

2025年07月10日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

从定价模式和资本流动看人民币

——人民币汇率专题深度研究

投资要点

- **人民币汇率的定价逻辑与市场回顾。**汇率是一国货币相对于另一国货币的价格，不仅主导国际贸易上货物服务的重要兑换价，亦可视作外汇市场上的资产价格。人民币汇率经历三十年的市场化改革历程，从2005年“7.21”汇改放弃固定汇率制度，到2015年央行启动“8.11”汇改，完善以市场化为基础的中间价制度。人民币汇率历史定价逻辑也从国际收支顺差主导的“顺差结汇”逐渐转向中美利差倒挂主导的“利差持汇”。
- **经常账户保持韧性为人民币提供底部支撑。**2025年一季度经常账户数据先行释出，顺差达1656亿美元，录得历史新高，同比增速250%。货物贸易保持强劲，当季录得顺差2376亿美元，同比增速90%。结合中美日内瓦“90天关税暂停声明”，我们认为货物贸易在2025年二三季度依然会保持高位顺差，而服务贸易逆差或由于中外互免签证国家范围的扩大而得到改善。整体来看，经常账户在当前形势下具备良好的支撑要素，同时具有韧性的经常账户顺差也是人民币汇率底部支撑的一个大前提。
- **金融账户下直接投资和证券投资或将迎来拐点。**中国金融账户逆差压力在过去一年较为显著。2024年金融账户逆差为4962亿美元，较上年扩大了2568亿美元。直接投资和证券投资在过去一年均存在下行压力。直接投资回落主要受国内企业“出海”浪潮以及地缘政治导致外商利润汇出影响；证券投资的流出则主要集中在2024年四季度，受特朗普交易带来的风险偏好恶化以及外资固定收益类资产平仓影响。我们认为过去一年金融账户逆差加剧并不是内部基本面恶化导致，而是海外冲击和资本套利带来的短期一次性影响，2025年一季度资本账户下的外商直接投资和证券投资的改善也能印证。后续随国内基本面好转，资产估值修复，套利平仓挤出，资本账户或将持续修复，提振人民币汇率。
- **外贸企业结汇意愿回暖。**随着2022年美联储启动加息以来，中美利差形成倒挂并逐渐扩大，人民币汇率远期合约由于利率平价也从升水转变为贴水。此背景下，出口商更愿意持有高收益的美元资产进行观望，中国大量的贸易顺差也就难以转化为人民币升值的动能，并逐步形成“利差持汇”的定价局面。我们用货物贸易项下的净结汇率来反映外汇市场的供需平衡关系，结果显示今年2月净结汇率开始回升，并在4月提高到41%。5月受中美贸易关系缓和，国内贸易企业外汇开支加大，净结汇率略有回落。我们认为上半年净结汇率的抬升主要有三点原因：一是传统的春节前后贸易企业开工及纳税开支需要人民币；二是海外政策的不确定性导致企业尽早结汇，“落袋为安”；三是在企业低套保率背景下，美元持续性贬值使得贸易企业不得不在现货市场上进行“止损式”结汇平仓。
- **“利差锚定”后的“外攘内安”。**在外汇交易以“利差锚定”为基础的背景下，美联储降息节奏是中国乃至整个新兴国家外汇市场重点关注的对象。面对经济软数据和硬数据的背离、经济增长不确定性风险的加剧以及持续供给侧的冲击，美联储更倾向于“边走边看”（wait and see）的态度，市场预测降息节点一度从6月推迟至9月。我们预计本轮降息，步伐更缓，幅度更小，时间更长。如果美国在未来正式步入高通胀高利率时代，中国内部自身发展的重要性反而更加凸显。往后看，下半年国内有望继续保持积极的政策基调，内需政策仍有加码的空间，以“安内”来“攘外”，以良好基本面来托举稳定高币值的人民币。
- **风险提示：**中美贸易谈判受阻使得经常账户顺差回落，地缘政治影响加剧金融账户下外资流出，美国经济上行超预期使得企业继续超配美元资产。

正文目录

1. 人民币汇率的定价逻辑与市场回顾	4
1.1. 阶段一：顺差汇兑主导人民币汇率定价	4
1.2. 阶段二：811 汇改以及逆周期调节因子的推出	5
1.3. 阶段三：中美周期错位下，“利差持汇”主导汇率定价	5
2. 人民币汇率展望：升值动能不断积累	6
2.1. 经常账户下保持韧性	7
2.2. 金融账户下拐点显现	7
2.2.1. 直接投资从回落到修复	8
2.2.2. 证券投资受股市估值修复和债市套利结束而迎来改善	9
2.3. 外贸企业结汇意愿回暖	12
2.4. “利差锚定”后的“外攘内安”	13
3. 风险提示	14

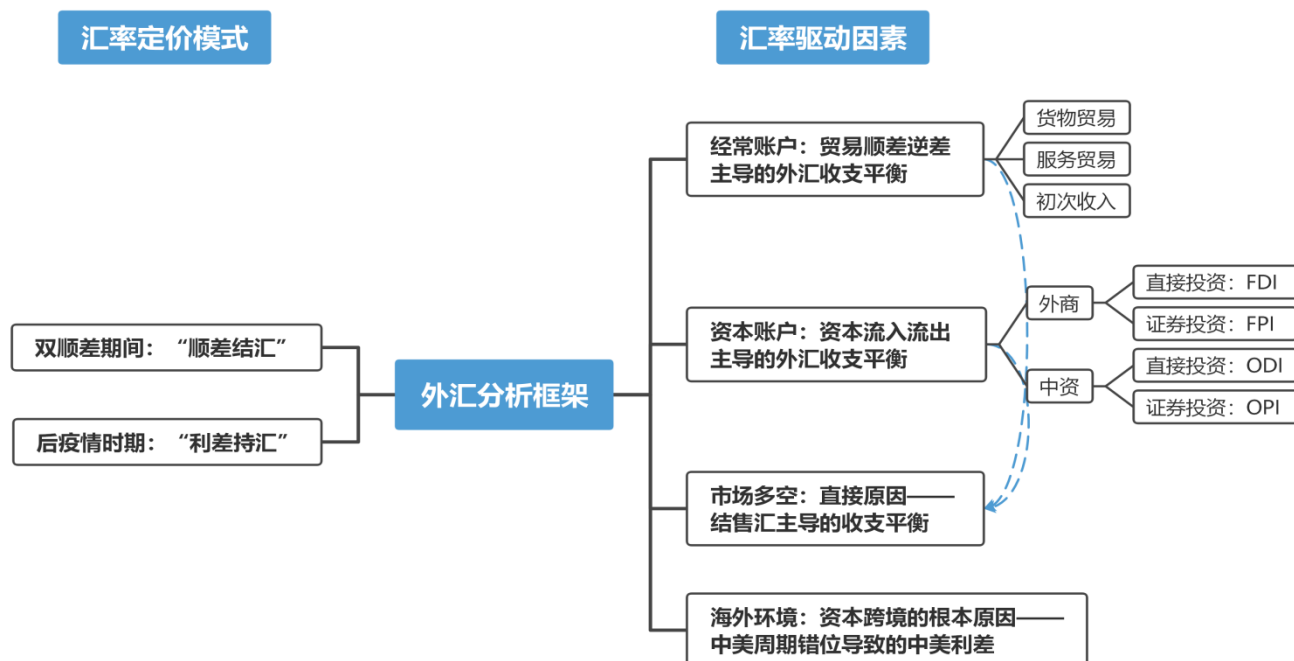
图表目录

图 1 外汇思维导图.....	4
图 2 2014 年之后，中国结束“双顺差”局面，亿美元	5
图 3 2014 年 4 月开始人民币贬值预期逐渐积攒，%	5
图 4 人民币市值和股市呈正向关系，元	5
图 5 逆周期因子在 2023 年后频繁使用，元， pips	5
图 6 美国政策利率走廊，%.....	6
图 7 美联储资产端的累计变化，十亿美元	6
图 8 人民币兑美元走势，元	6
图 9 CFETS 人民币汇率指数	6
图 10 中国经常账户由于货物贸易趋势强劲而保持韧性，亿美元	7
图 11 直接投资可拆分为对外和外商来华两部分，亿美元	8
图 12 外商直接投资自 2024Q4 开始修复转正，亿美元	8
图 13 商务部口径下的实际使用外资同样也在 2024Q4 开始修复回升，亿元	9
图 14 沪深 300 ERP 自“924”后修复	10
图 15 沪深 300 ERP 和人民币兑美元呈现正相关	10
图 16 沪深 300 ERP 分位数随美日股市同步下移	10
图 17 中国股市相比美日股市在近三年是相对低估的	10
图 18 证券在 2024Q4 流出，在 2025Q1 修复，亿美元	11
图 19 境外机构持有中国债券数据修复，亿元	11
图 20 对外和外商资本流出在 2024Q4 反弹，亿美元	11
图 21 南向港股通自 2024Q4 创历史新高，亿元	11
图 22 中资企业在港 IPO 数目，个，亿元	12
图 23 HKMA 在 5 月注入巨额港元流动性，亿港元	12
图 24 出口商结汇率逐渐向过去十五年均值回归，%	12
图 25 结汇方的套保比例在近十年低水平位置，%	12
图 26 中国净结汇率和人民币涨跌成正相关，%， pips	13
图 27 人民币远期受利差倒挂而深度贴水，元， pips	13
图 28 美国自 1970 年以来的历次降息周期，%	13
图 29 美国预期通胀和实际通胀发生偏离，%	13
图 30 美元指数和美德 2 年期国债利差开始脱钩，%	14
图 31 人民币汇率和美元指数发生偏离	14

1.人民币汇率的定价逻辑与市场回顾

我国汇率经历了约三十年的市场化改革历程，自 2001 年，中国加入 WTO 叠加美元走弱，国际资本大幅涌入。2005 年 7 月 21 日，央行启动汇改，确定了以贸易权重和市场供求为基础的“一篮子货币”汇率参考指数。至此，中国从盯住单一美元的固定汇率制度转变成更具弹性的浮动管理汇率制度。

图1 外汇思维导图



资料来源：东海证券研究所整理

1.1.阶段一：顺差汇兑主导人民币汇率定价

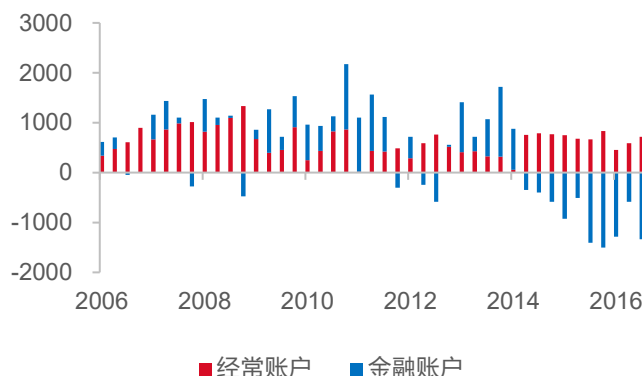
从 2005 年到 2013 年，由于中国经济的快速增长、出口贸易的巨额顺差以及外资的大量涌入，中国在此期间持续呈现“双顺差”格局（即经常账户和金融账户同时顺差），人民币从固定汇率 8.27 一路升值至 6.20。这便是传统逻辑中，“顺差结汇”导致的升值影响。

到了 2014 年，人民币贬值预期逐渐开始显现。其一是海外方面：随着美国经济从金融危机中脱困好转，美联储退出量化宽松 QE 政策，新兴市场风险偏好下降使得人民币汇率承压；其二是国内方面：由于人民币国际化的推动，人民币纳入国际货币基金组织特别提款权 (SDR) 货币篮子的呼声渐高，央行为了满足各国储备人民币的配置需求并顺势缓解前期的升值预期，选择让大行购汇来释放人民币流动性，从而形成了货币宽松和人民币贬值预期的效果。

我们用一年期无本金交割远期汇率（NDF）作为人民币远期走势参考；用一年期 NDF 减去人民币离岸即期汇率，再除以离岸即期汇率得出的百分数来作为量化人民币贬值预期的指数。可以看到从 2014 年 4 月开始人民币贬值预期开始逐渐积攒。

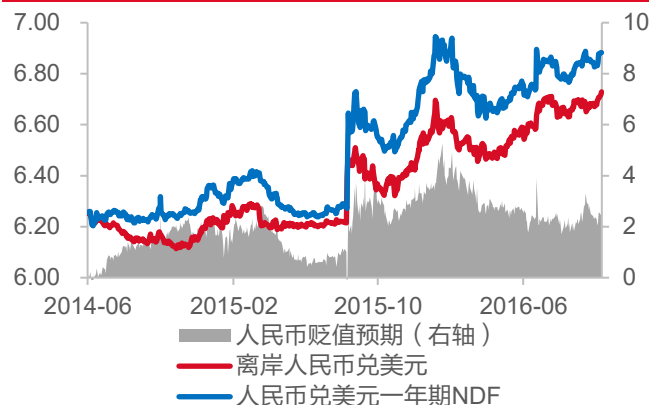
人民币贬值预期的攀升使得部分短期套利资本提前离场，同时叠加“一带一路”倡议带动出海投资，中国结束了长达近 10 年之久的“双顺差”局面，金融账户转为逆差。基本上“顺差结汇”的影响相对弱化。

图2 2014年之后，中国结束“双顺差”局面，亿美元



资料来源：SAFE，东海证券研究所

图3 2014年4月开始人民币贬值预期逐渐积攒，%

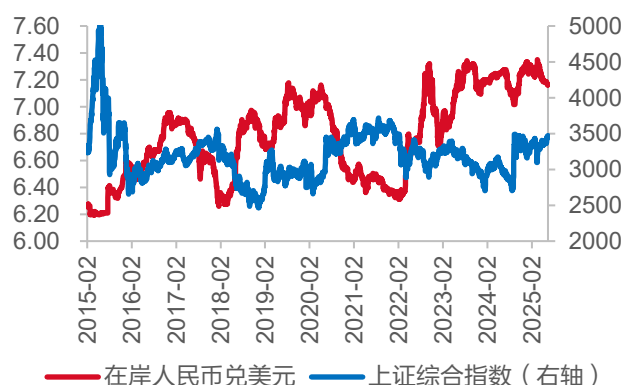


资料来源：CFETS，同花顺，东海证券研究所

1.2.阶段二：811 汇改以及逆周期调节因子的推出

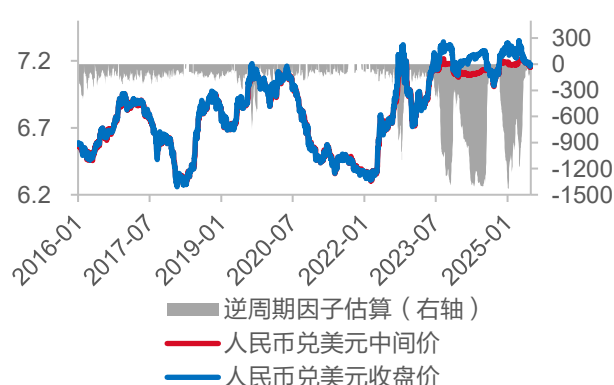
汇率定价机制进一步完善。2015年8月11日，中国人民银行确定了以上一交易日收盘价为参考基础的中间价制度，进一步增强了人民币汇率市场化程度，称之为“811 汇改”。811 汇改后，人民币兑美元一次性贬值 2%，一周内贬值超 4.5%，人民币自 2013 年积攒的贬值压力得到短暂释放。国际资本由于“羊群效应”和过度悲观的情绪而大量流出。跨境资本流动脱离基本面，人民币汇率脱离正常双边波动范畴，贬值预期再次上升。人民币汇率的大幅贬值反过来再次影响股市估值，形成负反馈效应。2017 年 5 月下旬，央行为了适度对冲市场情绪的顺周期波动，避免由于非理性情绪导致的“羊群效应”，首次引入逆周期因子，标志着人民币汇率定价机制的完善。

图4 人民币市值和股市呈正向关系，元



资料来源：CFETS，上海证券交易所，东海证券研究所

图5 逆周期因子在 2023 年后频繁使用，元， pips

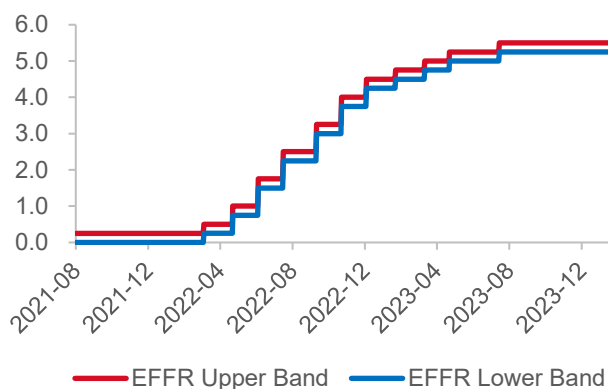


资料来源：CFETS，东海证券研究所

1.3.阶段三：中美周期错位下，“利差持汇”主导汇率定价

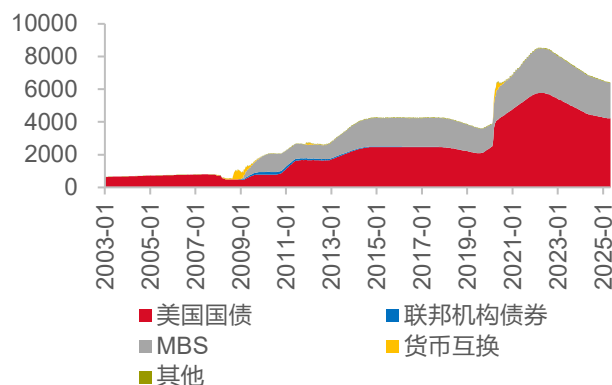
“顺差结汇”转向“利差持汇”。新冠疫情后期，美国高企的通胀水平致使美联储开启了量化紧缩和加息通道，联邦基金目标利率上限在一年半的时间里从 0.25%一路上行至 5.50%。在中美利差倒挂并且不断走阔的背景下，传统贸易顺差对汇率支撑作用明显减弱，利差套利引发的远期结汇深度贴水大幅抑制了进出口商结汇意愿。同时，美国经济基本面和通胀保持韧性，致使美联储降息进度一再推迟。国内企业居民的资产负债表逐渐转向“本币负债，外币资产”的结构。人民币汇率定价逻辑基本由传统的“顺差结汇”转向“利差持汇”。

图6 美国政策利率走廊，%



资料来源：FED，东海证券研究所

图7 美联储资产端的累计变化，十亿美元



资料来源：FED，东海证券研究所

回顾 2024 年，由于美国经济在 2024 年保持韧性且美联储降息路径并不明确，美元对大部分非美货币升值，美元指数从年初的 102 一路爬升至 108。人民币得益于央行的逆周期调节和持续释放的稳汇率信号，在美元紧缩的情况下虽有温和贬值，但较其他非美货币相比，人民币汇率波动性更低、贬值幅度更小。由此，人民币汇率在 2024 年形成了对美元温和贬值与对一篮子货币升值并存的格局。

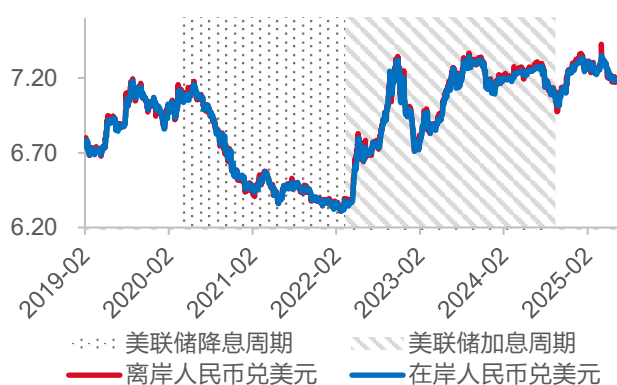
分阶段看，2024 年人民币汇率在国外紧缩冲击和国内经济修复的作用下，大致呈现出三个阶段。

第一阶段（1 月至 7 月），美国通胀反复，市场唱响“Higher For Longer”的口号。国际资本纷纷做多美元资产，同时人民币承担起跨境资本融出方的角色。人民币兑美元在央行逆周期调控下从年初 7.14 温和上行至 7.25。

第二阶段（7 月至 10 月），美联储降息预期升温，日本央行加息导致大量套利交易平仓，以及国内众多金融利好政策出台，人民币随大部分新兴市场货币走强，人民币兑美元一度下行至 7.00 关口线。

第三阶段（10 月至 12 月），伴随着美联储降息落地，特朗普交易 2.0 席卷市场，市场从交易美国经济“软着陆”逐渐靠向“不着陆”。国际资本风险偏好回落，“美国再通胀”交易逐渐主导市场，美元大部分新兴市场货币再度承压，人民币兑美元也回调至 7.30 附近。

图8 人民币兑美元走势，元



资料来源：FED，CFETS，东海证券研究所

图9 CFETS 人民币汇率指数



资料来源：CFETS，东海证券研究所

2.人民币汇率展望：升值动能不断积累

2025 年一季度，特朗普政府上台后，反复频出的政策令市场难以定价，同时美国关税政策超预期的力度和不确定性让美国滞胀风险加大，人民币兑美元转向窄幅震荡局面。尽管当前国际地缘政治局势动荡，贸易摩擦加剧，但我们认为人民币底部支撑条件以及升值动能正在不断积累。本文会围绕内外部两个因素进行展开：内部因素包含基本面上的中国国际收支经常账户和金融账户的修复以及外贸企业结汇意愿的回暖；外部因素则是美联储降息路径对人民币的影响。

2.1. 经常账户下保持韧性

经常账户下顺差在过去一年中依然保持较高增速。2025 年一季度经常账户顺差为 1656 亿美元，为去年同期的 250%，录得历史新高；2024 年全年经常账户顺差录得 4239 亿美元，较上年多增 1605 亿美元。分项上来看：

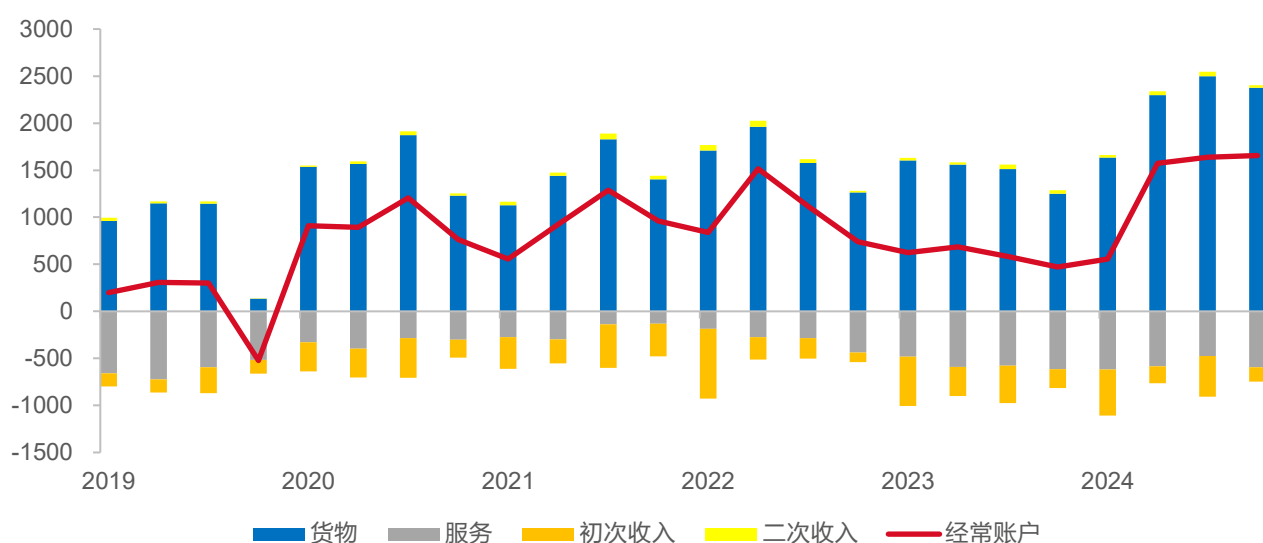
1. 作为跨境资金流动的主力军，货物贸易项依然保持强劲，在 2024 年录得顺差 7680 亿美元，较上年多增 1739 亿美元，继续拉动经常项目上行；在 2025 年一季度，货物贸易也并没有因为美国“芬太尼关税”而疲软，当季录得顺差 2375 亿美元，同比增速 90%。

2. 服务贸易的逆差则是维持相对稳定，在居民跨境旅游留学等需求的推动下，2024 年录得 2290 亿美元净流出，较上年仅多流出 205 亿美元，但对经常项目的影响相对有限。

3. 初次收入净流出呈现下降趋势，2024 年初次收入逆差 1300 亿美元，较上年少流出 37 亿美元，同时，2025 年一季度初次收入逆差录得 155 亿美元，为 2023 年以来最少净流出，其表明外企来华投资收益汇出与中国企业对外投资收益流出之差在逐步减小。

经常账户在当前形势下具备良好的支撑要素。往前看，中美贸易摩擦阶段性改善，中国多元化的贸易伙伴结构，以及供应链上的优势，我们认为货物贸易在 2025 年下半年虽然可能受到整体外需压力，但依然有韧性。服务贸易逆差或由于中外互免签证国家范围的扩大而得到改善。结合回升的外商直接投资（FDI）数据来看，初次收入逆差或继续收窄：其原因是，受到外资“回流”和中国经济基本面转好的影响，外企投资收益会转化为再投资，进而回过头来推升 FDI，形成一个良性循环。整体来看，具有韧性的经常账户顺差是人民币底部支撑的一个大前提。

图10 中国经常账户由于货物贸易趋势强劲而保持韧性，亿美元



资料来源：SAFE，东海证券研究所

2.2. 金融账户下拐点显现

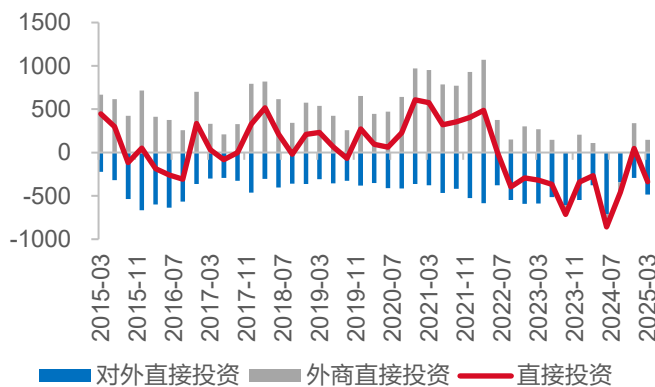
金融账户下，逆差压力在过去一年较为显著。2024 年金融账户逆差为 4962 亿美元，较上年增加 2568 亿美元。直接投资和证券投资在过去一年均存在下行压力，前者受到地缘政治和政策趋向所主导，后者主要是由于中美经济周期的错位导致，但我们认为两者在 2025 年均会迎来修复和转折。

2.2.1. 直接投资从回落到修复

直接投资可分为两部分：对外直接投资（ODI）和外商直接投资（FDI）。直接投资在 2022 年后呈现回落甚至净流出原因在于“一增一减”。

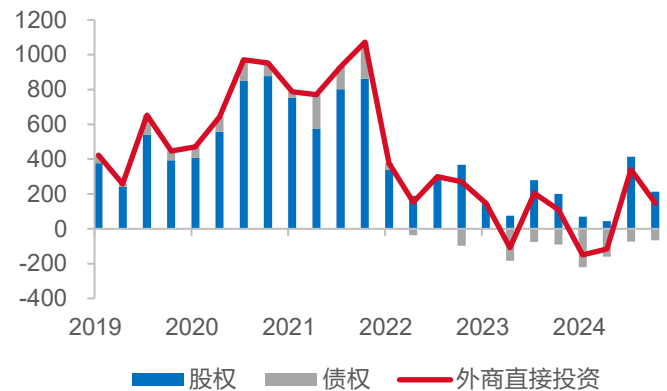
一是 ODI 的“增”。由于“一带一路”政策的深化以及国内企业全球化战略布局的牵动，企业出海成为新的风向标。考虑到“一带一路”项目和企业出海战略布局均为长周期计划，我们选用三年作为一个观察周期，从 2022 年至 2024 年，ODI 增加超 6080 亿美元，较上一个三年周期多增 1743 亿美元。

图11 直接投资可拆分为对外和外商来华两部分，亿美元



资料来源：SAFE，东海证券研究所

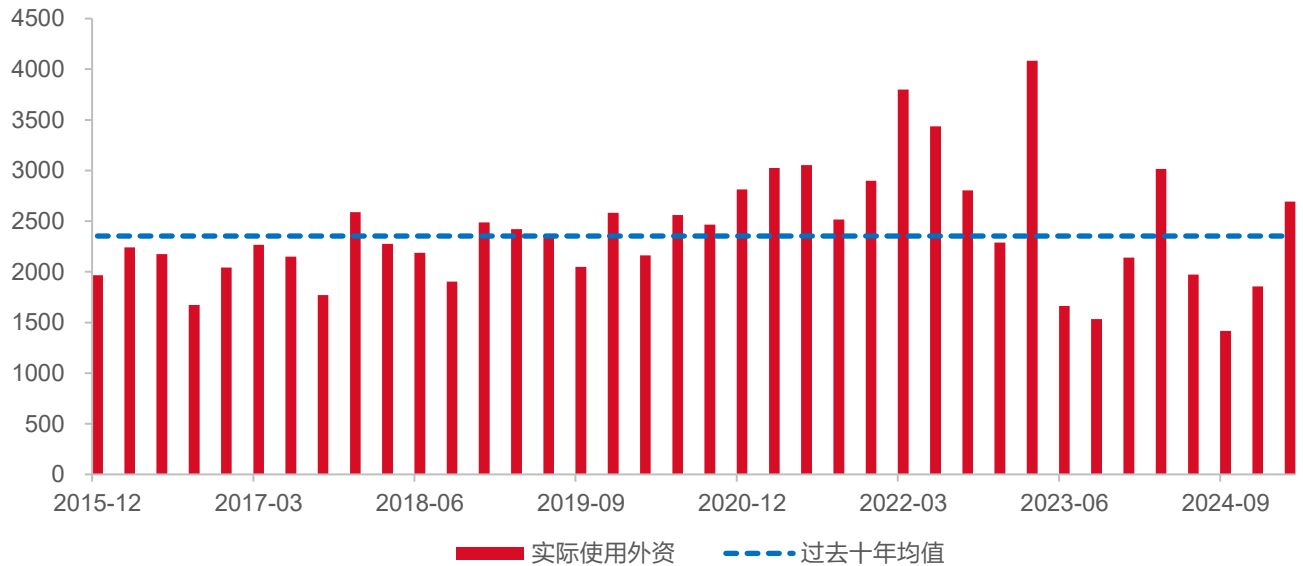
图12 外商直接投资自 2024Q4 开始修复转正，亿美元



资料来源：SAFE，东海证券研究所

二是 FDI 的“减”。自 2022 年，美国大幅加强对中国的货物出口管制以及围绕芯片的产业链遏制。地缘政治因素影响下，FDI 从 2022 年一季度高点 1072 亿美元不断回落，直到 2024 年三季度拐点的到来。“924 新政”以及 Deepseek 的问世让外资重新审视中国政府的市場支持力度以及企业估值水平，外企投资开始逐步回流国内。2024 年四季度 FDI 扭转为净流入，为 341 亿美元，同比增速 66%。2025 年一季度 FDI 增量虽边际放缓但依然延续净流入趋势，增加 145 亿美元，同比增速 31%。事实上，“外企回流”在另一数据“实际使用外资”亦有体现。截至 2025 年一季度，实际使用外资增量达到 2692 亿人民币，超过过去十年平均水平的 2353 亿人民币。

图13 商务部口径下的实际使用外资同样也在 2024Q4 开始修复回升，亿元



资料来源：商务部，东海证券研究所

2.2.2. 证券投资受股市估值修复和债市套利结束而迎来改善

2024 年全年证券投资逆差为 1876 亿美元，主要受第四季度的拖累，当季逆差为 1495 亿美元，录得季度逆差历史最高。具体来看，我们同样把证券投资拆分成两部分：外资证券投资 (FPI) 和居民对外证券投资 (OPI)。我们认为 FPI 是汇率多空争夺的主要成因；而 OPI 由于南向资金逐渐占据主导，对人民币汇率影响相对较小。

第一点是 2024 年四季度 FPI 逆转为净流出，录得-680 亿美元。其中，权益市场流出 254 亿美元，债券市场流出 426 亿美元。

权益市场方面，外资大规模流出的主要原因是特朗普交易让市场不断加码美股估值，同时避险情绪升级以及美元流动性收紧的背景下，亚洲新兴市场风险资产明显承压。我们可以用股权风险溢价 (Equity Risk Premium, ERP) 来简单度量股市的估值情况。ERP 是股市平均收益率 (平均 PE 倒数) 与无风险收益率的差额，其值越大说明对比权益资产性价比越高，但也同时说明投资者风险厌恶程度越高，要求更高的风险溢价，股市估值相对更低。我们选取沪深 300 作为股市基准，同时选取 10 年期国债到期收益率作为无风险利率基准。结果显示，虽然沪深 300 ERP 在“924 新政”之后显著下降，但随着特朗普胜选以及特朗普交易重新席卷市场，沪深 300 ERP 很快重新越过 2 年期移动均线。后续随着国内经济基本面转好、中美贸易摩擦缓和、Deepseek 使得外资重新定价国内股市，ERP 迎来拐点并在今年 6 月重新回到移动均线以下并且靠近下方一倍标准差。同时，我们用近五年数据来做汇率与 ERP 的相关性回归，采用沪深 300ERP 做自变量对人民币汇率进行回归解释，得到解释系数为 0.27，调整 R square 为 0.80，表示模型拟合较好，这说明沪深 300ERP 水平和人民币兑美元呈现出较强的正相关，逻辑表述为：股市估值升高 (ERP 下降)，资产吸引力增强，权益类 FPI 流入增多，人民币升值 (人民币兑美元下移)。

图14 沪深 300 ERP 自“924”后修复



资料来源：CFETS，同花顺，东海证券研究所

图15 沪深 300 ERP 和人民币兑美元呈现正相关

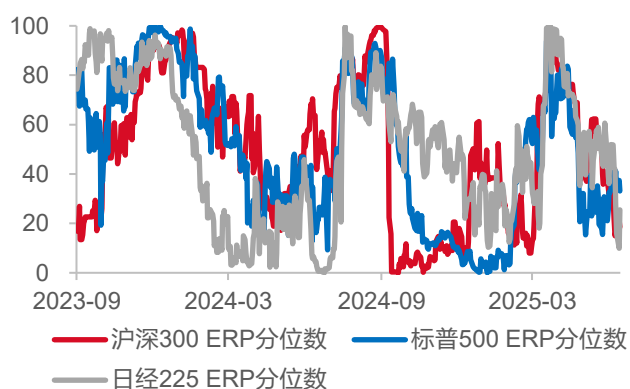


资料来源：CFETS，同花顺，东海证券研究所

截面数据比较来看，沪深 300 近两年的估值水平显著低于美国标普 500 和日本日经 225。从宏观层面考虑，一方面是此前国际投资者投资 A 股需要更高的风险溢价，这同样适用于其他新兴市场国家股票，通常表现为情绪主导的 risk-off 或 risk-on 的交易模式；另一方面是此前中国处在金融周期的下半场，居民企业加杠杆意愿的不足都会导致风险资产溢价升高。但“924”后政策组合拳持续发力，积极的财政政策以及适度宽松的货币政策推动下，社融增速已有企稳回升的趋势。往后看，基本面的改善有望压低中国股市的风险溢价，推动股市估值水平修复回升。

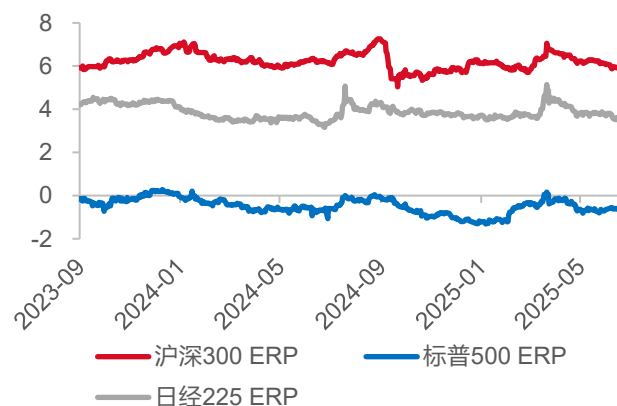
另一方面，从 ERP 的分位数来看，截至 6 月 30 日，沪深 300 股市 ERP 历史分位点下调至 20% 附近，低于标普 500 当前 40% 分位点：原因其一受益于全球风险偏好回暖；其二反映中国股市估值在“西震东稳”的叙事中继续回升，对应估价风险因素在不断调整。

图16 沪深 300 ERP 分位数随美日股市同步下移



资料来源：CFETS，同花顺，东海证券研究所

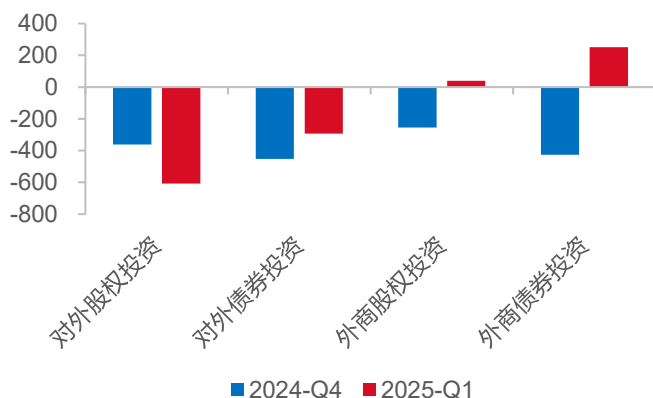
图17 中国股市相比美日股市在近三年是相对低估的



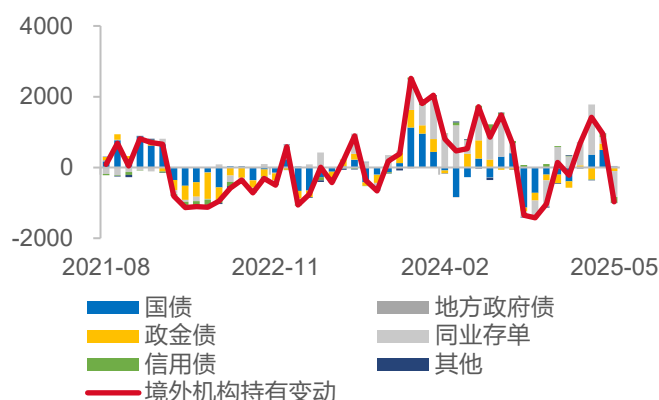
资料来源：CFETS，同花顺，东海证券研究所

债券市场方面，此前外资的流出除了特朗普交易导致资本回流美国外，另一个主要原因是由于外资大规模平仓了 2023 年底买入的固定收益产品。在 2023 年底，外资有一套盛行的交易套利模式：在人民币兑美元高点（7.30）买入一年期收益率为 2.50% 的同业存单或国债并持有到期，同时买入一年期人民币远期合约。由于利率平价，人民币兑美元远期出现深度贴水的行情，最大贴水幅度甚至超过 3000pips。按照平均 2500pips 的贴水深度来算，汇兑收益可达 3.5%。这意味着，理论价格上，外资利用短期无风险利率叠加汇兑收益，在中国固收市场能够获得超 6% 的年化收益率。所以，我们能够看到在 2023 年四季度之后，外资大幅涌入中国债券市场。同时，也应该预料到套利结束后，平仓所带来的债市抛售和人民币贬值压力。

往前看，2025 年上半年外资温和流入国内债券市场，多空争夺趋于均衡。由于国内前端利率降低、贴水幅度缓解以及美联储三四季度降息预期仍存，我们预计后续不会再现 2024 年四季度外资抛售债券以及大规模多方远期平仓的行情，对人民币贬值压力并不大。

图18 证券在 2024Q4 流出，在 2025Q1 修复，亿美元


资料来源：SAFE，东海证券研究所

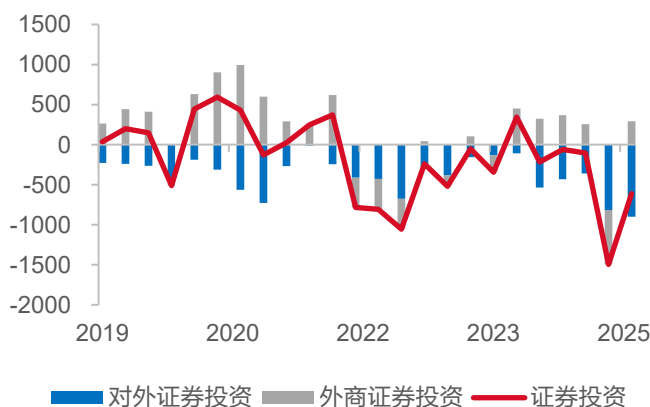
图19 境外机构持有中国债券数据修复，亿元


资料来源：SHCH，CCDC，东海证券研究所

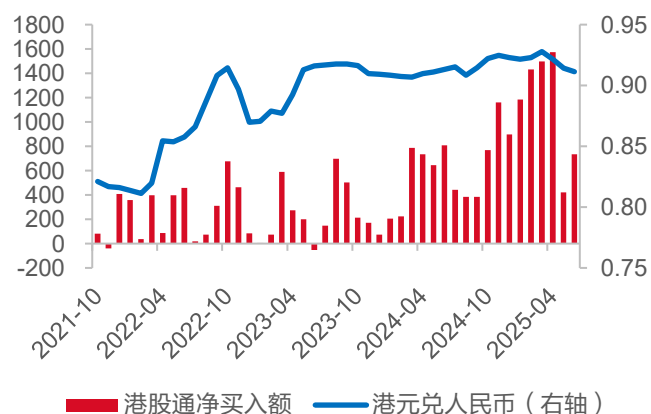
第二点是 OPI 逆差增加。OPI 在 2024 年四季度录得-815 亿美元，为历史最低值，显示在境内外经济周期错位，中美利差倒挂的情况下，居民和企业进行海外美元金融资产投资趋势愈发显著。

事实上，2024 年 OPI 逆差的扩大除开美元配置增加的原因外，南向资金流出是另一个重要因素。由于 2024 年四季度 A 股 IPO 暂停，企业更倾向于在港交所上市。叠加每年四季度是港股企业分红期，南向资金的流入急剧增加。香港交易所数据显示，南向港股通净买入额在 2024 年四季度显著增加，录得 2827 亿人民币，换算成美元约占当季 OPI 比重 48%。

进入 2025 年，Deepseek 的问世催生出“中国科技”以及“中国资产重估”的叙事逻辑，使得国内外热钱纷纷流入港股科技股，南向资金流入在 2025 年 4 月达到月度历史新高 1574 亿人民币。港交所推出的“科企专线”以及香港立法会通过的稳定币草案都或将激励南向资金盘扩大，使南向资金逐渐占据 OPI 的主导权。但由于香港的联系汇率制度，使得港元走强的幅度有限，成为人民币的“缓冲层”和中外资本的安全隔离带。2025 年 5 月，香港金管局一次性向基础货币结余账户注入 1300 亿港元流动性（此前总结余额度仅为 448 亿港元），使得港元汇率大幅回落，此举也一定程度上保护了人民币币值稳定。从经验上看，港元兑人民币的上下限分别为 0.95/0.80。因此，我们认为即便在 OPI 继续强势的叙事背景下，人民币汇率其实不会受到较大的贬值压力。

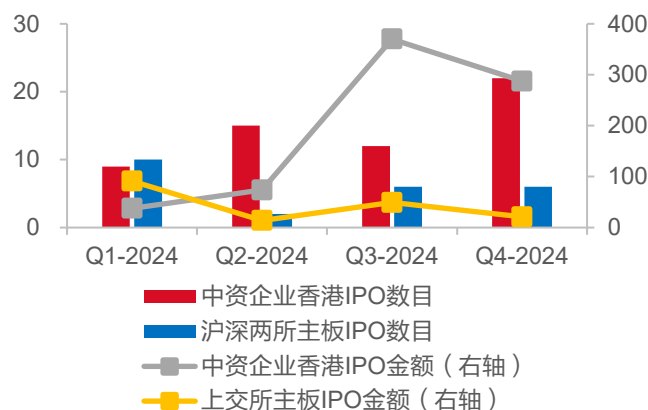
图20 对外和外商资本流出在 2024Q4 反弹，亿美元


资料来源：SAFE，东海证券研究所

图21 南向港股通自 2024Q4 创历史新高，亿元


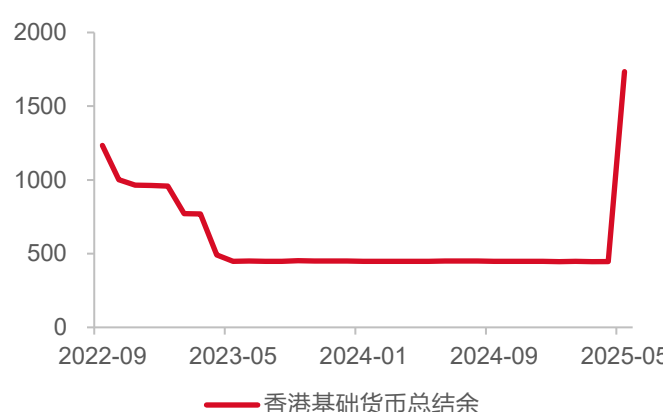
资料来源：港交所，东海证券研究所

图22 中资企业在港 IPO 数目，个，亿元



资料来源：上交所，深交所，港交所，东海证券研究所

图23 HKMA 在 5 月注入巨额港元流动性，亿港元

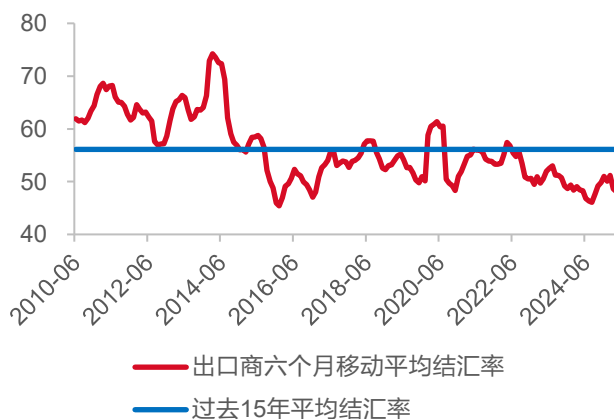


资料来源：HKMA，东海证券研究所

2.3.外贸企业结汇意愿回暖

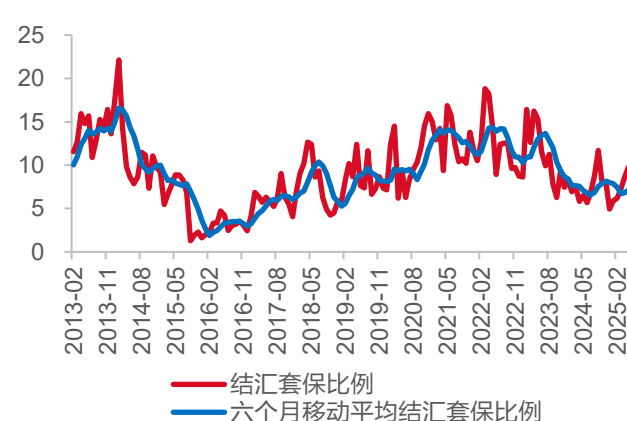
此前套保成本增加，出口企业结汇意愿不高。随着 2022 年美联储启动加息以来，中美利差形成倒挂并逐渐扩大，人民币汇率远期合约由于利率平价也从升水转变为贴水。对于出口结汇企业而言，远期贴水环境增加了其保值成本，远期结汇价格低于即期价格，这意味着远期贴水点数将直接转化为企业的套保成本。在此背景下，出口商更愿意持有高收益的美元资产，中国大量的贸易顺差也就难以转化为人民币升值的动能。出口商的结汇率以及结汇方的套期保值比例（远期结售汇签约额/银行涉外外币收入）在 2022 年之后均存在一个向下趋势，但值得注意的是，在“924 新政”之后，无论是结汇率还是套期保值比例都有所提振。

图24 出口商结汇率逐渐向过去十五年均值回归，%



资料来源：SAFE，海关总署，东海证券研究所

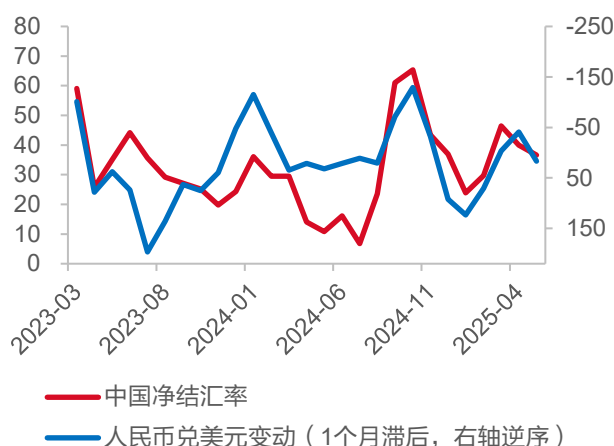
图25 结汇方的套保比例在近十年低水平位置，%



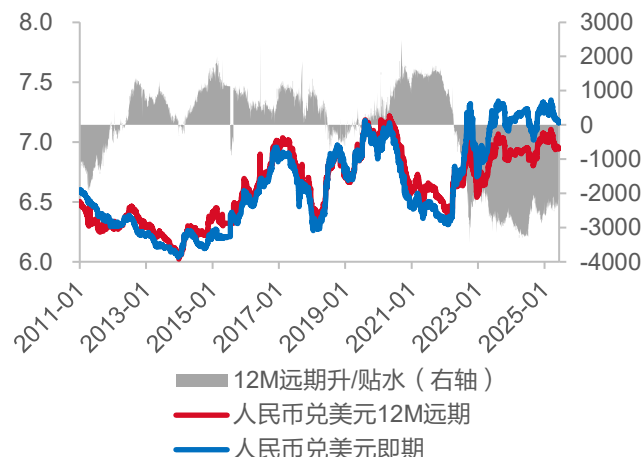
资料来源：SAFE，东海证券研究所

考虑到进出口贸易是双向的，如果只依据出口商结汇很难反映出外汇市场的供需平衡关系，所以我们加入进口商售汇，并且减去人民币跨境贸易收付数据以保证做到干扰最小化，进行外汇供需两侧的分析，即用货物贸易项下的净结汇（银行代客结汇-银行代客售汇）和净出口（外币结算额）的比例来表示（后续称净结汇率）。结果显示，中国货物贸易项下的净结汇率和人民币兑美元变动呈现高度正相关，净结汇率在“924 新政”后呈现出底部反弹的趋势，在 2024 年 10 月达到近三年高点 65.4%，后续由于特朗普交易使得美元指数再度冲高，净结汇率因此走弱。2025 年 2 月净结汇率开始回升，并在 4 月提高到 41%。5 月受中美贸易关系缓和影响，贸易企业外汇开支加大，净结汇率略有回落。除开春节前后企业开支增加的传统因素，我们认为当前还有另外两点原因导致上半年净结汇率升高。第一，由于美国关税政策“朝令夕改”导致海外经济不确定性上升，部分贸易商会相应缩减海外金融账户，

尽早结汇，“落袋为安”。第二，由于远期深度贴水，国内出口商结汇套保比例较低。在3月后人民币升值和美元贬值使得大部分没有对冲的出口商不得不在即期市场上进行“止损式”结汇。除此之外，国际贸易区域化以及人民币国际化也是后续值得关注的重点。高额的关税壁垒或将助推贸易区域化以及人民币国际化和多边化的进程。非美两国之间的双边本外币支付将削弱贸易商持有美元的必要性，那么也会纠正双边贸易商本外币错配和美元资产“超配”的问题，进一步助推结汇意愿，使得资产回流，推升人民币汇率。

图26 中国净结汇率和人民币涨跌成正相关，%， pips


资料来源：CFETS，SAFE，海关总署，东海证券研究所

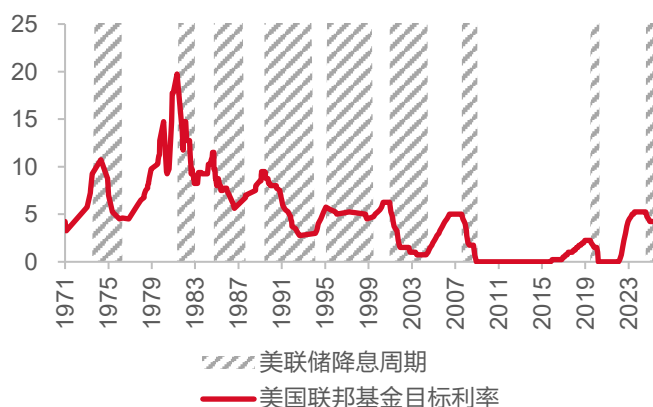
图27 人民币远期受利差倒挂而深度贴水，元， pips


资料来源：CFETS，SAFE，东海证券研究所

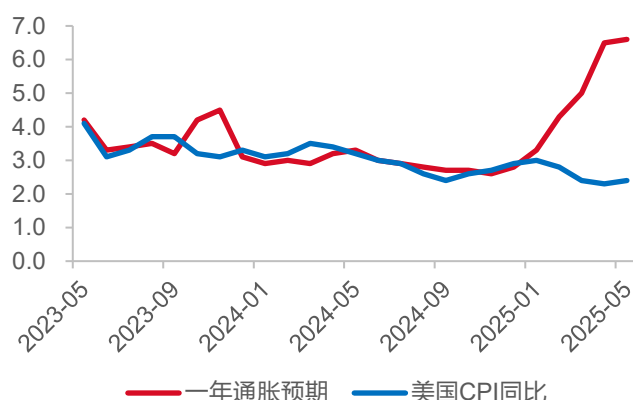
2.4. “利差锚定”后的“外攘内安”

在目前外汇交易以“利差锚定”为基础的背景下，美联储降息节奏是中国乃至整个新兴市场外汇市场重点关注的对象。进入2025年，美联储降息窗口关闭，面对经济软数据和硬数据的背离、经济增长不确定性风险的加剧以及持续供给侧的冲击，美联储更倾向于“边走边看”（wait and see）的态度，市场预测降息节点一度从6月推迟至9月。我们预计本轮降息，步伐更缓，幅度更小，时间更长。

从降息步伐来看，美联储本次降息节奏较以往降息周期而言更加缓慢。回顾1970年以来美联储的9次降息周期，我们大致可以将其分为两类，预防性降息和纾困式降息。预防性降息只占到3次（1984，1995、2019和2024），其他均是纾困式降息，用以应对重大经济危机。本轮降息步伐缓慢，一方面是因为本轮是以“预防式降息”为主，在美国经济没有实质性衰退的前提下，美联储政策以美国经济“软着陆”为目标；另一方面是美国关税政策的不确定性导致通胀预期和实际通胀产生背离让美联储难以做出抉择。

图28 美国自1970年以来的历次降息周期，%


资料来源：FED，东海证券研究所

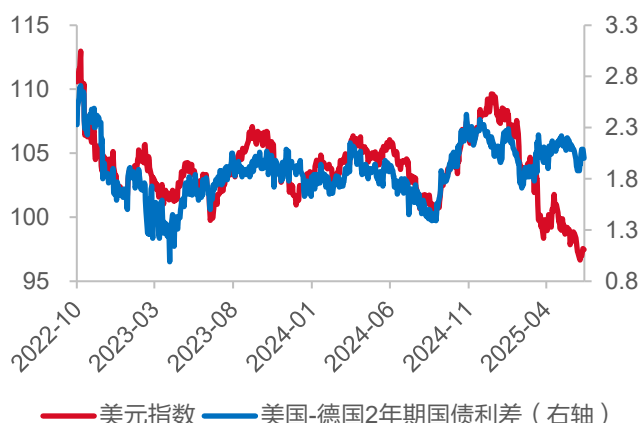
图29 美国预期通胀和实际通胀发生偏离，%


资料来源：CFETS，密歇根大学，东海证券研究所

从降息幅度来看，美联储本轮降息或难以将中性利率带回疫情前的低利率时代。美联储主席鲍威尔在 5 月 15 日托马斯劳巴赫研究会议上的演讲便阐述了当前美国在持续供给侧冲击的情况下，长期实际利率明显更高，未来通胀波动将会加大，并借由提出更加灵活的通胀目标制度（Flexible Inflation Target），允许通胀在经济不受伤害的前提下“适度”高于长期锚定目标——2%。这意味着美联储在后续新修订的政策框架下，长期通胀稳定在 2% 及其以下的前提或将解除，但同时总降息幅度也会相应的收窄，美国可能进入一个相对较长的高通胀和高利率时代。

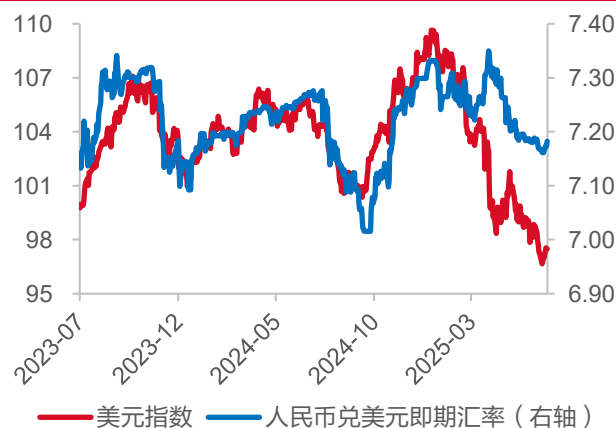
从时间跨度来看，我们认为当前金融局面下，美联储并不会急于降息，或会继续“走走停停”的策略。过去 3 年间，美国凭借高收益率和科技革新吸引了大量外国资本流入。但在 2025 年开始，美国关税政策和科技突破撕开了“美国例外论”的口子，多年积累下来的美元资产超配问题开始显现。欧元区资本开始抛售美债转向“并不差”的德国债券，导致美德国债利差开始和美元指数脱钩；亚太新兴国家开始抛售美股并在远期市场卖出美元进行外汇敞口对冲。美联储如果在当前节点降息可能会放大弱美元效应，汇兑的损失会进一步加剧美元资产抛售。我们认为美联储可能会静待美国经济数据更加明确，同时全球美元资产仓位调整合适之后才会采取措施。这也意味着本轮降息时间跨度将会更长更广。

图30 美元指数和美德 2 年期国债利差开始脱钩，%



资料来源：FED，德国央行，东海证券研究所

图31 人民币汇率和美元指数发生偏离



资料来源：CFETS，FED，东海证券研究所

“利差锚定”后的“外攘内安”。美联储降息放缓会在一定程度上影响中国适度宽松的货币政策发挥空间。外汇市场上的“利差锚定”短期内甚至中长期内不会消失。如果美国在未来正式步入高通胀高利率时代，在外部经济环境不确定性加剧的情况下，中国内部自身发展的重要性反而更加凸显。经济增速是货币币值稳定的重要前提，经济的持续复苏带来的是价格以及利率的推升，进而缩小利差，减少资本流出。往后看，下半年国内有望继续保持积极的政策基调，内需政策仍有加码的空间，以“安内”来“攘外”，以良好基本面来托举稳定高币值的人民币。

3.风险提示

中美贸易谈判不及预期或中国转口贸易国关税壁垒升高。贸易谈判不及预期以及逆全球化趋势的加剧或使外需减弱，影响国内经济基本面的稳定修复。

地缘政治影响加剧金融账户下外资流出。外资的直接投资和证券投资的大幅流出或使得“羊群效应”放大，使得人民币汇率下行压力增大。

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。

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