

中国宏观经济月报

2025/2/14

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

2025 年，人民币汇率怎么走？

一、2024 年汇率走势回顾：双向波动中的三大阶段

2024 年人民币汇率呈现显著的“N”型走势，人民币兑美元即期汇率全年震荡走贬。由于其他非美货币兑美元普遍贬值，所以人民币兑一揽子货币保持稳定，CFETS 汇率指数全年围绕 99 中枢窄幅震荡。

美元兑人民币即期汇率于 9 月 26 录得最低值 7.0106，于 12 月 3 日录得最高值 7.2970。具体看，全年美元兑人民币汇率走势可分为三个阶段：

第一阶段（1 月-7 月底）：强美元压制下贬值

1-4 月，美国经济韧性超出市场预期，利率持续上行，美国联邦基金利率期货定价的 2024 年降息幅度从 1 月底的 5.5 次降低到 4 月的 1 次，美元指数震荡上行，从年初的 101.3 升至 4 月底的 106.3，美元兑人民币随之从 7.1 升至 7.24；但人民币相对其他货币震荡升值，CFETS 人民币汇率指数从 97 升至 100 之上。6 月，季节性港股分红购汇又给人民币带来贬值压力，美元兑人民币汇率从 7.24 继续升至 7.28，这一阶段人民币兑美元贬值，但兑其他货币有所升值，汇总之后 CFETS 指数从 4 月底 100 之上的高点回落至 99 附近。

第二阶段（8 月-9 月）：美国经济疲软触发阶段性升值

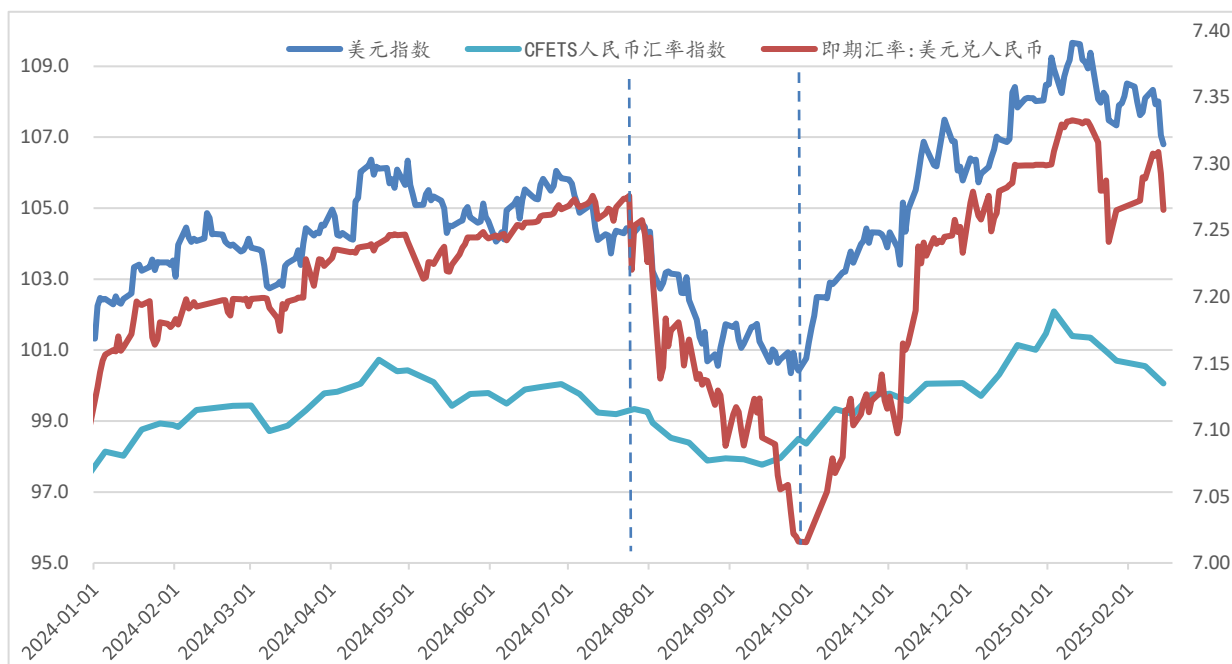
5 月之后，美国经济有所疲软，CPI 回落，非农就业数据低于预期，国债收益率持续下行，美元指数从 106.3 回落至 9 月底的 100.4。非美货币兑美元普遍升值，特别是日元，

在日本财务省的外汇干预和日本央行加息的共同作用下，之前的套息交易纷纷平仓，日元汇率迅速反弹。美元兑人民币在8-9月也快速从7.28降至7.01附近。CFETS指数从99左右降至98左右。

第三阶段（10月至12月）：“特朗普交易”主导Q4贬值

这一阶段，美国经济有所好转，失业率回落，美国大选和“特朗普交易”主导市场，美国国债收益率大幅提升，美元指数从9月底的100.4冲高至年末的108.5；非美货币全线承压。尽管政府出台政策稳经济，市场信心和经济均有所恢复，但中美利差持续扩大，资本外流加剧，美元兑人民币从7.01升至7.3。CFETS指数从9月底的98左右升至101.5左右。

图表 1：美元指数、美元兑人民币汇率、CFETS三者走势图



资料来源：Wind、致富研究院

二、2024 年汇率波动加剧的驱动因素

2024 年，美元兑人民币汇率的波动较大，其驱动因素有：

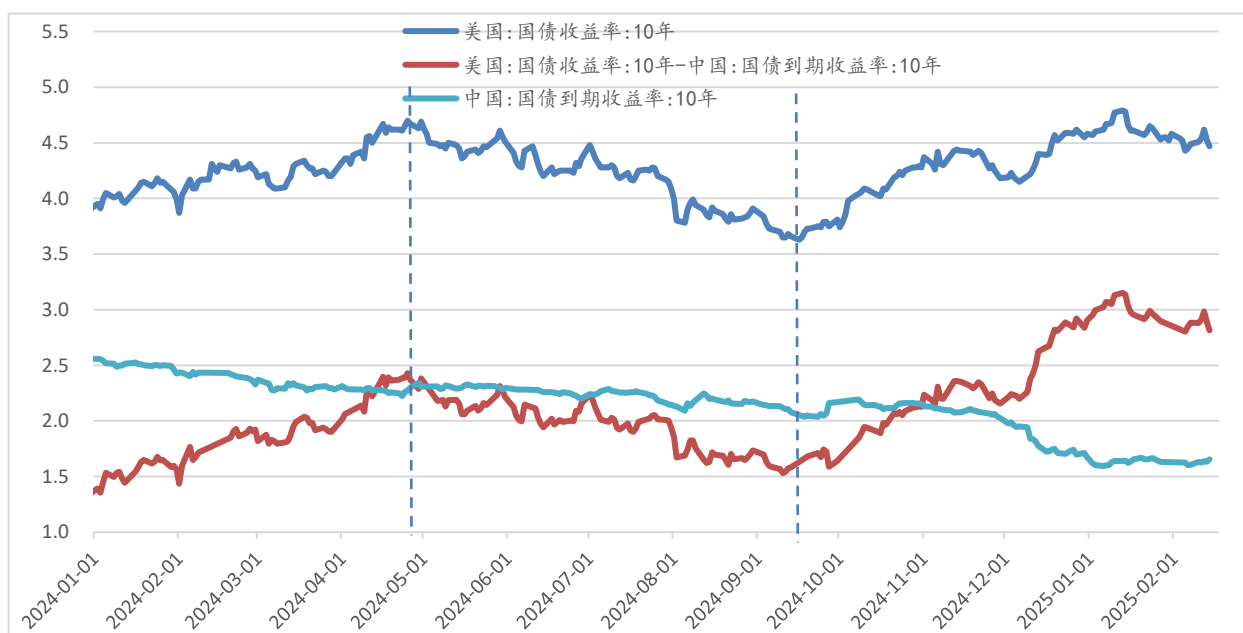
● 从外部看

中美之间的经济差、政策差、利息差在很大程度上决定美元兑人民币汇率走势

上半年我国经济增长动能弱，CPI 持续处于低位，PPI 持续为负值，股市情绪和楼市情绪低迷进一步拖累投资者情绪，市场对我国货币政策存在较强宽松预期，国债收益率持续震荡下行。同一时期，美国经济韧性强劲，就业、通胀等数据频频超出市场预期，美联储的态度偏鹰，一再延后降息时点，美国国债收益率震荡上行，两国国债收益率之间利差持续扩大，人民币兑美元贬值。6-9 月份，美国经济边际走弱，就业、通胀等数据有所回落，美联储降息 50bp，美债收益率回落，带动美中利差缩小，人民币汇率有所升值。10 月之后，美国经济韧性再显，就业改善、通胀率提升，再叠加上“特朗普交易”的影响，美国国债收益率快速上行；这一时期，虽然中国人民银行及时降息降准，政治局会议定调稳经济，多部委接连出台多项支持政策，经济增长预期明显改善，但国债收益率依然下行，美中利差持续扩大并创年度新高，人民币对美元随之贬值。

可以看出，美元兑人民币汇率的走势主要由中美两国之间的经济差、政策差和利息差决定。

图表 2：美元指数、美元兑人民币汇率、CFETS 三者走势图



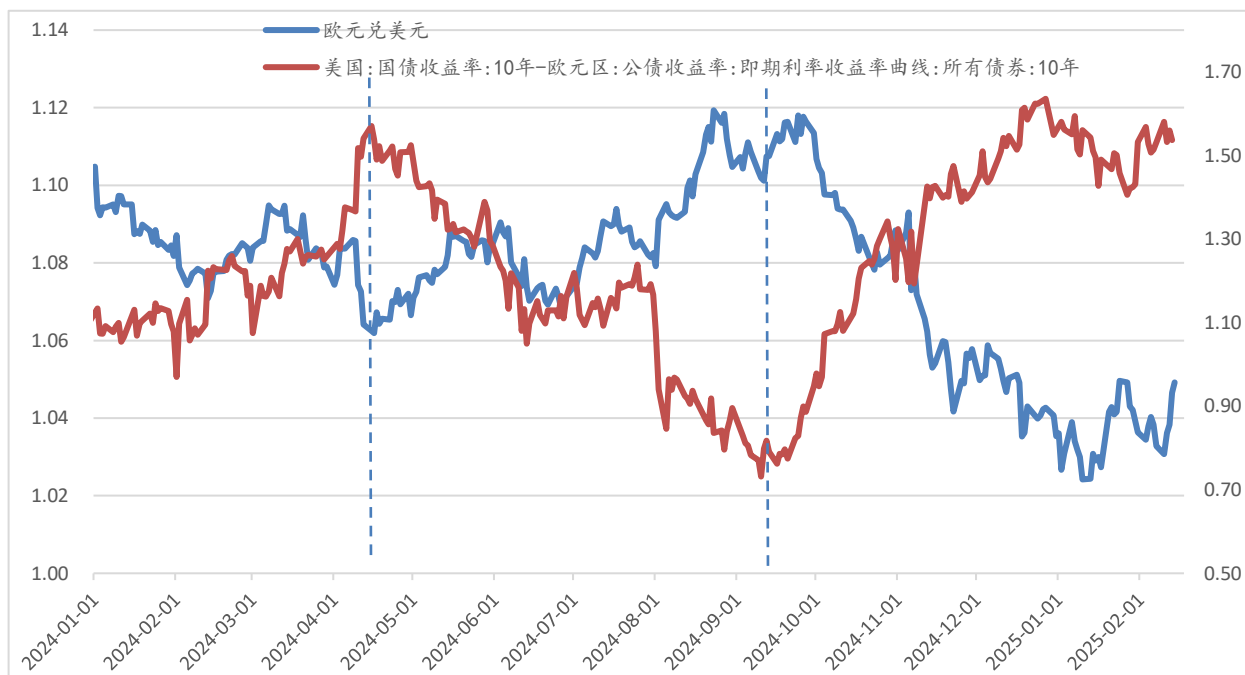
资料来源：Wind、致富研究院

欧日等非美货币汇率走势也对人民币汇率走势产生影响

欧日等非美货币一方面作为 CFETS 指数中一篮子货币的组成部分，直接影响人民币汇率走势；另一方面作为美元指数的成分货币，间接通过美元指数对美元兑人民币汇率产生影响。

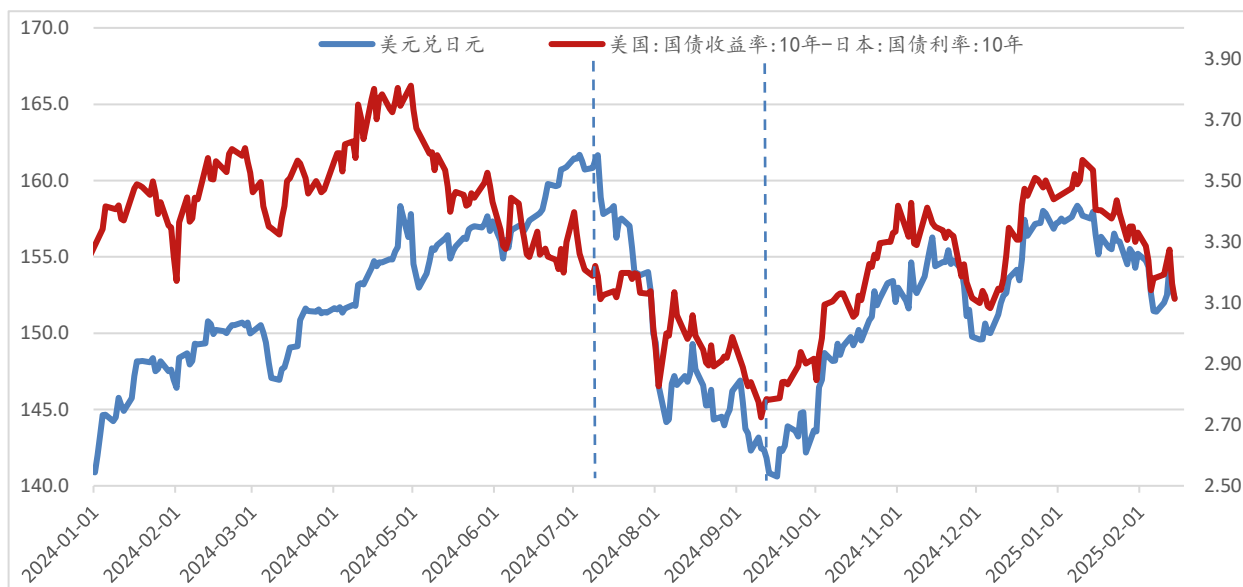
欧元方面，2024 年全年欧元区经济弱于美元，货币政策宽松力度大于美国，10 年期国债收益率维持在 3% 左右，其与美国之间的利差主要由美国国债收益率走势而定，进而影响欧元兑美元汇率走势。2024 年欧元兑美元呈倒“N”型走势。日元方面，美日利差驱动的套利交易推升日元在上半年持续大幅贬值，幅度达 15% 左右，7-8 月的套利交易平仓使得日元快速升值 10% 以上；平仓结束后，日元重回贬值走势；全年的波动非常剧烈。这些非美货币的走势对人民币汇率也产生了一定影响。

图表 3：欧元兑美元走势



资料来源：Wind、致富研究院

图表 4：美元兑日元走势



资料来源：Wind、致富研究院

风险事件通过避险属性影响美元走势，进而影响人民币汇率走势

2024 年多国政坛选举，风险事件频发。在政坛选举方面，美国大选对市场情绪影响较大。从特朗普对拜登的全面压制，再到拜登退选，从特朗普遭到暗杀，再到特朗普和哈里斯民调的交替领先，以及最后特朗普胜选和组阁的争议等等，基本贯穿全年始终。另外，俄乌战争、巴以冲突、朝韩局势升级等地缘风险也让 2024 年极不平静。

这些风险事件使全球经济、政策的不确定性显著提升，推升市场的避险情绪，提升美元避险需求，对人民币造成贬值压力。

● 从内部看

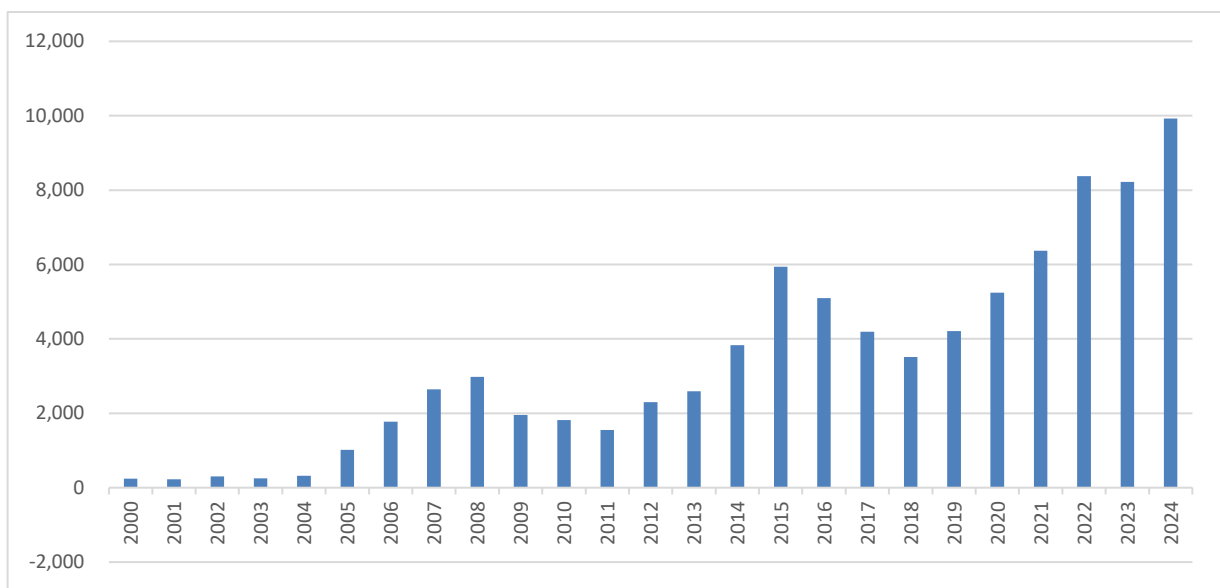
汇率走势由其供求状况所定，而其供求状况主要由经常账户和资本账户的资金流动所定。

近年来我国国际收支延续“经常账户顺差、资本账户逆差”的双向分化格局。

贸易顺差创记录，但对汇率支撑有限

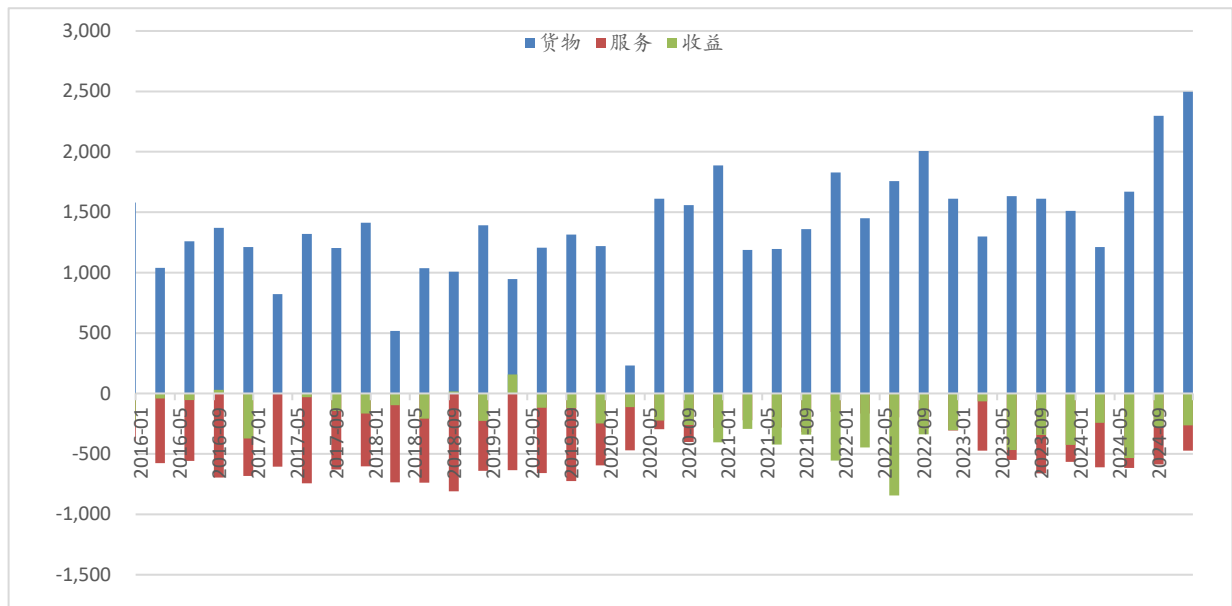
我国外贸韧性强劲，持续扩大的贸易顺差是汇率的重要支撑因素。2024年，贸易顺差额更是创下接近万亿美元的历史新高，理应通过净结汇对人民币形成支撑，但人民币汇率却震荡走贬。除受资本外流的影响之外，人民币贬值预期下，企业和居民结汇意愿下降，购汇意愿上升也是重要原因。

图表 5：贸易顺差金额趋势性增长



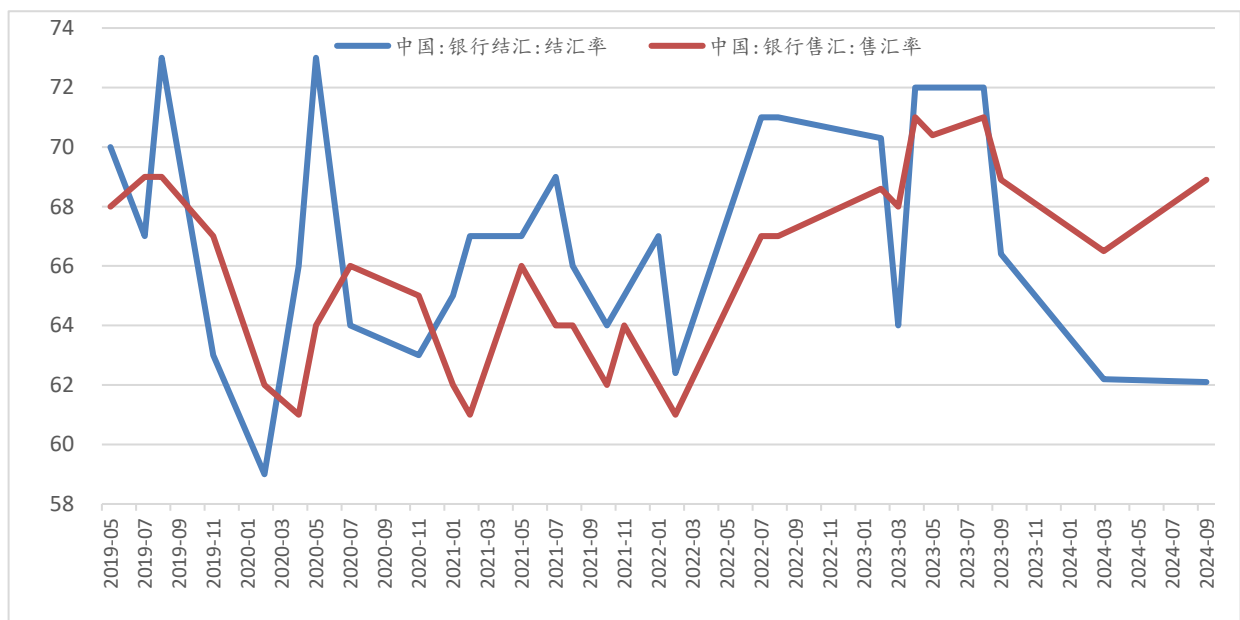
资料来源：Wind、致富研究院

图表 6: 经常账户季度变动



资料来源: Wind、致富研究院

图表 7: 结汇率持续处于低位, 售汇率处于高位



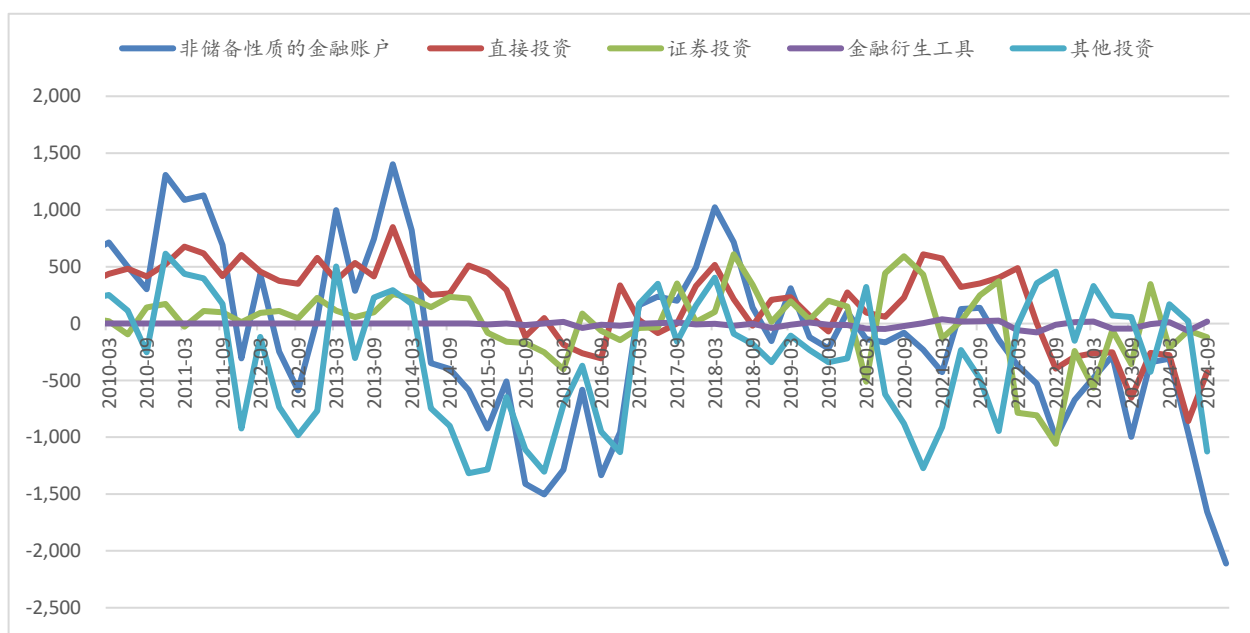
资料来源: Wind、致富研究院

资本和金融账户长短期资本流出压力均较大

在经常账户顺差创历史峰值的同时，资本和金融账户资金外流压力显著，非储备性质的金融账户的逆差额也创历史最大值，凸显内外需失衡与资本信心不足的双重挑战。

资本和金融账户中，直接投资属于长期资本，近年来在我国成本提升和中美贸易摩擦升级引致地缘政治冲击的共同作用下，企业纷纷出海，外商对我国直接投资额大幅下降，我国对外直接投资额持续处于高位，使得长期资本持续处于净流出状态。证券投资、金融衍生工具投资和其他投资属于短期资本，其流动主要受国家之间利差影响。2024年以来美国国债收益率震荡上行，当前已接近4.8%，而我国国债收益率持续下行，当前处于1.6%的地位，二者利差超过300bp，高利差驱动套利交易，带动资本外流。长短期资本双双面临较大流出压力，对人民币汇率施加贬值压力。

图表 8：非储备性质金融账户资金净流出也创新高



资料来源：Wind、致富研究院

三、2025 年汇率展望：政策托底与市场压力的博弈

● 全年美元兑人民币汇率呈阶段性走势

展望 2025 年，人民币汇率将呈阶段性走势：

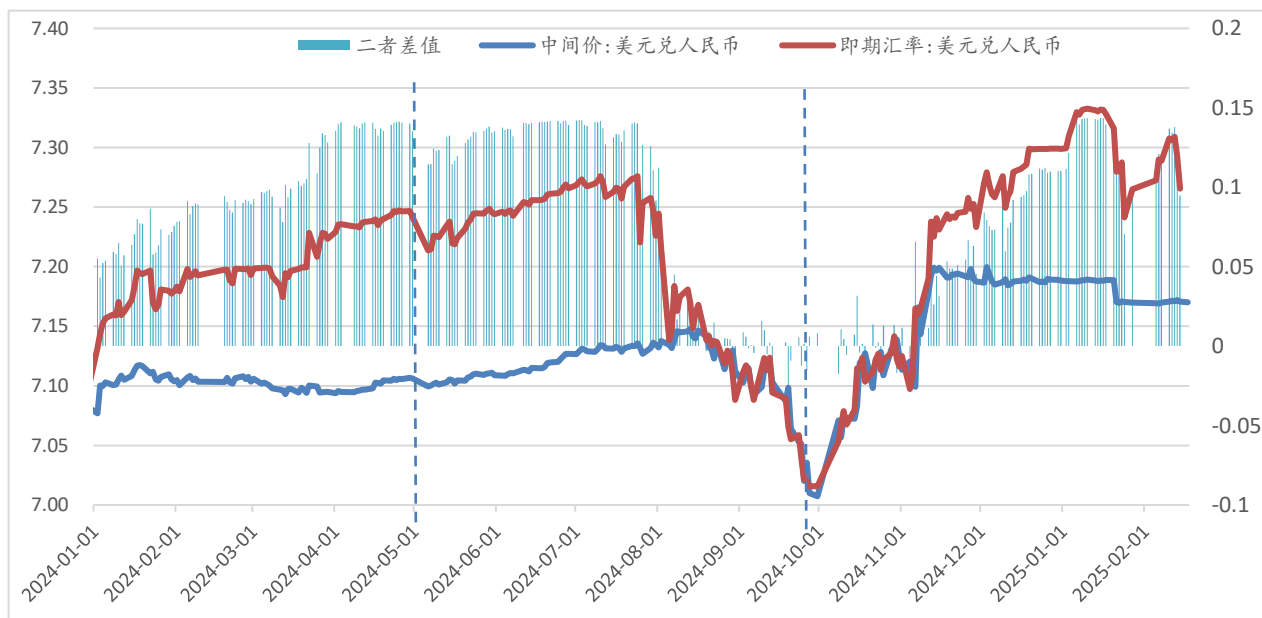
(1) 年初央行接连出手，政策发力，短期汇率保持稳定

为了抑制市场对人民币汇率形成单边贬值预期，2025 年开年央行继续实施“逆周期因子+离岸央票+预期管理”的“组合拳”，展现出强烈的稳汇率意愿和行动：

逆周期因子：

2015 年的“8·11”汇改后，做市商每日参考“上日收盘价+一篮子货币汇率变化”提供中间价报价。至 2017 年 5 月，针对人民币汇率贬值压力情况，央行宣布在人民币中间价的定价公式中引入逆周期因子，也就是将中间价报价公式调整为“中间价=上日收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，至此中间价的引导作用开始增强，当人民币贬值预期强时，逆周期因子便发挥作用。上年年末到今年年初，美元兑人民币即期汇率与美元兑人民币中间价二者之间的差值维持在 1000 基点左右，显示央行正在使用逆周期因子这一工具稳定汇率。

图表 9：中间价与即期汇率之间差值处于高位



资料来源：Wind、致富研究院

离岸央票：

1 月 4 日，央行宣布增加发行 600 亿元离岸央票，香港人民币隔夜拆借利率 HIBOR 从

1.25%快速升至5.8%。通过收紧离岸流动性，大幅提升做空人民币成本，抑制人民币贬值。

2月13日，央行发布《2024年第四季度中国货币政策执行报告》，进一步提出“2024年，中国人民银行累计在香港发行12期共2750亿元人民币央行票据，较2023年增加1150亿元。2025年将大幅增发香港离岸人民币央行票据，加大离岸高等级人民币资产供给，促进离岸人民币货币市场和债券市场健康发展。”

预期管理：

近期，监管层频频发布稳汇率言论。2月13日，央行发布《2024年第四季度中国货币政策执行报告》，提出“三个坚决”，再次释放强烈稳汇率决心。报告指出，“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处理，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基本稳定。”

其他举措：

1月10日，央行决定暂停常规国债购买操作，以抑制债券收益率的快速下行，同时释放出稳汇率信号。

1月13日，央行与外管局联合宣布将跨境融资宏观审慎调节参数上调至1.75。此举可以增加美元融资额度，缓解美元资金紧张的局面。

这一系列举措展现出央行强烈的稳汇率意愿和行动，将有助于汇率在7.3附近波动。

(2) 中美摩擦升级，或美国加征关税地区范围扩大，均将对人民币施加贬值压力

美国针对中国的贸易调查预计将在4月1日结束，这可能成为进一步提高关税的基础，将对人民币施加贬值压力，人民币或阶段性贬至7.5。

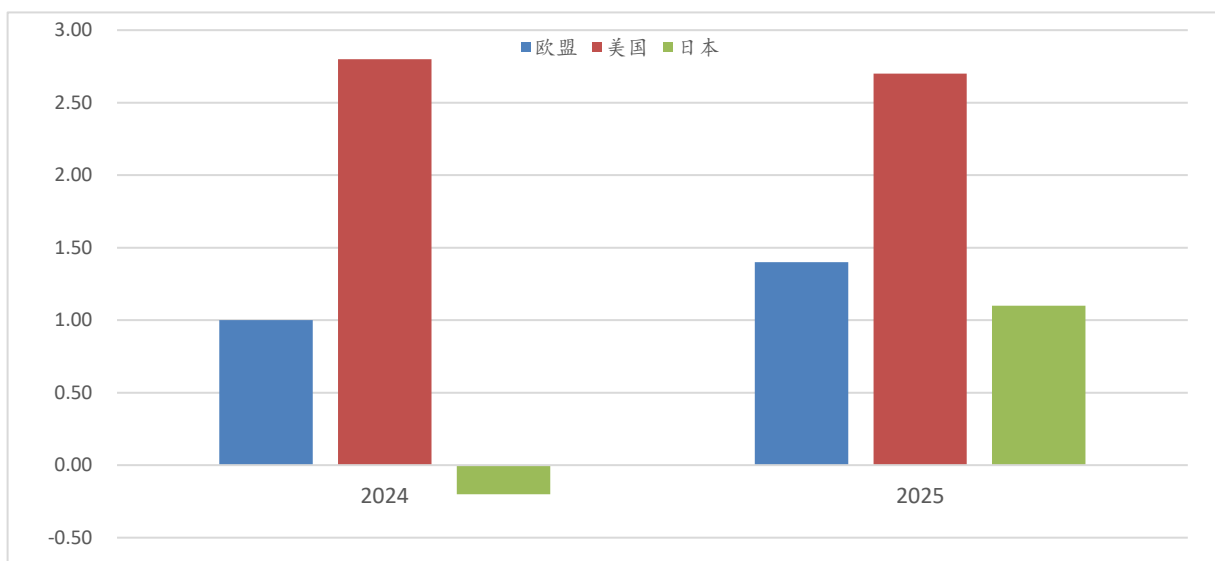
俄乌停火后，美国对华科技制裁、金融脱钩等风险上升，资本外流压力可能加剧；而且美国对多国加征关税，可能冲击全球贸易，降低全球经济增速；这些不确定事件均将对人民币施加进一步贬值压力。

所以今年人民币兑美元汇率可能先稳后贬，贬值幅度依各突发事件对我国贸易和经济的冲击程度而定。

● 欧日与美国之间经济增长差距收窄，削弱美元动能

据各央行及各机构的预测，2025 年欧盟和日本经济增速将较 2024 年有所回升，美国经济增速则较 2024 年回落，欧日与美国之间经济增长差距收窄，这将使得美元汇率走弱，非美货币走强，将在一定程度上支撑人民币汇率。

图表 10：欧日与美国之间经济差距收窄



资料来源：IMF、Wind、致富研究院

● 避险情绪减弱，对美元形成负向拉动

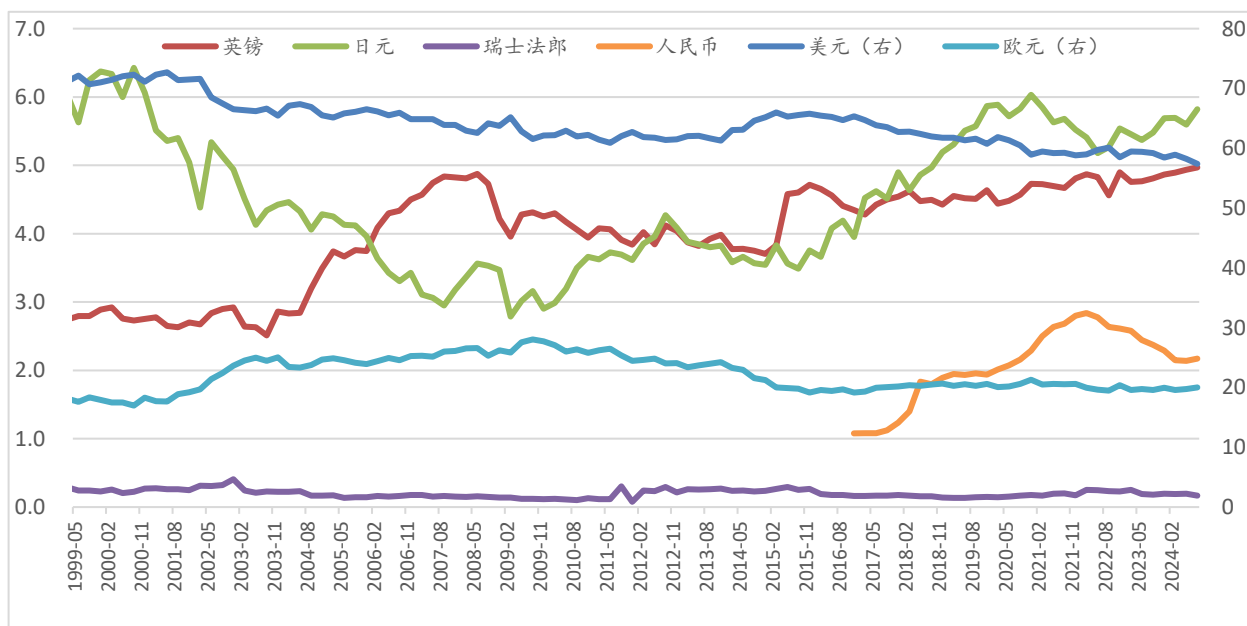
2025 年的不确定性主要来自特朗普政府的政策。但总体而言，特朗普政府更关注美国自身利益，而非全球性战略制衡。特朗普承诺结束俄乌战争，让中东停火；同时，今年政坛选举数量及影响力均显著下降，国际政治局势将有所趋稳；黑天鹅、灰犀牛事件发生率降低，市场避险情绪减弱，这一属性对美元形成负向拉动，对今年人民币汇率形成一定

支撑。

● 去美元化将带动美元中长期走弱

当前处于去美元化趋势之中。美元在全球外汇储备中占比自 2000 年初的 72%持续回落至 2011 年中的 60.9%，之后有一波小幅回升，于 2015 年初回升至 66.0%，之后重回趋势性下降走势，当前已降至 57.4%。2000 年到 2011 年占比回落对应美元贬值，2011 年到 2015 年占比提升对应美元升值，2015 年之后虽然占比持续回落，但在美国经济韧性强劲、美元避险属性等因素的作用下，美元继续升值。但最终去美元化和美元占比的下降将带动美元中长期回归贬值走势。

图表 11：美元在全球外汇储备中占比回落



资料来源：Wind、致富研究院

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其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。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港

香港致富证券有限公司
香港德辅道中 308 号
富卫金融中心 11 楼
电话：(852) 25009228
传真：(852) 25216893

北京

香港致富证券有限公司北京代
表处
北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6
层
电话：(8610) 66555862
传真：(8610) 66555831

上海

香港致富证券有限公司上海代
表处
上海市陆家嘴东路 161 号招商
局大厦 1309 室
电话：(8621) 38870772
传真：(8621) 58799185

深圳

香港致富证券有限公司深圳代
表处
深圳福田区福华路 399 号中海
大厦 6 楼
电话：(86755) 33339666
传真：(86755) 33339665