



2025年12月25日

宏观研究

【粤开宏观】人民币汇率持续升值：原因、影响及展望

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
 电话：010-83755580
 邮箱：luoziheng@ykzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
 电话：13645711472
 邮箱：majiajin@ykzq.com

近期报告

- 《【粤开宏观】承压前行，韧性不减——2026年中国出口展望》2025-12-21
- 《【粤开宏观】2026年中国资本市场展望：A股怎么看？怎么配？》2025-12-17
- 《【粤开宏观】明年经济工作怎么干？——中央经济工作会议学习体会》2025-12-11
- 《【粤开宏观】展望 2026：美联储降息之路的图景与影响》2025-12-11
- 《【粤开宏观】政治局会议释放的七大信号》2025-12-08

摘要

12月25日，人民币对美元离岸汇率盘中升破7.0，在岸汇率距离“破7”也仅一步之遥。

1、2025年人民币对美元汇率显著走强，尤其是11月下旬以来呈加速升值态势，但人民币对一篮子货币汇率仍小幅贬值。截至12月24日，2025年人民币对美元汇率升值4%，但美元指数下跌9.7%，表明美元贬值是人民币对美元汇率升值的主要原因。截至12月19日，人民币对一篮子货币汇率的CFETS人民币汇率指数下降3.5%，反映出人民币对非美货币总体贬值。

2、人民币对美元汇率升值，主要受四股力量驱动：一是美元指数走弱，人民币对美元汇率被动走强；二是中国股市走强，人民币资产吸引力上升；三是年底出口企业结汇需求上升，同时人民币汇率升值进一步推高结汇意愿，企业结汇与汇率升值相互促进；四是~~是中国人民银行为保持人民币对一篮子货币汇率稳定，引导人民币对美元汇率合理有序升值。~~

3、市场担忧人民币对美元汇率升值会对中国出口造成不利影响，但需要注意的是，真正影响出口的，不是人民币对美元汇率，而是人民币对一篮子货币的实际有效汇率。相对于贬值，汇率升值对出口尤其是对美出口会造成扰动，更重要的是会导致企业结汇收入缩水，挤压出口企业的利润空间。但是，2025年人民币对一篮子货币的名义有效汇率下降，同时国内物价持续低迷、海外通胀高企，使得人民币实际有效汇率处于历史低位，中国出口商品在海外市场更显物美价廉，价格竞争力更强，是出口保持较高增速的重要原因之一。因此，短期来看，人民币对美元汇率升值，对中国出口的影响相对有限，当然，要防范人民币汇率单边过快升值，避免对企业经营和金融市场造成冲击。

4、人民币升值有利有弊，还要看到人民币汇率升值的积极影响。人民币汇率适度升值，有助于促进国际收支平衡，减少与其他经济体的贸易摩擦；也有助于增强人民币的对外购买力，改善居民福利，降低企业进口成本。

5、预计2026年人民币对美元汇率仍将保持较强势头，6.8或是下一个关键点位，期间也可能面临一定的回调风险。对于出口企业而言，不应单边押注人民币汇率走势，而是专注主业，通过外汇套期保值，或通过人民币计价结算，来规避外汇风险。

风险提示：外部冲击超预期、人民币汇率升值超预期



目 录

一、人民币对美元汇率持续升值的四个原因	3
二、真正影响出口的，不是人民币对美元汇率，而是人民币对一篮子货币的实际有效汇率	5
三、预计 2026 年人民币对美元汇率仍将保持较强势头，6.8 或是下一个关键点位	6

图表目录

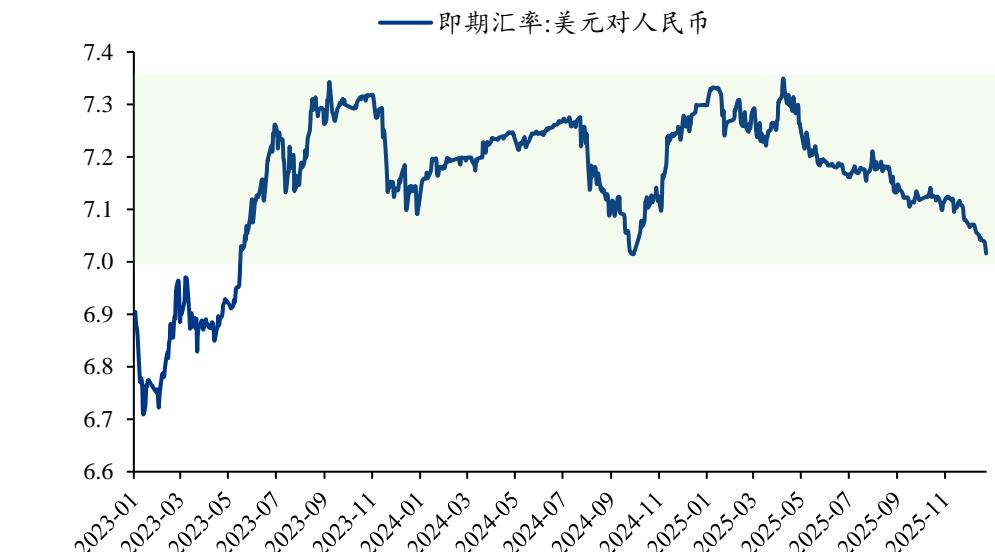
图表 1：人民币对美元汇率距离升破 7.0 仅一步之遥	3
图表 2：2025 年美元指数显著走弱	4
图表 3：2025 年 A 股表现强劲	4
图表 4：中国人民银行通过人民币汇率中间价定价机制来引导人民币汇率	5
图表 5：当前人民币实际有效汇率指数处于历史低位	6
图表 6：6.8 或是人民币对美元汇率的下一个关键点位	7



一、人民币对美元汇率持续升值的四个原因

2025年人民币对美元汇率显著走强，尤其是11月下旬以来呈加速升值态势。12月25日，人民币对美元离岸汇率盘中升破7.0，在岸汇率距离“破7”也仅一步之遥。

图表1：人民币对美元汇率距离升破7.0仅一步之遥



资料来源：Wind、粤开证券研究院

人民币对美元汇率升值，主要受四股力量驱动。

一是美元指数走弱，人民币对美元汇率被动走强。汇率是两种货币之间的比价，美元自身贬值，人民币对美元汇率自然升值。2025年上半年，市场对美国经济走弱、美联储降息的预期持续升温，同时特朗普对外加征关税、对内减税的政策主张和举措，进一步加剧了市场对美国经济前景以及美国财政和债务可持续性的担忧，“去美元化”成为流行叙事，美元指数由年初的110点左右持续下滑至年中的96点左右。2025年下半年，随着美国关税战缓和、美国经济仍具韧性、市场对于美联储大幅降息的预期得到修正，美元指数趋于稳定，在96-100点的区间内震荡。11月21日以来，美元指数由100点左右回落至97点左右，带动人民币对美元汇率加速升值。

二是中国股市走强，人民币资产吸引力上升。前几年受国内房地产市场和股市持续低迷影响，人民币对美元汇率持续承压。但2024年926政治局会议以来，A股走出一轮科技突破和产业驱动、制度改革、资金流入和风险偏好提升共同推动下形成的“科技重估牛”。上证指数全年走势与美股不相上下，创业板指更是在三季度加速上涨，涨幅远超纳斯达克指数。外资机构对于中国资产的“ABC叙事”两极反转，从“Anything but China”（除了中国以外都能买）变为“AI BABA China”（人工智能、阿里巴巴、中国）。

三是年底出口企业结汇需求上升，同时人民币汇率升值进一步推高结汇意愿，企业结汇与汇率升值相互促进。出口高增并不必然带来人民币汇率升值，还要看出口企业的结汇意愿。若人民币贬值预期较强，企业选择持有美元，而非结汇换成人民币，则即使出口创汇大幅增长，对人民币汇率的支撑作用也有限。随着人民币对美元汇率持续升值，企业为避免汇兑损失，加快结汇，进一步推升汇率，汇率升值又再度强化企业的结汇意愿，形成正向循环。12月人民币对美元汇率加速升值，或许受到企业年底结汇和升值驱动结汇的影响。



四是中国人民银行为保持人民币对一篮子货币汇率稳定，引导人民币对美元汇率合理有序升值。特朗普对华大幅加征关税，在导致美元指数下降的同时，也对人民币带来了较大贬值压力。中国人民银行使用逆周期因子，对人民币汇率中间价进行调节，引导市场汇率向偏强侧运行。2025年1-4月，人民币汇率贬值压力较大，逆周期因子加强，体现为人民币对美元即期汇率与中间价的大幅偏离，人民币对美元汇率保持相对稳定。随着中国对美坚决反制、中国出口保持强劲韧性、中国股市走强，人民币贬值压力减轻，逆周期因子调节力度减弱。但为保持人民币对一篮子货币汇率稳定，中国人民银行仍引导人民币汇率适度升值，人民币对美元汇率在市场和政策共同作用下持续走强，由4月9日的7.35持续升至破7。12月8日以来，人民币对美元即期汇率持续强于中间价，反映出中国人民银行在防范人民币汇率过快升值。

图表2：2025年美元指数显著走弱



图表3：2025年A股表现强劲





图表4：中国人民银行通过人民币汇率中间价定价机制来引导人民币汇率



资料来源: Wind、粤开证券研究院

二、真正影响出口的，不是人民币对美元汇率，而是人民币对一篮子货币的实际有效汇率

人民币汇率升值，有利有弊：一方面，进口商品和原材料的人民币成本下降，利好居民消费和企业进口；另一方面，出口商品的外币价格上升，削弱其价格竞争力，并导致企业结汇收入缩水，挤压出口企业的利润空间。

然而，在分析其不利影响时，要注意区分人民币汇率升值与人民币对美元汇率升值之间的异同。

从挤压出口企业结汇收入和利润空间来看，二者大体一致。美元是主要的国际贸易支付结算货币，尽管人民币国际化持续推进、国际货币体系“去美元化”进程加速，但大部分出口订单仍以美元计价和支付，人民币对美元汇率升值，将导致出口企业面临汇兑损失。

从削弱出口商品的价格竞争力来看，二者存在显著区别。首先，对于美国进口商和美国居民而言，人民币对美元汇率升值，确实导致中国商品的进口价格上涨。然而，在对美出口市场上，中国商品的主要竞争对手，并非美国商品，而是其他经济体的出口商品。中国出口商品的价格竞争力，不仅要看人民币对美元汇率，也要看其他货币对美元汇率。如果其他货币对美元汇率的升值幅度比人民币更大，则中国出口商品的价格竞争力不降反升。其次，美国不是中国唯一的出口市场，非美市场对中国出口的重要性日益上升。如果其他货币对美元汇率的升值幅度比人民币更大，即人民币对其他货币贬值，将有利于中国出口商品进一步开拓海外市场。

因此，在分析人民币汇率对中国出口的影响时，更应关注人民币对一篮子货币汇率，而非仅盯住人民币对美元双边汇率。更进一步，在关注人民币对一篮子货币汇率时，不仅要关注名义有效汇率，更要关注实际有效汇率。名义有效汇率是一国货币与其他主要贸易伙伴货币双边名义汇率的加权平均数。实际有效汇率是在名义有效汇率的基础上，剔除



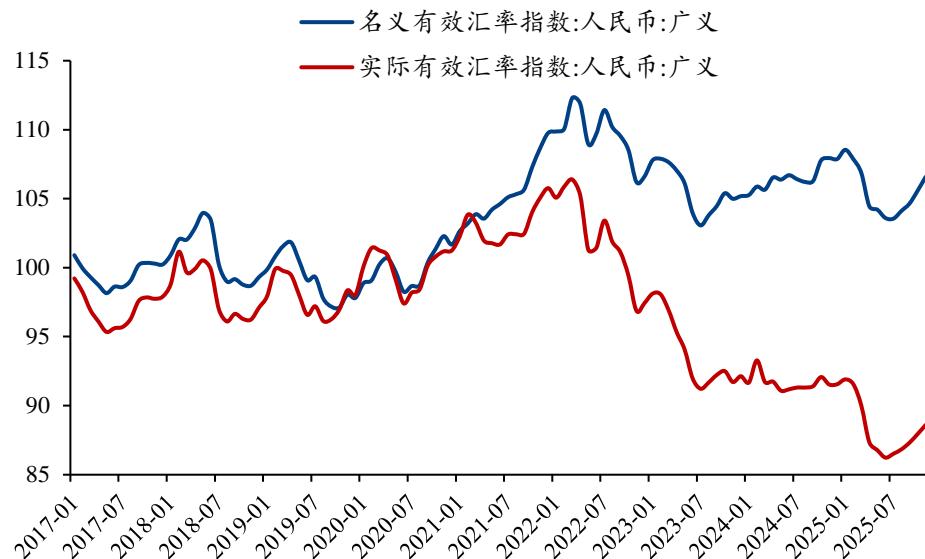
本国与贸易伙伴之间相对物价水平（或通货膨胀率）差异后的汇率。实际有效汇率 = 名义有效汇率 × (本国价格指数 / 外国价格指数)。

实际有效汇率代表了一国商品在国际市场上的真实价格竞争力。假设人民币对一篮子货币汇率保持不变，即名义有效汇率不变，但中国物价持续低迷，海外通胀高企，那么，货币角度来看，人民币实际有效汇率下降；商品角度来看，中国出口商品在海外市场更显物美价廉，价格竞争力更强。

2024-2025 年，人民币名义有效汇率指数高于疫情前水平，但由于国内物价持续低迷、海外通胀高企，人民币实际有效汇率显著低于疫情前水平。因此近两年中国出口保持较高增速，除了中国出口相关产业本身强大的国际竞争力以外，人民币实际有效汇率较低也是重要助力。

虽然随着中国物价温和回升、海外通胀回落、人民币名义有效汇率升值，人民币实际有效汇率将逐步上升，但在未来一段时间内仍处于相对低位，使得中国出口商品在价格方面仍具优势。

图表5：当前人民币实际有效汇率指数处于历史低位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、预计 2026 年人民币对美元汇率仍将保持较强势头，6.8 或是下一个关键点位

一是市场角度来看，2026 年美国经济承压、美联储降息，美元指数或继续走弱；中国经济在宏观政策加码发力下回升向好，A 股牛市仍将持续，出口保持较强韧性，人民币对美元汇率仍有升值动能。

二是政策角度来看，当前人民币汇率仍低于合理均衡水平，人民币汇率适度升值是合适的，但要防范汇率超调风险。根据购买力平价理论，一国国内物价较低，其货币汇率应趋于升值，即货币对内升值，对外也应升值。近两年国内物价持续低迷、海外通胀高企，人民币对美元汇率在 7.0-7.4 的区间内震荡，CFETS 人民币汇率指数的中枢甚至下移，人民币汇率存在补涨动能。此外，人民币汇率适度升值，有助于促进国际收支平衡，减少与其他经济体的贸易摩擦；也有助于增强人民币的对外购买力，改善居民福利，降

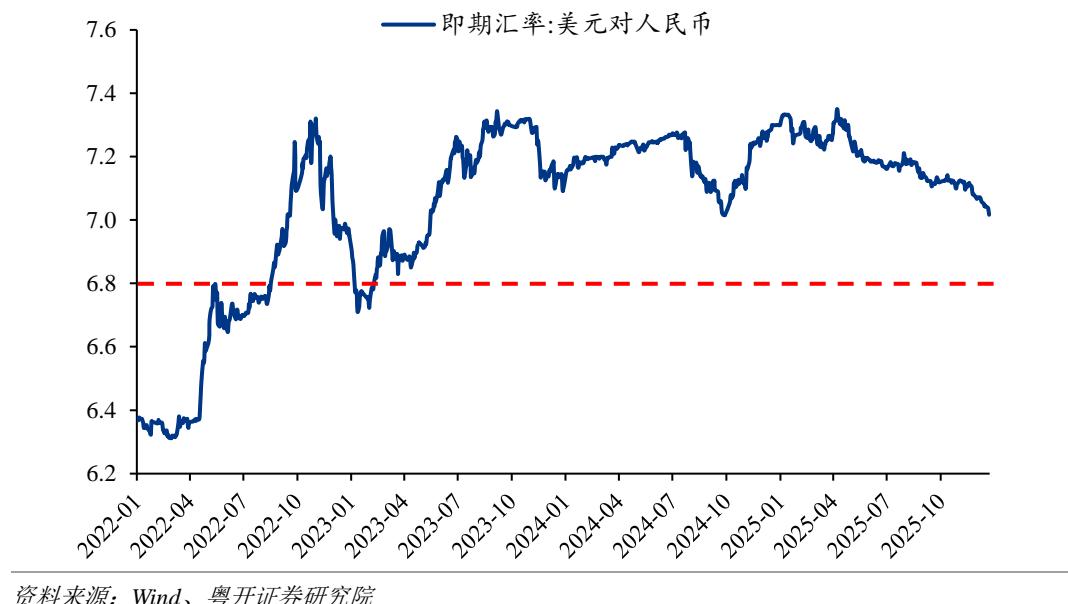


低企业进口成本。当然，要防范人民币汇率单边过快升值，避免对企业经营和金融市场造成冲击。

人民币对美元汇率也可能面临一定的回调风险：其一，若美国经济保持韧性，加征关税引发美国二次通胀风险，美联储或延迟降息，使得美元指数保持在较高水平。其二，若欧洲、日本经济疲软，欧元、日元汇率贬值，将导致美元指数被动上升，人民币兑美元汇率被动贬值。其三，若地缘政治危机加剧，全球金融市场动荡，美元的避险价值将凸显，推动美元指数回升。其四，外部环境更趋复杂严峻，若美国及其盟友进一步对华加征关税或设置贸易壁垒，可能对中国出口和经济造成不利影响。

对于出口企业而言，不应单边押注人民币汇率走势，而是专注主业，通过外汇套期保值，或通过人民币计价结算，来规避外汇风险。中国人民银行发布的《2025年人民币国际化报告》披露，2025年上半年，货物贸易人民币跨境收付占同期货物贸易本外币跨境收付金额的比例为28.1%，同比上升1.2个百分点。

图表6：6.8或是人民币对美元汇率的下一个关键点位



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com