强约 450 个基点，中间价显示的汇率预期管理进入主动引导升值的方向。截至 8 月 29 日，美元兑人民币中间价报 7.1030，相比上一交易日调升 33 个基点，仍然比 Bloomberg 预测中间价低 251 个基点，继续释放引导升值的信号，预计在 USDCNY 与 USDCNH 跌破 7.15 关口之后，即期汇率向中间价收敛短期可能加速。

图1：7月至8月，中间价释放主动引导汇率升值的信号



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

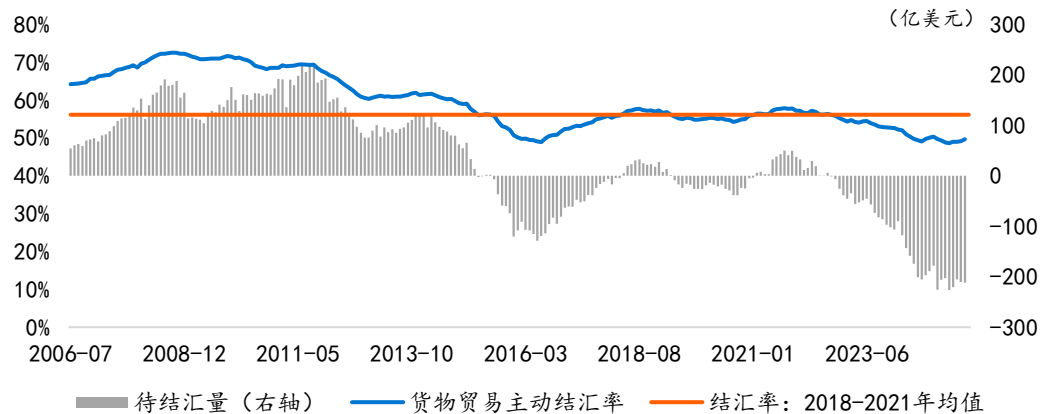
继续关注中间价对即期市场的指引。7 月份以来人民币中间价引导主动升值的信号渐浓，即期汇率相比中间价略显“弱势”的格局正在被纠正，短期看即期汇价升破 7.15 之后，升值节奏或在短期加速，并再度形成一致性升值预期，“防范一致性预期”或仍然是汇率管理政策的底线思维，如果即期汇率升值加速，预计中间价或再度进入“逆周期调节”模式，美元兑人民币即期汇价已然下移至 7.10-7.15 区间，预计在岸汇价、离岸汇价与中间价或在 7.10 关口实现“三价并轨”，人民币升值节奏仍需中间价“控场”。

2. 人民币快速升值是否会引发“恐慌结汇”？

2025 年 1-7 月出口企业主动结汇率边际回升。相比 2025 年上半年出口企业货物贸易科目主动结汇率 47.13%，7 月份货物贸易结汇率加快回升至 48.24%，趋近 2024 年同

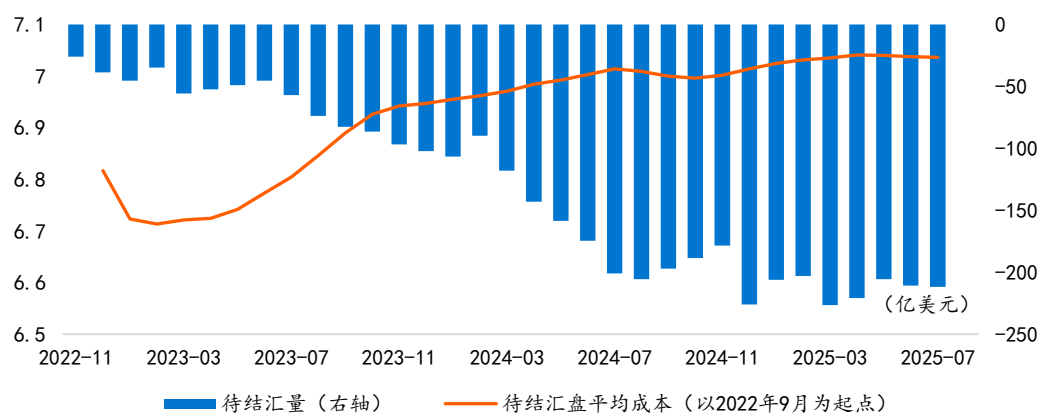
期的 48.28%，而货物贸易主动售汇率则基本保持在 48.43% 左右，“结汇回升、售汇稳定”的外汇市场供需格局有利于人民币升值。如同我们在过往报告中多次强调的逻辑，出口企业“待结汇盘”是影响人民币汇率波动的主线之一，2024 年 8 月至 10 月以日元套息交易平仓为引线、人民币也曾因“待结汇盘”集中释放而出现快速升值，有序逢高结汇有利于维持汇率稳定，但“恐慌式结汇”或损害出口企业利润。

图2：截至 2025 年 7 月末，“待结汇盘”测算规模达到 4211 亿美元



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：截至 2025 年 7 月末，“待结汇盘”平均持仓成本约 7.04-7.05



数据来源：Wind、东吴证券研究所

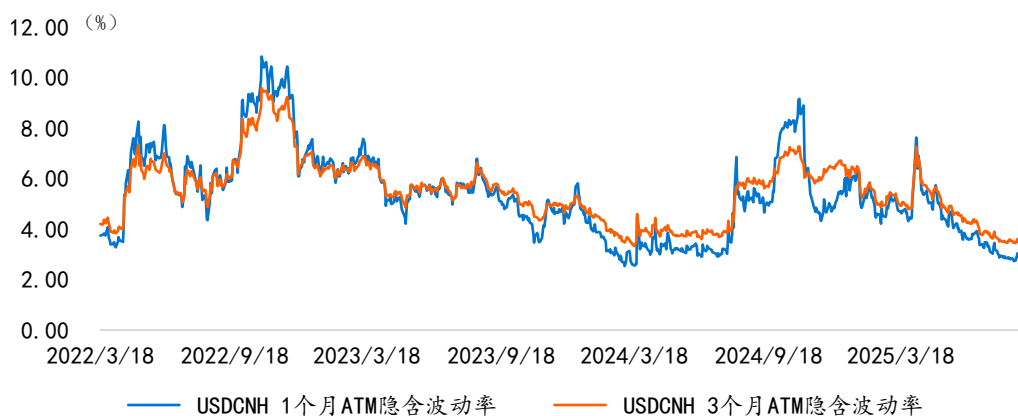
2025 年 1-7 月“待结汇盘”规模继续扩张。从规模上看，截至 2025 年 7 月末，2022 年以来 3 年时间累积的“待结汇”资金体量约为 4211 亿美元，7 月份单月增量 211.80 亿美元；从成本上看，通过拟合 2022 年以来每月新增待结汇资金量，以及每月美元兑人民币汇率平均值，并且每月通过 S/B 1 年期掉期点赚取持有美元的净利差，那么如果以 2022 年 1 月份作为起点，截至 2025 年 7 月末，规模 4211 亿美元“待结汇盘”的平均持

仓成本大约为 7.05，以 2022 年 9 月作为起点，截至 2025 年 7 月末，“待结汇盘”的平均持仓成本维持在 7.04。当人民币汇率快速跌破 7.10 关口后，部分待结汇盘资金或抢跑，但是预计 2025 年再度出现“恐慌式结汇”的概率偏低，今年与 2024 年的不同之处在于出口企业加强了汇率套保，根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上披露的信息，“上半年企业外汇套期保值比率、货物贸易项下人民币跨境收支占比均达到 30% 左右，都是历史新高”，外汇风险敞口降低有利于平抑市场的恐慌情绪，预计 2025 年出口企业结汇潮或以相比 2024 年更加缓和的方式展开，在美元指数维持结构性弱势、人民币升值预期继续升温的推动下，预计 2025 年四季度结汇资金或有序释放，“待结汇盘”规模或环比回落。

3. 人民币“套息交易”是否迎来逆转？

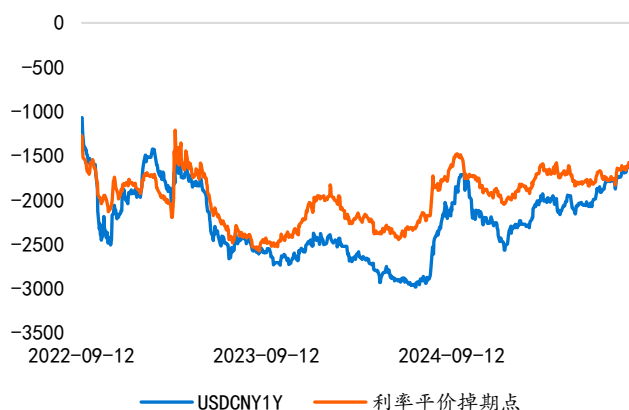
人民币“套息交易”面临平仓风险。2025 年 5 月份以来，受到“港元套息交易”的影响，人民币套息交易也正在重启，中美利差继续保持约 260bps 的深度倒挂为人民币套息提供了足够多的空间、年初至今人民币汇率保持较低的波动率为套息交易提供了生根的土壤。8 月 28 日之前，美元兑人民币隐含波动率持续下行，1 个月和 3 个月期 USDCNH 平价期权隐含波动率一度分别低破 3.0% 和 3.5%，均达到 2024 年 11 月以来最低值，并且隐含波动率一度低于实际波动率，推动人民币期权市场“风险溢价”走向负值，但是与“融资人民币→掉期为美元→投资美元高利率资产”的传统套息交易不同，5 月份以来重启的人民币套息，更加显示为结售汇科目出口部门以 S/B 掉期替代即期结汇，因此在 5 月至 8 月期间，尽管中间价释放引导升值的信号，可人民币套息交易限制了即期汇率升值的节奏。8 月 28 日至 8 月 29 日亚盘时段，USDCNH 平价期权 1 个月期隐含波动率快速回升至 3.40% 上方，3 个月期隐含波动率回升至 3.75%，人民币汇率波动率陡然上升，或已经打破“套息交易”赖以存续的环境。

图4：美元兑人民币汇率隐含波动率开始回升



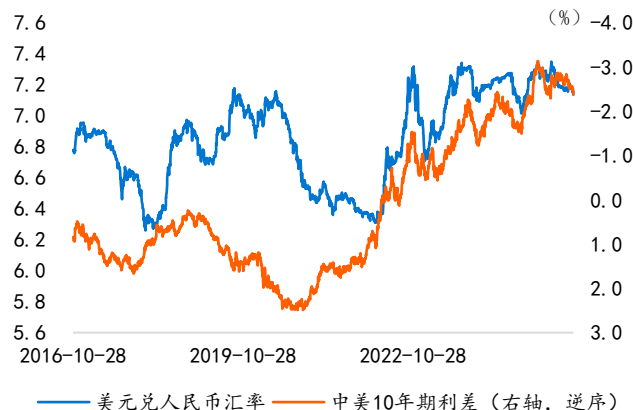
数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图5: USDCNY 利率平价掉期水平上升



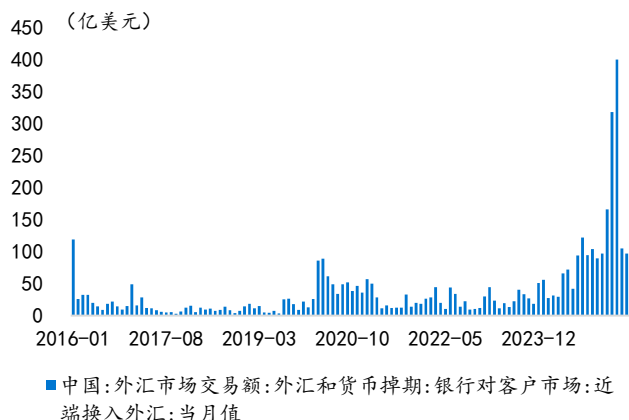
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图6: 美联储降息或推动中美利差倒挂幅度收窄



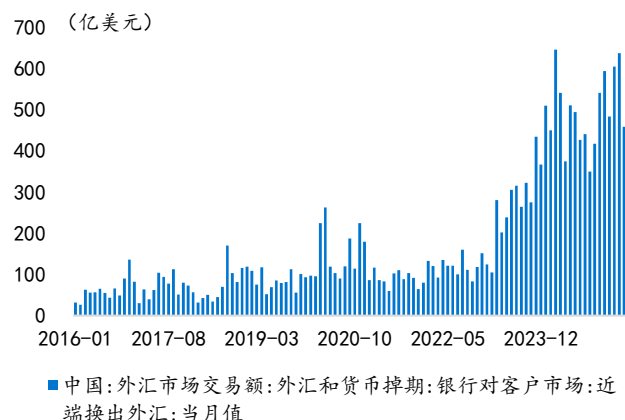
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图7: 企业近端换入外汇 (B/S) 交易规模



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图8: 企业近端换出外汇 (S/B) 交易规模



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2025 年 5 月至 7 月银行代客远期净结汇合计增长 502 亿美元, 截至 2025 年 7 月末, 代客远期净结汇累计未到期额为 211.6 亿美元, 从掉期操作方向来看, 企业端“近购远结”的掉期交易规模快速降温, 显示购汇力量下降, 而“近结远购”则持续保持高位, 7 月份单月 S/B 掉期交易量仍然有 492.7 亿美元。然而随着人民币汇率快速升值, S/B 掉期交易或面临亏损, 进而引发“套息交易”平仓。从人民币汇率波动趋势看, 以 8 月 28 日为契机, 人民币汇率或走出上半年“低波动率”状态, 开启波动率回升阶段。

4. 人民币汇率升值会不会恶化出口?

2015 年“8.11”汇率改革之后, 人民币汇率存在“汇率指数”和“单边汇率”两个维度, 前者以 CFETS 人民币汇率指数和 BIS 发布的实际有效汇率为代表, 后者以美元

以人民币单边汇率为代表，两个维度的汇率映射两个层面的跨境资金流：人民币汇率指数映射出口基本面、人民币对美元单边汇率映射证券投资等跨境资金流，也正是由于汇率存在不同维度的分野，金融市场会天然关注美元兑人民币单边汇率的波动，但是从出口基本面来看，当前人民币汇率指数更能说明出口维度的变化。

图9：2025 年以来人民币对一篮子货币贬值、对美元单边升值



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

2025 年以来，人民币呈现对一篮子货币贬值而对美元升值的特点，截至 8 月 28 日，USDCNY 单边汇率累计升值 2.20%，而 CFETS 人民币汇率指数累计贬值 4.40%，映射至跨境资金流方面，人民币对一篮子货币贬值有利于对冲海外关税政策等风险的影响，呵护出口基本盘，而人民币对美元单边升值则有利于进一步吸引外资增配人民币金融资产。2025 年 7 月，证券投资科目当月录得逆差 582.9 亿美元，超过 2024 年 11 月证券投资科目 456.7 亿美元的规模，也达到 2020 年以来单月最大净流出，而 8 月份人民币汇率快速升值或意味着证券投资逆差规模或正在收窄、跨境资金或再度回补人民币金融资产，并且升值预期或进一步加速回补的进度。

5. 风险提示

- (1) 美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；
- (2) 中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；
- (3) 欧元和日元等非美经济体货币汇率异动风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>