

宏观动态跟踪报告

人民币汇率开年之变

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺	投资咨询资格编号 S1060523010001 FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 一、开年人民币汇率走贬。原因一：上年末稳汇率压力有所释放。**2025年1月3日之前，美元兑人民币即期汇率连续十个交易日收于7.299，彰显政策稳汇率意图。1月3日下午开始，人民币汇率在两个交易日内贬值约300点，主要与去年末贬值压力释放不足有关。**原因二：美元指数行至历史新高。**特朗普当选以来，美元指数在“特朗普交易”浪潮中迭创新高，1月2日美元指数最高达到109.24，历史上，美元指数超过这一水平的时期只有三次：1982-86年美国紧货币引爆拉美债务危机时期，2000-2002年信息技术革命推动美国经济繁荣并走向科网泡沫时期，2022年俄乌点燃战火时期。在美元大幅上涨过程中，人民币汇率寻求对美元保持稳定，使得人民币相对一篮子货币汇率明显升值。**原因三：中美利差再创历史新高。**2024年“9·26”中国一揽子增量政策释放宽货币信号以来，美国与中国10年期国债利差从1.58%攀升至3.06%。2022年4月美中利差转正后，其与美元兑人民币汇率之间呈现出显著的正相关性。美中利差不断走高强化企业和居民部门持汇意愿，供求关系仍压制人民币汇率。
- 二、美元进一步走强需有新催化。**1、2024年11月以来的美元持续上涨，受“特朗普交易”持续演绎、美联储12月议息会议转鹰、欧元和日元相对弱势等因素驱动。2、**在不发生金融危机、战事或AI泡沫的前提下，2025年美元指数进一步上行的空间或较有限。**首先，近期共和党在众议院领袖选举中展现的团结程度不及预期，有关特朗普关税政策出现相左报道，使得“特朗普交易”面临更多不确定性。其次，市场对2025年美联储降息的预期已在1-2次上保持稳定，“紧缩恐慌”对美元指数的影响逐渐弱化。再次，欧日经济与美国经济的差距不宜高估。根据美国、欧元区及日本央行的最新经济预测，2025年欧元区和日本实际GDP增速有望回升，而美国则可能高位回落。近期美国花旗经济意外指数已由高位回落，欧洲与美国在这一指标上的差距有所收窄。
- 三、“稳汇率”仍是货币政策重心。**一方面，人民币中间价一直保持在7.19以内，意味着在岸人民币即期汇率贬值的上限被控制在7.34以内。这是一种“以时间换空间”的做法，但会造成两个问题：一是，贬值预期持续存在，外汇市场“囤汇盘”大量积累；二是，人民币对一篮子货币大幅升值，对出口有潜在不利影响。**另一方面，离岸流动性明显收紧，提高离岸人民币做空成本。**1月6日、7日，离岸隔夜Hibor渐次上升到了5.92%和8.1%，为2022年以来新高。央行宣布将在1月15日增发600亿央行票据，进一步回笼离岸人民币流动性。**人民币汇率“以时间换空间”的根本依托是中国经济稳增长的实现。**当前，市场期待2025年刺激内需政策能够前置、加量出台，进一步改善居民和企业部门信心，巩固和提升经济回升势头。通过更大力度的财政政策与货币宽松的协同配合，收窄美中利差，更有效地促进人民币汇率稳定。

风险提示：美国对华大幅加征关税，美通胀超预期上行，稳增长落地效果不达预期。

正文目录

一、 开年人民币汇率走贬	3
原因一：上年末稳汇率压力有所释放	3
原因二：美元指数行至历史高位	4
原因三：美中利差再创历史新高	5
二、 美元进一步走强需有新催化	6
1、美元指数高歌猛进	6
2、上行动能趋于衰减	7
三、 “稳汇率”仍是货币政策重心	8

图表目录

图表 1 人民币再度“两价分离”，以时间换空间	3
图表 2 1月 6 日人民币即期汇率与中间价偏离达到 2%	3
图表 9 美元指数先后在特朗普当选和美联储会议后走高	6
图表 10 市场对美国中长期利率上行的担忧加剧	6
图表 11 欧元汇率与 10 年德美利差走势基本吻合	7
图表 12 2024 年 12 月，日元贬值幅度大于其他主要货币	7
图表 13 联储议息会后，市场立即调整 2025 年利率预期	8
图表 14 美元指数涨势超过 2 年美债利率	8
图表 15 美国和欧日的经济增速差距预计缩窄	8
图表 16 美国花旗经济意外指数高位回落	8
图表 18 2024 年 10 月以来中美利率走势分化	10
图表 19 相比于企业投资回报率，当前贷款利率不够低	10

2025年人民币汇率以贬值开年，既是去年年末贬值压力的一定释放，也是中美利差持续扩大、美元高歌猛进的结果。当前，央行“稳汇率”的意愿较强，美元指数进一步上行空间相对有限，随着稳增长一揽子政策的落地、加力，人民币汇率具有保持稳定的基础。倘若特朗普回归后在关税问题上留有余地，宏观政策能够“以我为主”增强企业和居民部门信心，对人民币汇率的走向不必过于悲观。

一、开年人民币汇率走贬

原因一：上年末稳汇率压力有所释放

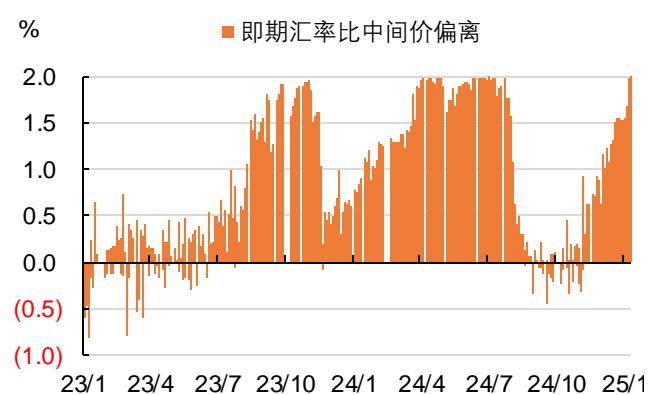
2025年1月3日之前，美元兑人民币即期汇率连续十个交易日收于7.299，即期汇率与中间价之间的偏离度稳定在1.5%，并未用足2%的涨跌幅限制，这是当时政策稳汇率意愿更强的体现（严守7.3关键点位）。1月3日下午，美元兑人民币即期汇率突现调整，3日和6日两天贬值约300点，6日收于7.33，并用足了相比中间价2%的跌幅空间。

图表1 人民币再度“两价分离”，以时间换空间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

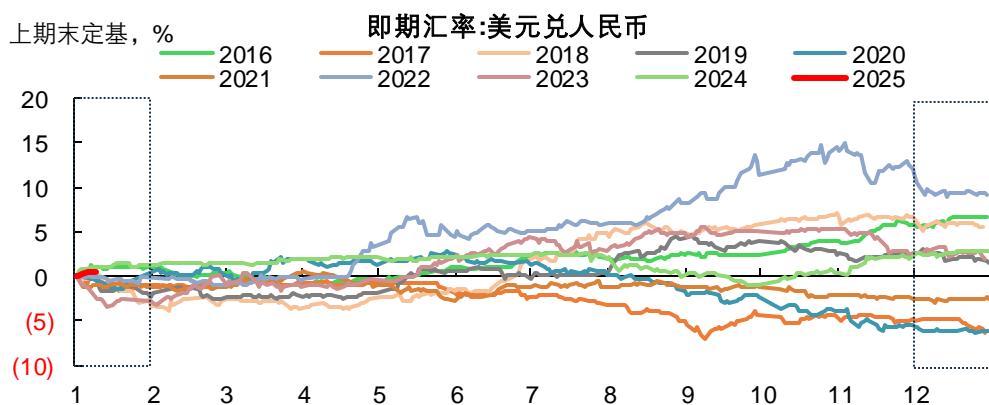
图表2 1月6日人民币即期汇率与中间价偏离达到2%



资料来源: wind, 平安证券研究所

人民币汇率在年末、年初一个月左右存在一定季节性效应。2015年汇改以来，美元兑人民币汇率在大多数年份的首月和末月都是下降的（或主要与海外圣诞季强化中国贸易顺差、中国春节前外贸企业财务结算和发放奖金有关），特例是2016年和2024年的年初和年尾均呈现较大贬值压力。2025开年可能又是个特例，与去年末人民币对美元贬值压力释放不足有关。

图表3 美元兑人民币汇率在年初和年尾一个月左右通常倾向于升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

原因二：美元指数行至历史高位

特朗普当选以来，美元指数在“特朗普交易”浪潮中迭创新高。1月2日美元指数最高达到109.24，相比2023年以来的高点（2023年10月2日的107）多涨2.1%，但美元兑人民币汇率尚未突破当时创下的高点（2023年9月8日的7.3415）。这表明美元大幅走强是本轮人民币贬值压力的重要来源，且这种压力的释放并不充分。

图表4 美元指数持续快速上涨是人民币贬值压力的重要来源



资料来源: Wind, 平安证券研究所

历史上，美元指数超过这一水平的时期只有三次（以1973年3月基期以来）：1982-1986年美国紧货币引爆拉美债务危机时期，2000-2002年信息技术革命推动美国经济繁荣并走向科网泡沫时期，2022年俄乌点燃战火时期。

图表5 历史上美元指数高于当前水平的时期只有三段

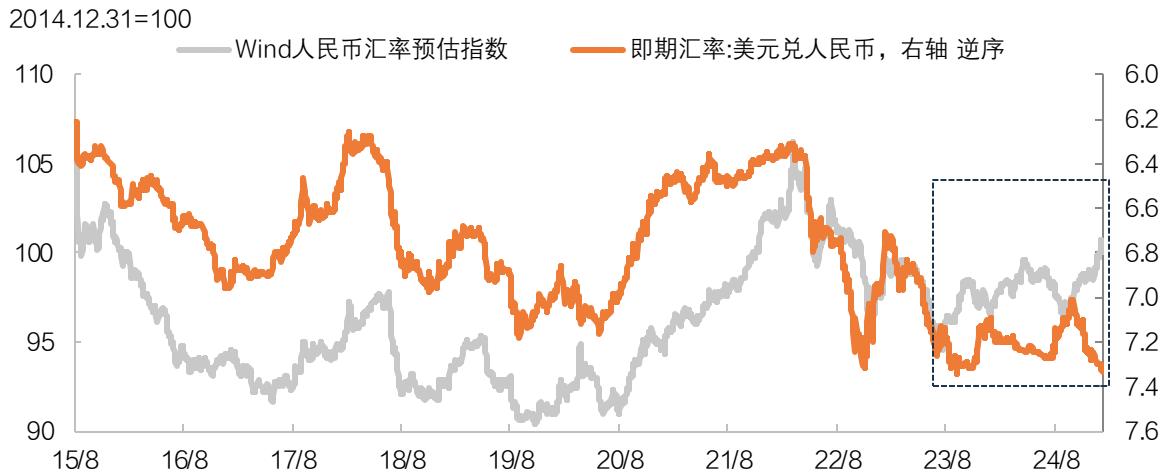


资料来源: Wind, 平安证券研究所

在美元指数大幅上涨过程中，人民币汇率寻求对美元保持稳定，使得人民币相对一篮子货币汇率出现明显升值。2023年8月初人民币中间价与即期汇率出现分离以来，截至2025年1月6日，人民币相对一篮子货币汇率（外汇交易中心发布的CFETS人民币汇率指数）累计升值了约4.7%，而人民币相对美元汇率则累计贬值了2.3%，二者从过去的同向关系变为反

向相关。人民币对一篮子货币的权重构成决定了，只要在美元走强背景下，人民币相对美元少贬，就一定会呈现出人民币对美元贬值、对一篮子货币升值的情况。

图表6 近期人民币对美元贬值、对一篮子货币升值

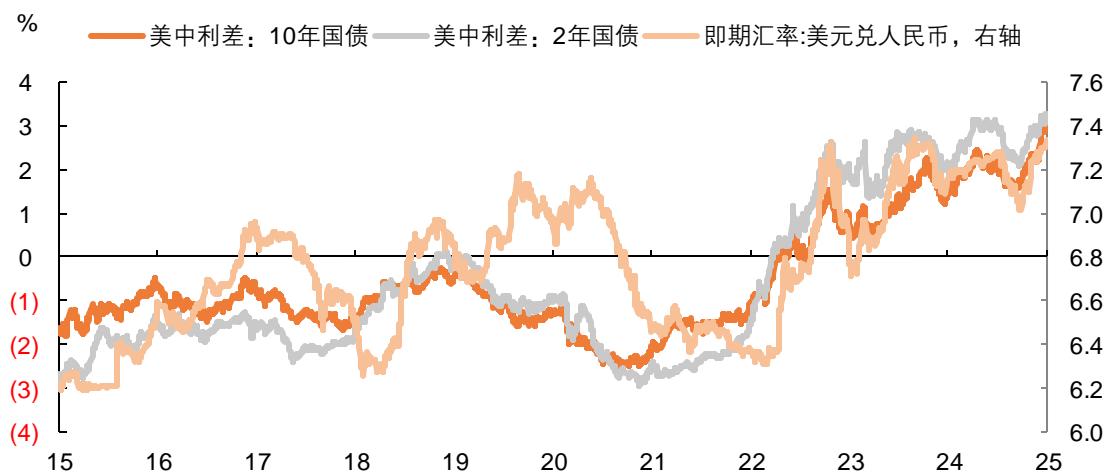


资料来源: Wind, 平安证券研究所

原因三：美中利差再创历史新高

2015 年人民币汇改到 2022 年 4 月以前，美中利差基本在负值区间运行，其与人民币对美元汇率之间的关系并不显著。**2022 年 4 月以来，美中利差转正，其与美元兑人民币汇率之间呈现出显著的正相关性，美中利差的变化开始更大程度地影响资金跨境流动的方向。**2024 年“9·26”中国一揽子增量政策释放宽货币信号以来，美国衰退交易逐步被证伪、并让位于再通胀交易，中美货币政策分化态势逐步凸显。美债利率上行走高与中债利率下行新低两相映照：2024 年 9 月 27 日到 2025 年 1 月 8 日，美国与中国 10 年期国债利差从 1.58% 攀升至 3.06%，2 年期国债利差从 2.15% 升至 3.2%。而这一时期正对应于美元兑人民币汇率的新一轮走贬。

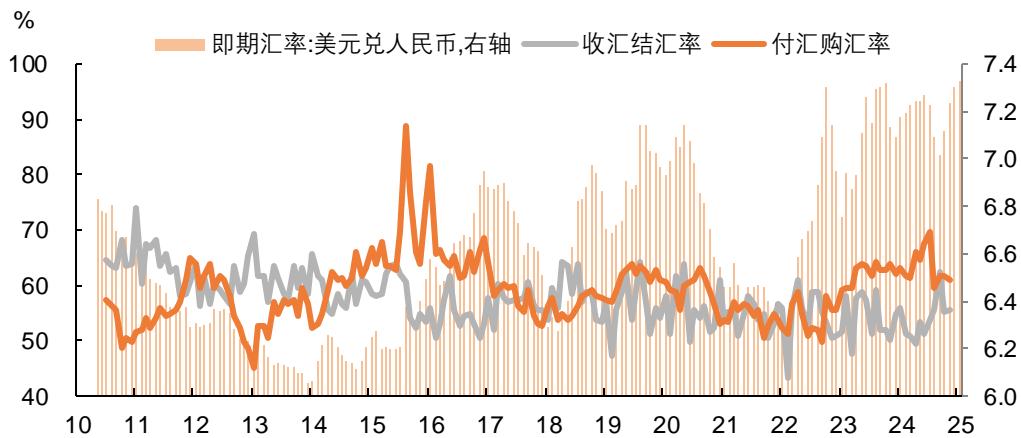
图表7 本轮人民币汇率贬值也伴随着美中利差进一步走阔



资料来源: Wind, 平安证券研究所

中美利差不断走高进一步支撑企业和居民部门的持汇意愿。2022年四季度“囤汇盘”开始积累以来，仅在2024年8、9月份出现了一波回吐，此后收汇结汇率再度回落。在美元资产收益率较高、且人民币贬值压力尚未充分释放的情况下，企业和居民部门将更倾向于持有美元。因此，高购汇率、低结汇率的局面尚难改观，供求关系仍压制人民币汇率。

图表8 购汇意愿显著高于结汇意愿的情况尚难改观



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、美元进一步走强需有新催化

1、美元指数高歌猛进

2024年11月以来，美元指数的持续上涨受多种因素驱动：

一是，“特朗普交易”持续演绎。一方面，特朗普力主的减税政策助力美国经济增长；另一方面，其主张的关税政策可能削弱非美经济前景，继而令非美货币承压。特朗普在2024年11月6日赢得大选，11月13日确认掌控国会两院，此后陆续组建了“忠诚”内阁，投资者不断上修“特朗普2.0”的政策力度和落地情况，推动美元指数持续上涨。

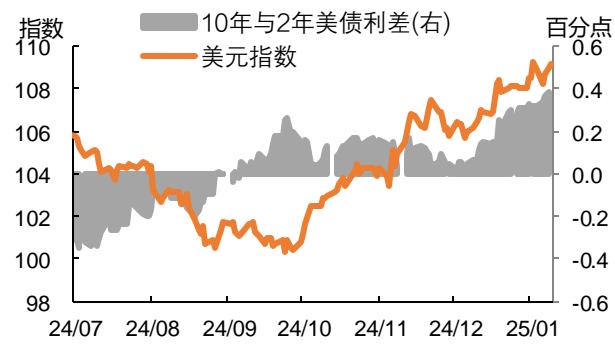
二是，美联储12月会议转“鹰”。2024年12月18日美联储议息会议是一个关键转折，引发了市场对美国中长期利率路径的重估。是次会议，美联储显著上修了未来1-2年的通胀和利率预期。更关键的是，美联储承认特朗普政策可能增加通胀上行风险，这与11月议息会议“短期内选举将不会对货币政策产生影响”的表态相异。10年与2年期美债利差走阔，较能反映出市场对中长期利率上行的担忧。美元指数在12月18日以后，基本站稳108上方。

图表9 美元指数先后在特朗普当选和美联储会议后走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 市场对美国中长期利率上行的担忧加剧

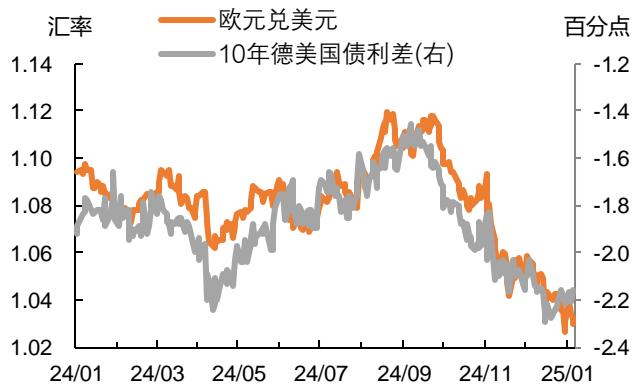


资料来源: Wind, 安证券研究所

三是，欧元和日元的相对弱势。欧洲方面，由于工业持续低迷，欧央行降息路径较为确定，10年德美利差仍在走阔，并压制欧元。此外，有关俄罗斯天然气自2025年1月1日起断供的消息，引发能源危机担忧，令欧元兑美元汇率在1月2日短暂跌破1.03关口。日本方面，日本银行2024年12月暂缓加息，市场在货币政策会议前后进行交易，驱动日元走弱。美元兑日元在去年12月升值5.0%，显著超过美元兑欧元（2.2%）和英镑（1.8%）的升幅。

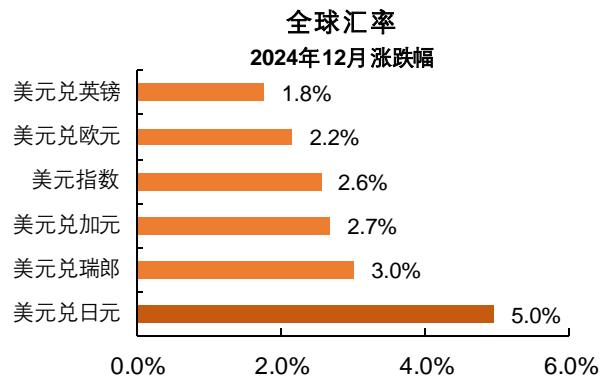
四是，避险情绪的助推。2024年12月以来，先后发生了美国短期支出法案受阻引发政府关门风险（12月17日至21日）、耶伦警告债务上限临近（12月27日）、美国众议院领袖选举出现波折（12月下旬至1月3日）等风险事件。

图表11 欧元汇率与10年德美利差走势基本吻合



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2024年12月，日元贬值幅度大于其他主要货币



资料来源: Wind, 安信证券研究所

2、上行动能趋于衰减

目前上述因素的演绎已较充分，在不发生金融危机、战事或AI泡沫破灭的前提下，我们预计2025年美元指数进一步上行的空间较为有限。

首先，“特朗普交易”面临更多不确定性。在特朗普1月20日正式上任前，其政策线索相对有限。近期出现的一系列变化，提示了特朗普新政力度不及此前预期的可能性。一是，共和党在众议院领袖选举中展现的团结程度不及预期，说明特朗普新政在国会的推行并非毫无阻力，增大了政策落地打折的风险。二是，特朗普关税政策的落地情况存疑。1月6日《华盛顿邮报》报道称，特朗普的关税计划可能仅涵盖特定商品而不是全部商品；特朗普随后在社交媒体辟谣。1月8日CNN报道称，特朗普可能引用《国际经济紧急权力法案》(IEEPA)征收全球商品关税。面对截然不同的报道，市场短期较难准确计入关税影响，需待特朗普上任后的实际政策落地。

其次，“紧缩恐慌”的驱动逐渐弱化。美联储12月议息会议后，市场立即调整了2025年降息预期，由此前降息3次左右，调整至1-2次。去年12月下旬以来，CME市场利率预期保持稳定，2025年末加权平均利率稳定在3.8-3.9%，同时2年美债利率涨势降温，政策利率预期对美元指数的实质影响逐渐弱化。

图表13 联储议息会后，市场立即调整2025年利率预期



资料来源: Wind, CME, 平安证券研究所

图表14 美元指数涨势超过2年美债利率

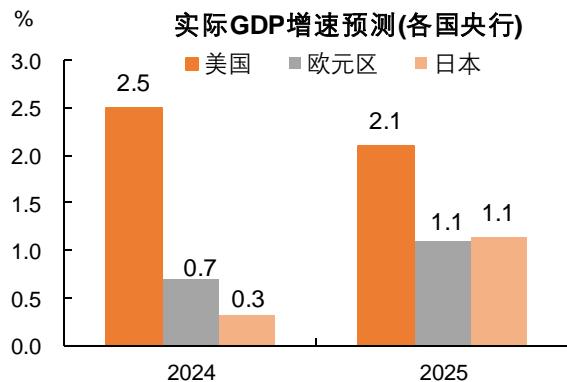


资料来源: Wind, 安证券研究所

再次，欧日经济与美国经济的差距不宜高估。据最新美国、欧元区及日本央行的经济预测，2025年，欧元区和日本实际GDP增速均有望回升，美国GDP增速则更可能由高位回落，这意味着美国经济的“一枝独秀”程度不宜高估。美国花旗经济意外指数已由高位回落，欧洲与美国在这一指标上的差距也在缩小。总之，市场对欧日经济的担忧可能更多基于特朗普上台后的关税政策影响，而不主要出于欧日经济自身的症结，这意味着欧元和日元进一步走弱的内在驱动是可控的。

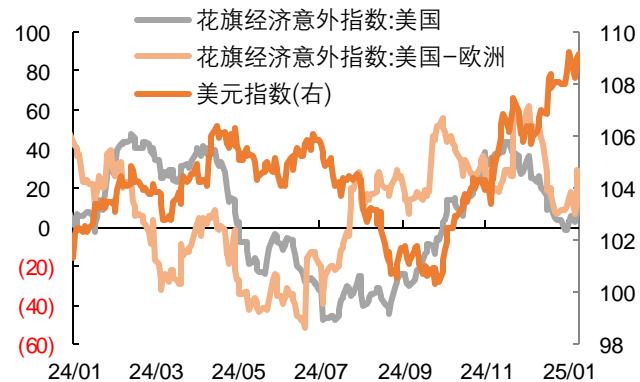
最后，美国多个内政风险事件已暂告一段落。2024年12月21日，美国参议院投票通过防止政府“停摆”的应急拨款法案。2025年1月3日，美国众议院议长选举历经波折后，现任议长约翰逊“有惊无险”获得连任。目前，美国债务水平临近上限的问题悬而未决，耶伦预计1月中旬或下旬达到新的上限，届时财政部将启动非常规措施避免债务违约。“债务上限”是美国财政的“老问题”，美国此前已将债务上限提高了超100次，预计特朗普上任后也会敦促国会尽快取消或延长债务上限。

图表15 美国和欧日的经济增速差距预计缩窄



资料来源: Wind, 美联储, 欧央行, 日本银行, 平安证券研究所

图表16 美国花旗经济意外指数高位回落



资料来源: Wind, 安证券研究所

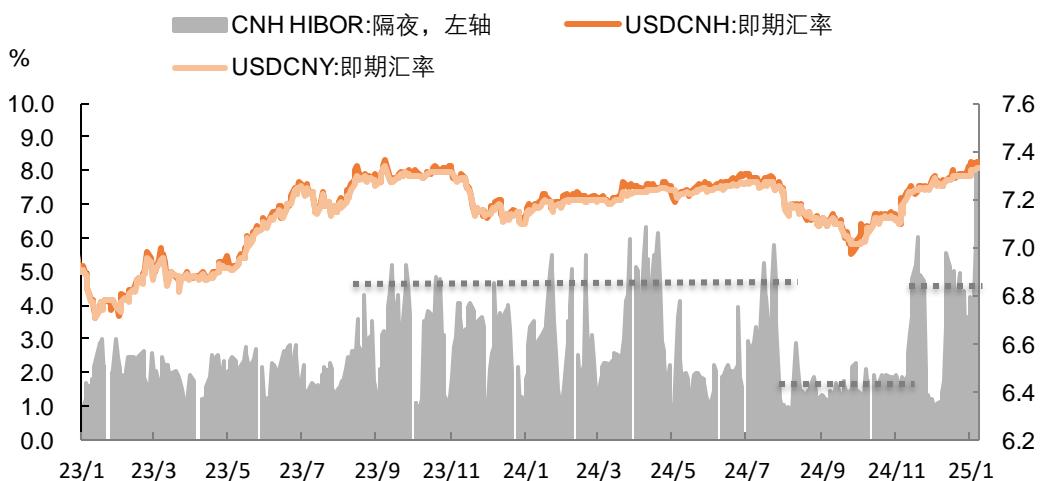
三、“稳汇率”仍是货币政策重心

2025年中央经济工作会议上，将“保持国际收支基本平衡”与稳增长、稳就业、稳物价相提并论。央行货币政策委员会2024年第四季度例会强调，“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”可见，当前稳汇率仍是货币政策的重心，央行在人民币汇率方面还将“严阵以待”。

一方面，开年以来尽管人民币即期汇率相比中间价偏离度有所扩大，但人民币中间价一直保持在 7.19 以内。这意味着在岸人民币即期汇率贬值的上限被控制在 7.34 以内。央行保持中间价不贬，是一种“以时间换空间”的做法，待到美元指数回落，人民币贬值压力亦可随之释放，正如去年 8-9 月的情况。但在此之前也会造成两个问题：一是，人民币贬值预期持续存在，外汇市场“汇兑盘”大量积累；二是，人民币对一篮子货币会出现大幅升值，不利于中国外贸条件，对出口有潜在不利影响。

另一方面，离岸流动性明显收紧，提高离岸人民币做空成本。在岸市场“两价分离”之时，离岸人民币隔夜资金利率通常也会明显上升，二者都是“稳汇率”的政策工具。2025 年 1 月 6 日、7 日，离岸隔夜 HIBOR 渐次上升到了 5.92% 和 8.1%，为 2022 年以来新高。1 月 8 日，央行发布公告将在 1 月 15 日招标发行 600 亿 6 个月期限的中央银行票据，此次央票并非到期滚动续发，而是新增发，且发行规模为 2018 年央行在离岸市场常规发行央票以来的最高值。央行加码回笼离岸流动性，也释放了坚定的稳汇率决心。

图表17 2025年1月7日离岸隔夜流动性进一步显著收紧

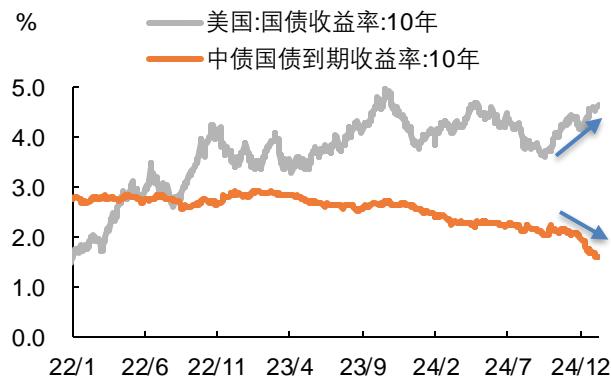


资料来源: Wind, 平安证券研究所

人民币汇率“以时间换空间”的根本依托是中国经济稳增长的实现。2024 年 10 月以来，美债利率上行冲高与中债利率下行探底形成鲜明反差，美债主要反映美国再通胀和美联储转鹰的预期，中债则主要反映宽货币预期。从中国 10 年国债收益率与商业银行存款挂牌利率的关系推断，我们认为当前 1.6% 左右的 10 年国债收益率或已提前定价了 2025 年 20bp 以上的降息幅度。这一定价有其合理性：截至 2024 年三季度，金融机构一般贷款加权平均利率为 4.15%，较 2023 年末下行 20bp，下行幅度低于规模以上工业企业 ROA（截至 2024 年 11 月为 4.28%，较 2023 年末下行 46bp）。因此，2025 年降息势在必行，且幅度至少需要达到 20bp 以上，才能对冲前期企业盈利回落的影响，更好激发私人部门融资需求。基于此，当前要实现中债利率止跌回升，需要看到风险偏好的上行，也即市场对稳增长的信心明显增强。

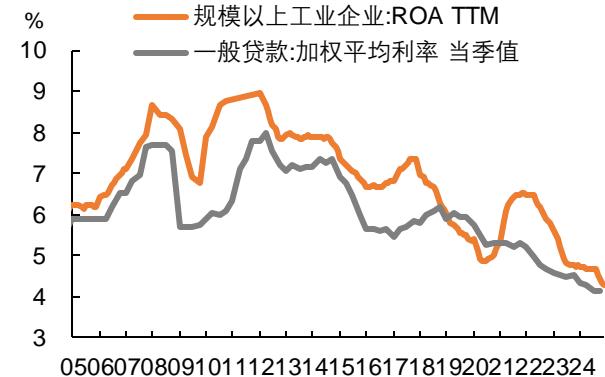
当前，去年四季度出台的一揽子增量政策已逐步落地见效，市场期待 2025 年逆周期调控政策能够前置、加量出台，进一步改善居民和企业部门信心，巩固和提升经济回升势头。更大力度的财政政策与货币宽松的协同配合，才能更有效地促进人民币汇率保持稳定。

图表18 2024年10月以来中美利率走势分化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 相比于企业投资回报率, 当前贷款利率不够低



资料来源: Wind, 安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层