



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第78期）

## 中美货币政策周期深度错位下的人民币汇率

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年12月



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

2023年12月8日 总第78期

# 中美货币政策周期深度错位下的 人民币汇率

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

# 中美货币政策周期深度错位下的 人民币汇率

报告人：王晋斌

2023年12月8日

# 目录

- 一、中美货币政策周期深度错位
- 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素
- 三、货币政策周期深度错位下人民币汇率表现
- 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率
- 五、总结

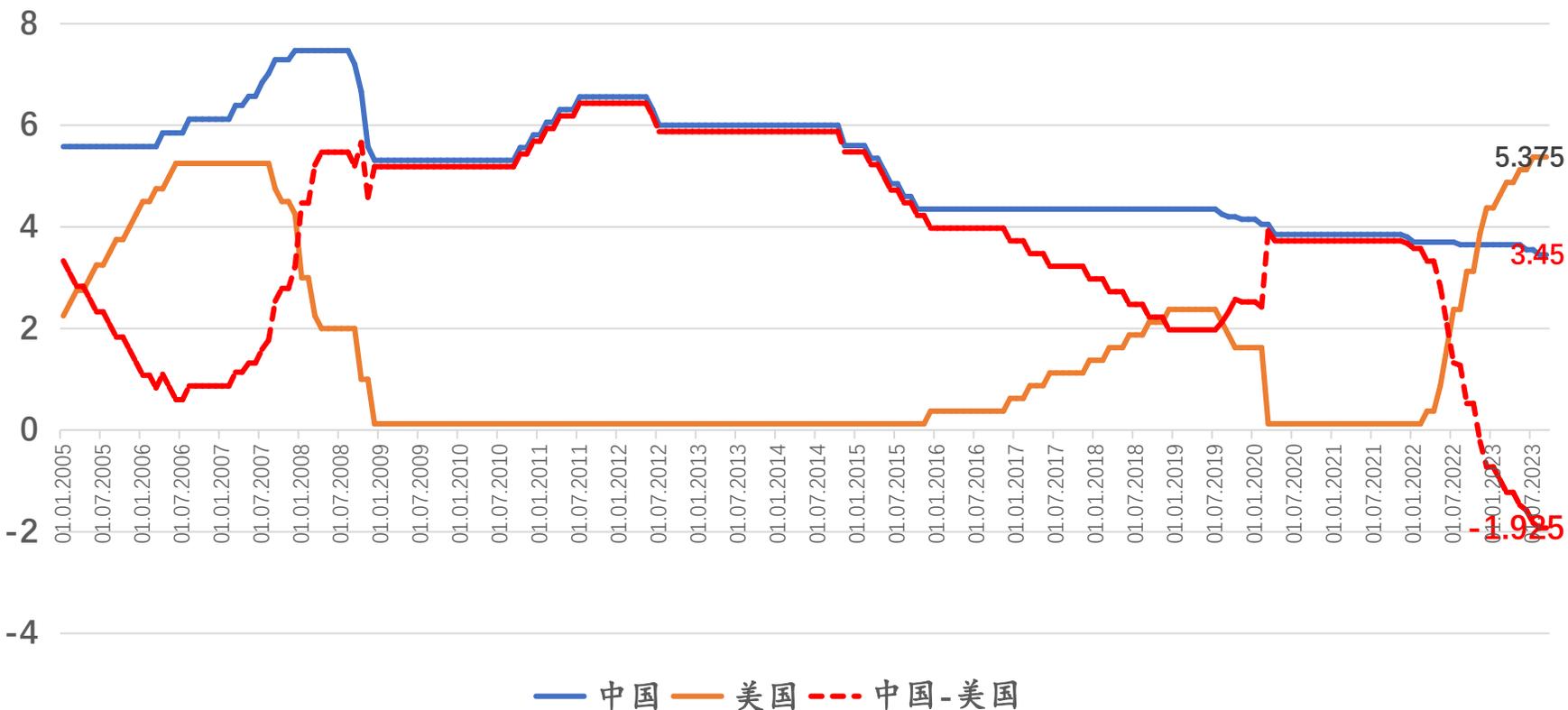
# 一、中美货币政策周期深度错位

表现形式1：中美政策性利率倒挂创历史峰值

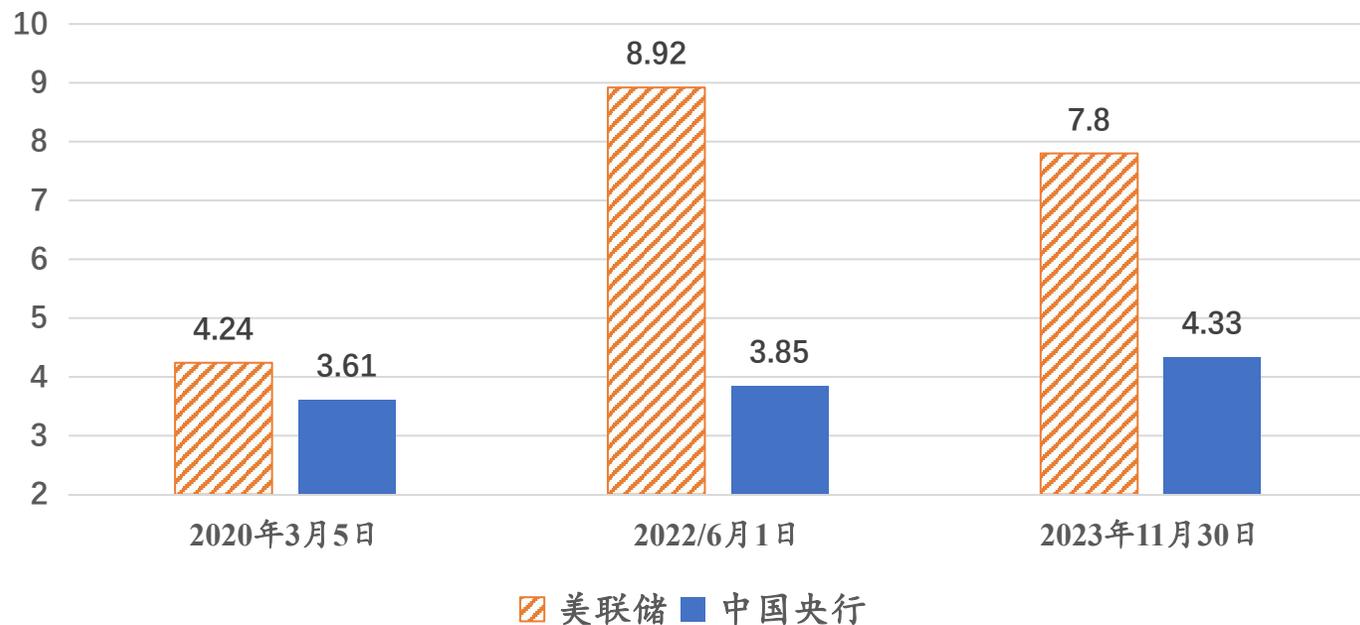
1996年1月至今，中美政策性利率倒挂只有两次，一次是2000年3-12月，最大“倒挂”幅度65个BP。

2022年2月底以来，中美政策性利差由3.575个百分点“倒挂”至8月末的1.925个百分点，并延续至11月底。创造了自2005年7月21日人民币一篮子货币汇率改革以来的利率最大“倒挂”，也是1996年以来最大利率“倒挂”。

未来一段时间，中美政策性利差“倒挂”应该持续在高位。



# 一、中美货币政策周期深度错位



## 中美央行总资产的变化

注：美联储总资产单位为万亿美元；中国央行总资产单位为10万亿人民币。中国央行总资产统计时间分别为2020年2月、2022年5月、2023年10月。数据来源：美联储和中国央行网站。

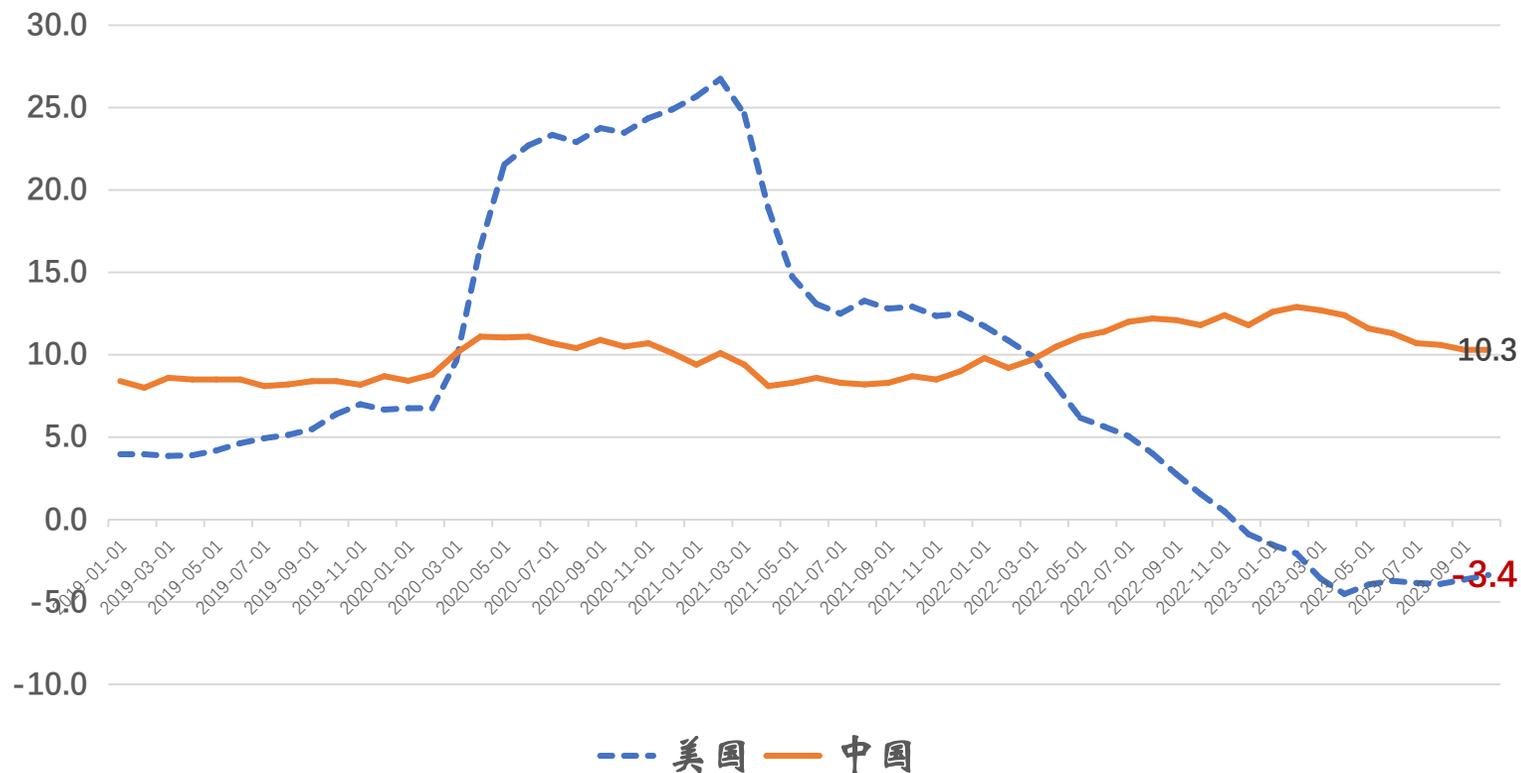
表现形式2：央行总资产变化阶段性趋势相反

疫情冲击美联储采取了激进扩表政策，2022年6月缩表开始时，美联储总资产相比疫情爆发前扩张了约110%。中国央行总资产从2020年2月至2022年5月仅扩张了6.6%。

2022年6月进入缩表周期以来，截止11月底，美联储总计**缩表**约1.12万亿美元；中国央行总资产**扩张**了4.8万亿人民币。

2020年3月至2023年11月，美联储总资产扩张了3.56万亿美元，**增幅84%**；2020年2月至2023年10月，中国央行总资产扩张了7.2万亿人民币，**增幅20%**。

## 一、中美货币政策周期深度错位



中美经济中M2增速的变化（同比，%）

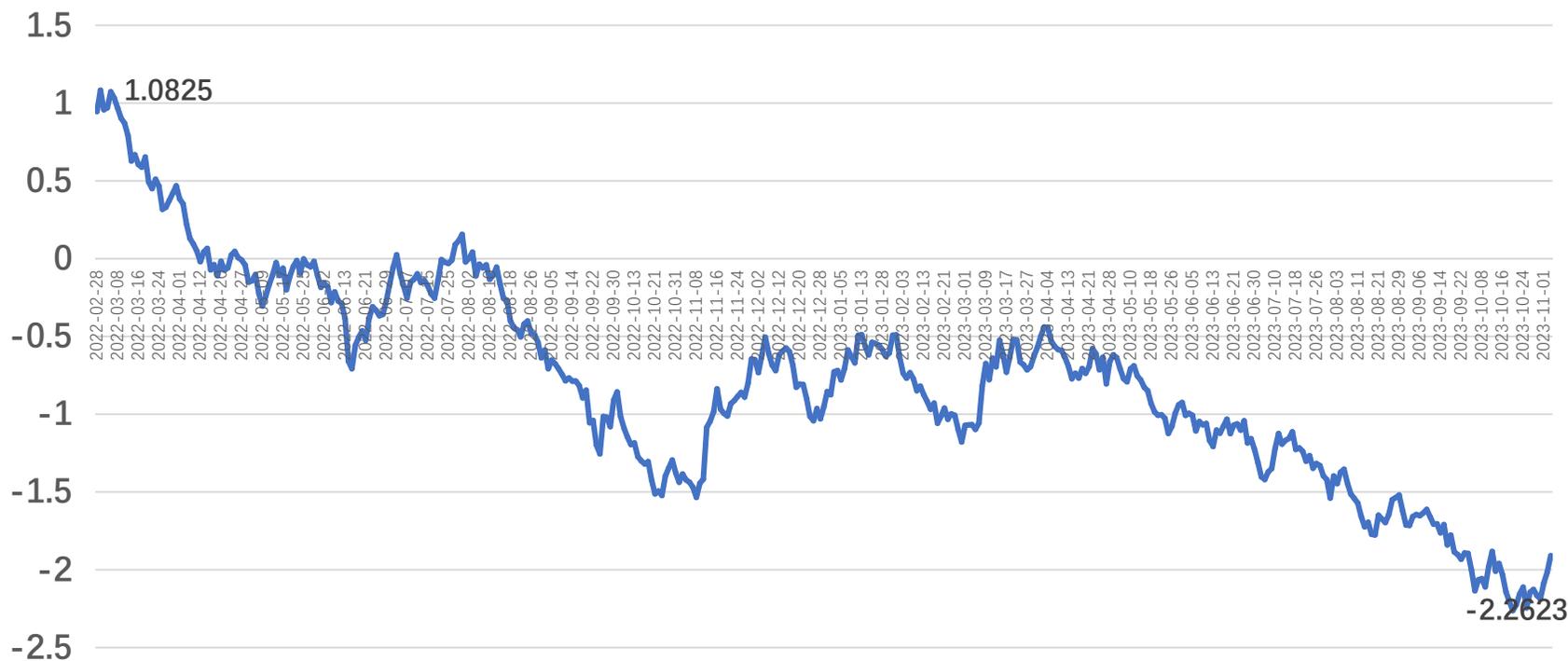
表现形式3：中美M2增速出现反向趋势

2022年3月美联储加息时，美国M2增速开始低于中国M2增速。

从2022年12月开始，美国M2同比负增长。截止2023年10月，连续11个月同比负增长。10月同比负增长3.4%。

2022年12月至2023年10月，中国M2同比增幅在10-13%之间，10月同比增幅10.3%。

# 美联储加息以来10年期中美国债收益率变化



表现形式4：市场收益率“倒挂”严重。

2022年3月美联储加息之前，中美10年期国债收益率之差大约100个BP。

从2023年10月开始，中美10年期国债收益率之差倒挂超过220个BP。

从2022年4月中旬开始，中美10年期国债收益率基本是倒挂的，倒挂时间较长。

截止2023年12月6日，中美10年期国债收益率倒挂约150个BP。

## 一、中美货币政策周期深度错位

美联储货币政策：从就业优先急转通胀优先，从激进宽松走向激进紧缩。2022年3月美联储加息时，美国通胀率（PCE）6.8%，失业率3.6%。从2022年3月至今美联储加息11次，加息525个基点，政策性利率5.33%，缩表1.1万亿美元。

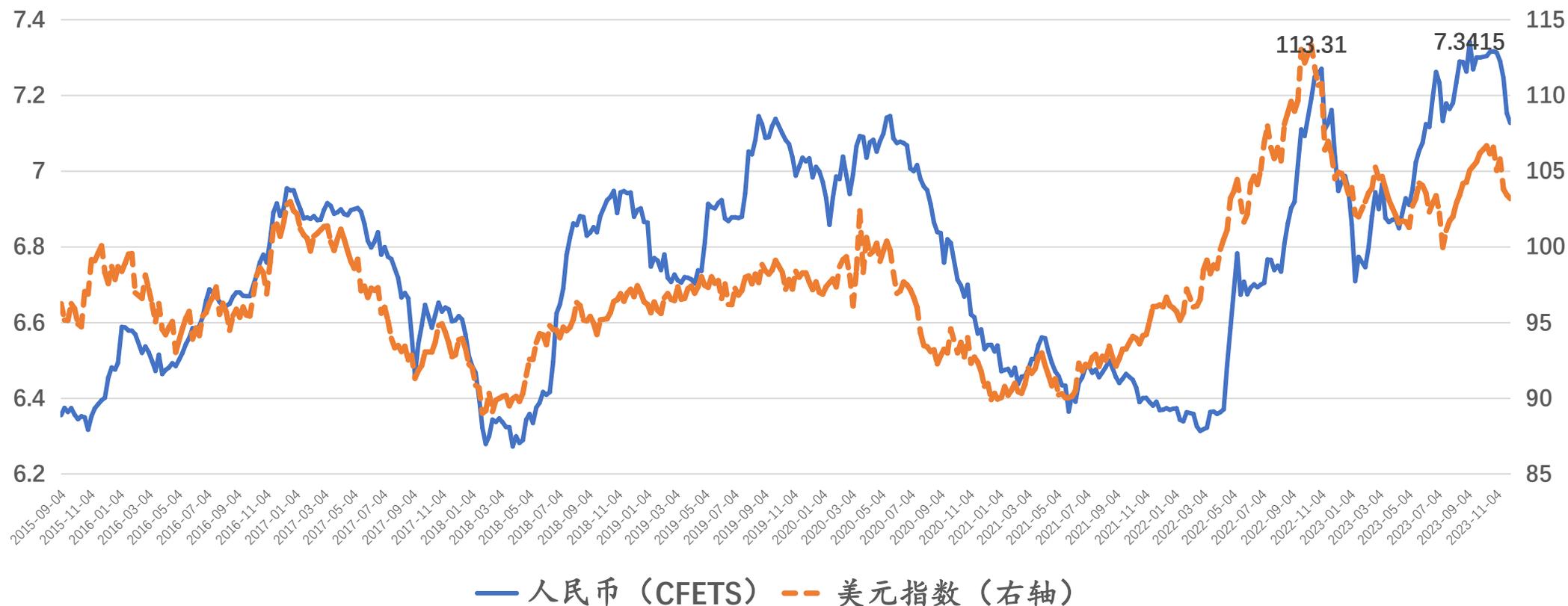
中国央行货币政策：坚持稳中求进的工作总基调。疫情冲击以来，很少单独使用“逆周期”政策（在2019Q4和2020Q1使用），2023年3季度提出加强逆周期调节，更加注重搞好跨周期和逆周期的调节。

**深度错位：**美联储的激进紧缩政策遇到了中国央行的搞好跨周期和逆周期调节货币政策。主要表现为美国利率快速上升，中国利率稳中有降。

时间	货币政策周期	人民币汇率
2019年4季度	稳健的货币政策要灵活适度，加强 <b>逆周期</b> 调节	把握好保持人民币汇率弹性，完善跨境资本流动宏观审慎政策，人民币汇率双向波动，对美元汇率双向“破7”
2020年1季度	稳健的货币政策要更加灵活适度，加强货币政策 <b>逆周期</b> 调节，降低贷款实际利率	把握好保持人民币汇率弹性，完善跨境资本流动宏观审慎政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定
2020年2季度	稳健的货币政策更加灵活适度，完善 <b>跨周期设计和调节</b> ，降低社会综合融资成本	人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性增强，完善跨境资本流动宏观审慎政策
2020年3季度	稳健的货币政策要更加灵活适度，精准导向，推动社会融资成本明显下降	人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，市场预期平稳
2020年4季度	稳健的货币政策要灵活精准，不急转弯，保持好正常货币政策空间的可持续性，促进企业综合融资成本稳中有降	发挥市场供求在汇率形成中的决定性作用，增强人民币汇率弹性，加强宏观审慎管理
2021年1季度	坚持跨周期设计理念，稳健的货币政策要灵活精准，珍惜正常的货币政策空间，引导综合融资成本稳中有降	发挥市场供求在汇率形成中的决定性作用，增强人民币汇率弹性，加强宏观审慎管理，引导社会预期
2021年2季度	稳健的货币政策要灵活精准、坚持正常的货币政策，搞好跨周期政策设计，推动实际贷款利率进一步降低	增强人民币汇率弹性，稳定市场预期，加强宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念
2021年3季度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，做好跨周期调节，推动实际贷款利率稳中有降	增强人民币汇率弹性，加强预期管理，完善跨境融资宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念
2021年4季度	稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，不搞“大水漫灌”，引导企业贷款利率下行	增强人民币汇率弹性，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念
2022年1季度	稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，促进企业综合融资成本稳中有降	加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念
2022年2季度	加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，推动降低企业综合融资成本	坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，增强人民币汇率弹性，加强预期管理
2022年3季度	加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，推动降低企业融资和个人消费信贷成本	坚持底线思维，加强预期管理，注重预期引导，增强人民币汇率弹性，保持人民币币值和购买力的基本稳定，坚持市场在汇率形成中起决定性作用
2022年4季度	稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，推动降低企业融资和个人消费信贷成本	加强预期管理和流动性管理，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，坚持市场在汇率形成中起决定性作用
2023年1季度	稳健的货币政策要精准有力，总量适度，搞好跨周期调节，保持利率水平合理适度，促进实际贷款利率稳中有降	坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，注重预期引导，增强人民币汇率弹性
2023年2季度	稳健的货币政策要精准有力，保持流动性合理充裕，促进企业融资和居民信贷成本稳中有降	坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，稳定预期，坚决防范汇率超调风险
2023年3季度	稳健的货币政策要精准有力，加强 <b>逆周期</b> 调节，更加注重做好 <b>跨周期</b> 和 <b>逆周期</b> 调节。进一步推动金融机构降低实际贷款利率。	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置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

## 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素（2015-2023）

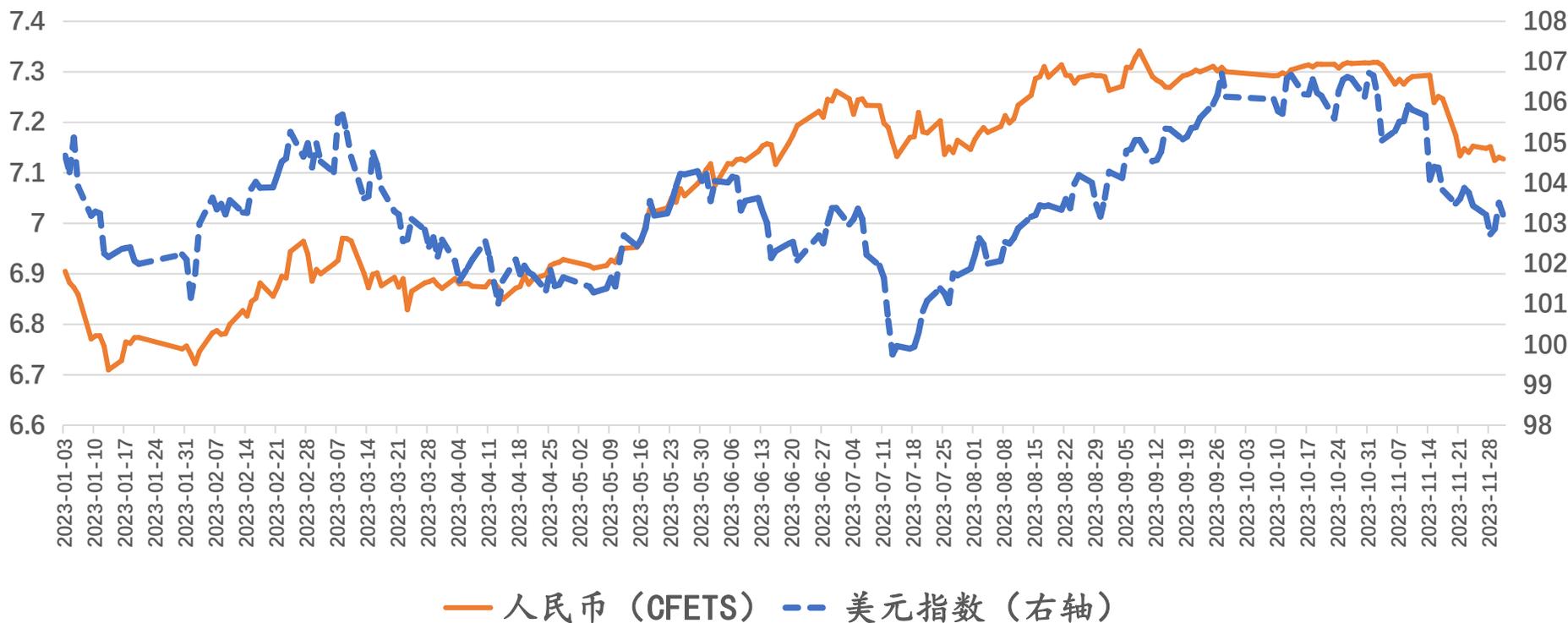
CORR=0.651; 7.3415是9月第1周，周数据（剔除交易日不一致的数据），来自WIND



2015年汇率改革以来人民币汇率及美元指数走势

## 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素（2023）

CORR=0.431; 日数据（剔除交易日不一致的数据），来自WIND



特征：与美元指数相关性下降。

2023年以来，人民币对美元汇率（CFETS）走势与美元指数走势的相关性显著下降。

5月底到7月中旬，美元指数下降，人民币贬值。这是中美利差“倒挂”幅度扩大和经济预期不强所致。

7月中旬到10月中旬美元指数上行，人民币汇率保持相对稳定。

2023年以来人民币汇率及美元指数走势

## 2023年以来10年期中美国债收益率之差与人民币汇率



### 2023年人民币汇率及中美10年国债收益率差

特征：与中美利差有直接关系，但不总是决定性因素。

2023年以来，人民币对美元汇率（CFETS）走势与中美利差之间的关系有一定的“钝化”。5月底到7月中旬，美元指数下降，人民币贬值，中美利差“倒挂”幅度扩大是主因之一。7月中旬-10月中旬（美元指数也是走强的），中美利差“倒挂”幅度快速扩大，但人民币兑美元汇率变化不大。

## 二、 货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素

影响人民币兑美元汇率三大基本因素：

**因素1：中国经济及经济预期。** 经济及经济预期是影响汇率的基础因素。

**因素2：中美利差。** 中美利差收窄甚至倒挂，人民币走弱。这是直接因素，开放条件下要满足利率汇率平价原理。2023年5月底到7月中旬，美元指数下降，人民币贬值，这是中美利差“倒挂”幅度扩大所致。

**因素3：美元指数。** 美元指数走强，人民币走弱。美元指数走强并不一定是美国加息，要取决于美元的定价锚（美元指数中的六种货币，弹性“锚”）。美元指数对人民币汇率影响有利差作用机制，也有**流动性作用机制**。流动性机制是指：美元不加息但美元走强，导致美元资产受到国际资本追逐，资本外流，引起人民币贬值。这对人民币兑美元之间的作用机制是通过流动性来作用的。5月中旬破“7”时，10年期中美国债收益率差变化很小，但美元指数上行，导致了人民币贬值。2020年3月金融大动荡时期，美元指数上行，中美政策性利差期间还扩大了，人民币贬值。

### 三、 货币政策周期深度错位下人民币汇率表现



2019年8-9月、  
2020年4-5月、  
2022年9月以及  
2023年5月中旬  
人民币共计4次  
破“7”。

2023年5月中旬  
以来是4次破  
“7”中时间最  
长的一次，发生  
在中美货币政策  
周期深度错位的  
背景下。

人民币金融汇率与贸易汇率（CFETS）方向并不完全一致，有时候会出现背离（比如2020年3-4月）。原因：（1）CFETS指数中美元权重下降，2015年美元占比26.40%，2023年为19.83%，导致人民币对美元贬值在推动CFETS指数下行中的作用下降；（2）贸易伙伴的货币对美元也贬值，冲销了人民币对美元贬值的作用。

## 三次双向破“7”

**2019年8-9月**期间人民币破“7”，主要是经济下行压力带来中美政策性利率显著缩小以及中美贸易摩擦所致。2019年8月初，在第12轮中美高级别经贸磋商结束后不久，美国突然宣布拟对剩余3000亿美元中国输美商品加征10%关税，受市场情绪迅速转换的影响，在使用了“逆周期因子”的背景下，人民币汇率10年多以来出现了首次破“7”。

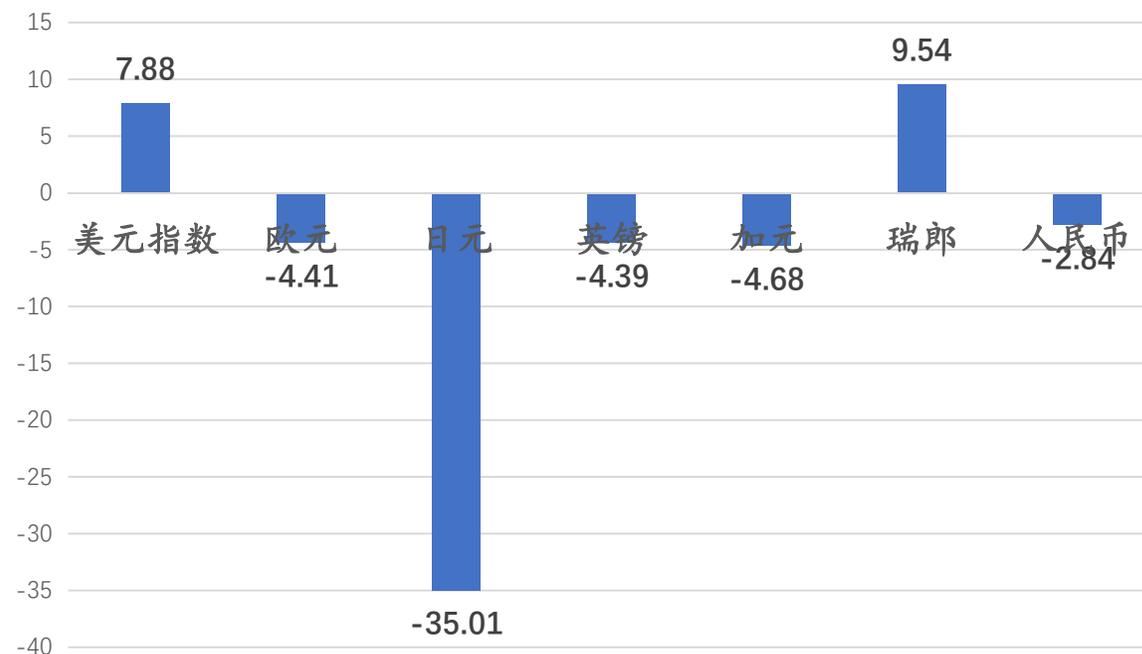
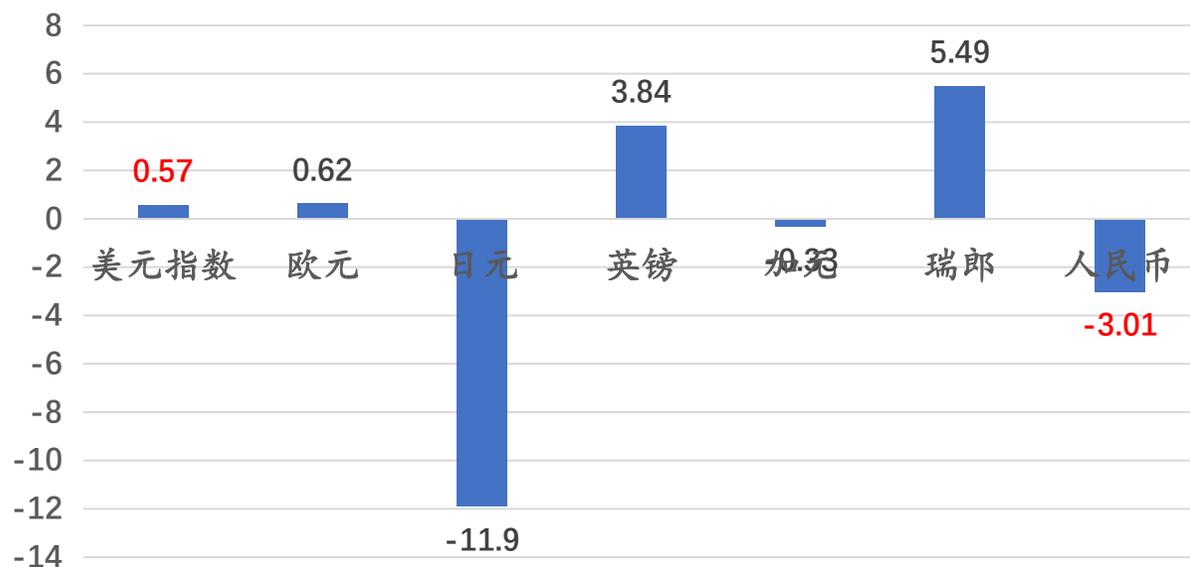
**2020年4-5月**人民币汇率再次破“7”。疫情冲击导致中国经济下滑带来预期转弱和中美关系恶化是人民币第2次破“7”的两个基本原因。

**2022年9月**人民币对美元出现了第3次破“7”，主要是中美货币政策周期错位和疫情冲击导致中国经济有下行压力共同导致的。2022年3月美联储开始加息，货币政策进入紧缩周期，美联储采取了激进加息方式，9月份政策性利率已达到3.125%，中国货币政策性利率下调了5个BP（从3.7%下降至3.65%），中美政策性利差从约333个BP快速收窄至约53个BP。

**2023年5月**中旬人民币第4次破“7”，主要是国内宏观数据不及预期、美联储加息导致中美政策性利率“倒挂”幅度快速急剧扩大所致，中美货币政策周期深度错位。2023年2季度中国经济增速6.3%（去年基数只有0.4%），增速不及市场预期；2023年5月中美政策利率“倒挂”幅度接近150个BP，10月份倒挂幅度一度超过220个BP。这是破“7”时间最长的一次，这一次目前尚未形成双向破“7”。

### 三、货币政策周期深度错位下人民币汇率表现

疫情以来人民币汇率三大特征：相对稳健、市场化、弹性增加



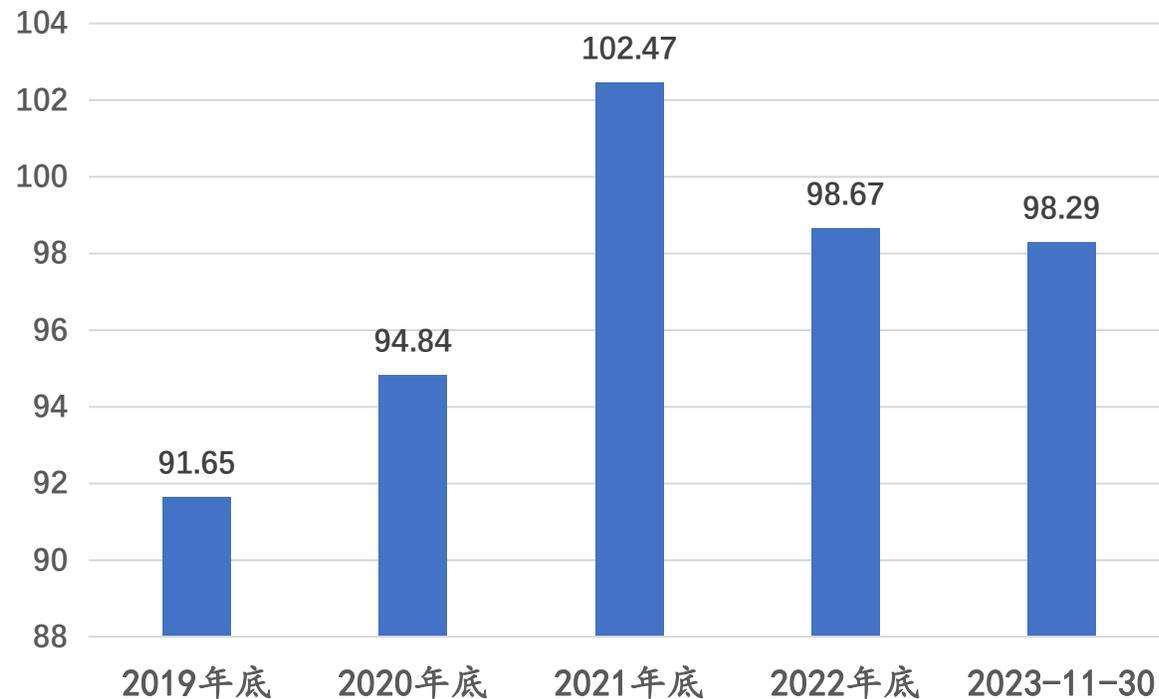
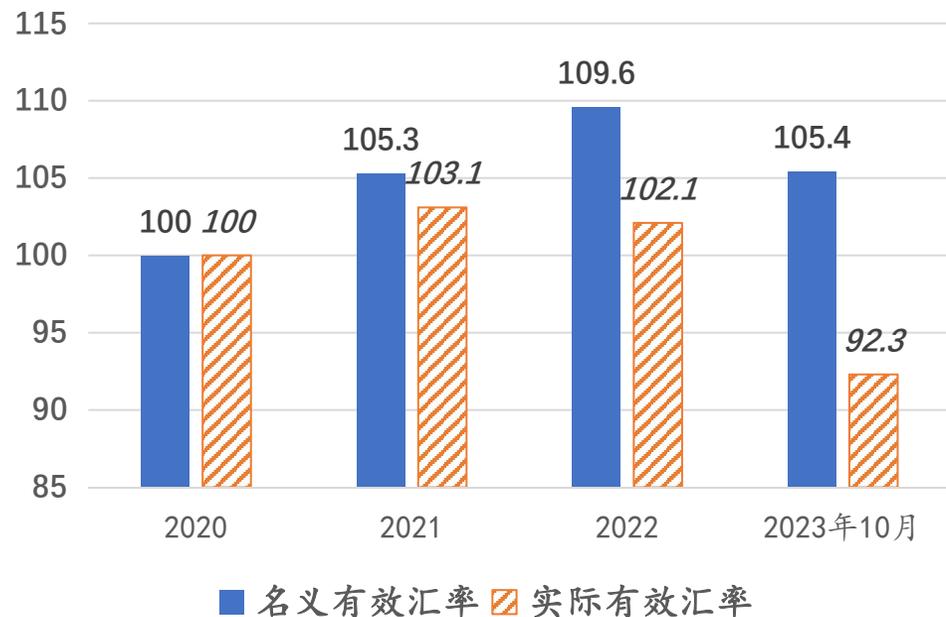
2023年以来美元指数和全球重要货币表现

数据来源：WIND。截至12月7日上午11:00

疫情（2020）以来美元指数和全球重要货币表现

数据来源：WIND。截至12月7日上午11:00

## 人民币有效汇率：一篮子货币汇率基本稳定



### 人民币有效汇率 (CFETS)

数据来源：中国外汇交易中心

## 市场化

时间	调整	在岸汇率 (CFETS)
2017年5月26日	启动逆周期因子	6.86
2018年1月9日	暂停	6.52
2018年8月24日	启动逆周期因子	6.88
2020年10月27日	暂停	6.72
2023年9月8日		7.34

## 弹性增加

	日波动率	年收益率 (%)
2016	0.1362	-6.6
2017	0.1310	6.4
2018	0.2588	-5.7
2019	0.1457	-1.7
2020	0.1906	6.1
2021	0.0502	1.4
2022	0.2765	-13.5
2023	0.1905	3.2

注：2023截止12月1日

## 汇率市场化与宏观审慎政策

央行宣布从2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，外汇存款准备金率由8%下调至6%，释放外汇流动性。

央行决定自2022年9月28日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%，调节远期外汇需求，抑制货币投机需求，稳定外汇市场预期。

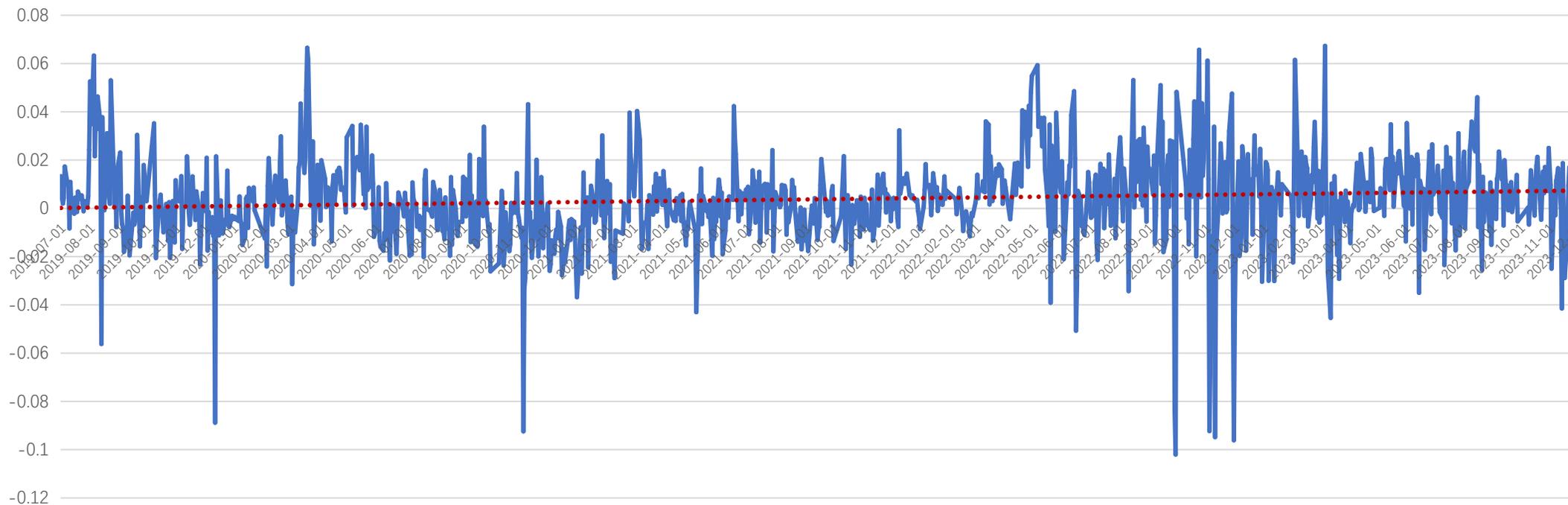
央行决定2022年10月25日发布消息，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25。

2023年7月20日人民银行、外汇局将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，加大跨境美元融资，提高美元流动性；

2023年9月1日人民银行宣布从9月15日起，将金融机构外汇存款准备金率由6%下调至4%，释放美元流动性。

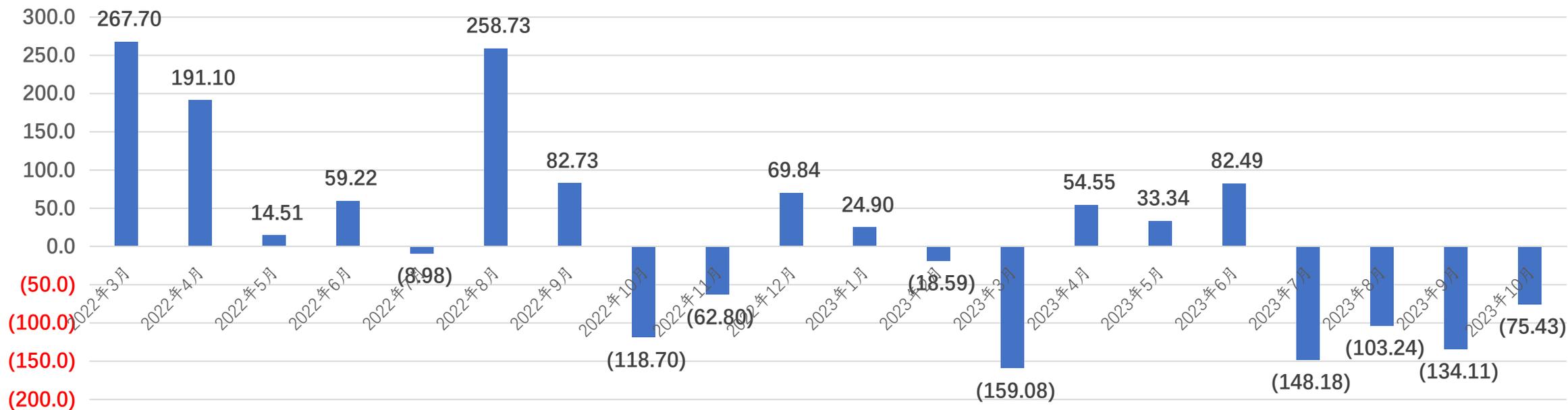
2023年10月30-31日中央金融工作会议指出，**加强外汇市场管理**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

## 离岸-在岸汇率 (CFETS), 收盘价, 2019.07.01-2023.12.04



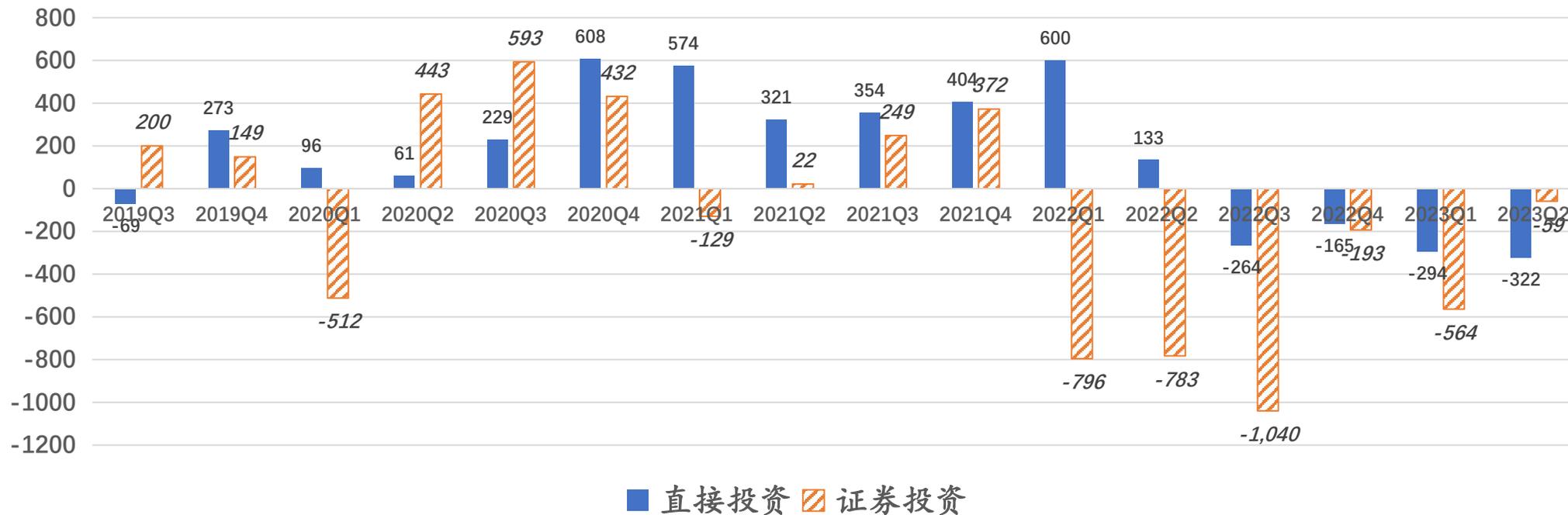
2022.03.17-2023.12.04 离岸-在岸均值0.007761, 大约是图中样本的1倍。美联储加息以来离岸市场贬值压力大于在岸市场。2022年9月底到11月底会间歇听到离岸市场汇率大涨的信息。

## 结汇售汇情况：今年7月以来汇率有一定贬值压力



国家外汇管理局：按美元计值，2023年10月，银行结汇1604亿美元，售汇1680亿美元，差额75.43亿美元。2023年1-10月，银行累计结汇18307亿美元，累计售汇18750亿美元。2020-2023（截止10月）结售汇总额分别为1,587.38亿美元，2,676.23亿美元，1,073.08亿美元和-443.36亿美元。2015-2019年分别为-4,658.55、-3,377.40、-1,116.30、-559.58和-560.06亿美元。

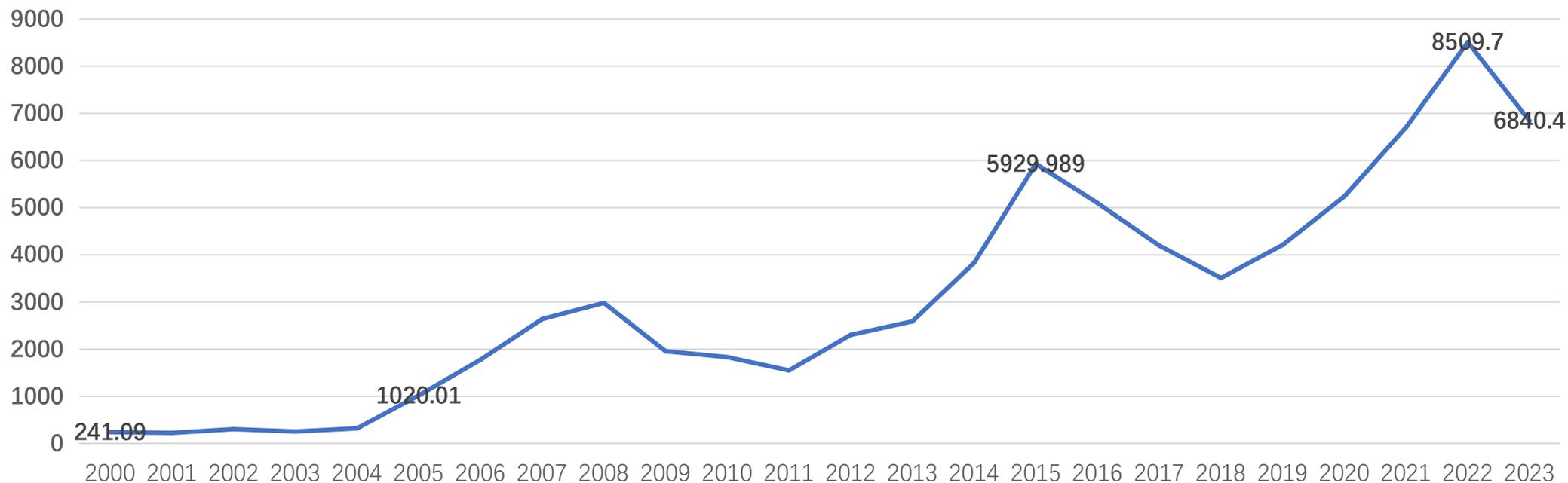
## 资本流动情况：2022Q3以来直接投资和证券投资均为逆差



中国国际收支平衡表：直接投资和证券投资（季度表，亿美元）

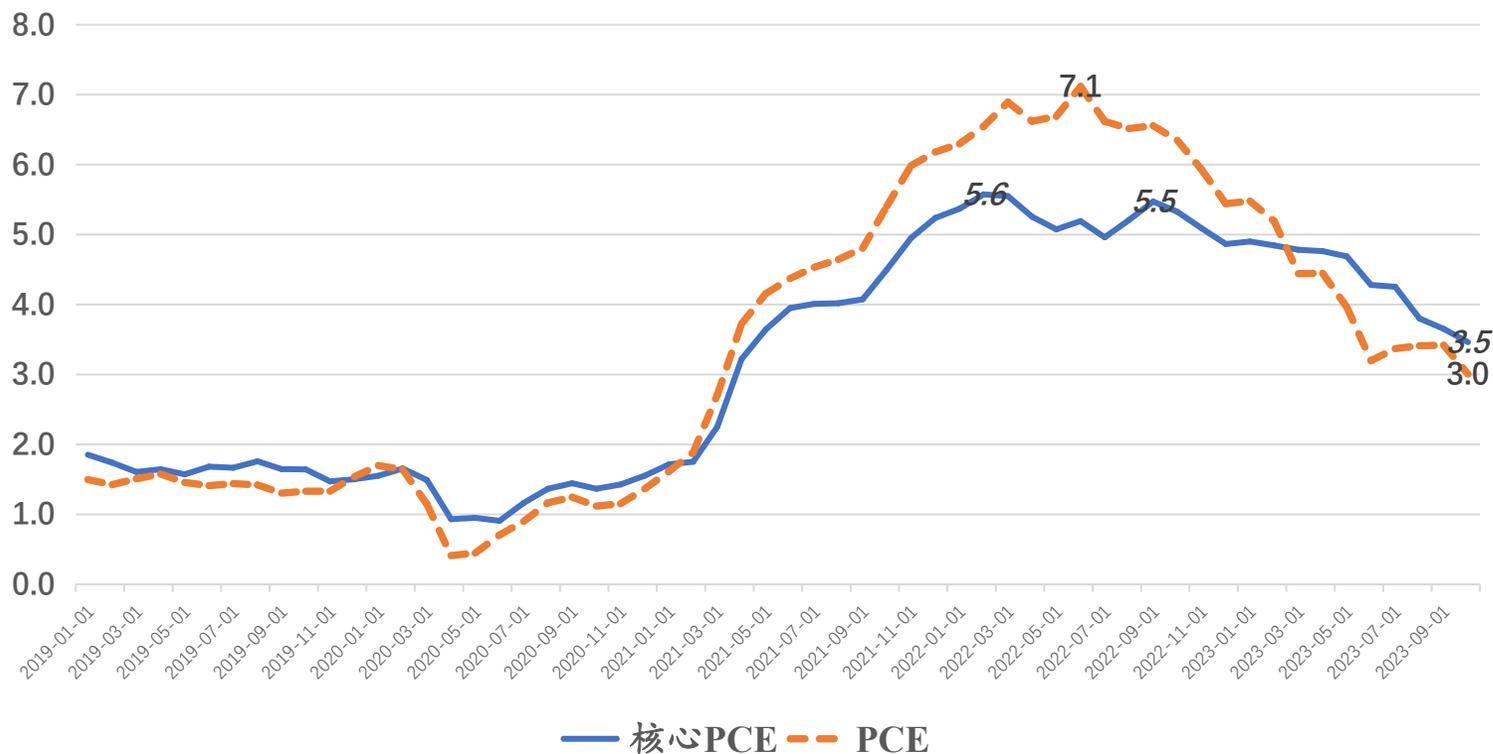
2022年Q1-Q3证券投资逆差较大，主要是受到美联储加息的影响，这对人民币汇率会带来一定的承压。2023年Q2证券投资逆差快速收窄，但直接投资依然有332亿美元的逆差。

## 长期结构性支撑因素：贸易顺差



注：2023年数据是1-10月份累计。10月份外汇储备3.1万亿美元，今年以来均在3.1万亿美元以上，外汇储备保持稳定。

## 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率

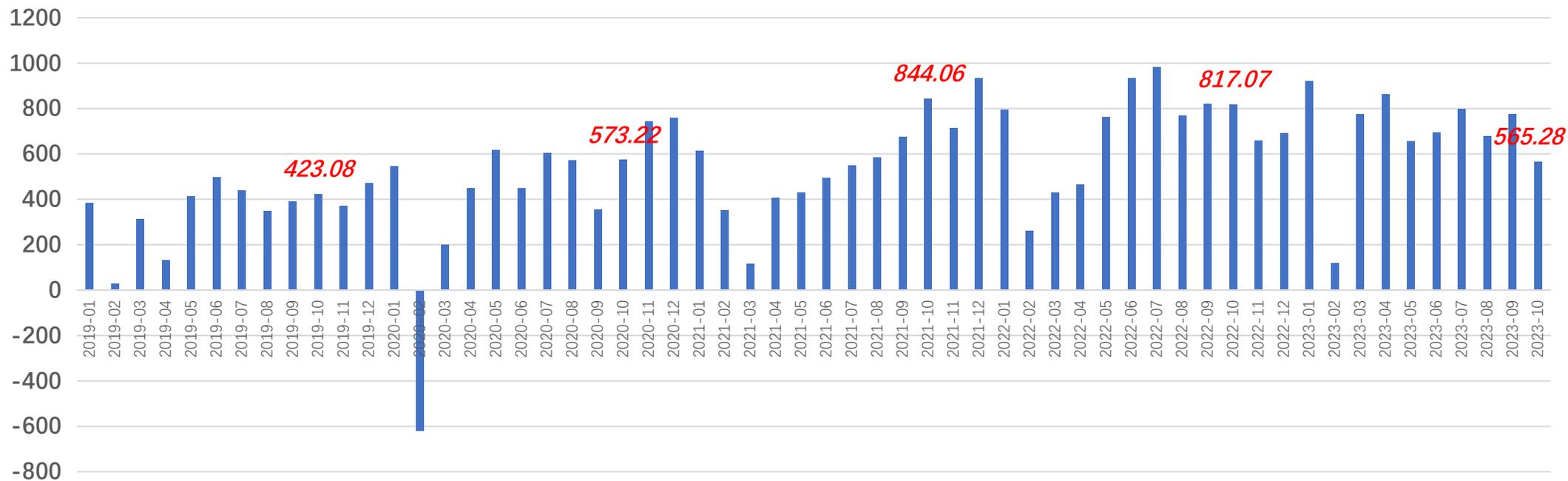


10月份美国PCE同比3.0%，核心PCE同比3.5%，物价增幅放缓，但仍显著高于2%的长期目标。10月份失业率3.9%，9月份职位空置率5.7%，职位空置数955万个，比疫情前2018-2019年多出200多万个。10月份名义工资涨幅（5.7%）超过通胀率，实际购买力增加。

美联储货币政策：对于是否加息仍存在不确定性（不加息概率可能要高一些），取决于美联储对通胀的容忍度。目前美国经济总需求大于总供给，核心物价下行下降相对缓慢，能源食品价格冲击仍具有不确定性。2023年4季度经济明显放缓，亚特兰大分行12月1日预测4季度GDP环比年率1.2%，较3季度5.2%大幅度下降。但全年美国GDP增速在2.5%左右，显著超出美国经济潜在增长率1.8%。美联储预测2025年通胀率（PCE）才能收敛于2%。限制性利率水平应该会一直持续到明年2季度。

央行2023年3季度《中国货币政策执行报告》强调了：稳健的货币政策精准有力，加强逆周期调节，巩固经济回升向好态势。增长优先，兼顾中美利差。

## 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率



### 结构性因素：贸易顺差（月度，亿美元）

世界经济下行。2024年全球增长2.7%（OECD）、2.9%（IMF）。美欧经济显著下行。IMF（Oct, 2023, WEO）预测2024年美国增长1.5%、欧元区0.7%；OECD（EO, Nov, 2023）预测OECD 2024年增长1.4%，美国增长1.5%。2024年中国经济出口压力会增加。

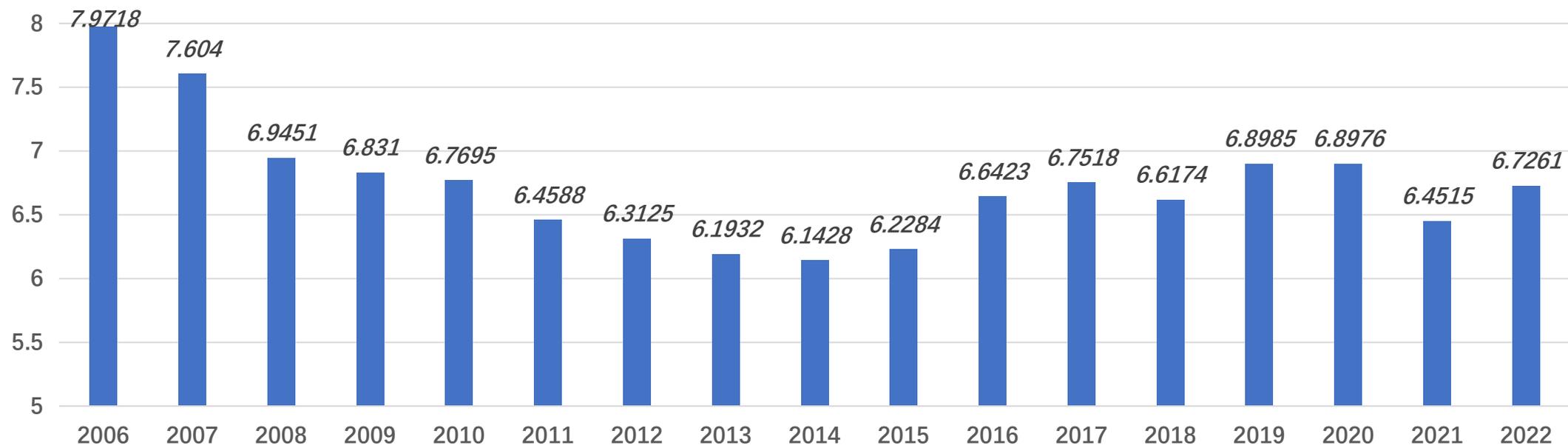
## 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率

2023年3季度《货币政策执行报告》央行关于人民币汇率的三个“坚决”：

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，立足长远、发韧当前，**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置，**坚决**防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在**合理均衡水平**上的基本稳定。

## 人民币汇率在合理均衡水平上运行

如果汇率中枢6.7，人民币汇率非超调区间：6.1-7.4



美元对人民币平均汇率（年度）

2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。2015年8月11日，央行宣布完善人民币对美元汇率中间价报价机制，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化，向中国外汇交易中心提供中间价报价。2006-2022年均值6.732；2016-2022年均值6.712；2020-2022年均6.692。**6.7可能成为美元对人民币汇率的中枢。**

## 五、总结

- 1、2023年中美货币政策周期深度错位下，人民币兑美元破“7”时间较长。
- 2、人民币非超调区间可能在6.1-7.4之间（围绕6.7上下波动10%）。
- 3、影响人民币汇率的因素复杂，在经济预期、利差和美元指数三大因素中，从影响程度来看，可能存在**经济预期 > 利差 > 美元指数**的排序。经济基本面是决定汇率的根本因素，也是约束汇率波动幅度的根本因素。
- 4、2024年人民币**汇率稳定**取决于中国经济增长预期与中美利差之间的平衡运用，**预期向好**可以对冲利差带来的贬值压力。中国经济的化债周期需要合理充裕的流动性与低利率，**加强逆周期调节**意味着2024年存在降准降息的可能性。市场预期美联储降息可能在2024年6月份之后，央行**先降准后降息**应该更有利于汇率稳定。
- 5、宏观审慎管理对于防范汇率超调至关重要，尤其是要平衡跨境资本流动。



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



# 聚焦“中美货币政策周期深度错位下的人民币汇率”， CMF 专题报告发布

12月8日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第78期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“中美货币政策周期深度错位下的人民币汇率”，来自国内学界、企业界的知名经济学家**王永利、张明、丁爽、崔历、王晋斌**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院党委常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布题为《中美货币政策周期深度错位下的人民币汇率》的CMF中国宏观经济专题报告。

**报告围绕以下五个方面展开：**

- 一、中美货币政策周期深度错位
- 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素
- 三、货币政策周期深度错位下人民币汇率表现
- 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率
- 五、总结

## 一、中美货币政策周期深度错位

中美货币政策周期深度错位主要有四大表现形式。

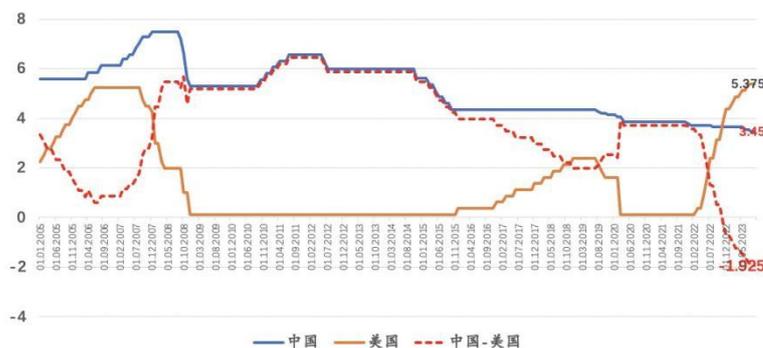
### 1、中美政策性利率倒挂创历史峰值

**政策性利率是核心变量**，因为市场上所有利率变量都会随着这个变量的变化而变化。据BIS数据，今年8月份，中美政策性利差倒挂的幅度达到1.925个百分点，创造了自1996年以

来的最大利差倒挂。1996年至今一共有两次倒挂，上一次倒挂幅度只有65个BP。这次中美政策性利差倒挂形成峰值，未来政策性利差倒挂可能将持续较长时间。



## 一、中美货币政策周期深度错位



### 表现形式1: 中美政策性利率倒挂创历史峰值

1996年1月至今，中美政策性利率倒挂只有两次，一次是2000年3-12月，最大“倒挂”幅度65个BP。

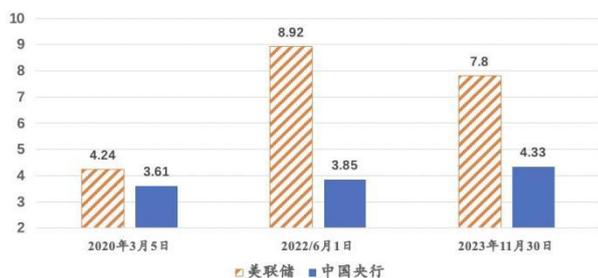
2022年2月底以来，中美政策性利差由3.575个百分点“倒挂”至8月末的1.925个百分点，并延续至11月底。创造了自2005年7月21日人民币一篮子货币汇率改革以来的利率最大“倒挂”，也是1996年以来最大利率“倒挂”。

未来一段时间，中美政策性利差“倒挂”应该持续在高位。

## 2、央行总资产变化阶段性趋势相反

从2020年到现在，美联储和中国央行总资产均出现了增长，美联储增加84%，中国央行增加了20%。但从2022年6月进入缩表周期以来，截止11月底，美联储总计缩表约1.1万亿美元，同期中国央行总资产扩张了4.8万亿人民币，这个期间美联储和中国央行总资产变化阶段性趋势相反。

### 一、中美货币政策周期深度错位



**中美央行总资产的变化**  
注：美联储总资产单位为万亿美元；中国人民银行总资产单位为10万亿人民币。中国人民银行总资产统计时间分别为2020年2月、2022年5月、2023年10月。数据来源：美联储和中国人民银行网站。

**表现形式2：央行总资产变化阶段性趋势相反**

疫情冲击美联储采取了激进扩表政策，2022年6月缩表开始时，美联储总资产相比疫情爆发前扩张了约110%。中国人民银行总资产从2020年2月至2022年5月仅扩张了6.6%。

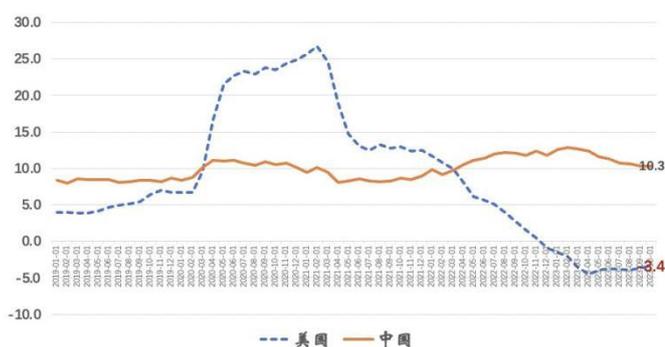
2022年6月进入缩表周期以来，截止11月底，美联储总计缩表约1.12万亿美元；中国人民银行总资产扩张了4.8万亿人民币。

2020年3月至2023年11月，美联储总资产扩张了3.56万亿美元，增幅84%；2020年2月至2023年10月，中国人民银行总资产扩张了7.2万亿人民币，增幅20%。

### 3、中美 M2增速出现反向趋势

货币供应量也是衡量货币政策周期错位很重要的指标。从2022年12月份开始，美国 M2 同比负增长，今年10月同比负增长3.4%，而中国10月份 M2 同比增速是10.3%。从去年年底至今，中美 M2 的增速反向趋势非常明显。

### 一、中美货币政策周期深度错位



中美经济中M2增速的变化（同比，%）

**表现形式3：中美M2增速出现反向趋势**

2022年3月美联储加息时，美国M2增速开始低于中国M2增速。

从2022年12月开始，美国M2同比负增长。截止2023年10月，连续11个月同比负增长。10月同比负增长3.4%。

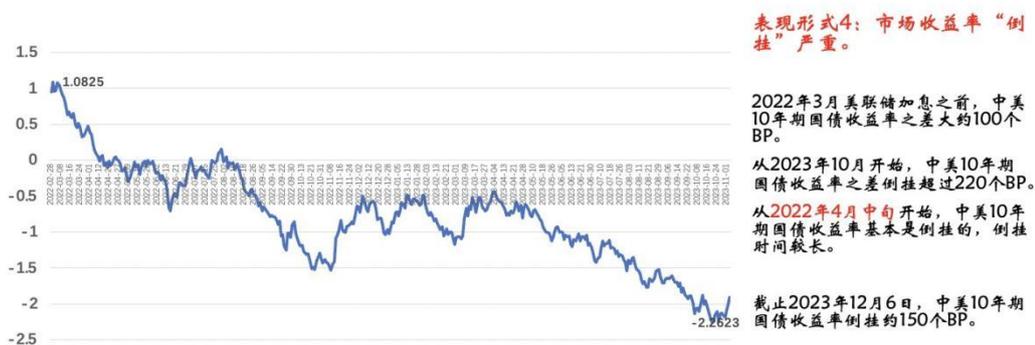
2022年12月至2023年10月，中国M2同比增幅在10-13%之间，10月同比增幅10.3%。

### 4、市场收益率“倒挂”严重

10年期中美国债收益率倒挂是市场利率倒挂的重要表现之一。2022年3月美联储加息之前，中国10年期国债收益率比美国10年期国债收益率高出大约100个BP，而在2023年10月左右，10年期的中美国债收益率倒挂超过了220个BP。截止2023年12月6号，中美10年期国债收益率倒挂约150个BP。从2022年4月中旬开始，中美10年期国债收益率基本是倒挂的，且倒挂时间较长。这是从市场视角去理解中美货币政策周期的深度错位。



### 美联储加息以来10年期中美国债收益率变化



中美货币政策周期深度错位的主要原因是美联储在这轮货币政策周期中从就业优先急转通胀优先，从激进宽松走向激进紧缩。2022年3月美联储加息时，美国通胀率（PCE）6.8%，失业率3.6%，这是50年来最低的失业率。而中国的货币政策一直坚持稳中求进的工作总基调，疫情以来，我们很少看到央行单独使用逆周期的货币政策，除了2019年四季度和2020年一季度，今年三季度提出加强逆周期调节，同时强调了更加注重搞好跨周期和逆周期的调节。所以中美货币政策周期或趋向的差别非常大，美联储激进的紧缩政策遇到了中国央行搞好跨周期和逆周期调节政策的周期，主要表现为美国利率快速上升，中国利率稳中有降，导致双方政策周期错位，尤其在利差倒挂方面快速扩大的趋势非常明显。

我们整理了从2019年四季度到今年三季度央行货币政策执行报告中关于货币政策周期和人民币汇率的关键性描述。从2020年二季度开始，央行强调了完善跨周期设计和调节，一直到今年的三季度之前，央行关于货币政策的表述都是以跨周期为主。2023年三季度开始，央行货币政策取向表述变化为“搞好逆周期和跨周期调节”，“逆周期”调节一词回到央行货

币政策表述中。同时，央行强调要降低实体经济的贷款成本，整体上是一个降息周期，这主要是为了减轻企业负担，助力经济持续恢复，所以融资成本政策性利率一直是下降的。

关于人民币汇率的表述，央行主要强调三点：第一，坚持以市场为基础；第二，把握好保持人民币汇率弹性；第三，完善跨境资本流动宏观审慎政策，坚持“风险中性”理念，同时要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。今年三季度央行货币政策执行报告提到的三个“坚决”。

## 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素（2015—2023）

在中美货币政策周期深度错位下，美元指数、中美利差、中国经济基本面和国外经济基本面等因素都会影响到人民币的汇率。

首先，自2015年人民币中间价市场化改革以来，人民币汇率和美元指数走势之间存在较强的相关性，即美元指数走强时，人民币在大多时间是走弱的。但是2023年以来，人民币汇率和美元指数之间的相关性显著下降。从5月底至7月中旬，美元指数明显下降，但同期人民币在贬值，主要原因是中美逆差倒挂以及中国经济不及市场预期。7月至10月中旬，美元指数明显上涨，而人民币汇率保持相对稳定。但不可否认的是，美元指数作为美元对外综合定价指数，在很长的周期里和人民币汇率走势之间有一定的关联性。



## 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素（2015-2023）



2015年汇率改革以来人民币汇率及美元指数走势

## 二、货币政策周期深度错位下的人民币汇率影响因素（2023）



特征：与美元指数相关性下降。

2023年以来，人民币对美元汇率（CFETS）走势与美元指数走势的相关性显著下降。

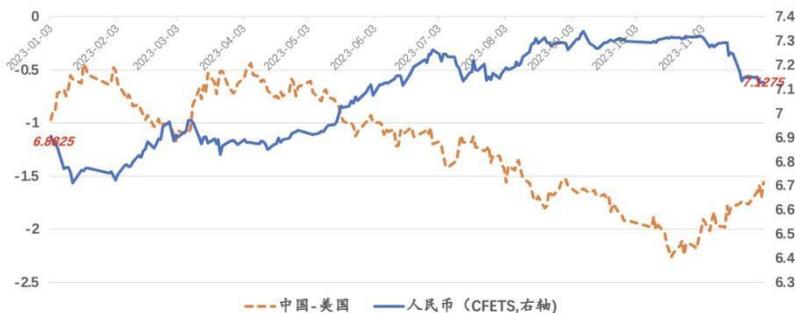
5月底到7月中旬，美元指数下降，人民币贬值。这是中美利差“倒挂”幅度扩大和经济预期不强所致。

7月中旬到10月中旬美元指数上行，人民币汇率保持相对稳定。

2023年以来人民币汇率及美元指数走势

其次，中美利差也是影响人民币汇率的重要因素之一。2023年以来，当中美利差收窄甚至倒挂时，人民币走弱。但这并不是决定因素，如下图所示，7月中旬至10月中旬，中美利差“倒挂”幅度快速扩大，但人民币对美元汇率变化不大。

### 2023年以来10年期中美国债收益率之差与人民币汇率



2023年人民币汇率及中美10年期国债收益率差

特征：与中美利差有直接关系，但不总是决定性因素。

2023年以来，人民币对美元汇率（CFETS）走势与中美利差之间的关系有一定的“钝化”。5月底到7月中旬，美元指数下降，人民币贬值，中美利差“倒挂”幅度扩大是主因之一。7月中旬-10月中旬（美元指数也是走强的），中美利差“倒挂”幅度快速扩大，但人民币兑美元汇率变化不大。

总的来看，这轮影响人民币对美元汇率主要有三大基本因素。

第一，中国经济不及预期。这是影响汇率的基础性因素，因为它会影响整个市场投资者的行为，从而影响市场对人民币和美元的需求，进而影响汇率变动。

**第二，中美利差。**在开放条件下，它是影响汇率的直接因素，因为在开放条件下要满足利率汇率平价原理。

**第三，美元指数。**美元指数对人民币汇率作用的机制较为复杂，它既包括了利差作用机制，也有流动性作用机制。在美国单方面加息的情况下，中美利差收窄甚至出现倒挂，导致了美元指数走强和人民币的贬值。但美元指数走强并不一定是美国加息，要取决于美元的定价锚（美元指数中的六种货币，弹性“锚”）。美联储不加息但美元走强，即在中美利差不变情况下，美元指数由于其一篮子货币走弱而被动走强，导致美元资产受到国际资本追逐，资本外流，引起人民币贬值，这对人民币汇率影响的作用机制是通过流动性来实现的。

### 三、货币政策周期深度错位下人民币汇率表现

下图为在岸汇率和 CFETS 指数的走势对比。2005年汇改人民币放弃了与美元之间单一的定价关系，改为与贸易一篮子货币相对定价。从此，人民币汇率就出现了两个汇率：人民币对美元之间的双边金融汇率和人民币对一篮子货币的多边贸易汇率。人民币金融汇率与贸易汇率之间比较好的关系是，人民币对美元金融汇率贬值，人民币对贸易一篮子货币也贬值。这样，人民币对美元贬值就起到了贬值促进出口的作用。但在过去几年，两者的方向并不完全一致。导致这一背离的主要原因有两点：第一，CFETS 指数篮子中美元权重下降，2015年美元占比26.40%，2023年为19.83%，导致人民币对美元贬值在推动 CFETS 指数下行中的作用下降；第二，贸易伙伴的货币对美元也贬值，冲销了人民币对美元贬值的作用。

### 三、货币政策周期深度错位下人民币汇率表现



2019年8-9月、  
2020年4-5月、  
2022年9月以及  
2023年5月中旬  
人民币共计4次  
破“7”。

2023年5月中旬  
以来是4次破  
“7”中时间最  
长的一次，发生  
在中美货币政策  
周期深度错位的  
背景下。

人民币金融汇率与贸易汇率（CFETS）方向并不完全一致，有时候会出现背离（比如2020年3-4月）。原因：（1）CFETS指数中美元权重下降，2015年美元占比26.40%，2023年为19.83%，导致人民币对美元贬值在推动CFETS指数下行中的作用下降；（2）贸易伙伴的货币对美元也贬值，冲销了人民币对美元贬值的作用。

根据2019年以来人民币对美元在岸金融汇率和CFETS汇率指数的变化，人民币共计出现4次破“7”的情况，分别是2019年8-9月、2020年4-5月、2022年9月以及2023年5月中旬。其中，2023年5月的破“7”是持续时间最长的一次，而前三次时间不长，且都是双向破“7”。导致破“7”的因素有经济预期、利差和地缘政治等。例如2019年8月9号出现10年以来第一次破“7”主要是因为美国主动发动贸易摩擦，对市场情绪产生了负面的影响。除此之外，大多数情况都是经济预期或者利差所导致的。从这个角度来讲，经济基本面和经济预期是影响人民币汇率的基础性因素，利差是直接因素，美元指数既可以通过利差，也可能通过是流动性产生作用。

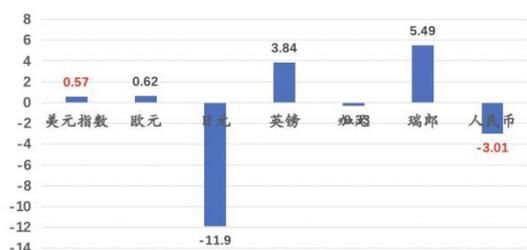
疫情以来，人民币汇率呈现三大特征：相对稳健、市场化和弹性增加。

#### 1、相对稳健

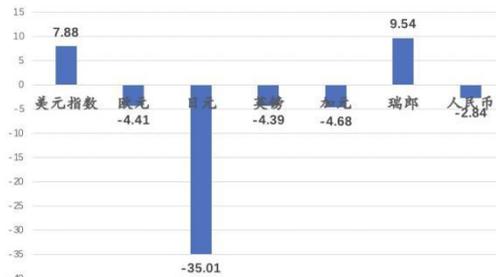
如下左图所示，今年以来人民币表现较弱并不理想，美元指数涨了0.57%，人民币贬值了3%。日本一直采取宽松的货币政策，所以日元贬值幅度最大，高达11.9%。美元指数的七大货币中，除了加元略有贬值以外，其他几个货币表现非常强劲。右图展示了疫情以来美元指数和全球重要货币表现，可以发现人民币在长周期的表现非常稳健。从疫情周期至今，人民币对美元仅仅贬值了不到3%，而美元指数一共上涨了接近8%，其中欧元、英镑和加元贬值超过4%，日元超过35%。

### 三、货币政策周期深度错位下人民币汇率表现

疫情以来人民币汇率三大特征：相对稳健、市场化、弹性增加



2023年以来美元指数和全球重要货币表现  
 数据来源：WIND。截至12月7日上午11:00

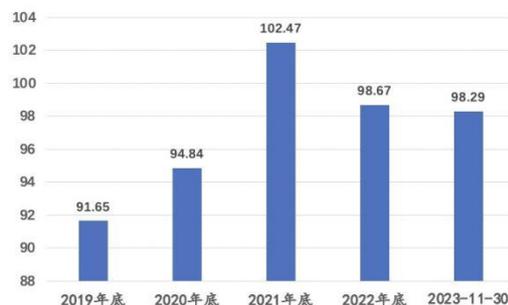
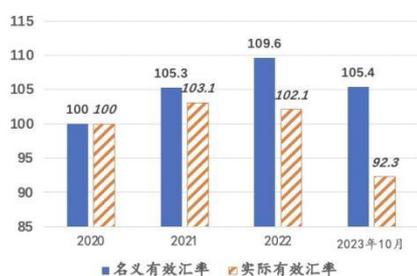


疫情（2020）以来美元指数和全球重要货币表现  
 数据来源：WIND。截至12月7日上午11:00

除了金融汇率以外，名义汇率和实际有效汇率也是非常重要的指标。自2020年以来，名义有效汇率和实际有效汇率整体上变化幅度不大，表现较为稳健。2020年，名义有效汇率为100，2023年10月只有105.4，略有升值，三年时间上涨了5%。实际有效汇率从100下降到92.3，这主要是由于我国物价相对于国际来说处于较低水平，所以对实际汇率的贬值以及整个出口有一定的作用。

右图为中国外汇交易中心的人民币汇率指数。从2020年底到现在，CFETS指数也非常稳定，尤其从美联储2022年3月份开始加息后，CFETS指数从102下降到98，这一变化幅度并不大。从这个角度来看，相对于人民币对美元的双边汇率，人民币一篮子汇率的稳定性更好。

## 人民币有效汇率：一篮子货币汇率基本稳定



人民币有效汇率 (CFETS)

数据来源：中国外汇交易中心

## 2、市场化

2017年5月央行在中间价定价机制中引入“逆周期因子”，将人民币对美元汇率中间价机制调整为“前一交易日汇率收盘价+夜间一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，当时在岸汇率为6.86。2018年9月，汇率升到6.52时暂停了“逆周期因子”。2018年8月24号，当在岸汇率为6.88时，央行再次启动了“逆周期因子”。2020年10月27号央行暂停了“逆周期因子”之后，央行从未正式官宣过启动逆周期因子。2023年9月8号，人民币在岸汇率曾达到7.34的低点，但央行并未使用“逆周期因子”。所以，人民币汇率形成机制不断向着越来越市场化的方向发展。

## 3、弹性增加

自疫情以来，尤其是2022年和2023年，人民币汇率的弹性增加。即从波动率和年收益率的角度来讲，其波动幅度加大。

**市场化**

时间	调整	在岸汇率 (CFETS)
2017年5月26日	启动逆周期因子	6.86
2018年1月9日	暂停	6.52
2018年8月24日	启动逆周期因子	6.88
2020年10月27日	暂停	6.72
2023年9月8日		7.34

**弹性增加**

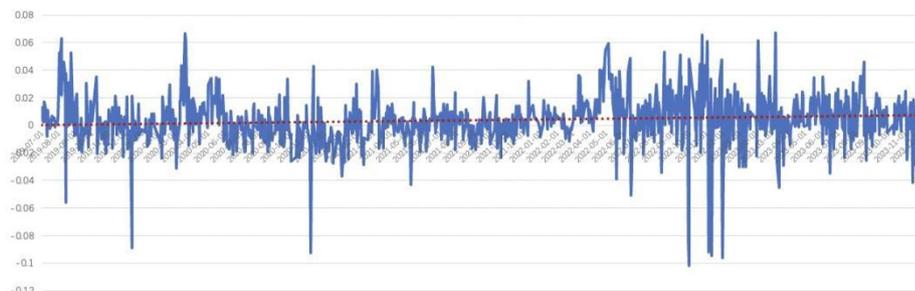
	日波动率	年收益率 (%)
2016	0.1362	-6.6
2017	0.1310	6.4
2018	0.2588	-5.7
2019	0.1457	-1.7
2020	0.1906	6.1
2021	0.0502	1.4
2022	0.2765	-13.5
2023	0.1905	3.2

注：2023截止12月1日

在汇率市场化过程中，我国为了防止汇率出现超调的风险，采取了很多宏观审慎管理政策。从2022年9月份开始，即中美利差快速扩大和人民币破“7”之后面临较大贬值压力的时期，央行出台了很多政策来控制跨境投资资本的成本，例如外汇市场上提高外汇风险准备金率、控制汇率投机的成本等。同时，央行也注重释放流动性，降低银行的存款准备金率，并提高跨境融资系数和美元的流动性，即增加市场上美元的供给，从而达到稳定人民币汇率的目的。今年10月底，中央金融工作会议指出，加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，向市场传递了一个很重要的信号。

中国的离岸市场汇率和在岸市场汇率之间有一定的关联性。2022年3月17日至2023年12月4号，离岸-在岸汇率（CFETS）收盘价均值为0.007761，美联储加息以来离岸市场贬值压力大于在岸市场。另一方面，离岸市场的汇率波动性较高，所以宏观审慎管理工具对抑制离岸外汇市场投机有很重要的作用。

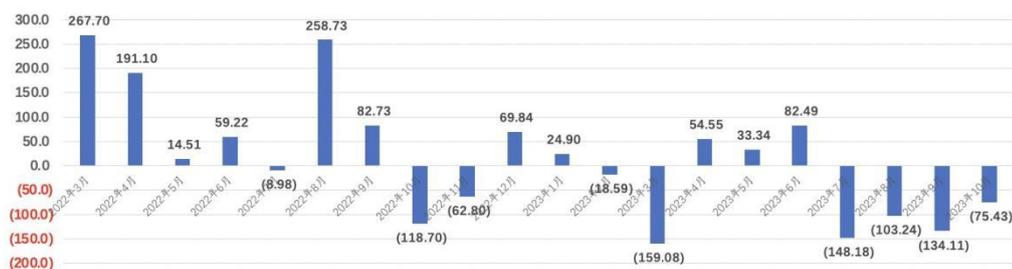
### 离岸-在岸汇率 (CFETS), 收盘价, 2019.07.01-2023.12.04



2022.03.17-2023.12.04 离岸-在岸均值0.007761, 大约是图中样本的1倍。美联储加息以来离岸市场贬值压力大于在岸市场。2022年9月底到11月底会间歇听到离岸市场汇率大涨的信息。

从银行的角度来看,今年7月以来人民币汇率有一定贬值压力。据国家外汇管理局的数据,自2023年7月份以来一直是结售汇逆差,这说明银行的美元流动性在向外释放。历史上结售汇逆差的时候,汇率会有一定的贬值压力,例如2015年和2016年,当时银行的结售汇逆差分别高达4659亿美元和3377亿美元。所以在2015年和2016年我们进行了外汇市场干预,使外汇储备从2014年的3.9万亿美元降到2016年的3.1万亿美元左右。

### 结汇售汇情况: 今年7月以来汇率有一定贬值压力



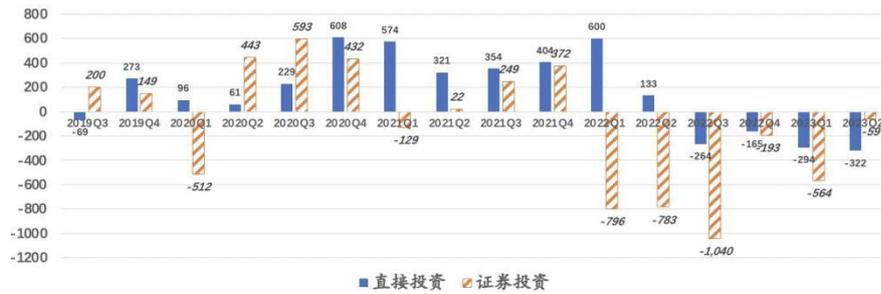
国家外汇管理局:按美元计值,2023年10月,银行结汇1604亿美元,售汇1680亿美元,差额75.43亿美元。2023年1-10月,银行累计结汇18307亿美元,累计售汇18750亿美元。2020-2023(截止10月)结售汇总额分别为1,587.38亿美元,2,676.23亿美元,1,073.08亿美元和**-443.36亿美元**。2015-2019年分别为-4,658.55、-3,377.40、-1,116.30、-559.58和-560.06亿美元。

从跨境的角度来看,从2022年三季度以来,直接投资和证券投资均为逆差,其中2022年的一到三季度,证券投资逆差较大,这主要是受到美联储加息的影响。2023年二季度,证券

投资逆差快速收窄，但直接投资逆差仍然高达322亿美元。当直接投资和证券投资逆差时，为了保持平衡必须要求经常账户有大量的顺差进行抵补，对汇率有一定的贬值压力。



### 资本流动情况：2022Q3以来直接投资和证券投资均为逆差



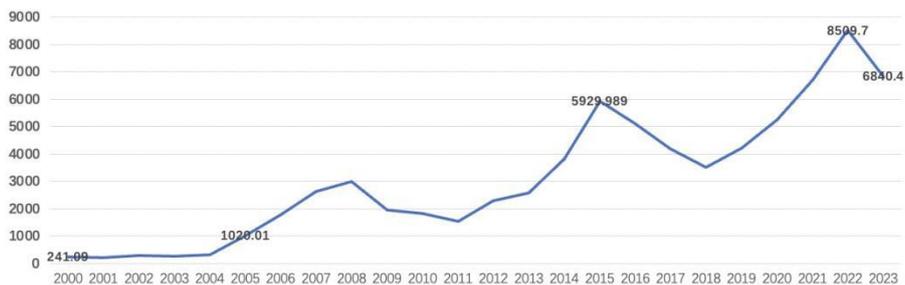
中国国际收支平衡表：直接投资和证券投资（季度表，亿美元）

2022年Q1-Q3证券投资逆差较大，主要是受到美联储加息的影响，这对人民币汇率会带来一定的承压。2022年Q2证券投资逆差快速收窄，但直接投资依然有332亿美元的逆差。

从长期支撑的角度来看，我国长期结构性支撑因素是一直存在的贸易顺差，去年的贸易顺差规模达到了8000多亿美元，今年1到10月的贸易顺差也达到了6800多亿美元。直接投资和证券投资逆差在短期内给汇率带来了一定的贬值压力，但长期来看，我国外汇储备保持稳定。



### 长期结构性支撑因素：贸易顺差



注：2023年数据是1-10月份累计。10月份外汇储备3.1万亿美元，今年以来均在3.1万亿美元以上，外汇储备保持稳定。

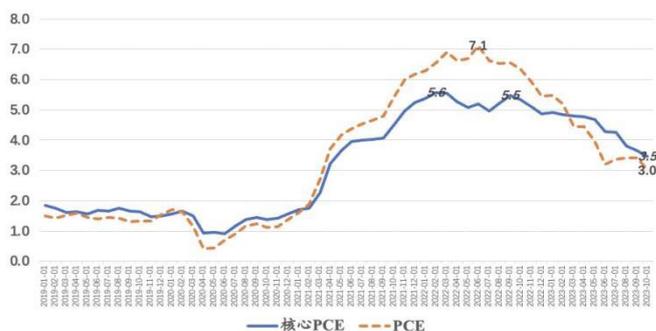
## 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率

关于货币政策周期深度错位下未来人民币汇率的展望，我们认为以下三个方面值得关注。

第一，关注中美货币政策周期深度错位会持续多长时间，未来是否会进一步扩大，同时需要关注经济预期的变化。今年10月，美国 PCE 同比上升3.0%，核心 PCE 同比上升3.5%，物价增幅放缓，但仍显著高于2%的长期目标。目前美国经济总需求大于总供给，核心物价下降相对缓慢，能源食品价格冲击仍具有不确定性。但最近能源价格有比较大幅度的下降，这对减缓美国通胀是有利的。另一方面，亚特兰大分行12月1日预测美国4季度 GDP 增速为1.2%（环比年率），较3季度5.2%大幅度下降，4季度经济明显放缓。但全年美国 GDP 增速在2.5%左右，显著超出美国经济潜在增长率1.8%。所以在总需求大于总供给的情况下，美联储收敛通胀目标将是比较缓慢的过程，据美联储预测，2025年通胀率（PCE）才能收敛于2%，限制性利率水平应该会一直持续到明年二季度。而现在中国央行的货币政策执行报告中强调了稳健的货币政策精准有力，加强逆周期调节。所以，中国央行稳健的货币政策可能会着重增长优先，同时平衡中美利差变化对人民币汇率的影响。



### 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率



10月份美国PCE同比3.0%，核心PCE同比3.5%，物价增幅放缓，但仍显著高于2%的长期目标。10月份失业率3.9%，9月份职位空缺率5.7%，职位空缺数955万个，比疫情前2018-2019年多出200多万个。10月份名义工资涨幅（5.7%）超过通胀率，实际购买力增加。

美联储货币政策：对于是否加息仍存在不确定性（不加息概率可能要高一些），取决于美联储对通胀的容忍度。目前美国经济总需求大于总供给，核心物价下行下降相对缓慢，能源食品价格冲击仍具有不确定性。2023年4季度经济明显放缓，亚特兰大分行12月1日预测4季度GDP环比年率1.2%，较3季度5.2%大幅度下降。但全年美国GDP增速在2.5%左右，显著超出美国经济潜在增长率1.8%。美联储预测2025年通胀率（PCE）才能收敛于2%。限制性利率水平应该会一直持续到明年2季度。

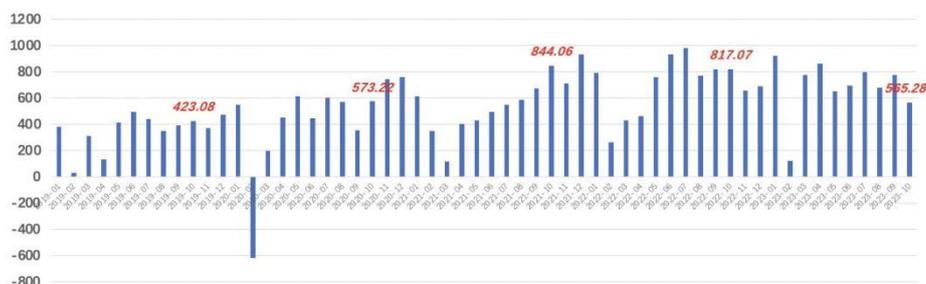
央行2023年3季度《中国货币政策执行报告》强调了：稳健的货币政策精准有力，加强逆周期调节，巩固经济回升向好态势。增长优先，兼顾中美利差。

第二，从长期结构性因素角度来看，我国2024年的贸易顺差可能会有所下降。据 OECD 预测，明年全球经济增速将放缓至2.7%，将成为自2020年以来全球经济增速最低的一年，IMF 最新发布的《世界经济展望报告》也将2024年经济增速下调至2.9%。据 IMF 预测，美国今明

两年经济增长预测值分别为2.1%和1.5%，欧元区今明两年预测值分别为0.7%和1.2%，美欧未来的经济下行可能给中国出口带来压力，因为美欧是中国顺差的主要来源（占比约65%）。



#### 四、货币政策周期深度错位下未来人民币汇率



#### 结构性因素：贸易顺差（月度，亿美元）

世界经济下行。2024年全球增长2.7%（OECD）、2.9%（IMF）。美欧经济显著下行。IMF（Oct,2023,WEO）预测2024年美国增长1.5%、欧元区1.2%；OECD（EO,Nov,2023）预测OECD2024年增长1.4%，美国增长1.5%。2024年中国经济出口压力会增加。

第三，从央行的角度来看，在今年三季度货币政策执行报告中，央行前瞻性地看到了人民币汇率未来面临的变化因素，并提出了“三个坚决”。首先，“坚决对市场顺周期行为进行纠偏”，在经济预期总需求不强的情况下，外汇市场顺周期行为有可能带来汇率超调的风险。其次，“坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”，央行一直强调树立汇率风险中性的理念，必要时对单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。最后，“坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，央行对未来影响人民币汇率的多种因素进行了深刻的思考，这在宏观审慎管理中发挥着关键作用，以确保人民币汇率的稳定。

关于如何判断“合理均衡水平”，我们给出了大致的经验性参考。

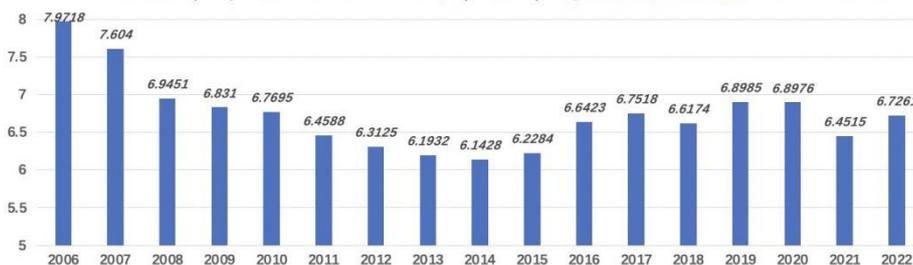
2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2015年8月11日，央行宣布完善人民币对美元汇率中间价报价机制。从2016年7月到2022年，美元对人民币汇率的平均值是6.732，2016-2022年均值为6.712；疫情冲击以来，2020-2022年均值为6.692。所以，不管从长期还是中期来看，美元对人民币汇率基本上围绕6.7上下波动，6.7可能成为美元对人民币汇率的中枢。

按照学术研究的经验，汇率超调是指在6个月或者3个月之内，一个国家的货币对主要国家的货币升值或者贬值幅度达到10%的临界点。根据这一定义，人民币汇率的合理运行区间应该在6.1和7.4之间，但经验性的判断仅供参考。



### 人民币汇率在合理均衡水平上运行

如果汇率中枢6.7，人民币汇率非超调区间：6.1-7.4



美元对人民币平均汇率 (年度)

2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。2015年8月11日，央行宣布完善人民币对美元汇率中间价报价机制，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化，向中国外汇交易中心提供中间价报价。2006-2022年均值6.732；2016-2022年均值6.712；2020-2022年均6.692。6.7可能成为美元对人民币汇率的中枢。

## 五、总结

第一，在2023年中美货币政策深度错位下，人民币兑美元破“7”时间较长，这也是中美货币政策历史上错位最严重的一次。不同于前三次破“7”，这次并未形成双向破“7”，美元对人民币汇率可能在7以上持续一段时间。

第二，人民币非超调区间可能在6.1-7.4之间，即围绕6.7上下波动10%。

第三，影响人民币汇率的因素复杂，在经济预期（贸易顺差）、利差和美元指数三大因素中，从影响程度来看，可能存在经济预期（贸易顺差）>利差>美元指数的排序。经济基本面是决定汇率的根本因素，也是约束汇率波动幅度的根本因素；利差是直接影响因素；美元指数对人民币汇率影响有利差作用机制，也有流动性作用机制。

第四，2024年人民币汇率稳定取决于中国经济增长预期与中美利差之间的平衡运用，预期向好可以对冲利差带来的贬值压力。中国经济的化债周期需要合理充裕的流动性与相对低的名义利率，加强逆周期调节意味着2024年存在降准降息的可能性。市场预期美联储降息可能

在2024年6月份之后，央行先降准后降息应该更有利于汇率稳定。目前人民币的贬值压力比较明显，我们应该平衡增长和利差来稳定人民币的汇率水平。

**第五，宏观审慎管理对于防范汇率超调至关重要，尤其是要平衡跨境资本流动，稳定外汇储备。**资本流动对市场汇率造成的压力非常直接，虽然不一定能够造成长期影响，但一旦在市场形成羊群效应之后，仍然会带来一定风险。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“如何看待货币政策周期深度错位下的人民币汇率的走势、如何来看待人民币汇率弹性、如何来判断2024年人民币汇率走势”等问题展开讨论。

渣打银行大中华及北亚首席经济学家丁爽认为，中美货币政策分化或到明年下半年产生变化。具体来看，明年下半年美国的经济可能会进入停滞状况，基于此预测美国明年第一次降息是在三季度，市场预测美联储在二季度进入降息。今年中国经济恢复是“波浪式发展、曲折式前进”的过程，预计明年的增长是4.8%。在这种情况下，中国的货币政策会保持支持的力度，预计明年上半年仍然会有降准和降息，明年下半年预计降息结束。

根据预测，美国高利率会维持到明年年中，而中国在明年年中前保持偏宽松的货币政策，还会有降息，因此，中美货币政策分化仍然存在。在这种情况下，美联储如果明年三季度开始降息，美元指数可能会走弱，预测明年年底人民币汇率在7左右。

中国社科院金融研究所副所长张明指出，2023年人民币对美元汇率总体走势是前高后低，呈贬值的态势，主要受到外部原因和内部原因两方面的影响。目前来看，美联储本轮货币政策紧缩周期基本结束是大概率事件，预计美联储会从明年三季度开始降息。同时，国内经济增长预期逐渐好转，中央政府开始着手解决房地产市场和地方债问题，中美关系发生边际改善，中国国际收支格局改善，预计2024年人民币贬值压力明显放缓，人民币对美元汇率稳中有升。

**但乐观预期下仍需谨防意外风险：**1) 强美元周期存在被拉长的可能性；2) 国内经济增长存在缺乏支撑的可能性，主要风险在于财政政策的扩张可能不及市场预期和房地产调控政策不足以遏制房地产市场加速下行的趋势。

建银国际证券董事总经理、首席经济学家崔历认为，**贸易、实际利率和美元周期是影响人民币汇率的主要因素**。具体来看，贸易顺差支撑人民币汇率基本稳定，中美实际利差收敛下人民币贬值压力仍然可控，人民币对强美元周期的抗压能力有所增强。**在贸易向好、美元波动走弱过程中，预计人民币有小幅升值的空间，明年会到7以下。**

近年来，市场对“人民币破7”的敏感度大幅下降。在未来的发展过程中应逐步增加人民币汇率的弹性，让市场能够逐渐适应，也允许市场增加对冲、保值的方法。其次，应增加人民币在跨境交易中的使用，降低对美元汇率的高度依赖，推进人民币国际化，这对管理汇率风险非常关键。

中国国际期货公司总经理**王永利**认为，汇率的变化受到很多因素的影响，除了经济政策以外，它还涉及到很多非经济的社会管理、国际关系等等重大因素的影响。因此，对汇率的变化预期分析需要特别谨慎。**2024年人民币汇率走势或呈现非线性变化**，美国如果进入降息周期，对全球经济产生深远影响。**中国应该重点关注政府债务问题，地方政府债务削减对经济增长以及人民币稳定会起到一定作用。**

他认为美元对人民币汇率**6.9**作为中间点，上下浮动不超过**8%**，即人民币汇率合理运行区间为**6.4-7.4**。央行应继续对汇率波动保持较高的容忍度，不要轻易动用央行外汇储备干预人民币汇率。

# 丁爽：中美货币政策分化或到明年下半年反转

丁爽 渣打银行大中华及北亚首席经济学家

以下观点整理自丁爽在CMF宏观经济热点问题研讨会（第78期）上的发言

## 一、汇率走势与基本面估值的短期背离

IMF的《2023年对外部门报告》对2022年主要国家的外部状况和汇率水平作出了评估，其中美元的实际有效汇率高估3.5%-14.6%，中值9%；人民币有效汇率低估1.1%-10.4%，中值5.7%。根据该评估结果，人民币估值偏低，有升值的空间；美元估值偏高，有贬值的趋势。

但2023年汇率的实际走势则与基本面估值背离。今年10月底人民币兑美元双边汇率与去年年底相比贬值了约6%，近期有所回调；就名义有效汇率而言，将人民币与一篮子货币相比，国际清算银行的计算显示人民币名义有效汇率在前10个月贬值约1%；再引入通货膨胀因素看实际有效汇率，中国近期的通货膨胀明显低于主要贸易伙伴，目前中国的CPI通胀略低于0%，GDP平减指数可能全年都是负的，目前我们预测是-0.8%，也就是中国今年的名义GDP增长会低于实际GDP增长约0.8%。而美国目前仍处于反通胀中，中国的通货膨胀与主要贸易伙伴相比偏低的话，对人民币实际汇率来说是一种贬值。名义汇率的贬值加上由于通胀偏低所造成的贬值，使得人民币实际有效汇率在前10个月贬值了约5%。假设均衡汇率在一年内变化不大，那么人民币低估程度在今年更严重了，或者说美元高估更严重了。

## 二、资本流动的扰动

估值模型结论与实际走势出现差异的背后，主要是资本流动的影响。

### 1、美元的储备货币属性助推美元摆脱高估值“重力”

IMF的估值模型非常注重经常账户的走势。而在汇率实际决定中，资本的流动往往是非常重要的考量因素，但由于资本流动包涵很多特定因素，所以难以通过模型进行预测。美元从长期来看是高估的，有贬值趋势，但美国在很长一段时间可以摆脱这种“重力”，这与美

元作为全球储备货币的地位紧密相关。我们观察到，在美国经济繁荣时，美国经济表现强劲，通货膨胀偏高，利率偏高，企业盈利状况良好，此时，资本自然会流入美国，可以弥补其经常项目逆差；在美国经济出现衰退或出现全球性危机时，出于避险考虑，资金又流到美国；在美国经济不温不火的情况下，美元币值倾向于向其合理估值回归。

## 2、中国资本流出加剧人民币下行压力

对中国来说，虽然中国长期经常项目顺差，并且接下来可能还会保持顺差，但同时近年来中国的资本流出规模较大。2023年前11个月，中国的贸易顺差规模达到了约7500亿美元，高于去年同期，但资本账户大规模流出仍然给人民币带来了贬值压力。

直接投资方面，中国以前一般都是净流入，但最近出现了净流出的情况，这需要分开说明外商直接投资（FDI）和对外直接投资（ODI）两个方面。FDI在今年三季度出现了负值，也就是净流出，这是比较罕见的现象。通常商务部外商直接投资的数据和外管局的外商直接投资的数据存在一定的差异，往往是外管局的数字高于商务部的数字，这是由于外管局把外商在华的未分配利润或者已分配未汇出的利润记做了直接投资（收益再投资，然而近期是外管局的数字反而偏低。其中一个重要原因就是跨国企业“去风险化”，一方面很多外商采取“中国加1”策略，要增加产能时一般选择在中国之外新增投资，导致中国新的资金流入减少；另一方面，由于中国降息造成留在中国的资金收益率低，在资金逐利以及供应链多样化策略下，企业总部要求外商将盈利汇回，包括以前累计的盈利。至于ODI，中国的企业也开始分散化投资，到东南亚投资的企业比较多，体现了产业链供应链多样化趋势，并且这种趋势会持续一段时间。

证券投资方面，由于中美货币政策分化造成利差扩大，再加上市场上普遍存在的对中国经济的悲观情绪，该项下连续出现资本净流出。

其他投资方面，其涉及的项目和驱动因素比较复杂，但可以大致看作是企业、居民对海外资产配置的需求，该需求比较旺盛。以香港为例，疫后边境开放后，很多内地居民到香港开户、购买保险。同时中国的民营投资比较疲软，2023年前10个月还是负增长。这些都说明了对经济信心不足的问题，从而对海外的资产配置需求强劲。

## 三、中美货币政策分化或到明年下半年产生变化

## 1、预测美国2024年三季度开始降息

市场普遍关心的问题是美国会不会在2024年出现衰退？我们对美国2023年经济增长的预测是2.5%，今年到明年上半年之间，美国的经济还是会处于趋势水平之上，美国2024年经济增长预测是1.8%。明年下半年美国的经济可能会进入停滞状况，虽然不一定会出现衰退。预测美国经济减速的主要原因是高利率对经济带来的滞后影响，特别是美国近期通货膨胀率下降较快，使得美国实际利率上升比较明显。高利率会对投资产生抑制作用，美国的贷款条件正在收紧，融资成本居高不下；对消费也造成了负面影响，住房抵押贷款成本较高，近期美国消费信贷的违约率达到了10年新高，对于大部分家庭来说超额储蓄应该是消耗殆尽。就业情况，美国新的工作岗位开始减少，离职率开始下降，。在比较紧的信贷条件下，失业率很可能从10月份3.9%的水平上升到明年年底4.9%的水平，这会对工资收入造成影响，进而对消费产生影响。

基于对经济减速和通胀下行的判断，我们预测**美国明年第一次降息是在三季度，2024年只降息50个基点，到2025年再降息150个基点**，而市场近期预测美联储在二季度就会降息，且二季度降息幅度超过25个基点，比我们更加激进。

## 2、中国明年下半年或结束降息

再看中国的经济走势，中国经济今年是“波浪式发展、曲折式前进”。在二季度，中国经济的复苏遭遇了波折，三季度出现了比较明显的反弹，进入四季度，10月、11月的数据相较于9月份是走弱的，四季度从环比的角度比第三季度的增速减慢，但是因为低基数的原因，预计四季度的同比增长反而会从第三季度的4.9%上升到5.7%，全年的GDP增长能达到5.4%。但是两年平均增长率应该只有4.2%，同时我们判断在今年年底的时候，中国实际的经济活动还是低于趋势水平两到三个百分点，也就是中国有负的产出缺口，这也是物价承受向下压力的重要原因。

我们判断12月的中央经济工作会议在设定明年目标的时候，可能会考虑到防止通缩预期固化，进而设定和今年一样的增长目标，5%左右。**我们预计明年的增长是4.8%，略高于目前市场的共识。**

从外需的角度，净出口对中国经济增长的贡献可能难以转正。美国、欧洲虽然经济可以避免衰退，但是增长率可能低于今年的增长率，在这种情况下，对中国的外需会造成影响。但是也有有利的因素，一是中国今年的名义有效汇率和实际有效汇率都有所贬值，会提升中国的对外竞争力。二是11月份中国外贸数字当中，集成电路的出口开始由负转正，与韩国和台湾的数字互相印证，可能意味着全球电子行业的下行周期可能已经见底，如果见底回升，那么对中国的外贸是有利的。整体来说，我们认为中国经济明年还是由内需驱动，进口的表现还是好于出口的表现，所以在这个判断下，净出口对中国的贡献可能还是偏负面的。

从投资的角度，明年房地产对中国经济的拖累估计有所减缓。这当中有两个原因，一个是预计中国的房屋销售、房地产投资明年还是负值，但是收缩的幅度可能会比今年明显减小，主要是因为最近房地产方面的政策出台较多，政策更加有力，特别是对于信贷的支持，包括“白名单”、“三个不低于”等政策，这些都可能使得房地产信贷触底反弹。所以，房屋销售跟房地产投资的负增长很可能是低的单位数，比如在0%-3%之间负增长，相较于今年前10个月房地产投资负增长9.3%、住宅销售负增长6.8%来说，收缩的幅度会有所降低；同时，房地产占中国经济的比重在过去两年明显下降，经过连续两年的收缩，粗略估算房地产投资在中国GDP占比下降了2个百分点，从2021年11.7%下降到了2023年9.8%，明年可能还会继续下降。

制造业投资方面，如果出现了全球电子产品周期的复苏，可能会加强中国制造业投资的动力。同时我们预计明年PPI会转正，这对制造业的盈利和投资也是有利的。

基建投资方面，比较热议的是10月底所出台的一万亿中央特别国债的发行和2023年赤字的上调，这虽然算做是2023年的赤字，但实际上它真正发挥效应是在2024年。此外，明年官方预算赤字率可能会超过3%，我们预计为GDP的3.5%，再加上政府性基金预算的赤字，广义的赤字率可能会达到7.7%。所以财政对基建提供一定的支撑。

消费方面，在经济温和复苏的状况下，就业和收入的状况可能会有所改善。同时从今年第三季度的数据也可以看到居民部门对于动用储蓄来消费的意愿开始恢复。所以我们对经济增长4.8%的预测，就是建立在净出口、投资和消费的判断基础上的。

在这个情况下，中国的货币政策会保持支持的力度，虽然是稳健的货币政策，还是会更

加偏向逆周期和稳增长的态势。预计明年上半年，还是会有降准和降息，到明年下半年，预计降息就结束了。

#### 四、中美货币政策演化对汇率的影响

根据我们的预测，美国高利率会维持到明年年中，而中国在明年年中前保持偏宽松的货币政策，还会有降息，因此，明年上半年中美货币政策分化仍然存在。美联储如果明年三季度开始降息，会对美债收益率、美元指数产生影响，美元指数可能走弱。

##### 1、日元走强间接影响人民币汇率走势

近期来看，因为市场预期日本银行不久后会放弃收益率曲线管理，日元出现升值。我们认为明年美元指数走弱的重要驱动因素之一就是日元升值，预测到明年年底，美元兑日元汇率为130。日元升值会间接影响人民币汇率。

##### 2、预测明年年底人民币汇率回到7

考虑到季节性因素，**预测今年春节前人民币有短期升值的走势**。首先是由于近期人民银行对汇率的管理措施，让企业看到美元上行空间已经非常有限，所以很多获利盘有可能在年底或者春节之前获利实现。但是在春节之后，因为中国利差仍然较大，货币政策的分化年中前还存在，可能会有一段人民币走弱的行情，还是有可能反弹到7.3的水平。

真正人民币压力减小的阶段可能是明年下半年。下半年虽然中国的利率仍处在低位，但是如果中国不再降息，反而是美国开始降息，这从另外一种角度来看也是一种分化。虽然绝对值还是美国的利率高于中国，但在利差缩小的情况下，资本外流的压力会有所减轻，所以我们预测明年年底人民币汇率在7左右。

当然7左右并不是很强的数字，这也说明即使是货币政策的错位发生变化之后，人民币短期内升值的空间也不是太大，其中主要是涉及到资本流出的一些因素仍然存在，特别是供应链多样化的趋势短期内不会随着货币政策错位的变化而发生改变，另外国内居民、企业配

置国外资产的需求，取决于民营企业、外资企业对中国国内的投资热情。

### 3、人民币汇率弹性会继续增强

据我们观察，人民币汇率的弹性正在不断增强，这似乎也是政策目标之一，要稳慎扎实地推进人民币国际化，汇率灵活性需要增加，另外需要发挥人民币吸收外部冲击的“减震器”作用。同时，我们也注意到，在市场出现剧烈波动时，短期内人民币也会出现弹性减少的状况，最近的现象就是一个例子。最近市场情绪不稳，各类资产出现大幅波动，央行就增加了对汇率的管理，一方面防止汇率出现超调，也为市场提供一个锚，暂时地减少弹性。

# 张明：谨慎乐观看待人民币汇率走势

张明 中国社科院金融研究所副所长

以下观点整理自张明在CMF宏观经济热点问题研讨会（第78期）上的发言

## 一、2023年人民币汇率走势的特点和原因

### 1、2023年人民币总体面临贬值压力

第一，人民币兑美元汇率今年的总体走势是前高后低，呈贬值态势。人民币兑美元中间价从6.7贬到了7.2，最近略有升值。

第二，人民币兑一篮子货币汇率也即人民币有效汇率则呈现先降后升走势。全年的人民币兑CFETS货币篮的底部大概在今年7月中旬，约为96左右，目前回升到98、99左右。全年来看，人民币兑一篮子货币汇率贬值的幅度很小。

第三，从今年9月份起，人民币开盘价和昨日收盘价之间的背离走阔。我们可以理解为逆周期调节因子发挥了作用。背离最大时是在今年11月初，但从11月中旬到现在，背离已经显著缩小。这说明情况发生了对人民币有利的变化，人民币贬值压力开始减轻。例如，人民币兑美元收盘价就从最低时的7.35回升到目前的7.15。

### 2、人民币承压的内外因分析

人民币汇率今年面临明显的贬值压力，其原因可以从内外两方面来看。

外部原因主要有二：一是美元处于强周期。由于美联储连续加息缩表，造成美国长期利率攀升，最高时达到5.0%左右。中美利差显著拉大，导致中国短期资本流出规模上升。此外，美元指数今年也有明显反弹。二是今年地缘政治冲突明显加剧，除俄乌冲突外，巴以冲突突然爆发且迅速升级。

内部原因也主要有二，一是中国经济增长预期减弱，二是国内系统性金融风险上升，主要是房地产和地方债的风险，这也会降低国内外投资者对人民币资产的信心和预期。

## 二、预计2024年人民币汇率稳中有升

### 1、外部环境有望好转

首先看外部因素，美联储本轮货币政策紧缩周期基本结束是大概率事件，美联储继续加息的概率很低，降息则是时间问题，预计美联储会从明年三季度开始降息。如果上述判断是对的，这就意味着美国十年期国债收益率和美元指数已经触顶。十年期美债收益率顶部就在5.0%左右，美元指数顶部大概在106、107左右。明年美国长期利率和美元指数都可能会在双向波动的前提下温和回落。

### 2、国内经济内生动力增强

关于内部因素，我想谈四个方面：

第一，经济增长预期正在逐渐好转。从月度高频数据来看，中国经济增长的底部就在今年7月份，最明显的例子就是新增人民币贷款在7月不到400亿人民币。从8月起，大部分宏观数据都在好转，包括消费增速、出口增速、工业企业利润增速、PPI 增速等。今年10月一万亿国债的发行，向市场传达了明年财政政策有望更加积极的信号。预计明年中央财政赤字占GDP 比率可能提高到3.5%左右。近期召开的中央金融工作会议也传达了明年要加大稳增长力度的信号。因此，可以认为经济增长预期是上行的。

第二，本次中央金融工作会议召开前后，中央政府开始着手解决房地产和地方债蕴含的风险。最近，一系列会议的召开意味着房地产市场上头部民营开发商的流动性风险正在得到重视，而且正在得到有针对性的缓释。此外，中央金融工作会议提到了未来房地产的三大工程：保障性住房、城中村改造以及“平急两用”公共基础设施。未来的房地产市场依然是有存量更新和改善空间的。今年三季度以来，中央政府也在采取举措来应对地方政府债务风险。尽管迄今为止的举措仍不能从存量上根除风险，但至少在短期内能控制风险继续恶化。

第三，随着今年10月习主席访美，中美关系正在发生边际改善，这有助于降低投资者对地缘政治冲突的预期。

第四，从2024年的中国国际收支格局来看，经常账户可能继续承压，但金融账户可能会有明显改善。明年 FDI 有望重新流入，证券投资和其他投资的短期资本外流也有望缓解。在上述国际收支格局下，人民币贬值压力可能会明显减弱，甚至很可能逆转。

在乐观情景下，我们认为2024年人民币兑美元汇率将会稳中有升，预计人民币兑美元汇率在明年年底达到6.7-6.8。

### 三、谨防意外风险

#### 1、强美元周期存在被拉长的可能

国际层面上，不能排除美国经济韧性继续超预期的可能性。美国劳动力市场目前依然紧张，较低的失业率和较高的职位空缺率并行。结构性因素可能使得失业率短期内不一定会很快上行。劳动力市场持续紧张意味着服务和房租价格难以下降，因此核心CPI增速难以下降。如果明年地缘政治冲突加剧导致能源价格反弹，美国名义CPI增速可能会比较明显反弹。在这种情景下，美联储的降息可能再度推迟。由此可能会导致一些市场一致性交易的反转。换言之，美元强周期的持续时间可能更长。

此外，欧洲经济明年表现可能继续弱于美国，因此美元指数未必会很快回落，反而可能持续处于高位。

最后一个意外因素就是地缘政治冲突再度加剧。在2024年，包括美国在内的很多国家和地区都进入了大选期，这就意味着存在很多不确定性。

#### 2、国内经济增长缺乏足够支撑的风险

从国内来看，让人比较担心的有两个风险：一是财政政策的扩张不及市场预期。这与中国明年的增长目标有很大关联。如果明年增长目标定在5.0%，这意味着财政政策有望加大力度，因为5.0%的目标需要加大努力才能实现。相反，如果明年增长目标定在4.5%，这就和今年增长目标定在5.0%一样，是比较容易实现的，这就意味着财政政策扩张可能比市场预期低，例如中央财政赤字占GDP比率可能不到3.5%。如果财政政策扩张不足，经济复苏就不得不更加依赖自身修复，但当前经济自身修复的力度又是偏弱的。

二是迄今为止的房地产政策调整不足以遏制房地产市场加速下行的趋势。如果明年房地

产市场加速下行，这不但会影响房地产投资，而且负向财富效应可能会冲击居民消费。房地产市场调整又会导致金融机构风险上行。在悲观情景下，明年底人民币兑美元汇率可能在7.3到7.5左右。

综合乐观情景和悲观情景，我们的基准预测是，2024年底人民币兑美元汇率可能会在7上下，人民币兑CFETS货币篮的有效汇率指数大概在100左右。

# 崔历：决定人民币汇率的货币和非货币因素

崔历 建银国际证券董事总经理、首席经济学家

以下观点整理自崔历在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 78 期）上的发言

探讨人民币汇率时，中美货币政策错位可能影响短时间的市场预期和汇率波动，但它并非决定汇率的唯一因素，也未必是最主要的因素。还需考虑中国的贸易对外竞争力、实际收益率、国际收支的韧性、海外政治经济环境等多重因素。基于人民币汇率的基本面，我们预测未来几年人民币一篮子汇率将会延续过去几年比较稳定的情况，而人民币兑美元汇率则受美元周期的影响继续波动中小幅有升。

## 一、围绕三个因素看人民币汇率

预测人民币汇率走势需考虑几方面。一个是中国的经常项的国际收支特别是国际贸易，决定国际市场在经常项下对人民币的需求；第二境内外的经济基本面对比，可用实际利率对比来代表，决定国际市场在资本项下对人民币的需求。相比名义利率，调整通胀后的实际利率对汇率的影响更为持续；第三是美元周期。利率对比和美元周期会受中美货币政策周期影响，但也需考虑其他变量。

### 1、贸易顺差支撑人民币一篮子汇率强于疫情之前

贸易和实际利率是决定中期的人民币一篮子汇率走势的两大因素。从这两个因素来看，一篮子汇率中期应该还是比较稳定的。贸易方面，大家都很关心近年来的产业链转移、全球贸易保护等问题，但疫情以来中国的贸易顺差明显上升。这背后有几个结构性因素。一是中国产品结构升级附加值提升，而且贸易的去向多元化增加，不仅仅是向欧美国家出口，也在向其他发展中国家出口，对冲一部分保护主义压力。另外一个是国内的进口替代，因为某些国家限制对中国的高科技出口，刺激中国在高科技方面的投资和内部替代。高科技产品出口中的进口零部件比例明显逐年下降的。虽然 2023 年全球制造业周期性走弱，我国的贸易顺差还是比较坚挺，这是自 2019 年以来比较持续的现象，构成了对一篮子汇率中期的支持，我们认为未来也会持续这种情况。

## 2、中美实际利差水平相似

虽然中美名义利率倒挂是市场上热议的话题，但对长期配置的投资者来讲，名义利率调整通胀后的实际利率水平才代表配置人民币资产的真实回报。2008年之后有很长一段时间，以及在疫情期间，因为发达国家的财政紧缩和非常宽松的货币政策抑制了实际利率，中国的实际利率远远高于美元的实际利率，带动大量资金流入，双顺差推动人民币汇率升值。疫情以来美国政策扩张通胀上升，名义走高。通胀调整后的实际利率从零上升到2%左右，而近年来中国国内内需不强通胀走弱，以国债收益率调整通胀衡量的实际利率亦小幅走低，目前大概2%左右，仍在中期的2-3%的范围之内。

鉴于国际的经验和教训，我们判断中国未来不会走大幅抑制实际利率的路子。因此，虽然中国的实际利率优势不再，但并没有明显的低于发达国家，过往两年随着海外流动性收紧，外资增量配置国内市场的资金下降，部分资金流出。但外资配置国内债市的比例仍与2019年时相仿。说明长期配置的需求仍存，且国内实际利率平稳仍有吸引力。

我们利用模型综合贸易等多方因素进行估算，判断人民币一篮子汇率基本在均衡范围内，并未高估，IMF的研究也证实这一点。这是非常关键的基本面，跨境资金流取决于对利率汇率和经济基本面的综合判断。汇率估值适中且实际利率与国际持平，货币因素对跨境资金的影响仍比较均衡。

当然，近期跨境投资也受到地域政治的冲击，但中国作为大的新兴市场还是有不少吸引国际投资者的潜力，国内经济的提升则有利持续吸引外资。

## 3、国际收支对强美元周期的抗压能力有所增强

第三个因素是美元周期。因为国际市场很多交易、债务都是用美元结算，就算人民币一篮子汇率比较稳定，但相对于美元的波动太大的话，也会有风险。所以市场非常关注美元周期。特别是汇率在美元强周期时的抗压能力。在这一轮美元走强的过程中，大部分国家的汇率相对美元走弱。以前新兴市场货币往往在美元强周期的时候大幅贬值，但2022年开始这一

轮的强美元周期下反而是新兴市场的平均贬值幅度不及发达国家那么大，说明新兴市场的抗压能力有所上升。其中原因包括贸易顺差、本币市场的深度等等。中国也是如此，相对美元的贬值压力相对有限，一篮子汇率有所升值。

相比 2015 年，国内居民在强美元周期期间的资金流出并不是很大。当年因为居民的外汇头寸有大幅的错配，汇率预期转向使居民有买美元补头寸的压力，这种现象在这一轮改善了很多，国内外汇头寸出口的管理比较审慎，抗压能力有所上升。在美联储加息期间可以更好管理双边汇率的贬值压力，避免超调。

## 二、美国财政政策也将影响美国利率和美元波动

外部环境中也需关注货币政策以外的因素，未来则要格外关注美国财政政策的影响。明年美联储对金融市场带来的压力可能会下降，预期美国经济平稳放缓，美联储在明年下半年开始降息 50 点左右。不管是政策利率，还是市场利率，都已开始到顶，但是流动性的压力仍然存在。流动性的压力来自于美国的财政政策。疫情下的美国财政扩张推动了联邦政府债务，利率上升则进一步加大赤字和债务压力。而两党的政治意见分化，未来很难在财政紧缩上难达成一致的意见。另外拜登政府推出产业政策意味着财政的支持的持续扩张，这也是支持美国经济短期比较重要的原因。虽然货币政策收紧，财政政策还是比较扩张。

财政赤字和债务上升的结果是未来美国国债供给将保持高位，对市场流动性带来挤压。因此，虽然联储加息到顶带动市场利率高位下行，但由于财政的扩张下行空间有限，利率市场也仍然会比较波动。美元也将随美债利率高位回落，但由于利率的波动和衰退担忧产生的避险情绪，美元仍可能阶段性反弹。

总体看美元仍在波动中下行的阶段，支持人民币兑美元汇率未来将有所回升。

### 三、市场对人民币汇率弹性的适应度有所上升

过去“保7”是一个焦点问题，但去年以来人民币兑美元汇率过7的时候，市场的反应平稳，显示市场对汇率波动的适应度上升。这对于汇率制度发展来讲是个好事。作为一个贸易大国，同时在国际收支中仍大量使用美元计价结算，人民币汇率的变动对不同的部门影响不同。强美元周期期间这些不同方向的影响则格外突出：人民币相对强美元走弱有利于贸易增强竞争力，但人民币太弱的话，对一些部门的资产负债表有冲击。解决的方案是：第一，在未来的发展过程中继续增加人民币汇率的弹性，让市场能够逐渐适应汇率变化，鼓励市场增加汇率对冲、保值，规避风险。第二是增加人民币在跨境交易中的使用，降低对美元的依赖，也就是推进人民币国际化，这对管理汇率风险非常关键。

### 四、预期人民币升破7关口

明年利好人民币兑美元汇率有两个因素：第一是贸易，贸易顺差受到结构性因素的支持。而全球制造业周期回暖预计支持周期走势。今年是全球制造业去库存周期，而当这个周期过去，明年的贸易情况就会有所反弹，这对整个亚洲的贸易都是好消息。半导体周期指标也在正向发展，因此明年贸易应该是正增长。

第二个是美元，预计明年美元波动中继续走弱，走弱是因为美联储加息到顶，从历史上看也是因为美元到顶。波动是源于两个因素，一个是财政政策扩张，利率还有反弹的可能；第二是市场会担心衰退的风险，从而产生避险情绪让美元有阶段性地升值。

过往一个多月随着联储停止加息，美元回落，人民币兑美元汇率回升。我们预测人民币兑美元在波动中继续小幅走强。会到7以下。当然，由于很多亟待解决的内部经济问题，内需复苏不强，人民币一篮子汇率尚难有大幅升值的空间。

### 五、汇率基本面支持下应稳步推进资本项目开放

在海外利率上升和美元走强的情况下，有一些资金流出，但中国总体国际收支仍较坚挺，一篮子汇率坚挺。应保持持续开放的步伐，有助人民币国际化，并进一步增加国际收支的韧性。

# 王永利：明年人民币汇率走势或呈现非线性变化

王永利 中国国际期货公司总经理

以下观点整理自王永利在CMF宏观经济热点问题研讨会（第78期）上的发言

## 一、2022-2023 年人民币汇率波动趋势及原因

汇率变化影响因素非常复杂，受到不同国家宏观经济走势、社会经济发展预期变化诸多因素的影响。

首先，汇率变化不仅受到货币政策的影响，财政政策也是重要的影响因素之一。自疫情以来，特别是去年以来，政府债务和货币投放的大幅度扩张共同影响着美国的经济发展和美元汇率变化。

中美货币政策的错位从去年就已经开始，美国在2022年3月份开始加息，而且加息的步伐越来越大，而中国在2022年采取的是宽松货币政策，推动降息降准。在2022年底和2023年初，大家普遍认为全球经济可能会有很大的下滑，特别是发达经济体的经济增速放缓会更加明显，而中国在疫情解除后经济将会有很大的反弹。所以在这个时候，人民币汇率出现很大的波动，2022年10月底，美元对人民币汇率涨到7.3，而到了2023年1月份下跌到6.7，主要原因是市场对中国的经济预期比较乐观。但今年一季度后，中国面临的实际挑战大大超出人们的预期，而美国在政府债务支撑下经济增长好于预期，所以美元对人民币汇率不断上涨，9月突破了7.35。由于美联储9月暂停加息，到11月继续暂停，美元指数大幅下降，对人民币汇率目前也降到7.15的水平。尽管2023年中美两国货币政策错位比2022年更突出，但美元对人民币汇率变化却没有2022年那么大。所以，汇率的变化受到很多因素的影响，除了货币政策外，还有财政政策的影响；除了经济政策外，还涉及到很多非经济的社会管理、国际关系等等重大因素的影响。因此，对汇率的变化预期需要特别谨慎。

## 二、2024年人民币汇率走势或呈现非线性变化

**2024年人民币汇率走势不一定是线性变化，有可能会**出现突变。从美国来看，美联储从今年9月份开始停止加息，11月份继续停止加息，原来普遍的预期是明年上半年美国还有一次加息的空间，而现在大家普遍认为可能要进入稳中有降的态势。一旦美国开始降息，它的影响不会像我们想象中那么平稳，对社会、对市场和对人们心理预期都会产生巨大的影响。实际上，美国经济向好很大程度上依托在政府债务大规模扩张和基础货币大规模投放的基础上，但高利率水平会给政府债务带来极大的压力。**如果美国政府债务不可持续的话，将会对美国**经济甚至是全球经济产生重大冲击。我们可以看到美国经济三季度强势反弹，但四季度很多指标已经开始转弱甚至恶化。种种迹象表明，明年美国有可能陷入滞胀状态。

2023年美国通货膨胀率各月的同比增长明显下降，6月开始一直保持在“3”字头水平。但是，因为三年疫情期间通胀率基数发生很大的波动，不能仅仅关注当年和上一年的同比增长值，而应该关注至少连续三年同比增长的累计值。例如分析2023年的情况，则要从2021年、2022年、2023年同比累计数去分析。**如果从累计数看，美国CPI三年累计数变化并不明显，5**月开始基本保持在17%以上，并没有大幅度的下滑。这个能体现人们实际的物价感受，即并没有感受到大幅度的降价，这会给整个社会经济运行带来很高的成本。一旦政府支持力度不能保持，甚至减弱的话，则会对整个经济产生深远影响。所以我认为明年美国有可能进入滞胀状态，如果实际的经济增长或社会就业达不到预期，尽管通货膨胀率还没有降到2%的目标水平，美国仍有可能调整宏观政策，特别是货币政策，这将对全球经济和美元汇率产生重大影响。

从中国来看，中国在很多方面和发达经济体存在明显差异，包括疫情的抗击、经济的运行、社会的管理等。经过三年疫情的冲击，国际局势剧变、外部环境特别是中美关系更趋复杂严峻，中国在经历高速发展之后，经济社会深层次的矛盾开始集中暴露，例如消费、出口、投资以及房市、股市、政府债务等，出现了相互交集超出预期的严峻问题。**个人认为，中国**现在最需要关注的问题是政府债务问题，尤其是地方政府债务问题。中国目前的政府债务情况是中央政府的债务率较低，而地方政府债务压力较大，而且除了显性债务，还有大量的隐性债务。在现有的国家管理体制下，如果政府债务变得不可持续，整个经济运行会面临巨大的挑战。具体来看，可能会导致资产价格进入下降状态，社会负债负担快速加重，人们实际可支配的资源减少，真实流动性紧缩，社会信心不足，整个经济运行活力萎靡。所以我们需要加大宏观政策的支持力度，以进促稳。但如果不解决深层次的问题，仅仅靠货币政策或者

是货币政策加财政政策，效果可能非常有限。改革开放至今，中国已经具备了强大的经济实力和应对冲击的韧性。如果开启新一轮更加深刻的改革开放，充分激发市场主体活力，那么中国经济明显反弹也是可期的。我认为2024年对中国来讲是非常关键的一年，如果中国经济持续企稳回升，那么人民币汇率会有比较大的上升。

由此，综合中美两国经济走势，2024年人民币汇率变化也可能并非是线性的平稳的。

### 三、人民币对美元汇率合理运行区间为6.4-7.4

从汇率政策角度看，我认为人民币汇率的合理运行区间可以安排为：以美元对人民币汇率6.9作为中间点，上下浮动不超过8%，即控制在6.4-7.4之内，在这个区间不要进行太多干预。

从近几年的情况看，尽管人民币汇率波动较大，但央行的容忍度也比较大，并没有动用外汇储备进行直接干预。所以到现在为止，尽管披露的央行外汇储备在波动，但更多的是美元汇率变动之后带来的波动，总体来看今年央行外汇占款是增加的，说明央行还在适度购买外汇，增加外汇储备。去年11月以来，央行每个月都在增加海外黄金储备，但其外汇储备并没有明显减少。所以整体来看，央行对汇率波动的容忍度较强，不会轻易动用央行外汇储备来干预人民币汇率，这是需要继续坚持的。



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

