

宏观深度报告 20250728

汇率：中间价释放升值信号、资金押注补涨

2025 年 07 月 28 日

核心观点：

■ 7 月份以来人民币中间价保持渐进升值，即期汇率相比中间价略显“弱势”，短期看，中美经贸谈判的乐观预期、国内股票市场走强的积极信号以及美元指数延续结构性弱势，均构成支撑人民币汇率升值的因素，中间价一度升破 7.14，释放的强势引导信号也正在被即期汇率吸收消化，人民币渐进升值的趋势短期有加快的迹象，在中间价的引导下，美元兑人民币汇率或再度挑战 7.15 区间，8 月份美元兑人民币即期报价或下移至 7.10-7.15 区间。

■ 7 月份以来人民币与美元同步走强：在美元指数维持结构性弱势、A 股稳步上涨等背景下，作为即期汇价指引的人民币中间价加快调升速度，并形成“中间价强、即期汇价弱”的格局，同时在岸、离岸 1 年期美元兑人民币掉期点与利率平价理论值也实现趋同；尽管 6 月底至 7 月初，人民币中间价打破盘整的格局，通过比即期汇价更强的下调释放人民币渐进升值的信号，但是人民币汇率波动率却持续走低，显示当前资金依旧押注人民币汇率或出现“补涨”。

■ 出口企业结汇率偏低、“待结汇盘”尚未集中释放。根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上的介绍，2025 年上半年外汇市场供需基本平衡，货物贸易项目资金净流入以及证券投资项目净增持人民币金融资产是跨境资金主要的流入项。(1) 二季度“抢出口”继续支撑货物贸易结汇规模回升，导致经常项目差额 1-6 月份总体顺差达到 435.68 亿美元，1-6 月份出口企业主动结汇率均值为 47.13%，而 2024 年同期则为 48.37%，表明出口企业结汇规模虽有回升，可主动结汇率却仍然同比回落，由于二季度乃至上半年人民币汇率的运行区间 7.15-7.35 未触动“待结汇盘”的结汇恐慌；(2) 除却主动结汇率依然偏低之外，二季度远期结汇规模也出现回升，4 月至 6 月银行代客远期净结汇合计增长 443.31 亿美元，截至 2025 年 6 月末，代客远期净结汇累计未到期额为 106 亿美元。远期结汇规模扩张显示出口企业预期人民币汇率升值并加大远期结汇成本的锁定。

■ 证券投资项目延续顺差、外资风险偏好继续提升。2025 年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量。根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上的介绍，上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转了过去两年总体净减持态势，尤其是 5-6 月份净增持规模增加至 188 亿美元。

■ 风险提示：(1) 特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；(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) 非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

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

相关研究

《“反内卷”：三重目标下如何去产能、提物价》

2025-07-28

《下一阶段轮动到哪些行业？》

2025-07-27

内容目录

1. 7 月份人民币升值的 3 个特征	4
1.1. 特征 I：人民币中间价调升速度加快	4
1.2. 特征 II：掉期点实现“三价并轨”	5
1.3. 特征 III：人民币波动率持续走低	7
2. 二季度以来跨境资金边际变化：	8
2.1. 出口企业结汇率偏低、“待结汇盘”尚未集中释放	8
2.2. 证券投资项目延续顺差、外资风险偏好继续提升	10
3. 人民币汇率展望：关注人民币中间价对即期市场的引导	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: Bloomberg “逆周期因子”扩张、释放较强的引导人民币升值的信号.....	4
图 2: 2025 年 6 月底开始即期汇价“偏离”中间价.....	5
图 3: 2025 年 7 月份以来“强中间价、弱即期”.....	5
图 4: 7 月份 USDCNY 与 USDCNH 掉期点趋同.....	5
图 5: USDCNY 掉期点快速向利率平价收敛.....	6
图 6: USDCNY 与 USDCNH 掉期点趋于收敛.....	6
图 7: 人民币汇率期权隐含波动率继续下行.....	7
图 8: USDCNH 风险逆转因子持续下行.....	7
图 9: USDCNH1 个月期隐波已低于实际波动率.....	7
图 10: 6 月份货物贸易主动结汇率仍然偏低.....	8
图 11: 6 月份远期结汇需求边际回落.....	8
图 12: 6 月份“待结汇盘”延续扩张.....	9
图 13: 6 月份“待结汇盘”延续扩张.....	9
图 14: 企业近端换入外汇 (B/S) 交易规模.....	10
图 15: 企业近端换出外汇 (S/B) 交易规模.....	10
图 16: 5 月至 6 月外资持续增持人民币金融资产.....	10
图 17: 随着 A 股回升, 人民币渐进升值.....	11
图 18: 中美利差小幅回升.....	11

进入 2025 年 7 月份，在美元指数维持结构性弱势、A 股稳步上涨等背景下，作为即期汇价指引的人民币中间价加快调升速度，截至 7 月 25 日，美元兑人民币中间价报 7.1419，7 月份以来累计调升 0.23%，期间中间价报价一度达到 7.1385，不仅创下年内新低，且达到 2024 年 11 月最低水平。然而在人民币中间价调升的同时，人民币即期汇价却呈现相反的走势，7 月份以来 USDCNY 累计上涨 0.03%，围绕 7.17 窄幅震荡，之所以形成“中间价强、即期汇价弱”的格局，但是在中间价释放较强升值信号的指引下，USDCNY/CNH 或继续向 7.15 靠拢。

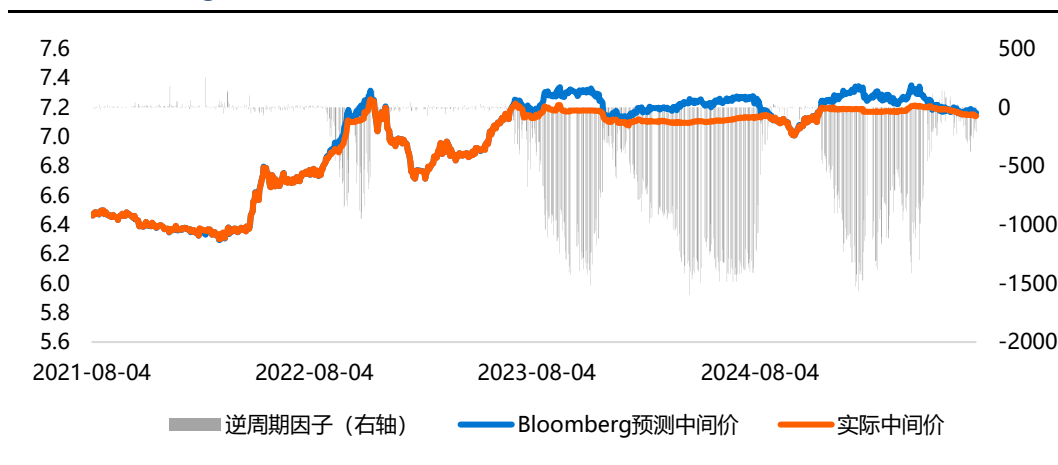
1. 7 月份人民币升值的 3 个特征

回顾 7 月份迄今人民币中间价加快升值的过程，可以发现本轮人民币汇率升值带有 3 个基本特征：

1.1. 特征 I：人民币中间价调升速度加快

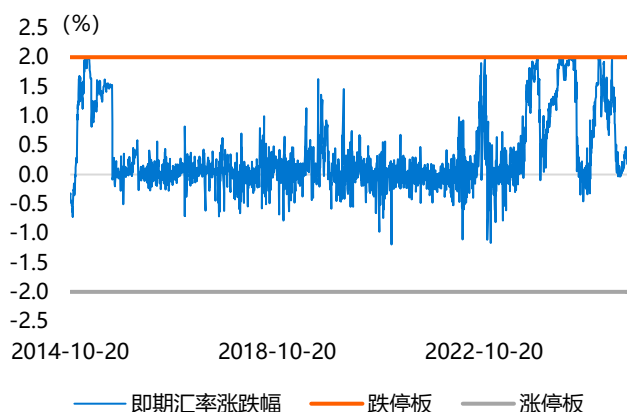
2025 年 5 月份中间价、在岸汇价和离岸汇价“并轨”之后，中间价在 5 月至 6 月底保持在 7.16-7.20 区间窄幅波动，从 Bloomberg 预测中间价与实际中间价之差所度量的“逆周期因子”来看，期间“逆周期因子”均值仅-103 个点。在 6 月 23 日人民银行货币政策委员会第二季度例会上，汇率政策表述从一季度强调“三个坚决”转变为“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，措辞表述的变化反映出对人民币汇率的政策管理从“稳汇率”向“稳预期”的调整，也正是在二季度例会之后，中间价调升的速度加快，进入 7 月份，中间价与预测中间价的偏离大幅扩张，截至 7 月 25 日实际中间价较预测中间价低 211 个基点。

图1：Bloomberg “逆周期因子”扩张、释放较强的引导人民币升值的信号



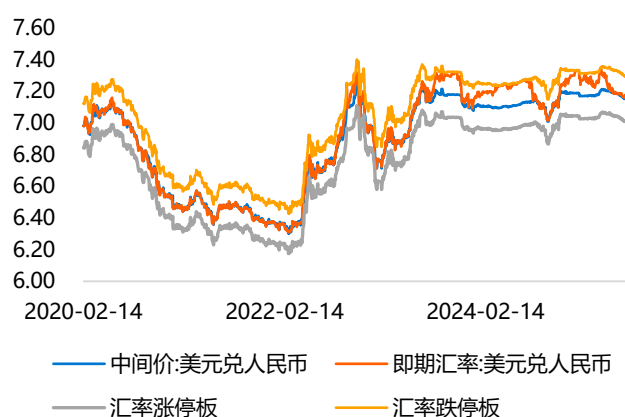
数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图2：2025 年 6 月底开始即期汇价“偏离”中间价



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：2025 年 7 月份以来“强中间价、弱即期”

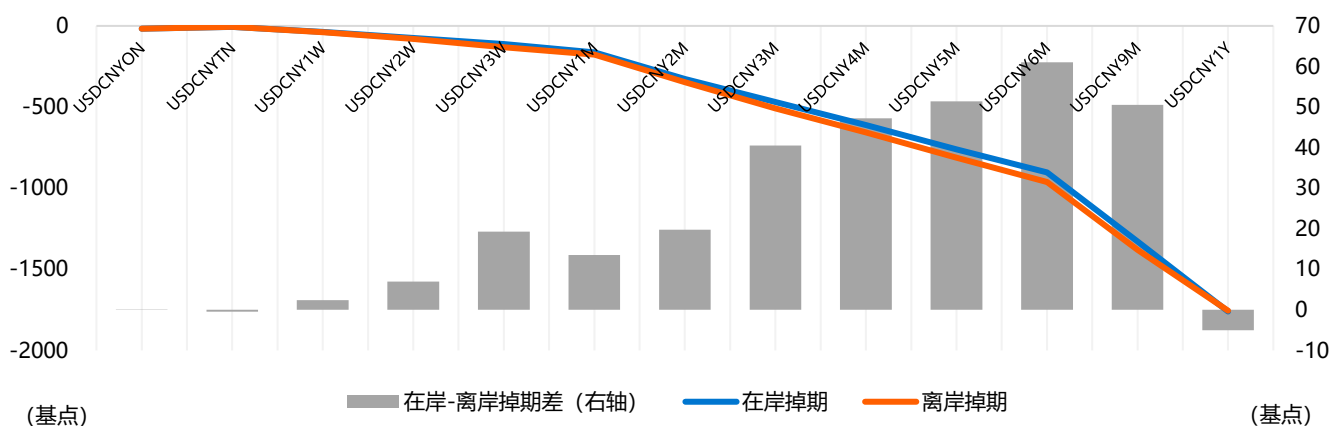


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 特征 II：掉期点实现“三价并轨”

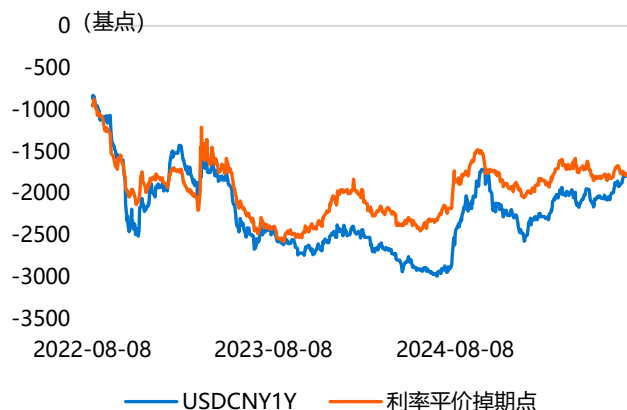
在岸、离岸 1 年期美元兑人民币掉期点与利率平价理论值趋同。截至 7 月 25 日，1 年期 USDCNY、USDCNH 掉期报价实现“并轨”，并且市场掉期点与利率平价理论值也实现“并轨”，目前 1 年期 USDCNY 掉期报-1760，同期 USDCNH 掉期报-1755，而以 1 年期美元 SOFR 利率和 1 年期人民币 FR007 IRS 利率作为基准计算的利率平价掉期点则为-1765，然而 3 个月期-9 个月期在岸掉期点仍然高于离岸掉期点，从 1 年期美元兑人民币掉期报价的驱动力看，在岸掉期报价大幅回升是“并轨”的主因，7 月份以来 1 年期 USDCNY 掉期报价上行 106 个基点，而 1 年期 USDCNH 掉期报价则在 7 月份迄今下行 8.5 个基点。拉长时间来看，1 年期 USDCNY 掉期点年初至今回升 742 基点，而利率平价回升 233 个基点，两者回升的主要原因是中美拆借利率的利差收窄，年初至今 1 年期美元 SOFR 利率回落 20.34bps 而 1 年期 FR007 IRS 报价则回升 7.15bps，导致利率平价掉期点“牵引”实际掉期点回升。

图4：7 月份 USDCNY 与 USDCNH 掉期点趋同



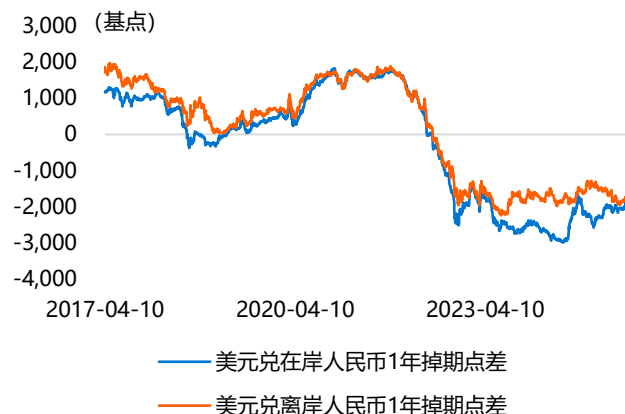
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5: USDCNY 掉期点快速向利率平价收敛



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图6: USDCNY 与 USDCNH 掉期点趋于收敛



数据来源: Wind、东吴证券研究所

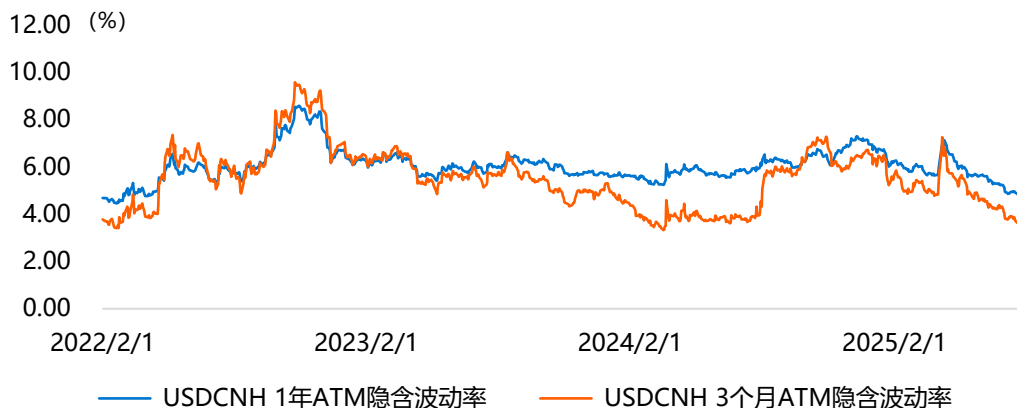
针对 7 月份以来 USDCNY 与 USDCNH 掉期点在不同期限上呈现出来的形态, 我们认为可能的原因在于:

- (1) 短端掉期点: 3 个月至 9 个月结汇需求转向掉期市场, 以 S/B 掉期点“替代”即期市场结汇, 推动 3 个月至 9 个月 USDCNY 掉期点回升, 且高于 USDCNH 掉期水平, 而即期结汇需求下降导致 ON 与 TN 掉期点几无偏差, 这一过程或显示部分资金选择基于中美之间倒挂超 260bps 的利差进行“套息交易”;
- (2) 1 年期 USDCNY 掉期点回升: 从曲线形态看, 9 个月以上期限 USDCNY 掉期曲线更加“陡峭”, 或源自市场结汇需求较强, 或源自 1 月至 4 月出于稳汇率而进行的掉期交易平仓, 但是随着 1 年期 USDCNY 掉期点渐进修复至利率平价水平, 掉期点是否继续上修或取决于中美利差收敛的幅度, 也即美联储“降息”的节奏以及人民币利率是否再下台阶;
- (3) 外资减持人民币债券或加大长期期限掉期点下行: 由于 1 年期 USDCNY 掉期点低于利率平价决定的理论掉期点, 使得外资“Short USDCNY+S/B 掉期点”有利可图, 2023 年三季度至 2024 年二季度为了平衡外汇市场供需, 掉期点曾一度被压低至大幅偏离理论平价水平, 引致“S/B 掉期点+买入中债”锁定无风险收益的套利交易, 而在 2024 年三季度以后, 随着人民币利率下行和权益资产走强, 外资 S/B 掉期交易的多头也随之减弱, 截至 7 月 25 日, 经过汇率对冲之后的 10 年期中债的美元收益率为 4.20%, 低于 10 年期美债收益率 4.40% 的水平。

1.3. 特征Ⅲ：人民币波动率持续走低

尽管6月底至7月初，人民币中间价打破盘整的格局，通过比即期汇价更强的下调释放人民币渐进升值的信号，但是人民币汇率波动率却持续走低，截至7月25日，1个月和3个月期USDCNH平价期权隐含波动率已分别下降至4.87%和3.79%，均是2024年11月以来最低值。

图7：人民币汇率期权隐含波动率继续下行



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图8：USDCNH 风险逆转因子持续下行



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图9：USDCNH1 个月期隐波已低于实际波动率



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

如我们在5月份专题报告《人民币汇率：会否升破7.1？》中所分析，当前资金依旧押注人民币汇率或出现“补涨”，与中间价7月份以来调升的方向一致。从外汇期权市场的风险指标来看，随着人民币隐波逐步走低：（1）度量价外看涨期权和价外看跌期权隐含波动率之差——风险逆转因子延续下行，以1年期25Delta风险逆转因子为例，截至7月25日收盘，押注USCNH升值方向的风险逆转因子报0.2650%，继续创下年内

以来新低；(2) 从 USDCNH 期权隐含波动率与实际波动率之差——风险溢价来看，由于隐含波动率下移，USDCNH 期权“风险溢价”在 7 月份已转为负值，显示资金认为人民币对美元低波动“补涨”的确定性更高。

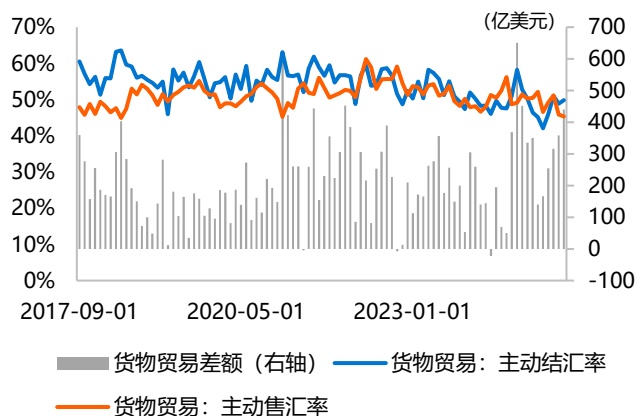
2. 二季度以来跨境资金边际变化：

从影响人民币汇率的主要因素来看，6 月份银行全项目代客结售汇转为顺差，1-6 月份累计 30.89 亿美元净流入，根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上的介绍，2025 年上半年外汇市场供需基本平衡，货物贸易项目资金净流入以及证券投资项目净增持人民币金融资产是跨境资金主要的流入项。

2.1. 出口企业结汇率偏低、“待结汇盘”尚未集中释放

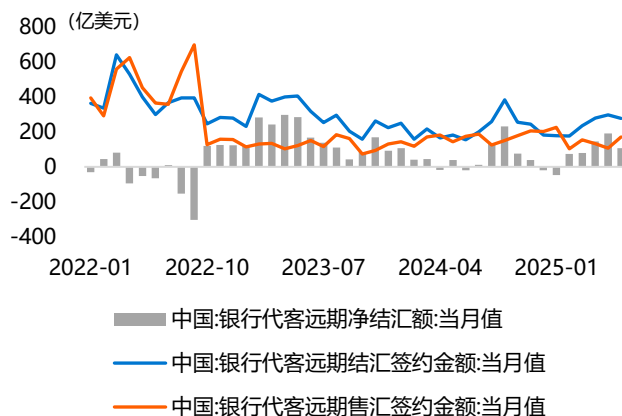
根据外汇管理局公布的外汇收支数据，6 月份出口企业结汇规模继续回升，2025 年 1-6 月银行代客结售汇录得顺差 30.89 亿美元，其中 1-6 月货物贸易结汇顺差达到 1677.07 亿美元，而 6 月份单月净结汇规模扩大至 440.11 亿美元，6 月份单月主动结汇率达到 49.88%，相比 2024 年底回升 3.52 个百分点，同期主动售汇率则下滑 5.12 个百分点至 45.31%。二季度“抢出口”继续支撑货物贸易结汇规模回升，导致经常项目差额 1-6 月份总体顺差达到 435.68 亿美元。

图10：6 月份货物贸易主动结汇率仍然偏低



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图11：6 月份远期结汇需求边际回落

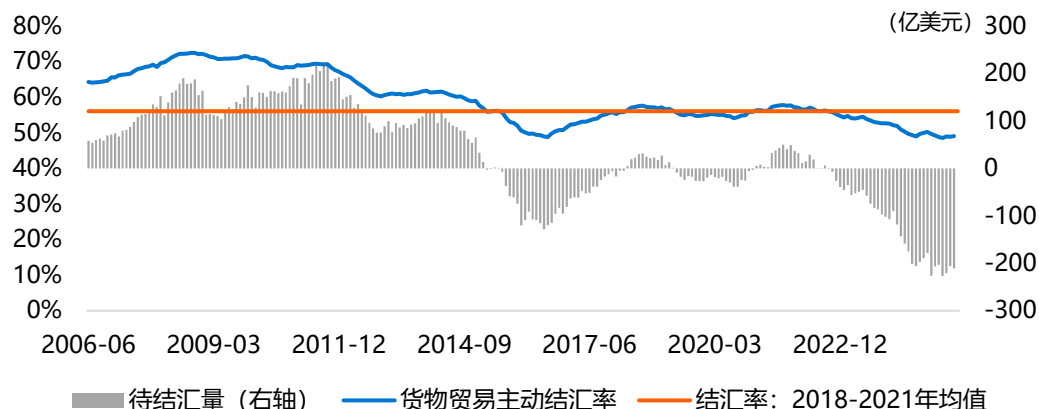


数据来源：Wind、东吴证券研究所

2025 年上半年出口企业主动结汇率依然偏低。1-6 月份出口企业主动结汇率均值为 47.13%，而 2024 年同期则为 48.37%，在 2025 年海外关税政策风险扰动下，出口企业结汇规模虽有回升，可主动结汇率却仍然同比回落。除却主动结汇率依然偏低之外，二季度远期结汇规模也出现回升，4 月至 6 月银行代客远期净结汇合计增长 443.31 亿美

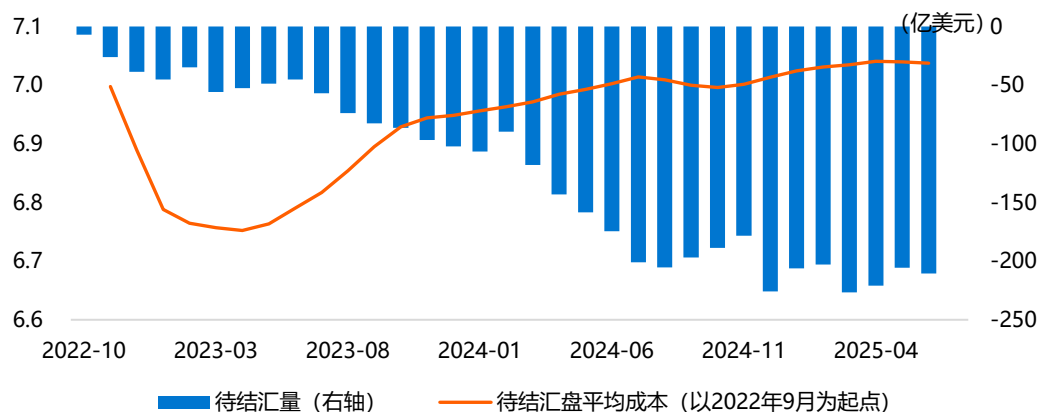
元，截至 2025 年 6 月末，代客远期净结汇累计未到期额为 106 亿美元。远期结汇规模扩张显示出口企业预期人民币汇率升值并加大远期结汇成本的锁定。从出口企业二季度掉期操作来看，由于 4 月份关税政策风险加大，导致企业近端换入外汇交易量冲至 400 亿美元的历史极值，然而在外部风险逐步缓释之后，“近购远结”的掉期交易规模也快速降温。

图12：6 月份“待结汇盘”延续扩张



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图13：6 月份“待结汇盘”延续扩张

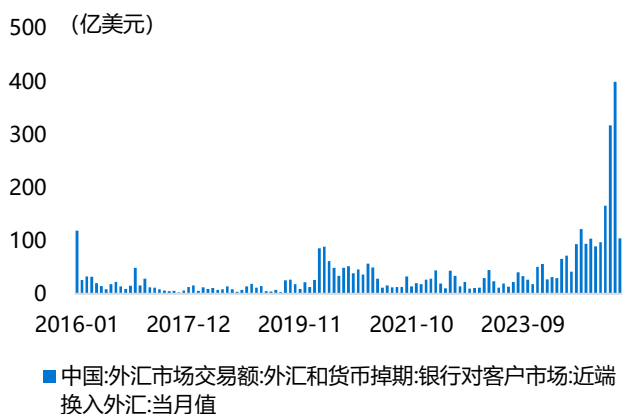


数据来源：Wind、东吴证券研究所

由于出口企业结汇率依然偏低，导致今年上半年“待结汇盘”规模继续扩张。从规模上看，截至 2025 年 6 月末，2022 年以来 3 年时间累积的“待结汇”资金体量约为 4000 亿美元，6 月份单月增量 210.66 亿美元；从成本上看，根据我们对“待结汇盘”持仓成本的估算，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

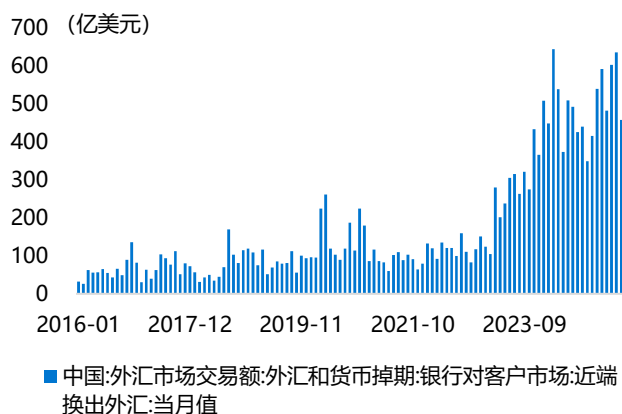
月份作为起点，截至 2025 年 6 月末，规模 4000 亿美元的“待结汇盘”平均持仓成本大约为 7.05，以 2022 年 9 月作为起点，截至 2025 年 6 月末，“待结汇盘”的平均持仓成本维持在 7.04。二季度乃至上半年人民币汇率的运行区间 7.15-7.35 未触动“待结汇盘”的结汇恐慌。

图14：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15：企业近端换出外汇（S/B）交易规模

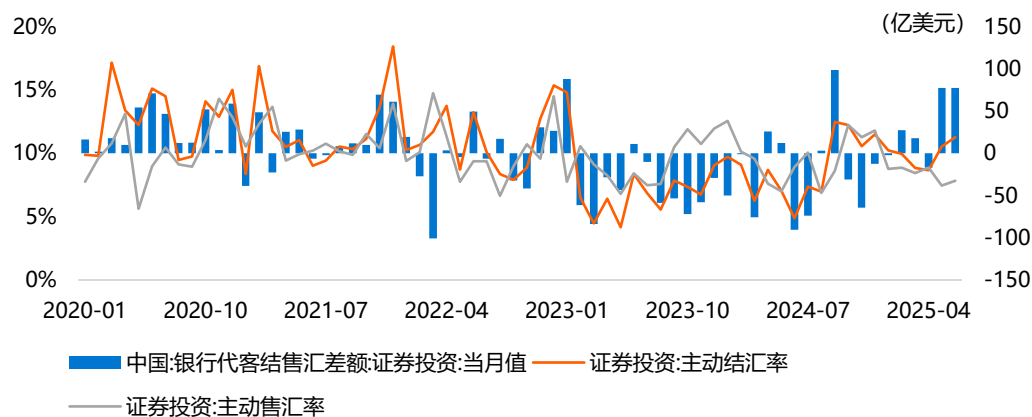


数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.2. 证券投资项目延续顺差、外资风险偏好持续提升

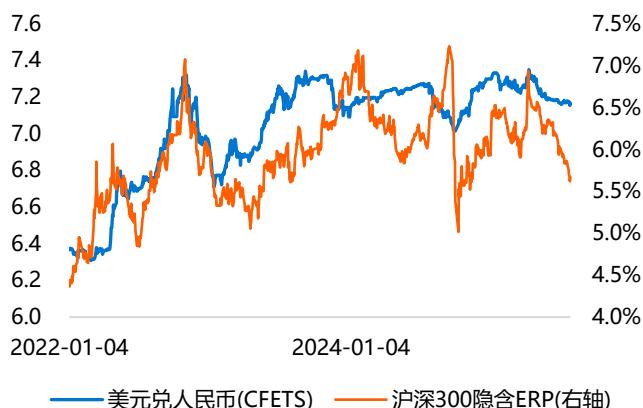
2025 年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量。根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上的介绍，上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转了过去两年总体净减持态势，尤其是 5-6 月份净增持规模增加至 188 亿美元。

图16：5月至6月外资持续增持人民币金融资产



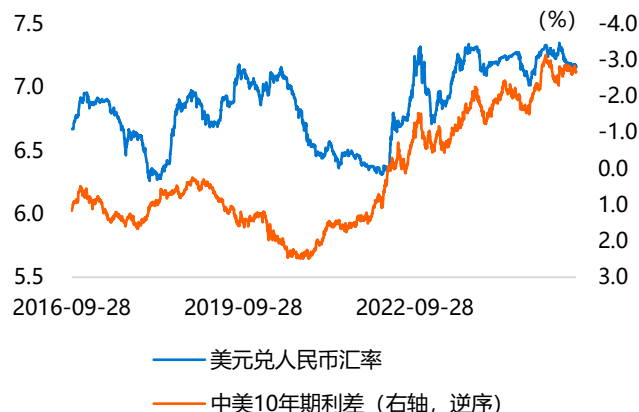
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图17：随着 A 股回升，人民币渐进升值



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图18：中美利差小幅回升



数据来源：Wind、东吴证券研究所

从结售汇数据来看，2025 年 6 月份证券投资项目顺差保持在 77.36 亿美元，与 5 月份顺差规模基本持平，显示跨境资金继续增持人民币金融资产，截至 6 月末，今年以来证券投资项目累计顺差 180.65 亿美元，期间仅有 4 月份因外部冲击而出现短暂的单月逆差，5 月至 6 月外资增持人民币金融资产的风险偏好继续抬升。

3. 人民币汇率展望：关注人民币中间价对即期市场的引导

关注人民币中间价对即期市场的引导。7 月份以来人民币中间价保持渐进升值，即期汇率相比中间价略显“弱势”，短期看，中美经贸谈判的乐观预期、国内股票市场走强的积极信号以及美元指数延续结构性弱势，均构成支撑人民币汇率升值的因素，中间价一度升破 7.14，释放的强势引导信号也正在被即期汇率吸收消化，人民币渐进升值的趋势短期有加快的迹象，预计在中间价的引导下，美元兑人民币汇率或再度挑战 7.15 区间，8 月份美元兑人民币即期报价或下移至 7.10-7.15 区间。

4. 风险提示

- （1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；
- （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）非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

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>