



# 中国建设银行(亚洲)投资办公室研究通讯

2026 年第 10 期

## 【人民币领跑非美货币，USDCNH 回到战前位置】

就在美国总统特朗普发出要让伊朗整个文明消亡的威胁后，美元兑人民币汇率回到了战前的位置。随后，美伊协议停火两周，USDCNH 更是一度跌至 6.8230，创三年新高。我们发现，近期人民币走势似乎已经和美伊冲突脱敏，无论局势如何变化，人民币似乎都受到坚定支撑，这背后应该与中国的能源结构及产业链优势密不可分。因此，我们认为，如果美伊局势恶化，人民币可作为“石油美元”的潜在替代货币进行避险；若局势缓和，人民币或进一步延续此前升势，迈向 6.8 关口。

### 一、人民币领跑亚洲货币

受美伊冲突和油价飙升影响，对能源依赖度高的亚洲货币，如日元和韩元明显受压；相比而言，人民币的表现则相当亮眼。USDCNH 仅短暂向上突破 6.90，但很快就能迅速修复 6.9 关口。无论美元如何强势，人民币都仅在 6.85—6.95 区间作窄幅震荡。这反映出战争和油价对人民币的消极影响远低于能源脆弱性高的亚洲货币。

图 1：主要亚洲货币走势

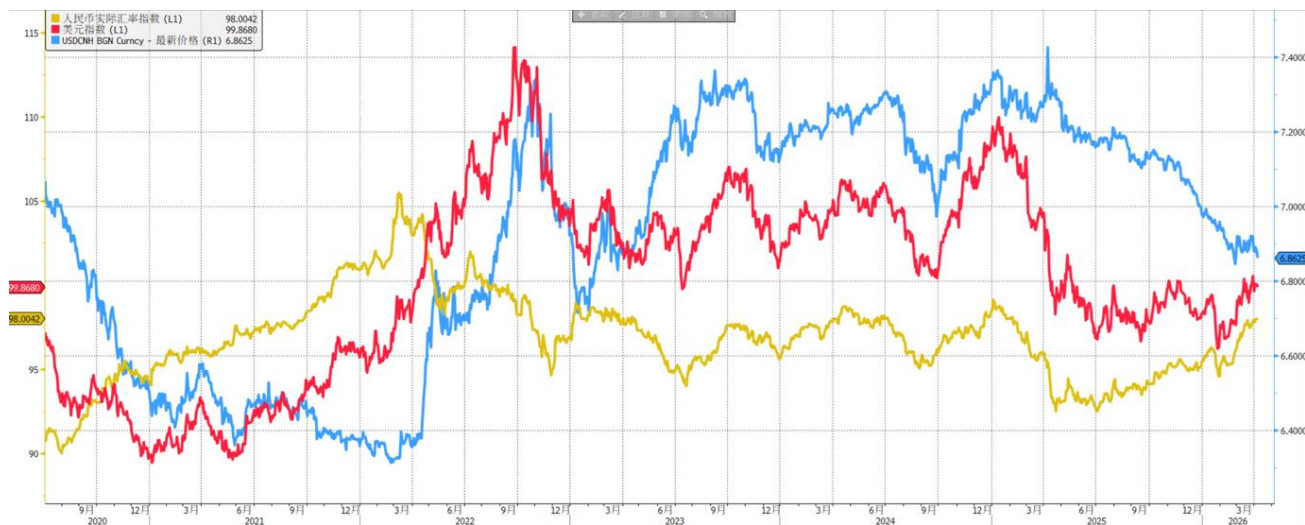


来源：彭博



此外，尽管3月份以来美元因为美伊冲突而走强，突破100心理关口，对人民币造成一定压制。但若与非美货币相比，人民币对一篮子货币的汇率其实已经创一年多新高。这也是为什么，若从更广泛的交叉货币投资角度看，我们一直看好人民币兑非美货币的投资机会。

图2：人民币汇率指数创一年多新高



来源：彭博

## 二、人民币对美伊冲突敏感性不高

美伊战争进行到当下，无论是否扩大化，对人民币的影响都在减弱。

### (一) 中国能源结构安全性高，人民币受油价影响最小

能源多元化背景下，人民币成为“石油美元”的潜在替代货币。中国能源消费主要以煤炭主导，且近年中国新能源的发展迅猛，进一步降低了中国对石油的依赖，2025年石油仅占中国能源消费总量的18%，远低于欧盟、日本（约38%的石油依赖度）。因此石油价格上涨对中国GDP的冲击相对有限。

### (二) 人民币外汇市场供需仍由客盘而非投机情绪主导

由于人民银行维持人民币稳定有序的运行，人民币外汇市场供需情况远比非美货币稳定，目前主要是由企业结售汇需求主导，而非市场投机情绪主导。一季度即期+远期净结汇仍维持单月1000亿美金



的规模，战争反而提供了 6.90 上方结汇的窗口。在自营盘谨慎的当下，客盘对流动性的影响更强。当前在岸外汇市场的即期交易量继续处于近年来的偏高水平，逢低结汇需求或继续提振人民币汇率。

图 3：人民币结汇需求维持较高水平



来源：中金策略

### （三）中国政经稳定性高，货币政策没有大起大落

在霍尔木兹海峡长期封闭的预期下，布油价格始终维持 100 美元上方高位，全球主要央行一度转向激进加息预期，期货市场显示欧洲央行和英国央行年内有三次加息空间。然而，欧洲和英国的经济基本面和财政健康并不支持如此激进的加息定价。在目前情况下大幅提高利率，只会增加财政压力，提高失业风险，并最终演化成经济衰退预期。

相对海外央行而言，人民币货币政策信号稳定，4 月初通过大额逆回购维持资金面宽松，隔夜回购利率反而走低，长债波动收窄，成为全球国债抛售潮下的避风港。

## 三、中国出口表现强劲，继续为人民币提供支持

在美伊冲突背景下，市场一度担心油价会挤压全球总量需求（油价大幅上涨，全球陷入滞涨或者衰退），进而损害中国出口。然而，近期的经济数据显示，**尽管美伊冲突推高油价，但正如俄乌冲突，中国凭借强大生产制造优势反而迎来强劲出口，中国工业企业竞争力持续提升。**



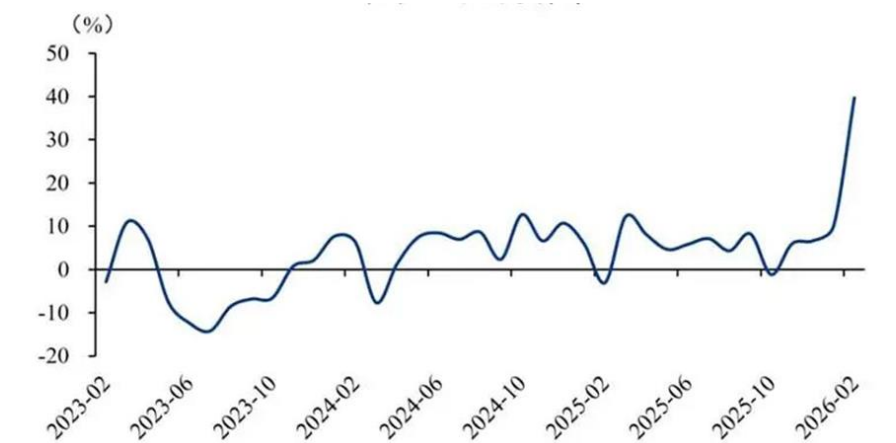
### (一) 中国 3 月 PMI 指数重返扩张区间，经济景气水平回升

中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.4%，比上月上升 1.4 个百分点，修复斜率明显强于季节性均值。3 月 PMI 最亮眼的是外需，非常强势。新出口订单大幅反弹至 49.1%（环比增加 4.1 个百分点），创 2024 年 5 月以来新高。目前，有两个趋势已经启动，值得保持关注。一是受地缘冲突影响，上游价格上涨已经开始。主要原材料购进价格指数飙升至 63.9%（环比增加 9.1 个百分点），出厂价格同步回升至 55.4%。即便如此，出口企业对未来订单仍有较强信心。采购量指数升至 50.9%（前值 48.2%）。企业从“观望”转向“进货”，开始主动增加原材料储备，反映出企业对二季度订单的可持续性抱有较强信心。凭借能源安全保障及全产业链优势，中国有望在海外供给冲击背景下承接更多订单，预计中国出口份额进一步抬升，二季度出口增速表现亮眼。

### (二) 今年 1-2 月中国外贸数据表现显著超预期，高端制造出口贡献率最高

今年 1-2 月出口金额、进口金额、贸易差额均录得 20%甚至以上的增幅。今年 1-2 月，出口金额达到 6565.78 亿美元，同比增长 21.8%，数值上为历年同期最高。1-2 月贸易差额录得 2136.18 亿美元，同比大幅增长 26.25%，为历年同期最高。按此简单估算的话，全年贸易差额再次超过 1.2 万亿美元似乎也是可以预期的，全年出口总额预计将达 4 万亿美元左右。分析出口结构发现，高端装备、人工智能产品、新能源产品增速和对出口贡献率最高。

图 4：中国出口同比增速



来源：彭博



### (三) 今年前两个月工业企业利润同比增幅超 15%，高油价反而为中国制造带来机遇

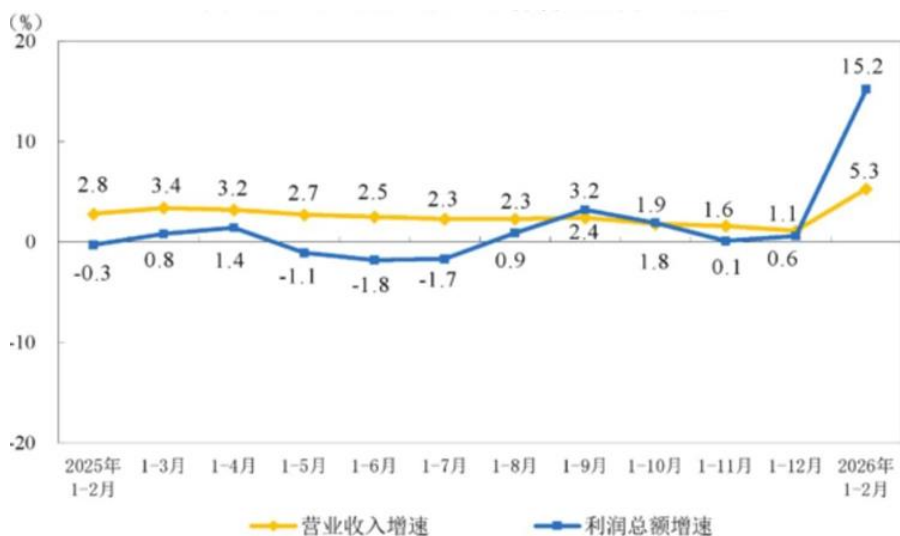
今年前两个月中国规模以上工业企业实现利润总额达 10245.6 亿元，为历年同期第三高，数值上仅低于 2021-2022 年前两个月（分别为 11140 亿元和 11575 亿元），同时也是历史上第四次利润总额超过万亿元（2017 年 1-2 月为 10156 亿元）。15.2% 的增速亦是自 2022 年以来的新高。

从行业分布看，（1）有色金属行业贡献力度较大：同比增幅高达 134%，是工业企业利润大增的最主要推动力。（2）计算机、通信和其他电子设备制造业贡献力度和有色金属行业差不多，增幅上高于有色金属行业，同比增幅高达 177%。（3）部分细分行业亦表现不错（如化学原料和化学制品制造业同比增幅达 28.85%）。

总的来说，今年前两个月工业企业利润总额大增主要由电子设备制造业、有色金属业及化学原料和化学制品制造业等三大行业贡献推动。如果和今年前两个月的外贸数据对比来看，则会发现上述三大行业同时也是今年前两个月外贸表现不错的领域。

这说明，中国工业企业的表现与全球具有联动性。高油价并没有抑制中国出口表现，反而为中国制造带来两大机遇：第一是产品涨价的机遇；第二是生产份额提升机遇。战争导致全球物流和供应链受阻，二中国凭借强大生产制造优势填补国际市场供应的空白，中国工业企业的竞争力因而上升。

图 5：中国工业企业利润增速



来源：国家统计局



## 重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载数据乃根据中国建行投资研究部认为可靠的数据来源而编制,惟该等数据来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何数据、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等数据、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载数据、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号: AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。