



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第104期）

特朗普关税政策下的人民币汇率走向及应对

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

2025年5月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第104期）

特朗普关税政策下的人民币汇率 走向及应对

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

CMF宏观经济热点问题研讨会（第104期）

特朗普关税政策下的人民币汇率 走向及应对

报告人：王晋斌

2025年5月10日

报告提纲

- 一、关税背景下今年人民币汇率走势特征
- 二、影响人民币汇率走势的因素
- 三、人民币汇率未来走势及应对

一、关税背景下今年人民币汇率走势特征

背景：美对华关税快速“阶梯式加码”：历史罕见的**禁止性关税率**

2025年2月1日，特朗普以芬太尼问题为由对中国商品加征10%关税。3月4日，美国将关税翻倍至20%。4月2日，美国对全球180多国实施“对等关税”，对中国商品加征34%关税。4月9日，美国进一步将中国商品关税额外提高50%至84%，中国同日宣布对美国商品关税同步升至84%。4月10日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至125%。**4月11日，中国对美关税提高至125%。**

4月10日特朗普宣布对75个国家暂停加征“对等关税”90天，保留对中国的125%关税，并维持钢铝25%、汽车及零部件25%的额外关税。中国明确表态，若美方继续加码，中方将不再回应（执行125%的对等关税）。5月2日，美国取消对来自中国内地和中国香港进口的小额包裹的免税待遇，即低值免税（800美元及以下）。

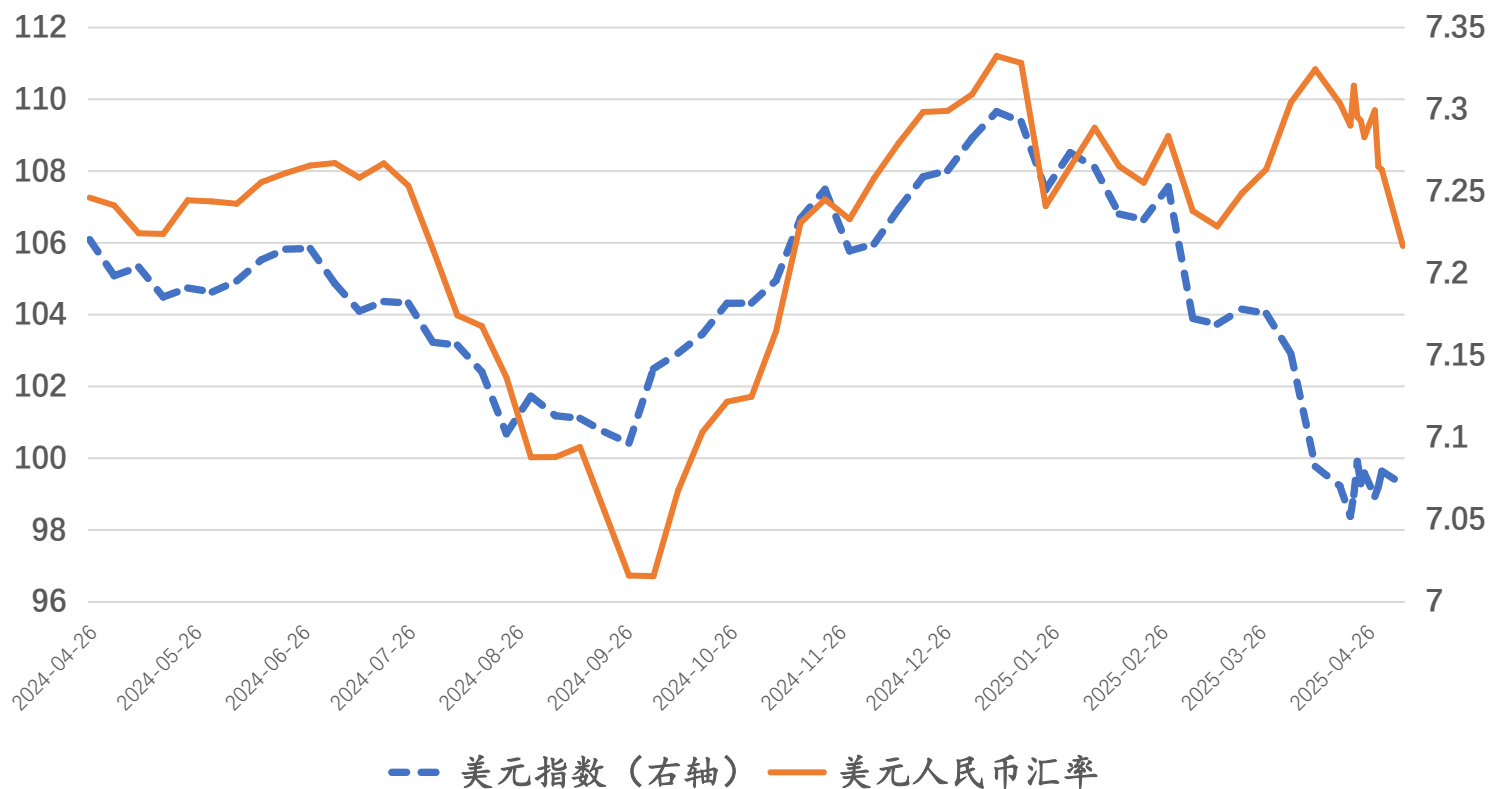
2025年4月9日，中国官方发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书。2.8万字的白皮书澄清中美经贸关系事实，亮明了态度：贸易战没有赢家，保护主义没有出路；解决问题和弥合分歧最好的方式是通过平等对话，寻求互利合作的路径。**明确了中国政府在关税问题上的市场预期。**

1.关税对人民币汇率造成突发性的贬值冲击



4月9日在岸市场盘中触及7.3506；4月8日离岸市场盘中触及7.4295。4月8日美元指数下行0.53%，4月9日美元指数上行0.01%。4月8日，美方单方面提高关税50%（税率升至84%），禁止性关税对人民币带来了**贬值瞬间冲击**。

2. 美元贬值存在“超调”，人民币汇率的结果超预期稳定



一年以来的美元指数与人民币汇率

数据来源：WIND

今年以来，截至5月9日，美元指数贬值7.4%，在岸市场人民币对美元仅升值0.8%，离岸市场对美元仅升值1.3%。

波动性不小，人民币汇率波动性（收盘价日度标准差）0.079。

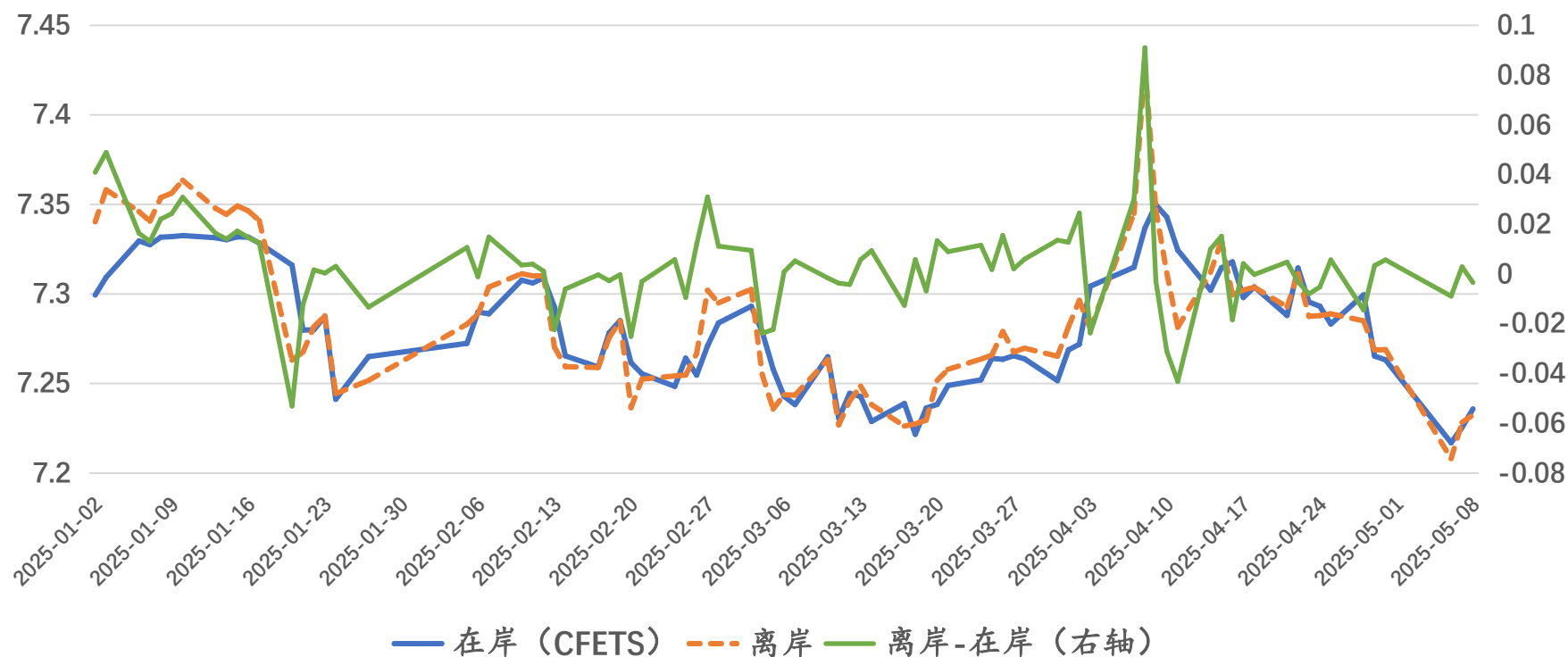
整体上：美元贬值或存在阶段性“超调”，人民币对美元汇率波动不小，结果超预期稳定。

与年初相比，10年期美债收益率从年初的4.57%下行至5月8日的4.37%，下行20个BP。欧元区10年期国债上行15个BP，日本10年期国债上行21个BP，英国上行15个BP。

今年以来，欧元、日元、英镑、加元和瑞郎对美元升值了约8.7%、7.6%、6.1%、3.2%和8.4%，导致美元指数年初至今大约贬值了7.4%。

目前美元指数处于阶段性贬值“超调”的修复阶段。今年以来的最大贬值幅度9.3%（4月21日收盘价98.3518，去年12月31日收盘价108.4816）

3. 在岸和离岸联动：套利空间小



离岸-在岸简单日度均值为**0.003763**。除了**关税瞬间冲击**外，达到保持相对平稳，套利空间小

数据来源：WIND。剔除交易日不一致的日度样本。

4. 人民币贸易汇率较大幅度贬值，金融汇率稳定

- 相比2024年12月31日，截至今年4月30日，CFETS指数下降了**5.2%**。（从101.47下降至96.20）；BIS货币篮子下降**4.8%**（从107.22下降至102.09）；SDR货币篮子下降**4.3%**（从94.54下降至90.44）。
- 同时期（周数据），美元兑人民币从7.2992上升至7.2632，人民币对美元升值了**0.49%**。
- 人民币对美元金融汇率几乎没有变化，但CFETS较大幅度贬值，说明贸易篮子中其他货币对美元升值，导致人民币对篮子中非美元货币出现了比较大的贬值。今年以来，截至5月9日，欧元、日元和瑞郎对美元升值7-9%，美元对英镑和加元分别贬值了近6%和3%。
- **人民币贸易汇率和金融汇率走势背离**：金融汇率微微升值，贸易汇率较大幅度贬值，走出了合意轨迹：稳定跨境资本流动，促进对外出口。

二、影响人民币汇率走势的因素

- 1、关税与对外贸易顺差
- 2、中美利率“倒挂”状态
- 3、结售汇与跨境资本流动
- 4、汇率定价机制
- 5、外汇储备
- 6、财政政策提前发力提振总需求
- 7、5月7日公布金融一揽子政策

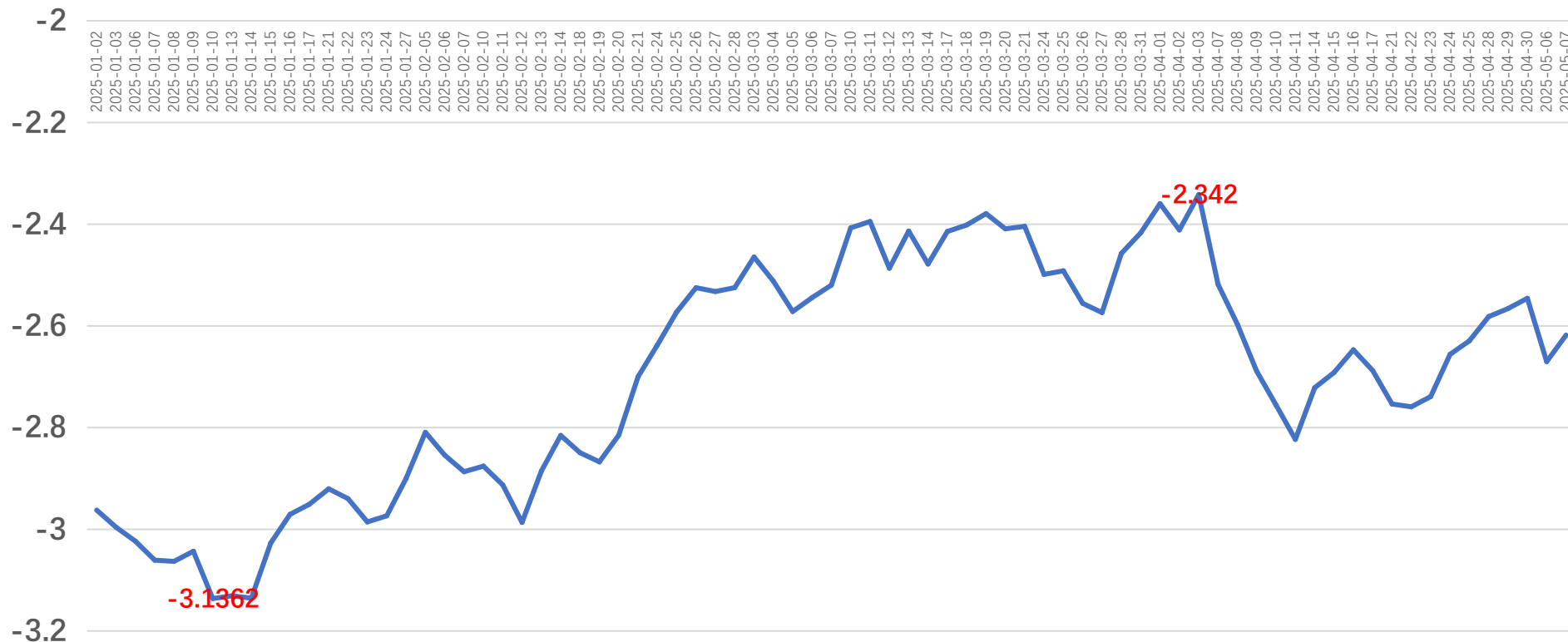
1、关税与对外贸易顺差

据海关统计，今年一季度，我国货物贸易进出口10.3万亿元，增长1.3%。一季度，我国民营企业进出口5.85万亿元，增长5.8%，占比提升到56.8%。一季度，进出口机电产品5.29万亿元（占比51.4%），增长7.7%。一季度，出口6.13万亿元，**增长6.9%**；进口4.17万亿元，下降6%。货物贸易顺差1.96万亿元。4月份出口2.27万亿元，**增长9.3%**；进口1.57万亿元，增长0.8%。4月份**货物贸易顺差7千亿元**，1-4月份货物贸易顺差2.64万亿元，**出口韧性强**。

国家外汇管理局数据，1季度货物和服务国际收支顺差1.28万亿人民币，或者**1784亿美元**。

美国关税2月1日10%，3月4日上升至20%。对等关税在4月2日之后。考虑到合同签订可能提前锁定未来一段时间的交易，**一季度数据，或包括4月份的数据，可能不反映关税的全面影响，或者反映的程度低**。也需要关注媒体报道的美国正在酝酿的次级（二级）关税。

2、中美利率“倒挂”状态



中国10年期国债和美国10年期收益率“倒挂”状态

数据来源：WIND。

今年以来，中美10年期国债收益率整体处于深度“倒挂”状态。

“倒挂”最大值超过310个BP；倒挂最小值也超过230个BP。

4月8-9日“倒挂”260个BP左右，说明关税瞬间冲击预期，导致较大贬值。

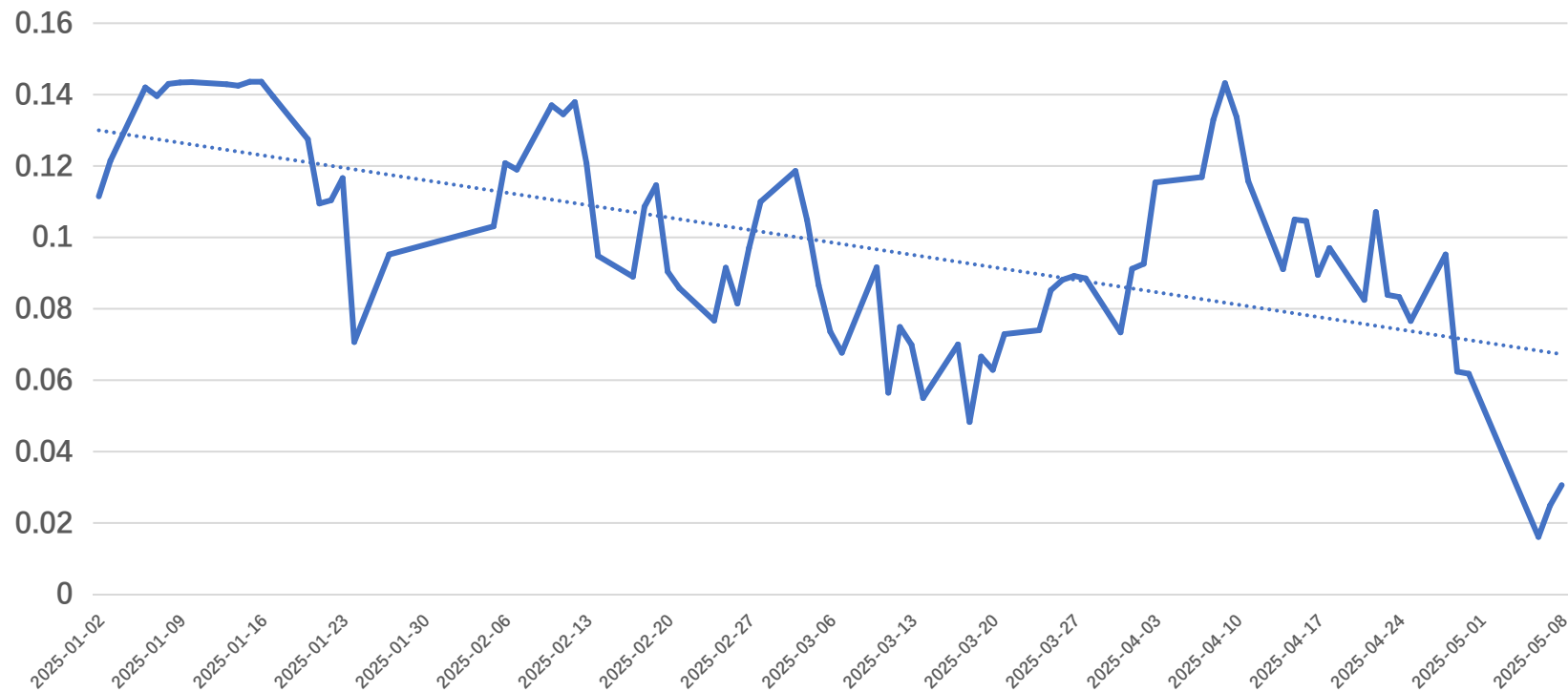
3、跨境资本流动

一季度，企业、个人等非银行部门**跨境资金净流入517亿美元**，处于同期较高水平。4月以来，外汇市场交易保持平稳，跨境资金延续净流入，银行结售汇呈现小幅顺差。

主要渠道跨境资金流动平稳有序。一是货物贸易资金净流入较快增加。一季度，我国外贸克服外部压力呈现较强韧性，**货物贸易项下跨境资金净流入2063亿美元**，同比增长1.2倍。二是外资配置人民币债券增多。2-3月外资净增持境内债券269亿美元，同比增长84%，4月1日至18日净买入332亿美元，保持较高规模。三是服务贸易、外资企业利润汇出总体平稳。一季度，服务贸易跨境资金净流出同比增长25%，其中旅行项下资金净流出增长12%。外资企业利润汇出处于季节性低位，同比下降7%（国家外汇管理局副局长、新闻发言人李斌就2025年一季度外汇收支形势答记者问）。

目前尚未看到1季度国际收支平衡表细目。**稳资产价格政策**起到了稳定跨境资本流动的作用。

4、汇率定价机制



收盘价-中间价 (1美元=X人民币)

数据来源：中国货币网和WIND。

收盘价-中间价系统性为正，略有走软压力。

日度均值为0.098411，
中间价定价机制发挥了稳定汇率的作用。

5、外汇储备

国家外汇管理局统计数据显示，截至2025年4月末，我国外汇储备规模为32817亿美元，较3月末上升410亿美元，升幅为1.27%。**外汇储备发挥了稳定汇率及汇率预期的作用。**

2025年4月，受主要经济体宏观政策、经济增长预期等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格涨跌互现。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。我国经济呈现向好态势，经济发展韧性强、活力足，有利于外汇储备规模保持基本稳定。

6、财政政策提前发力提振总需求

一季度，财政收入承压，但财政支出强度与进度实现双提升。财政部数据显示，一季度一般公共预算收入同比下降1.1%，但支出增长4.2%；政府性基金预算收入同比下降11%，但支出增长11.1%；一般公共预算完成**全年支出进度的24.5%，高于过去5年同期平均水平**。

从结构上看，一季度社会保障和就业支出增长7.9%、教育支出增长7.8%，重点领域支出增速远超整体水平。

今年**赤字率达到4%**、新增政府债券11.86万亿元，均创下历史新高。从预算看，今年一般公共预算收入预计增长0.1%，但支出增长4.4%；政府性基金预算收入预计增长0.7%，但支出增长23.1%。

更加积极的财政政策发挥了稳定汇率及汇率预期的作用。

7、5月7日公布金融一揽子政策

5月7日，央行负责人宣布推出一揽子货币政策措施，主要包括下调政策利率0.1个百分点，下调结构性货币政策利率0.25个百分点，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，降低存款准备金率0.5个百分点，设立5000亿元服务消费与养老再贷款，加大消费重点领域低成本资金支持，增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款，增加支农支小再贷款额度3000亿元，优化两项支持资本市场的货币政策工具，就是将证券投资基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增值再贷款3000亿元等。

本次降息不会给人民币汇率带来贬值压力。过去一段时间的人民币走势已反复证明，经济基本面而非中美利差，才是决定人民币汇率的最主要因素。

一揽子金融政策支持稳市场稳预期，包括稳定资产价格（房市股市）。

三、人民币汇率未来走势影响因素及应对

1、中美“禁止性关税”未来协商的情况（世纪大博弈）

取决于：

（1）美国评估供应链的情况（90天，至7月10日）。需要观察美国与贸易对象之间的关税谈判结果，重点是欧盟、东盟和英、日、韩等。（当地时间5月8日英美两国达成协议，美国保留了对英国的基础关税10%）

（2）美国经济情况。主要包括通胀和劳动力市场就业状况。5月份美联储维持不变，表明美国通胀和就业之间的平衡性还未打破。由于关税对美国通胀冲击是一次性的还是永久性的，难以判断，美联储会更关注失业率指标（4月份失业率4.2%），长期失业区间3.9-4.5%，重点可能需要关注7月份的美联储决议。

上述两大因素**可能在短期**中决定美国与中国关税谈判协商的态度。

三、影响人民币汇率未来走势及应对

2、中国贸易顺差的变化情况

依据海关数据，1-3月份商品贸易顺差**2729.67**亿美元。出口同比增长5.8%，进口同比下降7.0%，进出口同比增长0.2%。

1-3月份来自美国的商品贸易顺差**766.47**亿美元，占总顺差的**28.08%**。对美出口 1156.16亿美元，占总出口**13.54%**。与美国进出口总额1545.85 亿美元，占总进出口的10.78%。

对美出口占比与贸易顺差占比之间不对称。未来贸易顺差总量可能会因为4月份的禁止性关税而缩小。

- 3、中美利率“倒挂”收窄的情况：大幅度“倒挂”还会持续较长时间
- 4、资产价格情况：金融一揽子政策关键部分之一就是稳资产价格
- 5、经济基本面：全年5%。4.25中央政治局会议提出四稳：“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”。

三、影响人民币汇率未来走势及应对

可能出现以下组合，要防止极端情况下的“超调”风险（90天的暂缓期）：

- （1）美国和70多个国家协商成功；且美国经济由于投资支撑潜在增长率上升，利率维持在高位。
- （2）美国经济显著下行，且美国与重要贸易伙伴协商多数不成功。
- （3）中美贸易协商谈判进展小，甚至没有进展。
- （4）中美贸易协商谈判超预期，关税协商谈判取得“双赢”显著成果。

美国市场资产价格处于估值高位，超预期和不及预期的信息脉冲都可能引发资本流动

出现的组合（1）+（3），人民币有贬值压力。应对：稳资产价格、结汇售汇、政策力度加码。

出现的组合（1）+（4），基本稳定。

出现的组合（2）+（3），基本稳定。

出现的组合（2）+（4），人民币有升值压力（这种组合概率不算高）。应对：防止升值“超调”。

未来走势：保持基本稳定，既防阶段性贬值“超调”，也防阶段性升值“超调”，扰乱基本稳定的预期。与美元汇率保持基本稳定是应对未来不确定性的可选项：在贸易顺差缩小的预期下，稳定跨境资本流动。

謝謝主持人和各位尊敬的專家！



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



深度研判特朗普关税政策下的人民币汇率走向及应对， CMF专题报告发布

5月10日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第104期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家一级教授、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“特朗普关税政策下的人民币汇率走向及应对”，来自学界、企业界的知名经济学家**杨瑞龙**、**毛振华**、**管涛**、**陈卫东**、**胡捷**、**王晋斌**联合解析。

中国人民大学经济学院原常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、关税背景下今年人民币汇率走势特征

二、影响人民币汇率走势的因素

三、人民币汇率未来走势影响因素及应对

一、关税背景下今年人民币汇率走势特征

今年美国对中国的关税快速“阶梯式加码”，出现了历史上罕见的禁止性关税。2025年2月1日，特朗普以芬太尼问题为由对中国商品加征10%关税。3月4日，美国将关税翻倍至20%。4月2日，美国对全球180多国实施“对等关税”，对中国商品加征34%关税。4月9日，美国进一步将中国商品关税额外提高50%至84%，中国同日宣布对美国商品关税同步升至84%。4月10日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至125%。4月11日，中国对美关税提高至125%。

4月10日，特朗普宣布对75个国家暂停加征“对等关税”90天，但保留对中国的125%关税，并维持钢铝25%、汽车及零部件25%的额外关税。中国明确表态，若美方继续加码，中方将不再回应（执行125%的对等关税）。5月2日，美国取消对来自中国内地和中国香港进口的小额包裹的免税待遇，即低值免税（800美元及以下）。

2025年4月9日，中国官方发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书。2.8万字的白皮书澄清中美经贸关系事实，亮明了态度：贸易战没有赢家，保护主义没有出路；解决问题和弥合分歧最好的方式是通过平等对话，寻求互利合作的路径。以上内容明确了中国政府在关税问题上的市场预期。

在重大贸易摩擦和禁止性关税的冲击下，汇率作为一个极其敏感的变量，今年以来呈现出以下四个变动特征。

第一，关税对人民币汇率造成突发性的贬值冲击。4月8日，美方单方面提高关税50%（税率升至84%），当日美元指数下行0.53%，4月9日美元指数上行0.01%，基本保持稳定。在美元指数无明显波动的情况下，禁止性关税对人民币带来了瞬间贬值冲击，4月8日离岸市场盘中触及7.4295，4月9日在岸市场盘中触及7.3506，体现了外汇市场对重大摩擦事件的即时反应。

第二，美元贬值存在“超调”，人民币汇率的结果超预期稳定。今年以来，美元最大贬值幅度达到9.3%（4月21日收盘价98.3518，去年12月31日收盘价108.4816），截至5月9日，美元指数贬值7.4%，在岸市场人民币对美元仅升值0.8%，离岸市场对美元仅升值1.3%。这表明美元指数正在经历主要由美国对外对内政策叙事引发的下行“超调”过程，而当前为其自身的修复过程。比如，关税冲击带来美国经济衰退的预期、对冲基金的“去杠杆”、部分美国高校出售美元流动性资产、部分国际机构（如日本机构）减持美债，以及特朗普对美联储独立性的破坏等等，导致市场对美元前景产生悲观预期，加剧了美元的贬值。与此同时，人民币汇率表现出了超预期的稳定性。在此过程中，虽有短暂的较大波动，但随着市场逐步消化，这一结果趋于平稳。

与年初相比，10年期美债收益率从年初的4.57%下行至5月8日的4.37%，下行20个BP，而欧元区10年期国债上行15个BP，日本10年期国债上行21个BP，英国上行15个BP。综合来看，美国与主要经济体的10年期债券收益率差异已达到30个基点以上，而美元指数下行了近9%，说明美元出现了美国激进政策叙事导致的阶段性贬值“超调”迹象。美元指数大幅度下行，在相当程度上已经脱离了传统的利率平价关系。换言之，在利率平价关系等式一侧添加了风险溢价因子，风险溢价主要是对美国激进关税政策等的补偿，反映了美国大规模征收关税后，全球市场对其经济前景的预期出现恶化。今年以来，人民币、欧元、日元和英镑等货币的汇率走势相对稳定，欧元、日元、英镑、加元和瑞郎对美元升值了约8.7%、7.6%、6.1%、3.2%和8.4%，导致美元指数年初至今大约贬值了7.4%。因此，可以认为目前美元指数目前处于阶

段性贬值“超调”的修复阶段，这种情况在未来一段时间内可能将持续存在。

第三，在岸和离岸联动，套利空间小。今年以来，在岸与离岸市场人民币汇率的联动性较好，整体来看，两者走势高度一致，除了个别时点（如4月8日和4月9日）出现瞬时贬值冲击外，大多数时间表现较为稳定。我们采用简单的计算方式测算了离岸汇率和在岸汇率的差值，离岸-在岸日度均值为0.003763，显示出离岸相较在岸汇率仅存在微弱的贬值压力，除了关税瞬间冲击外，保持相对平稳，套利空间小，有利于在岸与离岸市场人民币汇率的稳定性。

第四，人民币贸易汇率较大幅度贬值，金融汇率稳定。相较于2024年12月31日，截至今年4月30日，CFETS指数下降了5.2%（从101.47下降至96.20）；BIS货币篮子下降4.8%（从107.22下降至102.09）；SDR货币篮子下降4.3%（从94.54下降至90.44）。其中，BIS和CFETS均可反映人民币对一篮子国际主要货币汇率的综合变化情况，但SDR货币种类较少，在贸易领域的参考意义相对有限。同时期（周数据），美元兑人民币从7.2992上升至7.2632，人民币对美元升值了0.49%。人民币对美元金融汇率几乎没有变化，但CFETS较大幅度贬值，说明贸易篮子中其他货币对美元升值，导致人民币对篮子中非美元货币出现了比较大的贬值。今年以来，截至5月9日，欧元、日元和瑞郎对美元升值7-9%，美元对英镑和加元分别贬值了近6%和3%。因此，2025年1月至4月期间，人民币贸易加权汇率与金融汇率出现了背离的走势，贸易汇率明显贬值，而金融汇率则小幅升值，虽然4月30日后的数据略有变化，但不影响上述结论。可以看出，今年以来，人民币汇率走出了理想的运行轨迹：对美元金融汇率稳定有利于稳定跨境资本流动，并进一步稳定人民币汇率预期；对一篮子货币贸易汇率较大幅度贬值有利于促进进出口。

二、影响人民币汇率走势的因素

一是关税与对外贸易顺差。据海关统计，今年一季度，我国货物贸易进出口10.3万亿元，增长1.3%。一季度，我国民营企业进出口5.85万亿元，增长5.8%，占比提升到56.8%。一季度，进出口机电产品5.29万亿元（占比51.4%），增长7.7%。一季度，出口6.13万亿元，增长6.9%；进口4.17万亿元，下降6%。货物贸易顺差1.96万亿元。4月份出口2.27万亿元，增长9.3%；进口1.57万亿元，增长0.8%。4月份货物贸易顺差7千亿元，1-4月份货物贸易顺差2.64万亿元，出口韧性强。从国家外汇管理局数据来看，一季度货物和服务国际收支顺差1.28万亿人民币（1784亿美元）。2月1日，美国对进口自中国的商品加征10%关税；3月4日，对中国再次加征10%的关税；4月2日，对全球加征10%普遍关税，并对各国地区征收税率不等的所谓“对等关税”。

当前关税政策对我国对外贸易的影响是否已完全显现，尚需较长时间进行观察。考虑到合同签订可能提前锁定未来一段时间的交易，一季度数据或包括4月份的数据，可能难以反映关税的全面影响。此外，我们还需要关注媒体报道的美国正在酝酿的次级（二级）关税。总体而言，自关税摩擦以来，中国出口仍保持较强的韧性。

二是中美利率“倒挂”状态。今年以来，中美10年期国债收益率整体处于深度“倒挂”状态。“倒挂”最大值超过310个BP；倒挂最小值也超过230个BP。4月8-9日“倒挂”260个BP左右，说明是关税瞬间冲击预期，导致当日较大幅度贬值。当前“倒挂”幅度约为260个BP，预计在未来一至两个月内仍将维持深度“倒挂”状态。

三是跨境资本流动。一季度，企业、个人等非银行部门跨境资金净流入517亿美元，处于同期较高水平。4月以来，外汇市场交易保持平稳，跨境资金延续净流入，银行结售汇呈现小幅顺差。从国家外汇管理局副局长、新闻发言人李斌就2025年一季度外汇收支形势答记者问的内容可以看出，主要渠道跨境资金流动平稳有序。一是货物贸易资金净流入较快增加，一季度，我国外贸克服外部压力呈现较强韧性，货物贸易项下跨境资金净流入2063亿美元，同比增长1.2倍。二是外资配置人民币债券增多，2-3月外资净增持境内债券269亿美元，同比增长84%，4月1日至18日净买入332亿美元，保持较高规模。三是服务贸易、外资企业利润汇出总体平稳，一季度，服务贸易跨境资金净流出同比增长25%，其中旅行项下资金净流出增长12%。外资企业利润汇出处于季节性低位，同比下降7%。总体而言，一季度跨境资本为净流入状态，支撑这一结果的关键因素除设定5%的经济增长目标、稳定宏观经济基本面之外，还包括一个关键性政策——稳资产价格，这一政策对于稳定短期跨境资本流动极为关键，短期资本流动通常是对资产价格波动的直接反应，跨境资本流动相对平稳有序对汇率的稳定具有重要意义。

四是汇率定价机制。从今年以来收盘价与中间价的差额可以看出，收盘价-中间价系统性为正，略有走软压力。采用1美元兑X人民币的方法进行计算，收盘价-中间价差额的日度均值为0.098411，中间价系统性低于收盘价，说明中间价定价机制发挥了稳定汇率的作用。

五是外汇储备。国家外汇管理局统计数据显示，截至2025年4月末，我国外汇储备规模为32817亿美元，较3月末上升410亿美元，升幅为1.27%，外汇储备发挥了稳定汇率及汇率预期的作用。2025年4月，国家外汇储备管理局指出，受主要经济体宏观政策、经济增长预期等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格涨跌互现。汇率折算和资产价格变化等因素综

合作用，当月外汇储备规模上升。我国经济呈现向好态势，经济发展韧性强、活力足，有利于外汇储备规模保持基本稳定。

六是财政政策提前发力提振总需求。一季度，财政收入承压，但财政支出强度与进度实现双提升。财政部数据显示，一季度一般公共预算收入同比下降1.1%，但支出增长4.2%；政府性基金预算收入同比下降11%，但支出增长11.1%；一般公共预算完成全年支出进度的24.5%，高于过去5年同期平均水平。从结构上看，一季度社会保障和就业支出增长7.9%、教育支出增长7.8%，重点领域支出增速远超整体水平。今年赤字率达到4%、新增政府债券11.86万亿元，均创下历史新高。从预算看，今年一般公共预算收入预计增长0.1%，但支出增长4.4%；政府性基金预算收入预计增长0.7%，但支出增长23.1%。更加积极的财政政策发挥了稳定汇率及汇率预期的作用。

七是5月7日公布金融一揽子政策。5月7日，央行负责人宣布推出一揽子货币政策措施，主要包括下调政策利率0.1个百分点，下调结构性货币政策利率0.25个百分点，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，降低存款准备金率0.5个百分点，设立5000亿元服务消费与养老再贷款，加大消费重点领域低成本资金支持，增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款，增加支农支小再贷款额度3000亿元，优化两项支持资本市场的货币政策工具，就是将证券投资基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增值再贷款3000亿元等。央行明确指出，本次降息不会给人民币汇率带来贬值压力。过去一段时间的人民币走势已反复证明，经济基本面而非中美利差，才是决定人民币汇率的最主要因素。一揽子金融政策支持稳市场稳预期，包括稳定资产价格。稳定资产价格是实现短期跨境资本流动稳定的关键手段之一，短期跨境资本流动的稳定对于人民币汇率的稳定性具有积极作用。

三、人民币汇率未来走势影响因素及应对

人民币汇率未来走势影响因素主要包括以下五点。

第一，中美“禁止性关税”未来协商的情况（世纪大博弈）。协商情况主要取决于两大因素。一是美国评估供应链的情况。美国提出了90天的暂缓期（至7月10日）用于评估其供应链情况，我们需要观察美国与贸易对象之间的关税谈判结果，重点是欧盟、东盟和英、日、韩等。当地时间5月8日，美国总统特朗普和英国首相斯塔默宣布，美国和英国达成自对等关税政策以来的首项贸易协定，美国仍保留对英国的10%基线对等关税，英国将对美商品关税从

5.1%降至1.8%。二是美国经济情况，主要包括通胀和劳动力市场就业状况。5月份美联储维持不变，表明美国通胀和就业之间的平衡性还未打破。由于难以判断关税对美国通胀的冲击是一次性还是永久性，美联储会更加关注失业率指标（4月份失业率4.2%），长期失业区间3.9-4.5%，若失业率未触及4.4%左右的水平，美联储降息的可能性较低，所以我们重点需要关注7月份的美联储决议。

上述两大因素可能在短期中决定美国与中国关税谈判协商的态度。若美国评估供应链后发现难以找到替代来源，美国则需下调对华关税；反之，若评估结果显示替代可行，其态度可能趋于强硬。从美国经济情况角度来看，若关税导致通胀显著上行，且对劳动力市场造成不利影响，则美国对关税的态度可能改变；反之，若通胀保持在容忍区间，失业率亦未显著上行，其对关税的强硬立场可能维持。

第二，中国贸易顺差的变化情况。今年1-3月，商品贸易顺差2729.67亿美元。出口同比增长5.8%，进口同比下降7.0%，进出口同比增长0.2%。1-3月，来自美国的商品贸易顺差766.47亿美元，占总顺差的28.08%。对美出口1156.16亿美元，占总出口13.54%。与美国进出口总额1545.85亿美元，占总进出口的10.78%。根据海关最新数据来看，4月中国以美元计价出口同比增长8.1%，进口同比下降0.2%，贸易顺差为961.8亿美元。4月中国对美国出口330.24亿美元，同比下降21%；自美国进口125.66亿美元，同比下降13.8%；对美国顺差204.58亿美元，同比减少24.8%。由于对美出口规模下降，中国出口对美国市场的依赖度降至10.46%。所以，对美出口占比与贸易顺差占比之间存在不对称，未来贸易顺差总量可能会因为4月份的禁止性关税而缩小。但由于我国外汇储备规模较大，即使贸易顺差收窄，仍可以通过其他措施确保跨境资本流动的平稳性。

第三，中美利率“倒挂”收窄的情况，预计大幅度“倒挂”还会持续较长时间。若美联储在今年下半年启动降息，尤其在美国经济压力加大、降息幅度较大情况下，人民币将会出现一定的升值。

第四，资产价格情况。金融一揽子政策的关键部分之一是稳资产价格，其意义在于稳定跨境资本流动和货币的相对平稳。

第五，经济基本面。2025年4月25日召开的中共中央政治局会议提出，“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，将稳就业置于首位有助于稳定居民收入，形成稳消费的基础，从而稳定经济基本面，这是汇率稳定的根本支撑。

未来人民币汇率走势存在较大不确定性，因为特朗普提出的90天暂缓期涉及70多个国家，可能出现多种复杂情况。具体来看，可能出现以下四种情形：一是美国与70多个国家协商成功，且美国经济由于投资支撑潜在增长率上升，利率维持在高位；二是美国经济显著下行，且美国与重要贸易伙伴协商多数不成功；三是中美贸易协商谈判进展小，甚至没有进展；四是中美贸易协商谈判超预期，关税协商谈判取得“双赢”显著成果。

美国市场资产价格处于估值高位，超预期和不及预期的信息脉冲都可能引发资本流动，即美国目前的资产价格与经济基本面已接近吸纳全球美元资金的饱和状态，如要继续吸引资金流入，需依赖超预期政策和经济结果；否则，全球美元资金可能重新分布，对全球外汇市场造成波动性风险。如果出现的第一种情况和第三种情况（美国与其他国家谈判成功但中美谈判进展有限），那么人民币将面临贬值压力，应对方法是稳资产价格和结汇售汇，加码政策力度。如果出现的第一种情况和第四种情况（美方多边谈判成功，中美谈判超预期），人民币汇率将保持基本稳定，经济基本面相对平衡。如果出现第二种情况和第三种情况（美方经济下行、多边谈判和中美谈判进展较小），即关税形势整体疲软，人民币汇率将保持基本稳定。如果出现第二种情况和第四种情况（美国经济下行，多边谈判多数不成功但中美谈判成功），人民币将面临升值压力，尽管这种结果出现的概率不算高，但仍需警惕其带来的短期升值超调风险。

上述分析尚未纳入美联储未来降息的不确定性。如按照当前市场预期，美联储全年降息幅度达75个基点，超过其年初在经济预测摘要中设定的50个基点目标，则美元将进一步贬值。此时，人民币将面临显著的升值压力，甚至可能出现阶段性升值“超调”。**整体来看，人民币未来将保持基本稳定，我们要重点防范阶段性贬值“超调”和阶段性升值“超调”扰乱基本稳定的预期。**与美元汇率保持基本稳定是应对未来不确定性的关键策略，在我国贸易顺差预计收窄的背景下，保持金融汇率稳定既有助于稳定跨境资本流动，也能在美元走弱时实现人民币对一篮子货币的相对贬值，增强出口竞争力，从而助力经济增长。

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“人民币汇率走势有哪些特点？人民币汇率走势的影响因素有哪些？人民币汇率未来走势怎样应对？”展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，美国加征关税冲击了全球经济与贸易体系，破坏了原有在全球化背景下形成的资源合理配置机制，导致各国转向贸易保护主义，进而抑制资源配置效率，加剧全球经济衰退风险。对美国而言，其经济高度依赖国际贸易和国际金融体系。美元作为世界货币，美国通过贸易逆差实现美元输出，维持其货币霸权地位。若无贸易逆差，美元难以流向全球。因此，美国的贸易逆差实际上是美元霸权的必然结果，而推行关税战并意图实现贸易平衡，本质上是一种逻辑矛盾。同时，美国自身经济也会受到影响，美元资产价格下跌，国际资本流向发生变化，一部分资金投向欧洲和亚洲市场，导致美元面临贬值压力。

贸易战初期，人民币汇率曾面临贬值冲击，但随后迅速企稳甚至反弹，显示出汇率波动中不仅受到外贸因素影响，也受国内经济基本面和美元走势共同作用。特朗普关税政策缺乏一致性与规则性，其操作具有高度个人化和情绪化特点，随时可能调整关税政策。更深层次来看，美国有意推动与中国脱钩，认为这是应对中国崛起、维护美国全球主导地位的重要途径。在此背景下，人民币汇率政策虽提出“锚定一揽子货币”，但实际上仍以美元为主，外汇储备资产中美元占比高，尽管近年来已有所下降。由于美元资产相对稳健，中国仍需维持一定数量的美元储备。**整体而言，预计人民币汇率将保持双向波动，不太可能出现大幅度贬值，具有一定的稳定性。**

中国银行研究院院长**陈卫东**认为，美国关税战颠覆了二战以来确立的全球经贸规则，成为百年未有之大变局中的关键事件，因此人民币与美元汇率的变化难以用传统框架加以解释。汇率本质是两种货币的相对定价，人民币汇率不仅受自身因素影响，也取决于美元走势。当前美元仍居全球货币体系主导地位，而美国政策正引发全球贸易与货币体系重塑，研究人民币汇率走势必须首先关注美元格局及其潜在变化，尤其是当前正影响美元走势的三大结构性因素：一是美国与各国关税谈判的进展；二是“海湖庄园”协议的推进；三是美元格局的制度性变化。

人民币汇率变化受多重复杂因素影响，短期内外部政策不确定性加剧市场预期波动，汇率波动更为频繁。目前美元贬值压力较大，其他货币面临一定升值可能。经济基本面总体稳健，是人民币汇率稳定的重要基础。同时，随着美元信用减弱，人民币跨境使用场景日益丰富，国际吸引力不断增强，人民币资产正获得更多关注。资本流动中的支撑因素也在逐步积

聚，人民币国际化潜力将随着全球多边规则的重构持续释放。从政策角度看，汇率是宏观经济平衡的重要指标，需坚持四方面策略：一是稳住经济基本面，稳定市场预期；二是积极应对美方可能提出的无理要求与打压；三是强化外汇市场调节能力；四是推动完善全球货币体系改革。

中银证券全球首席经济学家**管涛**指出，尽管今年中美经贸摩擦烈度已超过特朗普第一任期，双边关税累计加征超100%，接近实质性贸易禁运，但人民币对美元汇率仍保持基本稳定，甚至略有升值，超出市场预期，主要原因包括特朗普上任百日频繁挥舞关税大棒，严重破坏多边贸易体系，引发美元信用危机；人民币汇率的阶段性回调部分提前释放“特朗普关税”回归所带来的预期压力；“中国资产重估”预期升温，吸引资本回流，支撑人民币汇率；政府对外部新一轮打压遏制有预判、有预案等。

当前人民币汇率具备四方面支撑力量。**第一，特朗普关税反噬美国经济。**若关税政策导致美国经济放缓、失业上升，美联储大概率将重启降息。考虑到其降息空间更大（通常为25个基点甚至更高），这将削弱美元、支撑人民币。**第二，美元信用危机仍未解除。**由于关税限制美元通过贸易逆差输出流动性，市场对美元资产的信心受挫。此外，特朗普对美联储独立性的干预和资本管制传闻导致美元面临持续下行压力。**第三，中美经贸对话重启释放积极信号，有助于缓解市场紧张情绪，阶段性利好人民币汇率。****第四，中国政策储备充足，有效稳定市场预期。**面对外部冲击，中国政府早有预判和应对，年初已将“防范外部风险”列入工作重点。随着新一轮金融和宏观政策陆续出台，人民币汇率的政策支撑正不断增强。

上海交通大学上海高级金融学院教授，美联储原高级经济学家**胡捷**认为，我们正处于一场深刻的全球格局重构中，全球化的“游戏规则”正发生根本性转变，其背后的驱动力主要包括三个维度：国家安全、文明价值观、经济利益。三个维度排序的变化决定了全球化的阶段性特征。全球化2.0自2018年中美贸易战爆发以来逐步确立，逻辑顺序彻底翻转：国家安全优先、文明价值观第二、经济利益退居其后。因此，中国需加快出口市场多元化，扩大内需，同时推动企业加速国际化战略。在微观层面，企业也需适应全球秩序的新逻辑。在关税政策方面，进入特朗普2.0阶段，关税手段扩展为一种全面的战略博弈工具，甚至可称为“对等关税”驱动下的“三高”策略（高关税、高补贴、高壁垒）。

在这一背景下，当前人民币汇率走势难以作出明确判断，最关键的不确定性在于中美关税战的最终走向。如果关税长期高企，将对我国出口导向型经济造成较大冲击，影响就业和

产业链稳定；若博弈达成“对等关税”，特别是较低水平的对等关税，反而可能带来新的平衡。人民币汇率受三个“差”的影响：**一是利率差**，当前中美利率均存在下行预期，但美联储降息空间更大，基础利率约在4.2%-4.5%，而我国已处低位，人民币汇率有一定支撑；**二是贸易差**，当前汇率是在中国对美顺差预期下形成的，未来顺差可能缩小，这将对人民币形成贬值压力；**三是投资差**，包括FDI和二级金融市场投资，与美国相比，中国金融市场对外开放还需要提高，进一步增强吸引力。此外，人民币汇率并非完全由市场决定，政府调控因素不可忽视，汇率形成机制还需要进一步市场化。

关税战对人民币汇率双向影响

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、
联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第104期）上的发言

汇率本质上是货币的相对价格，是一种货币对另一种货币的价值交换。货币定价的影响因素较多，既受本国经济发展水平和货币发行量影响，也受货币供求关系影响。具体到美元对人民币汇率，考虑到美元是国际货币，以及特朗普主要为削弱中国而开打关税战，美元对人民币汇率的影响因素更加复杂。在当前国内外形势下讨论美元对人民币汇率，就应主要分析两个问题：一是美国开打关税战后，美元本身对其他国家货币的汇率变动情况，二是在关税战影响下，美元对人民币汇率的变动情况。

一、关税战不可能在消除贸易逆差的同时维持美元强势，相反还可能带来美元贬值压力

美元作为全球储备货币背景下，美国通过关税战消除贸易逆差是伪命题。美国是全球化水平最高的国家，国际金融和国际贸易是其赖以发展的重要领域。“二战”后美国构建了以美元为核心的全球货币体系，美元成为世界货币，美国通过印发美元换取全球货物，收取铸币税的同时向全世界输出美元。从这个意义上讲，美国所谓的贸易逆差实际上是美元霸权的必然结果，或者说是美国国家优势的重要体现，如果美国没有贸易逆差了，美元将无法流向全世界，也就无法维持美元霸权。所以，维持美国的贸易逆差是美元输出的重要途径，美国既无可能、也不愿意和每个国家都成为贸易顺差国，美国试图通过关税战和全世界每个国家都达成贸易平衡是一个伪命题，关税战无法在实现美国贸易平衡的同时维持美元霸权。

虽然从经济学理论上来看，提升关税会导致本币升值，但从对经济基本面的影响上看，关税战反而会对美元造成贬值压力。通常情况下，对他国加征关税后进口货物价格上升，本国会减少对外国货物的需求，即减少进口，因而对外币的需求下降，导致本国汇率上升。因此，从价值交换的角度来看，提升关税会导致美元升值。但从实际情况看，关税战的力度和范围较大且超预期，使得美国经济受到较大冲击，美元资产价格下行，反而对美元产生贬值压力。美国发起关税战，对全球经济贸易造成较大冲击，降低资源配置效率。过去，在全球

化和正常的关税约定下形成了资源合理配置机制，有助于提升资源配置效率，推动各国经济发展。但关税战后各国可能会更倾向于贸易保护主义，降低了全球资源配置效率，客观上会导致经济衰退。过去在全球资源合理配置时，西方国家，尤其是美国形成了大量浪费型消费，中国出口到美国的很多商品，如家具、鞋帽、服装、箱包等都属于这一类型。全球经济衰退下这类浪费型消费将会压缩，造成全球需求萎缩，进一步造成全球经济下行，并冲击美国经济，造成美元资产价格下降，资本流向欧洲甚至中国香港等其他发达国家和地区，对美元需求下降，美元产生了一定的贬值压力。

因此，关税战对美元币值可能产生双向影响，不能简单地通过经济学理论进行判断，而是要考虑各种影响因素，并分析哪个因素处于主导地位，才能更好地判断美元币值的走势。从实际情况来看，关税战后美元指数大致呈下行趋势，意味着市场可能更加担忧关税战对美国 and 全球经济的冲击。

二、美国关税战的核心是构建更有利于美国的全球经济贸易新格局，同时企图定向打击中国

美国发动关税战有推动制造业回流的考虑，但更重要的意图在于应对来自中国的威胁，实现美国“再伟大”。制造业回流是特朗普对当前美国产业结构判断下的重要举措，也是关税战的目的之一。由于当前美国的部分零部件仍依赖中国，如果出现大型战争，美国可能无法生产完整的坦克、军舰，在全球意识形态、政治和军事对峙下，美国试图通过关税战推动制造业回流，以保障国家安全。

美国的“再伟大”不仅包含做强自己，还包含打击中国，这也是此次关税战的主要目的。虽然现在美国仍是世界第一强国，但伴随中国的崛起，美国感受到了威胁，需要“再伟大”。在过去的世界经济政治格局下，通过将改革开放和体制优势相结合，中国在短期内迅速崛起，经济总量快速接近美国，甚至很多人判断中国的 GDP 总量能够在很短的时间内超越美国。除了经济领域，中国在其他领域也对美国构成了强烈挑战。因此美国认为，过去的世界经济政治格局更有利于中国而非美国。但实际上，美国也从过去的世界经济政治格局中获益，例如，1995年日本人均 GDP 达到了美国的1.5倍，而2023年日本的人均 GDP 则下降到了美国的40%。因此，在过去的世界经济政治格局下，大部分国家的经济发展水平相对于美国是在削弱的，

只有中国的经济发展水平相对于美国是增长的。因此，美国“再伟大”的核心就是遏制中国发展。

在上述背景下，美国向全世界发动关税战，并向中国加征145%的高关税，不仅是特朗普个人性格和民粹主义的结果，更是美国高层综合考量下的战略决策。2018年我参加了一个中国智库团访美活动，通过这次活动我意识到，对于中美贸易脱钩的利弊、结果，以及美国是否能承受这样的成本，美国是进行过推演的，因此中美贸易战不是简单的民粹主义和个人情绪下的产物，而是美国高层打击中国的重要战略。即便关税战会使得美国遭受一定损失，但只要能逆转过去中国对美国的相对增长态势，实现对中国优势的扩大，也是一个退而求其次可接受的结果。实际上，对中国的高额关税可能客观上导致中国商品完全不能进入美国，这对当前美国依然高企的通胀压力是雪上加霜，可以预期这个不可理喻的高关税会通过谈判有望降低至可以保持正常贸易往来的水平。

认清美国发动关税战的目的，就能正视关税战下我们所面临的复杂性和艰巨性，不能对短期的局部关系缓和以及经贸合作盲目乐观。特朗普对全球发动关税战，造成美国和其他国家的经济关系紧张，此时我们和欧洲、日韩等国家和地区的关系看起来有所缓和，并达成了一些合作，但这可能仅仅是这些国家和地区与美国谈判的筹码和技巧，并不具有长期性。最悲观的情形是，美国最终与欧洲、日韩、东盟等国家和地区达成互惠条件，以换取其对中国实行高关税，最后形成通过高关税把中国排除在外、美国与其他国家达成新的贸易平衡的局面。与此同时，我们现在正在跟美国进行谈判，虽然可以对谈判结果有所期待，但鉴于美国发动关税战的目的尚未实现，因此不能盲目乐观，仍要抓紧时间“做好自己的事”。

三、关税战下人民币币值变动较为复杂，总体将保持稳定

外贸并不是影响人民币汇率变动的唯一因素。长期以来，中国是美国的主要贸易顺差国，因此加征关税客观上对中国的出口造成了较大打击。尽管1-4月中国的出口情况显示了一定的韧性，但实际上还是造成了很多企业外贸订单减少。出于对中国外贸和经济增长的担忧，在关税战开始之初人民币汇率呈现恐慌式下跌，但很快又稳住，甚至实现了反弹。所以从人民币汇率的表现来看，中国国内经济基础仍然较为稳健，仅受外贸这一个因素的影响并不足以造成人民币汇率持续单边下行，但仍需警惕中美贸易实质性脱钩对人民币汇率走势的影响。

关税战对人民币汇率的影响较为复杂。一方面，人民币贬值虽然可应对出口压力，但可能产生倾销嫌疑。面对关税战带来的出口压力，人民币贬值可以提升中国出口产品竞争力，但中国是一个出口大国，人民币贬值可能会导致中国廉价商品冲击国外相关产业，产生倾销嫌疑，进而遭到其他国家的抵制。因此在全球贸易角度来看，实现人民币贬值并不容易。另一方面，美元仍是全球主要外汇储备货币，抛售美元提升人民币对美元汇率空间不大。当前，中国的外汇储备主要是以美元为主，虽然近年来在中国外汇储备中美元所占的比重有所下降，但由于美元与其他货币币值相比更加稳定，因此从商业角度来说，在外汇储备中仍要保有一定的美元。虽然在全球化大背景下我们也想推动全球货币格局、全球储备货币格局和全球结算体系变化，但目前尚未成功。因此，在当前关税战的背景下，虽然我们希望将抛售美元作为一种手段为后续的谈判和竞争增添筹码，但当前美元在中国外汇储备中的比例已经降低至临界点，再下降的空间并不大。

总之，关税战具有长期性、复杂性和艰巨性，对美元对人民币汇率的影响也较为复杂，人民币升值和贬值的可能性并存，但从实际情况来看，中国外贸和经济发展仍具韧性，人民币汇率保持稳定的基础仍存，综合判断未来美元对人民币汇率可能保持在目前7.3左右的合意水平上波动。

人民币汇率的韧性与博弈：中美关税战下的市场逻辑与企业应对

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第104期）上的发言

一、人民币汇率在高压环境下保持稳定的内外因分析

尽管今年中美经贸摩擦烈度已超过特朗普第一任期，双边关税累计加征超100%，接近实质性贸易禁运，但人民币对美元汇率仍保持基本稳定，甚至略有升值，超出市场预期。其原因主要包括外部与内部两方面。

1、外部因素

特朗普上台后未兑现市场预期的减税与放松监管，反而推出关税、移民、政府重构等政策，市场从“特朗普交易”转向“特朗普衰退”预期，叠加美元信用危机，导致美元大幅贬值，为人民币汇率提供支撑。去年“特朗普交易”曾推高美元全年升值7%，但今年1月20日后转向剧烈震荡。

特朗普上任百日频繁挥舞关税大棒，严重破坏多边贸易体系，引发美元信用危机；同时他施压美联储降息、甚至威胁罢免鲍威尔，损害了美联储独立性。市场还流传“海湖庄园协议”等对外资征税设想，进一步动摇美元资产信心。一季度美股与美元双杀，4月更罕见出现股债汇“三杀”。过去美元是传统的避险资产，2020年疫情期间，美股十天四次熔断，当时美债美股黄金在跌，美元在涨，全球流动性流向美元。而这次美国的股债汇都跌，美元指数年内跌幅超7%，峰值达9%以上，非美货币普遍升值，人民币的相对稳定更多是被动升值的结果。

2、内部因素

去年底人民币汇率的阶段性回调已部分提前反映了“特朗普交易”回归所带来的关税预期压力。去年三季度人民币一度升至7元附近，四季度因特朗普竞选期间提出对华加征高关税

的威胁，汇率下行至7.3元附近。人民币回撤部分提前定价了特朗普关税的影响，释放压力并收敛预期。

春节前后，中国接连出现《哪吒2》、DeepSeek、宇树机器人等现象级事件，提振了市场对中国科技创新与经济复苏的信心，“中国资产重估”预期升温，吸引资本回流，支撑了人民币汇率。

政府对外部新一轮打压遏制有预判、有预案。去年年底，中央经济工作会议明确把防范化解外部冲击列为2025年经济工作的总体要求，而且做了全面部署。受中美经贸摩擦升级的影响，A股出现一定剧烈震荡，4月8日推出中国版平准基金迅速稳定A股与市场预期。5月7日，“一行一会一局”联合推出增量金融政策，强化政策协调，应对关税冲击。此外，汇率中间价也在关键时点释放出维稳信号，引导汇市预期趋稳。

二、人民币汇率未来走势的四大支撑逻辑

尽管特朗普第一任期的关税战曾将人民币从6.28贬至7.2元，不少机构预测其极限施压将引发人民币大幅贬值，但当前人民币汇率反而具备四方面支撑力量：

一是特朗普关税反噬美国经济。美国前财长耶伦称，特朗普关税是一种“自残式”政策，恐导致经济衰退。IMF与高盛近期均下调了中美经济增长预期，其中美国降幅更大。若美国经济放缓、失业上升，美联储大概率将重启降息。考虑到其降息空间更大（通常为25个基点甚至更高），这将削弱美元、支撑人民币。

二是美元信用危机仍未解除。尽管特朗普在宣布“差额对等关税”后立场略有松动，但仍不断释放关税威胁，继续冲击多边贸易体系。由于关税限制美元通过贸易逆差输出流动性，市场对美元资产的信心受挫。叠加对美联储独立性的干预和资本管制传闻，美元面临持续下行压力。

三是中美经贸对话重启释放积极信号。5月7日，中美宣布将在瑞士举行财长级会谈，标志着经贸关系从对抗走向对话，虽过程曲折，但有助于缓解市场紧张情绪，阶段性利好人民币汇率。

四是中国政策储备充足，有效稳定市场预期。面对外部冲击，中国政府早有预判和应对，年初已将“防范外部风险”列入工作重点。随着新一轮金融和宏观政策陆续出台，人民币汇率的政策支撑正不断增强。

自2022年以来，人民币汇率呈“短涨长跌”走势，市场形成了较强的单边预期。如今形势正发生变化，双向波动的可能性正在增强，主要基于两方面支撑。一方面，**中美经济周期与货币政策分化正趋于收敛。**人民币贬值长期被归因于中美利差“倒挂”，但本质是两国经济状态的不同：美国正产出缺口，经济过热，美联储持续加息缩表，抗通胀；中国负产出缺口，经济偏弱，央行降准降息，稳增长。随着美国经济因特朗普新政面临放缓甚至衰退风险，美联储或将继续降息，其政策空间明显大于中国，若重启零利率或量化宽松，将对人民币形成明显支撑。

另一方面，**市场主体资产负债币种结构正面临调整。**过去单边预期下，企业和家庭普遍增持美元资产、增加本币负债。根据国家外汇局数据，截至去年底，民间对外净负债仅1598亿美元，创历史新低，显示已积累大量外汇资产。一旦汇率转为双向波动，市场结汇意愿将增强，外汇头寸会自然收缩。例如，2023年三季度人民币阶段性升值，银行结售汇从连续13个月逆差转为连续3个月顺差，部分受益于市场结汇动机增强、持汇意愿减弱。类似近期新台币升值也反映出机构对冲美元资产的行为。

三、企业层面汇率风险的应对建议

在当前汇率环境下，**企业必须强化“风险中性”意识。**尽管前述因素在一定程度上利好人民币，但不可忽视的是，不确定性本身就是最大的确定性。美国经济可能展现出超预期的韧性，中美经贸磋商也并非一帆风顺，谈判过程复杂且充满反复。同时，关税对中国经济的实际冲击尚难准确评估，一旦超预期，也可能对人民币汇率带来反向压力。因此，企业应避免单边押注人民币升贬，而应立足主业，强化风险中性意识，做好汇率波动的应对准备。

在操作层面，企业可以通过多种手段进行汇率风险管理。第一，采取自然对冲策略，即通过匹配外汇收入与支出实现收支相抵，降低汇率暴露程度；第二，推动结算币种多元化。在有议价能力的情形下，尽可能推动使用人民币计价与结算，同时在美元不确定性上升的背景下，适度增加非美元币种的使用；第三，合理运用外汇衍生品工具，包括远期、掉期、期权等，对冲可能的汇率波动。尽管当前中美利率“倒挂”可能导致远期结汇价格看起来“不

划算”，但衍生工具的核心价值在于将不确定的汇率风险转化为确定的财务成本，有助于企业锁定预算、稳定运营。

汇率风险管理是专业性极强的工作，企业应聚焦自身主业，避免盲目押注汇率走势。即使是专业金融机构，也难以做到每次都“低买高卖”。正如一则笑谈所说，“在风险可控情况下实现低买高卖”，但真正做到却殊为不易。汇率风险管理重在理性、防御、稳健，应成为企业涉外经营中的常态化策略。

美元秩序裂变下的汇率博弈：人民币如何走出新局？

陈卫东 中国银行研究院院长

以下观点整理自陈卫东在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第104期）上的发言

一、全球规则重构下的美元格局与美元汇率

美国关税战颠覆了二战以来确立的全球经贸规则，成为百年未有之大变局中的关键事件之一，人民币与美元汇率的变化也因此难以用传统框架加以解释。汇率本质是两种货币的相对定价，人民币汇率不仅受自身因素影响，也取决于美元走势。当前美元仍居全球货币体系主导地位，而美国政策正引发全球贸易与货币体系重塑，研究人民币汇率走势必须首先关注美元格局及其潜在变化，尤其是当前正影响美元走势的三大结构性因素。

一是美国与各国关税谈判的进展。总体看，若美国不下调对其他国家的关税，其经济增速将大幅放缓，甚至可能陷入衰退。同时，高关税叠加减税政策将推高通胀并加重债务负担，进一步削弱市场对美债偿付能力的信心，可能引发资本外流乃至美债危机，导致美元贬值。但若美国与主要贸易伙伴达成协议，尽管难以回到过去的经贸格局，仍可能缓解当前失衡局面，带动美元汇率阶段性反弹。因此，美元汇率的未来走势高度依赖于美国关税谈判的进展。

二是“海湖庄园”协议的推进。除关税政策外，特朗普政府有可能推出类似上世纪80年代《广场协议》的“海湖庄园”协议，试图迫使其他国家接受新的汇率与债务安排。其策略是先维持美元强势，以对冲高关税下的通胀影响，通过高关税推动制造业回流，待产业基础巩固后，再推动美元贬值、他国货币升值，以利于美国产品出口，并要求各国减持美短期债券、转为持有长期债券，甚至征收“美债使用费”等附加条件。若该方案落地，将对全球主要货币汇率体系造成深远冲击，是影响美元走势的另一关键因素。

三是美元格局的制度性变化。美国推动“对等关税”和“海湖庄园”协议，实质是在重构二战以来的全球经贸规则，它打破了现有自由贸易体系，也必将冲击美元主导的国际货币架构。其政策核心在于削减美元高估所带来的制造业流失与“特里芬难题”，不再顾及作为国际货币承担的责任。这场制度性变革将重塑全球分工格局、资本流动与主要货币汇率体系，并在短期内引发以下几方面影响：首先，美元资产面临信心冲击，投资者出于对政策不确定

性的担忧可能抛售美元资产。这一现象在五一假期期间已有体现，亚洲多种货币出现显著升值，反映出市场对美元避险功能的动摇。其次，亚洲作为美元外储最集中的地区（持有全球60%以上的美元储备），在“海湖庄园”协议压力下将面临外储结构调整。若大规模减持美元、转向黄金或人民币债券等更具稳定性的资产，将对汇率格局带来重大影响。近期人民币债市吸引了超30亿美元资金流入，即为例证。最后，部分短期套利交易因美元波动放大风险敞口，可能触发强制平仓，从而加剧外汇市场波动，进一步扰乱主要货币汇率的短期稳定。

二、人民币汇率面临的中长期支撑与挑战

人民币汇率变化受多重复杂因素影响，短期内，受外部市场不确定性影响较大，美国政策的高度不确定性加剧了外汇市场的波动，汇率波动更为频繁。目前美元贬值压力较大，其他货币面临一定升值可能。

从中期看，美国高关税对我国出口构成扰动，我国对美出口仍占出口总额的13%左右。我国亟需拓展多元化市场，帮助对美依赖较高的企业分散风险，同时通过扩大内需缓解销售压力。随着出口地域和结构不断优化，出口总体仍有望保持良好增长势头。在推动新质生产力发展过程中我国的比较优势不断增加，从传统劳动密集型产品到“新三样”，在全球市场上具备持续拓展的空间，这将为国际收支结构平衡提供中长期支撑。

我国经济基本面总体稳健，是人民币汇率稳定的重要基础。同时，随着美元信用减弱，人民币跨境使用场景日益丰富，国际吸引力不断增强，人民币资产正获得更多关注。资本流动中的支撑因素也在逐步积聚，人民币国际化潜力将随着全球多边规则的重构持续释放。

三、美元秩序裂变下的政策选择

从政策角度看，汇率是宏观经济平衡的重要指标，关系到整体发展模式。短期内剧烈波动不利于经济稳定，尤其在当前我国企业已面临美国高关税压力的背景下，更应避免汇率超调——无论升值还是贬值。保持汇率相对稳定，有助于维护企业成本可控与预期稳定，从而增强实体经济韧性和竞争力。

为此，需坚持四方面策略：一是稳住经济基本面，稳定市场预期；二是积极应对美方可能提出的无理要求与打压；三是强化外汇市场调节能力；四是推动完善全球货币体系改革。面对美元霸权与责任失衡，全球对国际货币体系的重构需求正在上升。人民币的跨境使用和

国际化进程将在这一变局中发挥关键作用，需加快推进完善跨境支付体系建设等基础性工作、提升金融市场深度和效率，为应对复杂局势打好基础。

全球化2.0下的关税博弈和汇率博弈

胡捷 上海交通大学上海高级金融学院教授，美联储原高级经济学家

以下观点整理自胡捷在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第104期）上的发言

一、百年大变局：全球化2.0倏然而至

在理解当前关税战及其潜在影响时，有必要回到全球化规则演变的底层逻辑。我们正处于一场深刻的全球格局重构中，全球化的“游戏规则”正发生根本性转变，其背后的驱动力主要包括三个维度：国家安全、文明价值观、经济利益。其中，排序的变化决定了全球化的阶段性特征。

全球化1.0阶段（2018年以前），以经济利益优先为核心逻辑，国家安全与文明价值观被相对边缘化。福山1992年在《历史的终结》中提出，世界最终将趋于自由市场与民主政治的融合。当时的美国政策主张认为，经济交往可促使不同国家在价值观上趋同，国家安全环境将越来越好，制度差异可以暂时搁置。

全球化2.0自2018年中美贸易战爆发以来逐步确立，逻辑顺序彻底翻转：国家安全优先、文明价值观第二、经济利益退居其后。美国多位高官公开表达对全球趋同的失望，认为中国并未因市场开放而改变其制度，反而影响了全球资本主义路径。

三大事件凸显这种逻辑转变：一是中美贸易战表面上围绕贸易逆差，实则涉及制造业空心化、科技主导权和制度竞争；二是新冠疫情暴露全球供应链脆弱性，加剧国家安全焦虑；三是俄乌冲突加深了全球阵营分化，联合国谴责俄罗斯的表决结果（141票赞成、5票反对、35票弃权）正是全球价值观导致格局重构的快照。

过去1.0时期，两国只要经济利益有所重叠，安全与价值便可退居二线。在这种时候基本是金钱利益导向的全球化。而在全球化2.0时代，各国更加注重政治安全与制度认同的匹配，在经济利益合作上更为谨慎。国际关系呈现出分化、重组的新趋势，尽管终局未明，但变局已然开启。在这一背景下，中国需加快出口市场多元化，扩大内需，同时推动企业加速国际化战略。在微观层面，企业也需适应全球秩序的新逻辑。

二、透视特朗普：内政、外交、关税战

在内政层面，特朗普1.0时期重视国家安全与制造业基础，主张通过关税实现贸易平衡、产业回流和蓝领就业，同时推动减税激发经济活力。2.0时期在延续既有主张的基础上拓展议题，提出“精兵简政”“黄金绿卡”“主权基金”等措施，旨在提高财政可持续性，强化美元主导地位。此外，特朗普开始更明确地提出与文明价值相关的政治主张，尽管这并非当前讨论重点。

在外交方面，他继续推行“美国优先”，本质并非孤立主义，而是基于“以实力重建国际秩序”的战略设想。特朗普并未放弃全球主导地位，而是在实力回落阶段寻求通过内外调整恢复美国优势。这一逻辑支撑下，2.0时期的政策更加系统，团队配置更为成熟，相较1.0时期的“直觉式”决策更具规划性。

在关税政策方面，特朗普1.0时期提出“三零”目标（零关税、零壁垒、零补贴），关税工具主要针对贸易不平衡和个别国家。进入2.0阶段，关税手段扩展为一种全面的战略博弈工具，甚至可称为“对等关税”驱动下的“三高”策略（高关税、高补贴、高壁垒），但其真实意图仍是通过施压达成更低的贸易壁垒和更对等的制度环境。本质上，关税政策不仅指传统意义上的关税，也包括增值税、出口退税、补贴等广义非关税壁垒。特朗普通过强化这些政策工具，意在推动产业回流，缓解国家安全焦虑，保障蓝领就业并带动财政收入增长。

三、人民币汇率：关税战结局至关重要

关于人民币汇率走势，当前难以作出明确判断，最关键的不确定性在于中美关税战的最终走向。汇率走向将在很大程度上取决于双方在谈判中最终达成的关税水平。如果关税长期高企，将对我国出口导向型经济造成较大冲击，影响就业和产业链稳定；若博弈达成“对等关税”，特别是较低水平的对等关税，反而可能带来新的平衡。

说到关税战博弈何时达成终局以及终局为何，现在仍不明朗。但博弈中有两个关键因素：一是中方面临经济循环模式调整的压力。我们高度依赖出口，需将“体外心脏”功能弱化，更多依靠内循环，这一过程必然对产业和就业造成冲击。二是美方的软肋在于中期选举与四年任期。中期选举明年11月举行，特朗普政府必须在一年内取得阶段性成果，否则恐陷“跛脚总统”困局，这构成美方最关键的博弈筹码。

从特朗普角度看，关税战可能部分达成其目标，无论是贸易平衡、产业回归、蓝领就业还是财政增收。所谓“特里芬难题”，问题不在是否满足全球外储需求，而在能否合理测算并维持这一边界。例如，全球外汇储备每年新增对美元的需求在3000亿 - 4000亿美元，通过贸易逆差满足即可，不构成难题。当下美国1.2万亿美元的逆差超过了这个需求。此外，贸易逆差还伴随投资回流，需综合考虑投资顺差带来的平衡。由此可见，美国并不需要实现零逆差，保留一定逆差也是合理的。

就中美关税而言，未来大概率会达成一个“对等关税”的结果。对中国和美国而言，实现贸易规则对等并非不可接受。中国发展已足够强大，有能力接受对等规则。客观而言，过去1.0时代美国关税本就偏低（约2.5%），而其他国家对其平均关税较高，且隐性壁垒众多。因此如今美国要求对等，全球范围内大多国家可接受。从各国对其关税反制表现看，态度总体也较温和。

至于最终达成何种关税水平，存在两个极端可能：一是对等“三高”，即极高关税；二是对等“三零”，即零关税。更现实的情形是介于两者之间。中国应争取对等低关税，这对全球而言是更为理性的结果。

若如此推演，涉及到的问题很多，不一一展开。简单提一下：美联储目前面临两难局面——通胀与经济下行并存，若关税持续施压经济，可能担心衰退风险大于通胀风险，因此我预期美联储今年降息的可能性较大，但仍需观察。

此处聚焦人民币汇率的讨论。人民币对美元汇率今年总体与美元指数走势呈负相关。美元指数因贸易战压力走低，可理解为全球贸易预期下调压制了对美元的需求。即使这种萎缩尚未完全兑现，仅预期本身就足以压低美元指数。我判断，随着贸易谈判进展显现，美元下行压力将逐步减轻并趋于企稳。

人民币汇率受三个“差”的影响。一是**利率差**，当前中美利率均存在下行预期，但美联储降息空间更大，基础利率约在4.2%-4.5%，而我国已处低位。在这种背景下，人民币汇率受到一定支撑。二是**贸易差**，当前汇率是在中国对美顺差预期下形成的，未来顺差可能缩小，这将对人民币形成贬值压力。三是**投资差**，包括FDI和二级金融市场投资。中国FDI趋于减少，美国FDI受益于关税政策吸引效应而上升，甚至出现2万亿至8万亿投资承诺。这表明全

球资本对美趋向增强。而美国股市占全球市值约50%，金融吸金能力强；相比之下，中国金融市场对外开放有限，吸引力偏弱。

此外，还要考虑政策调控因素。人民币汇率并非完全由市场决定，政府调控意图不可忽视。出口成本上升给汇率政策带来一定压力。在关税战形势未明之时，政府采取相对审慎的观望态度。但一旦博弈结果明朗，为稳出口、保就业，政府可能承受一定汇率下调压力。但若贬值过猛，也可能抑制外资流入，需综合权衡。



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 中国人民大学立德楼1104

Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

