



中國建設銀行(亞洲)投資辦公室研究通訊

2026 年第 10 期

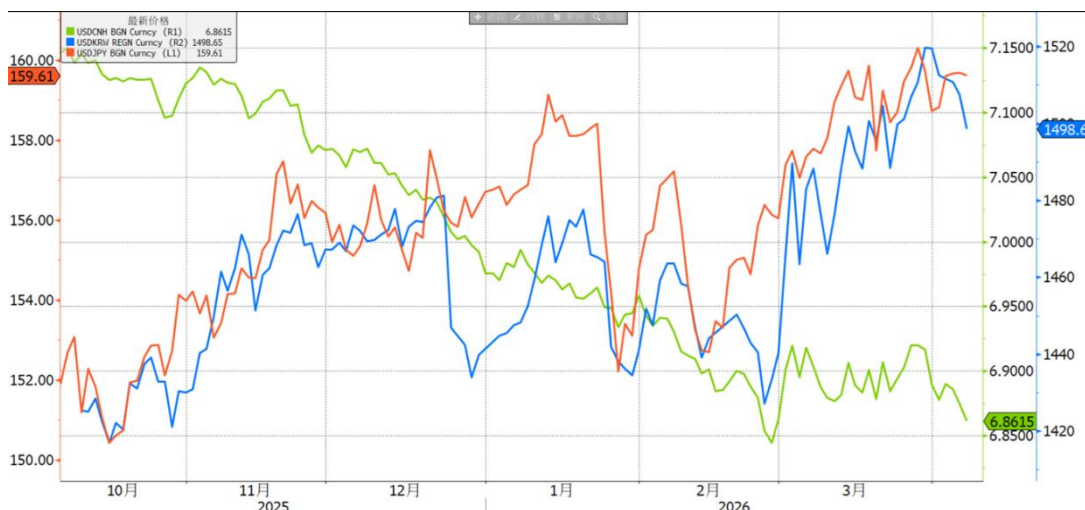
【人民幣領跑非美貨幣，USDCNH 回到戰前位置】

就在美國總統特朗普發出要讓伊朗整個文明消亡的威脅後，美元兌人民幣匯率回到了戰前的位置。隨後，美伊協議停火兩周，USDCNH 更是一度跌至 6.8230，創三年新高。我們發現，近期人民幣走勢似乎已經和美伊衝突脫敏，無論局勢如何變化，人民幣似乎都受到堅定支撐，這背後應該與中國的能源結構及產業鏈優勢密不可分。因此，我們認為，如果美伊局勢惡化，人民幣可作為“石油美元”的潛在替代貨幣進行避險；若局勢緩和，人民幣或進一步延續此前升勢，邁向 6.8 關口。

一、人民幣領跑亞洲貨幣

受美伊衝突和油價飆升影響，對能源依賴度高的亞洲貨幣，如日圓和韓元明顯受壓；相比而言，人民幣的表現則相當亮眼。USDCNH 僅短暫向上突破 6.90，但很快就能迅速修復 6.9 關口。無論美元如何強勢，人民幣都僅在 6.85—6.95 區間作窄幅震盪。這反映出戰爭和油價對人民幣的消極影響遠低於能源脆弱性高的亞洲貨幣。

圖 1：主要亞洲貨幣走勢

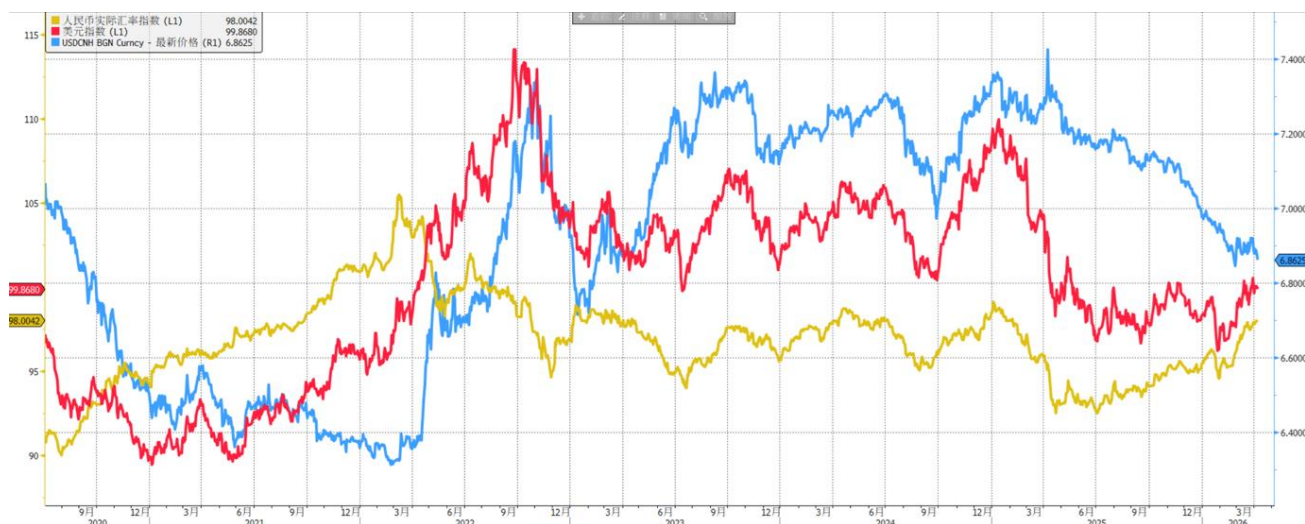


來源：彭博



此外，儘管 3 月份以來美元因為美伊衝突而走強，突破 100 心理關口，對人民幣造成一定壓制。但若與非美貨幣相比，人民幣對一籃子貨幣的匯率其實已經創一年多新高。這也是為什麼，若從更廣泛的交叉貨幣投資角度看，我們一直看好人民幣兌非美貨幣的投資機會。

圖 2：人民幣匯率指數創一年多新高



來源：彭博

二、人民幣對美伊衝突敏感性不高

美伊戰爭進行到當下，無論是否擴大化，對人民幣的影響都在減弱。

（一）中國能源結構安全性高，人民幣受油價影響最小

能源多元化背景下，人民幣成為“石油美元”的潛在替代貨幣。中國能源消費主要以煤炭主導，且近年中國新能源的發展迅猛，進一步降低了中國對石油的依賴，2025 年石油僅占中國能源消費總量的 18%，遠低於歐盟、日本（約 38% 的石油依賴度）。因此石油價格上漲對中國 GDP 的衝擊相對有限。

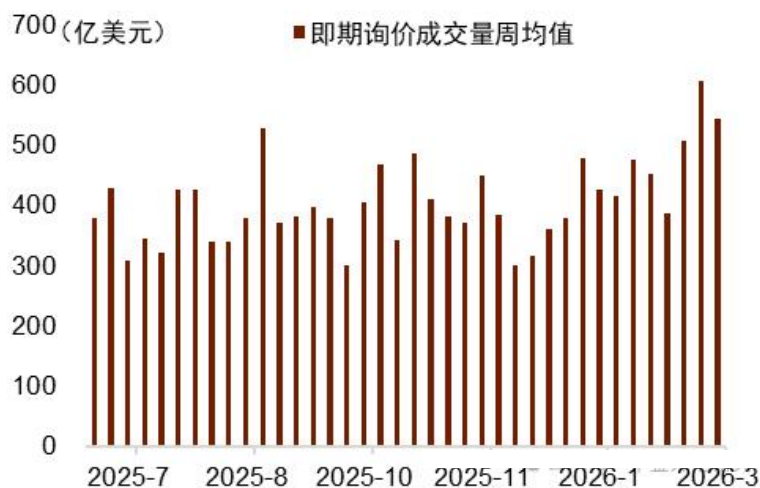
（二）人民幣外匯市場供需仍由客盤而非投機情緒主導

由於人民銀行維持人民幣穩定有序的運行，人民幣外匯市場供需情況遠比非美貨幣穩定，目前主要是由企業結售匯需求主導，而非市場投機情緒主導。一季度即期+遠期淨結匯仍維持單月 1000 億美金



的規模，戰爭反而提供了 6.90 上方結匯的窗口。在自營盤謹慎的當下，客盤對流動性的影響更強。當前在岸外匯市場的即期交易量繼續處於近年來的偏高水平，逢低結匯需求或繼續提振人民幣匯率。

圖 3：人民幣結匯需求維持較高水平



來源：中金策略

（三）中國政經穩定性高，貨幣政策沒有大起大落

在霍爾木茲海峽長期封閉的預期下，布油價格始終維持 100 美元上方高位，全球主要央行一度轉向激進加息預期，期貨市場顯示歐洲央行和英國央行年內有三次加息空間。然而，歐洲和英國的經濟基本面和財政健康並不支持如此激進的加息定價。在目前情況下大幅提高利率，只會增加財政壓力，提高失業風險，並最終演化成經濟衰退預期。

相對海外央行而言，人民幣貨幣政策信號穩定，4 月初通過大額逆回購維持資金面寬鬆，隔夜回購利率反而走低，長債波動收窄，成為全球國債拋售潮下的避風港。

三、中國出口表現強勁，繼續為人民幣提供支持

在美伊衝突背景下，市場一度擔心油價會擠壓全球總量需求（油價大幅上漲，全球陷入滯漲或者衰退），進而損害中國出口。然而，近期的經濟數據顯示，儘管美伊衝突推高油價，但正如俄烏衝突，中國憑藉強大生產製造優勢反而迎來強勁出口，中國工業企業競爭力持續提升。



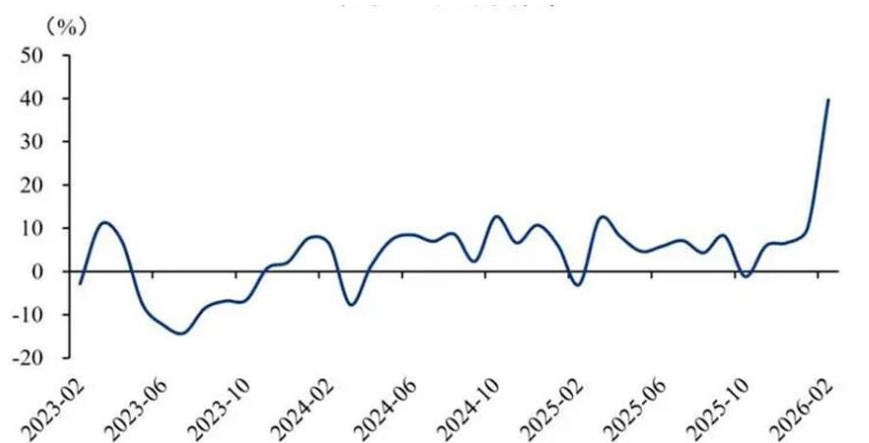
（一）中國 3 月 PMI 指數重返擴張區間，經濟景氣水平回升

中國 3 月官方製造業 PMI 為 50.4%，比上月上升 1.4 個百分點，修復斜率明顯強於季節性均值。3 月 PMI 最亮眼的是外需，非常強勢。新出口訂單大幅反彈至 49.1%（環比增加 4.1 個百分點），創 2024 年 5 月以來新高。目前，有兩個趨勢已經啟動，值得保持關注。一是受地緣衝突影響，上游價格漲價已經開始。主要原材料購進價格指數飆升至 63.9%（環比增加 9.1 個百分點），出廠價格同步回升至 55.4%。即便如此，出口企業對未來訂單仍有較強信心。採購量指數升至 50.9%（前值 48.2%）。企業從“觀望”轉向“進貨”，開始主動增加原材料儲備，反映出企業對二季度訂單的可持續性抱有較強信心。憑藉能源安全保障及全產業鏈優勢，中國有望在海外供給衝擊背景下承接更多訂單，預計中國出口份額進一步抬升，二季度出口增速表現亮眼。

（二）今年 1-2 月中國外貿數據表現顯著超預期，高端製造出口貢獻率最高

今年 1-2 月出口金額、進口金額、貿易差額均錄得 20%甚至以上的增幅。今年 1-2 月，出口金額達到 6565.78 億美元，同比增長 21.8%，數值上為歷年同期最高。1-2 月貿易差額錄得 2136.18 億美元，同比大幅增長 26.25%，為歷年同期最高。按此簡單估算的話，全年貿易差額再次超過 1.2 萬億美元似乎也是可以預期的，全年出口總額預計將達 4 萬億美元左右。分析出口結構發現，高端裝備、人工智能產品、新能源產品增速和對出口貢獻率最高。

圖 4：中國出口同比增速



來源：彭博



（三）今年前兩個月工業企業利潤同比增幅超 15%，高油價反而為中國製造帶來機遇

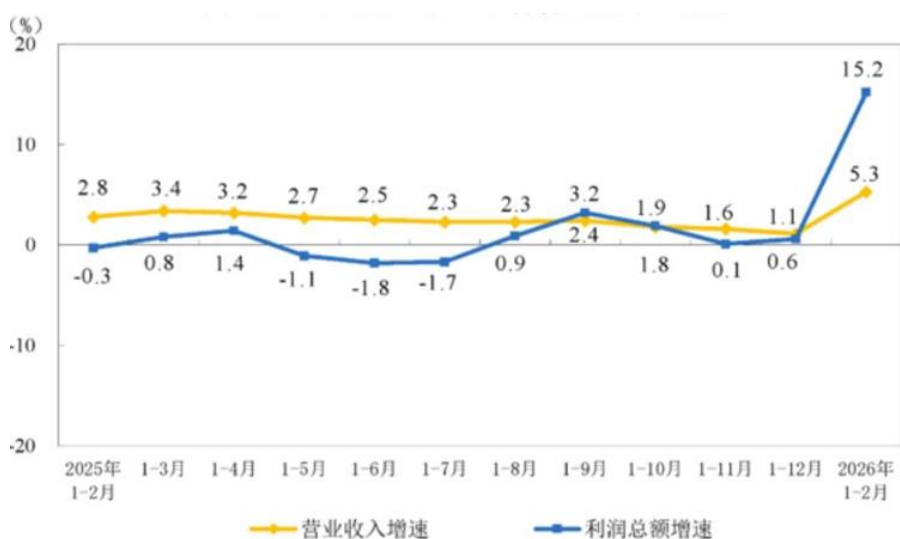
今年前兩個月中國規模以上工業企業實現利潤總額達 10245.6 億元，為歷年同期第三高，數值上僅低於 2021-2022 年前兩個月（分別為 11140 億元和 11575 億元），同時也是歷史上第四次利潤總額超過萬億元（2017 年 1-2 月為 10156 億元）。15.2% 的增速亦是自 2022 年以來的新高。

從行業分佈看，（1）有色金屬行業貢獻力度較大：同比增幅高達 134%，是工業企業利潤大增的最主要推動力。（2）計算機、通信和其他電子設備製造業貢獻力度和有色金屬行業差不多，增幅上高於有色金屬行業，同比增幅高達 177%。（3）部分細分行業亦表現不錯（如化學原料和化學製品製造業同比增幅達 28.85%）。

總的來說，今年前兩個月工業企業利潤總額大增主要由電子設備製造業、有色金屬業及化學原料和化學製品製造業等三大行業貢獻推動。如果和今年前兩個月的外貿數據對比來看，則會發現上述三大行業同時也是今年前兩個月外貿表現不錯的領域。

這說明，中國工業企業表現與全球具有聯動性。高油價並沒有抑制中國出口表現，反而為中國製造帶來兩大機遇：第一是產品漲價的機遇；第二是生產份額提升機遇。戰爭導致全球物流和供應鏈受阻，二中國憑藉強大生產製造優勢填補國際市場供應的空白，中國工業企業的競爭力因而上升。

圖 5：中國工業企業利潤增速



來源：國家統計局



重要事項及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究部」)刊發,檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會),僅供參考之用。本檔並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見,或要約或建議投資於本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載數據乃根據中國建行投資研究部認為可靠的數據來源而編制,惟該等數據來源未經獨立核證。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論,並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的(一位或多位)分析員於本檔刊發時的意見,可作修改而毋須另行通知。本檔並未就其中所載任何數據、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性,以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾,任何情況下,中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等數據、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本檔所載數據、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性,並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的投資可能並不適合所有投資者,且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此,本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦,亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定,並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險,投資者應注意投資的價值可升亦可跌,過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔並非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前,應細閱及瞭解有關該等投資的所有發售檔,以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。貨幣匯率受多種因素影響,包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時並不可自由兌換,並受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣,人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作,在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易,它們的匯率變動可能會明顯地不同。

債券。買賣債券涉及流通及利率風險,未必百分之百能夠保證賺取利潤,反而可能招致損失。如果債券發行機構出現信貸或失責事件,客戶有該機構未能如期向客戶繳付利息或本金的風險。投資於新興市場債券涉及特別考慮及較高風險,例如較大的價格波動、較不完善的監管及法律架構、經濟、社會及政治的不穩定等。

證券買賣。買賣證券很可能會招致損失而不是一定獲利。

證券孖展買賣。倘若客戶在本行保持一個孖展賬戶,透過存入抵押品融資作交易的損失風險是重大的。客戶遭受的損失可能會大於客戶存于本行作為抵押品的現金及任何其他資產。市場狀況可能令客戶不可能行使或有指令,例如「止蝕」或「止限」指令。客戶可能收到短期通知,須存入額外孖展或利息付款。倘若所須的孖展或利息付款未能在指定時間內作出,客戶的證券抵押品可被清算而毋須客戶同意。此外,客戶對在客戶賬戶中產生的任何不足的款項及對客戶賬戶收取的利息,仍須承擔法律責任。客戶因此應慎重考慮因應客戶本身的財政狀況及投資目標,有關財務安排是否適合。

虛擬資產。一般而言,虛擬資產價格極為波動,沒有內在價值,也沒有任何政府、銀行或實物擔保,而且涉及一系列不同的風險。虛擬資產屬高風險產品,不是每個人都適合參與投資。投資者應小心考慮自己的風險承受能力,以及是否瞭解虛擬資產的特性及風險。若未能完全理解虛擬資產或未能承受潛在虧損,便不應投資於這些資產。

編制本檔的研究分析員證實,在本檔表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見,而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分,均在嚴禁之列。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發,亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下,不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)股份有限公司為一間受香港金融管理局規管之持牌銀行,及證券及期貨條例下的註冊機構(中央編號: AAC155),從事第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)的受規管活動。本文件的數據並不構成買賣任何虛擬資產的建議或要約,也不構成任何預測未來可能發生的任何虛擬資產的價格變動。本文件由中國建設銀行(亞洲)股份有限公司發行,並未經證監會或香港任何其他監管機構審閱。本文並非獨立投資研究報告。

©中國建設銀行(亞洲)有限公司