



2025 年 11 月 24 日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1. 英大证券宏观评论：2026 年我国 CPI 同比大概率高于 2025 年（20251110）
2. 英大证券宏观评论：高水平科技引领发展新质生产力，明后两年我国 GDP 增速预期目标或均为“5.0%左右”（20251030）
3. 英大证券宏观评论：“适时加力”落在 4 季度概率大于 3 季度，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头（20250807）
4. 英大证券宏观评论：“猪油”共振向下是 5 月 CPI 当月同比承压主因，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊（20250619）
5. 英大证券宏观评论：汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策（20250528）
6. 英大证券宏观评论：4 月我国 PPI 同比与美国 CPI 同比大概率双双下行，美联储降息时点或在 6 月左右（20250414）
7. 英大证券宏观评论：25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”（20250331）
8. 英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250214）
9. 英大证券宏观评论：实施更加积极有为的宏观政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”（20241218）
10. 英大证券宏观评论：宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业（20241212）

2026 年我国外汇储备大概率在 3.3 万亿美元基础上稳步上行

——10 月外汇储备数据点评

- 10 月我国外汇储备录得 3.34 万亿美元，较前值上行 46.85 亿美元，连续 3 个月位于 3.3 万亿美元之上，连续 24 个月位于 3.2 万亿美元之上，连续 37 个月位于 3.1 万亿美元之上，且创 2015 年 12 月以来新高。
- 外汇储备是名义变量，即用货币表示的变量，因此，对外汇储备走势的研判，可以有两个层面。第一个层面是数量角度的绝对规模变动，第二个层面是估值与计价角度的相对价值变动。2026 年我国外汇储备在相对价值变动角度面临利多，叠加考虑在绝对规模变动角度面临较强支撑，在二者共振的背景下，2026 年我国外汇储备大概率在 3.3 万亿美元的基础上稳步上行。
- 这将产生以下两点效应。**第一**，有利于提升我国偿还短期外债的能力。2025 年 2 季度我国短期外债与外汇储备之比为 42.29%，较前值下行 1.44 个百分点，创近 6 个月新低。随着我国外汇储备的稳步上行，这一指标还将继续下探，有利于维护我国的经济安全。**第二**，有利于人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，对人民币汇率形成有效支撑，防止人民币汇率贬值，在此背景下，我国 A 股大盘将面临较强支撑，进而有利于维护我国的金融稳定。
- **风险提示**：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。
- **注**：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

一、2026 年我国外汇储备大概率在绝对规模上面临较强支撑	3
二、2026 年我国外汇储备在相对价值变动角度面临利多	3
三、2026 年我国外汇储备大概率在 3.3 万亿美元的基础上稳步上行	4

10 月我国外汇储备录得 3.34 万亿美元，较前值上行 46.85 亿美元，连续 3 个月位于 3.3 万亿美元之上，连续 24 个月位于 3.2 万亿美元之上，连续 37 个月位于 3.1 万亿美元之上，且创 2015 年 12 月以来新高。

外汇储备是指为应付国际支付的需要，各国中央银行及其他政府机构所集中掌握并可以随时兑换成外国货币的外汇资产。充足合理的外汇储备，有利于增强偿还短期外债的能力，维护国家经济安全，也有助于防止人民币汇率超预期贬值，维护国家金融稳定。因此，研判我国外汇储备走势意义重大。我们认为，2026 年我国外汇储备大概率在目前 3.3 万亿美元的基础上稳步上行。

一、2026 年我国外汇储备大概率在绝对规模上面临较强支撑

外汇储备是名义变量，即用货币表示的变量，因此，对外汇储备走势的研判，可以有两个层面。第一个层面是数量角度的绝对规模变动，第二个层面是估值与计价角度的相对价值变动。**首先看数量角度的绝对规模变动。**我国外汇储备的来源主要有三个：一是贸易顺差，是我国出口商品和服务赚取的外汇收入；二是外商直接投资（FDI），即跨国公司在我国投资建厂带来的外汇流入；三是资本流动，包括国际投资者购买我国股票、国债等金融资产带来的外汇资金。

贸易顺差方面，海外宏观经济与我国宏观经济的相对强弱变化是贸易顺差的影响因素，但是一个大的趋势是，随着全球经济总量与全球贸易总量的不断扩大，作为绝对数额指标，我国贸易顺差总体而言是不断扩大的。在此背景下，2026 年我国贸易顺差大概率续创历史新高。**外商直接投资方面**，逐利是资本的本性。产业资本是否进入一国进行投资，决策标准之一是一国的工业企业利润总额累计同比是否为正值。从历史走势与宏观逻辑看，我国工业企业利润总额累计同比领先于外商直接投资实际使用金额累计同比：在工业企业利润增速向好情况下，FDI 增速是上行的，而在工业企业利润增速走弱的情况下，FDI 增速是下行的。**资本流动方面**，我国工业企业利润增速对应 A 股市场的分子端，其上行走势对 A 股大盘具有重要的提振作用，而 A 股赚钱效应增强，将吸引海外金融资本进入我国。众所周知，PPI 当月同比是工业企业利润增速的重要组成部分。我国 PPI 当月同比连续 37 个月居于负值区间，自 2025 年 6 月与 7 月触底之后，已经连续 3 个月累计上行 1.50 个百分点。随着美联储在中短期内进一步降息，以及我国“综合整治‘内卷式’竞争”，叠加 2025 年的低基数，预计 2026 年我国 PPI 当月同比大概率进入正值区间，对工业企业利润增速形成较强的正向拉动，进而利多海外产业资本与金融资本流入我国。综上，2026 年我国外汇储备大概率在绝对规模上面临较强支撑。

二、2026 年我国外汇储备在相对价值变动角度面临利多

其次看估值与计价角度的相对价值变动。截至 2025 年 2 季度，在全球已分配的外汇储备中，美元占比为 56.33%，欧元、日元、英镑的占比分别为 21.13%、5.57%与 4.83%。与之相对应，我国外汇储备的主要组成部分是美元资产，且主要持有形式是美国国债和机构债券，因此美债自身价格的变动对我国外汇储备有较大影响，与此同时，由于外汇储备以美元计价，汇率变动在很大程度上影响非美外汇储备转化成美元计价外汇储备的金额。

10 年期美债收益率是全球资产定价的“基石”。我们认为，10 年期美债收益率大概率在当前 4.0%的基础上下行，推升美债价格，利多我国外汇储备。从技术面看，自 1981 年触顶以来美债收益率总体呈下行走势，但是在此过程中，10 年期美债收益率依旧呈现出较强的周期性，周期时长为 3-5 年。从本轮周期看，10 年期美债收益率自 2020 年 5 月启动上行进程，自 2022 年底在高位盘整达 3 年左右，合计时长为 5.5 年，远超此前周



期的平均时长，与此同时，从技术形态看，已经走出了“圆弧顶”的心态，因此后期下行是大概率事件。从宏观基本面看，11月美国消费者信心指数录得50.30，较前值下行3.30个百分点，创2022年7月以来新低。消费者信心指数是美国消费增速的领先指标，进而是美国宏观经济的领先指标。在美国消费增速承压的背景下，中短期内美国CPI同比不具备大幅上行基础，且大概率低于市场预期。在此基础上，叠加美国就业情况出现恶化，我们认为中短期内美联储大概率持续降息，带动10年期美债收益率下行，推升美债价格。

美元指数是全球投资的“风向标”。2026年美元指数大概率呈下行走势，将推升非美外汇资产的美元价格。从周期角度看，布雷顿森林体系解体以来，美元指数走出了两轮完整周期，时长约为17年左右。第三轮美元指数周期始于2011年4月，周期高点出现在2022年9月。当前美元指数已经启动下行进程，且已跌破前期支撑位。从宏观基本面看，美国ISM制造业PMI连续8个月位于荣枯线之下，预示美国制造业处于收缩区间，与之相对应，美国失业率在8月录得4.30%，突破前期震荡区间的上沿，预计在中期继续上行。这将对美元指数形成压力。最后，对比美元指数走势与美债收益率走势，可以看出，10年期美债收益率的拐点，领先美元指数的拐点，因为10年期美债收益率的下行，压低美元资产的收益率，使得资金流向非美资产，对美元指数形成压制。**值得指出的是**，美元指数的走势在我国外汇储备走势的研判中具有非常重要的地位：**一是**美元指数下行，大概率推升美元计价的大宗商品价格，如国际油价与国际铜价，进而推高全球贸易总量与全球贸易增速，推升我国贸易顺差规模；**二是**美元指数下行，意味着人民币汇率升值，海外大概率加大对人民币资产的配置，推动产业资本与金融资本流入我国；**三是**美元指数下行，非美外汇储备占比上升，转化为美元计价时增厚美元计价的外汇储备。

三、2026年我国外汇储备大概率在3.3万亿美元的基础上稳步上行

综上，2026年我国外汇储备在相对价值变动角度面临利多，叠加考虑在绝对规模变动角度面临较强支撑，在二者共振的背景下，2026年我国外汇储备大概率在3.3万亿美元的基础上稳步上行。这将产生以下两点效应。**第一**，有利于提升我国偿还短期外债的能力。2025年2季度我国短期外债与外汇储备之比为42.29%，较前值下行1.44个百分点，创近6个月新低。随着我国外汇储备的稳步上行，这一指标还将继续下探，有利于维护我国的经济安全。**第二**，有利于人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，对人民币汇率形成有效支撑，防止人民币汇率贬值，在此背景下，我国A股大盘将面临较强支撑，进而有利于维护我国的金融稳定。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。