



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

人民币汇率

张明

陈胤默

2023年7月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度2月份发布。

美元指数波动走弱，人民币贬值由内因主导

摘要

2023 年第二季度，随着美联储加息接近尾声，美元指数强势上涨格局逐渐回落，全球外汇市场呈现涨跌互现格局。2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日，美元指数从 102.6 贬值至 99.9，贬值幅度为 2.6%。预计今年下半年，美元指数与长期美债利率总体上仍将维持高位盘整态势。

2023 年第二季度，日元兑美元汇率整体呈现贬值态势。从 2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日，日元兑美元汇率从 1 美元兑 132.81 日元贬值至 1 美元兑 138.71 日元，贬值幅度为 4.4%。未来一段时间，日本央行和美联储货币政策变动对美日利差的影响，仍是日元兑美元汇率变动的主要影响因素。

2023 年第二季度，人民币兑美元汇率破 7，引发市场高度关注。对比 2022 年人民币兑美元汇率贬值原因发现，2022 年、2023 年 2 月、2023 年 5-7 月这三波贬值有着较强的异质性。2022 年、2023 年 2 月的两波贬值，人民币兑美元汇率与有效汇率、美元指数、美中利差、资本流动的相关性更强，即外因是驱动人民币兑美元汇率贬值的主导型因素；2023 年 5-7 月第三波贬值，人民币汇率与上述变量之间的相关性明显减弱，内因（中国经济增长动力放缓）是人民币兑美元汇率贬值的主导型因素。

2023 年下半年，内因仍是主导人民币兑美元汇率走势的重要因素。在乐观情景下，如果中国经济环比增速在 2023 年下半年显著走强，那么人民币兑美元汇率有望止跌回升，

本报告负责人：张明

本报告执笔人：

- 张明
中国社会科学院金融研究所副所长
国家金融与发展实验室副主任
- 陈胤默
国家金融与发展实验室国际货币体系研究中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

2023 年年底或在 6.6-6.8 的区间内波动。在悲观情景下，如果中国经济环比增速在 2023 年下半年继续走弱，那么人民币兑美元汇率可能继续贬值，2023 年年底或在 7.2 上下。

目 录

一、全球外汇市场基本情况概览	1
(一) 全球外汇市场总体情况	1
(二) 美元指数走势	1
(三) 日元兑美元汇率走势	2
二、2023 年第二季度人民币兑美元汇率贬值原因分析	3
(一) 2023 年第二季度人民币兑美元汇率走势	3
(二) 2022 年以来人民币兑美元汇率贬值原因对比分析	4
(三) 2023 年 5-7 月人民币兑美元汇率贬值原因分析	7
(四) 中国央行政策工具使用情况	7
三、汇率走势预测	8

一、全球外汇市场基本情况概览

（一）全球外汇市场总体情况

2023 年第二季度，随着美联储加息接近尾声，美元指数强势上涨格局逐渐回落，全球外汇市场呈现涨跌互现格局（见图 1）。2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日，美元指数贬值了 2.6%，日元、人民币、泰铢分别兑美元贬值了 4.4%、3.8% 和 1.7%。瑞士法郎、英镑、欧元、韩元等国家的货币兑美元呈现升值行情，分别兑美元升值了 6.0%、6.0%、3.7% 和 2.9%。加元、澳元、瑞典克朗、新西兰元等国家（地区）的货币兑美元呈现小幅贬值行情。

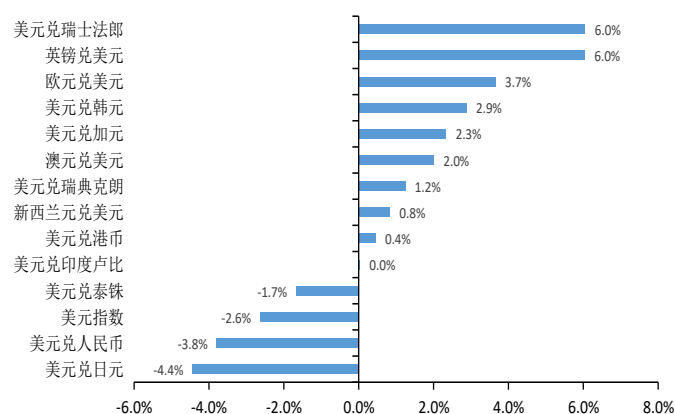


图 1 全球主要货币变化率（2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日）

数据来源：Wind。

（二）美元指数走势

2023 年第二季度，美元指数总体在 99-105 的区间内波动（见图 2）。2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日，美元指数从 102.6 贬值至 99.9，贬值幅度为 2.6%。2023 年 7 月 13 日，美元指数跌至 99.76。这是美元指数自 2022 年 4 月 12 日以来首次跌破 100。

笔者在《【NIFD 季报】2023Q1 人民币汇率》¹中，预测美元指数在 2023 年第二季度总体于 95-105 的区间内运行，短期内，美元指数存在降至 100 的可能，但是会快速回调至 100-105 区间。美元指数在 2023 年第二季度的走势基本符合笔者预期。

¹ 张明、陈胤默：《国际银行业动荡加剧，外汇市场震荡调整——2023 年第一季度人民币汇率分析报告》国家金融与发展实验室人民币汇率季度分析报告，2023 年 4 月。

2023 年第二季度，美元指数在波动中走弱的原因在于：第一，美元指数的六大构成货币呈现升值行情。美元指数由六大货币构成，币别指数权重分别为欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）。2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日，除了日元兑美元汇率贬值外，英镑、瑞士法郎、欧元、加元、瑞典克朗对美元分别升值了 6%、6%、3.7%、2.3%和 1.2%。第二，美国通货膨胀大幅下降，美联储加息节奏将放缓或暂停。2023 年 6 月，美国 CPI 同比增长 3%。相较于 2022 年 6 月的高点，美国通货膨胀率呈现大幅下降趋势。但美国核心 CPI 同比增长 4.8%，仍处于相对高位。笔者认为，不要对美国核心通胀数据的回落过于乐观。未来一段时间，美联储仍会坚持将通货膨胀率恢复到 2%的目标上。但美联储加息节奏将明显放缓或将暂停加息。即便美联储在 2023 年未来两个季度仍将加息 1-2 次，但已基本见顶。笔者认为，未来一段时期，美元指数与长期美债利率总体上仍将维持高位盘整态势。2023 年第三季度，美元指数总体有望在 95-103 的区间内运行。



图 2 美元指数走势

数据来源：Wind。

（三）日元兑美元汇率走势

2023 年第二季度，日元兑美元汇率整体呈现贬值态势（见图 3）。从 2023 年 3 月 31 日至 7 月 17 日，日元兑美元汇率从 1 美元兑 132.81 日元贬值至 1 美元兑 138.71 日元，贬值幅度为 4.4%。2023 年 6 月 29 日，日元兑美元汇率跌至 1 美元兑 144.80 日元的低点，相较于 2023 年 3 月 31 日贬值幅度高达 9%。

美日利差与日元汇率走势呈现显著的正相关关系。日本央行和美联储货币政策变动会影响美日利差变动，进而对日元汇率变动产生影响。2023 年第二季度，

日本央行新任行长植田和男上任并未对日本货币政策进行重大调整，而是采取“按兵不动”策略，将基准利率维持在-0.1%，继续实施量化宽松（QQE）和收益率曲线控制（YCC）。与此不同的是，日本和美国货币政策方向持续背离。2023年5月，美联储将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5%至5.25%的水平。这是自2022年3月以来，美联储连续第十次加息。受此影响，美日利差在2023年第二季度持续走高，整体在2.8%至3.7%的区间内波动。

笔者预计，2023年第三季度，日本央行仍将“按兵不动”，继续实施宽松货币政策刺激经济增长。美联储将放缓加息步伐，或将暂停加息，美日利差预计仍将维持当前的波动区间。未来一段时间，日元兑美元汇率仍存在一定的贬值压力。2023年第三季度，日元兑美元汇率大致在130至145的区间内波动。

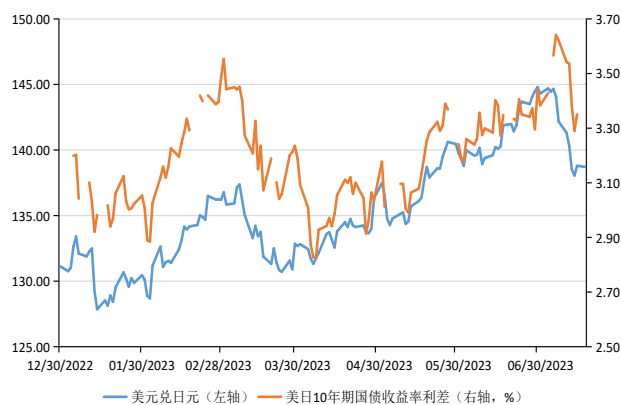


图3 美元兑日元汇率与美日利差

数据来源：Wind。

二、2023年第二季度人民币兑美元汇率贬值原因分析

本部分首先回顾人民币兑美元汇率在2023年第二季度走势；其次，分析2022年以来人民币兑美元汇率三波贬值原因；再次，重点分析2023年5-7月人民币兑美元汇率贬值原因，最后，分析中国央行政策工具的使用情况。

（一）2023年第二季度人民币兑美元汇率走势

2023年第二季度，人民币兑美元汇率整体呈现贬值趋势（见图4）。2023年3月31日至7月17日，人民币兑美元汇率中间价从6.8717贬值至7.1326，贬值幅度为3.8%。2023年5月19日，人民币兑美元汇率中间价年内首次破7。2023年6月1日至6月30日，人民币兑美元汇率中间价连续跌破7.1与7.2。

2023年6月30日，人民币兑美元汇率中间价贬值至7.2258低点。人民币兑美元汇率的下一个关键的点位是7.2555。这既是2022年11月4日的人民币兑美元汇率中间价，也是自2015年“811汇改”以来人民币兑美元汇率中间价的最低点。一旦跌破这一点位，那么人民币兑美元汇率就将跌回2008年1月的水平，达到过去15年内的新低。

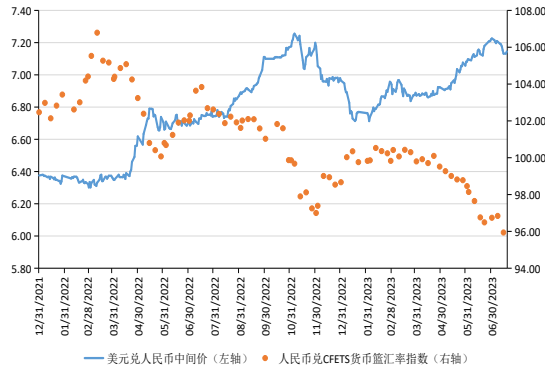


图4 人民币兑美元汇率中间价与人民币兑CFETS货币篮汇率指数

数据来源：Wind。

（二）2022年以来人民币兑美元汇率贬值原因对比分析

2022年至今，人民币兑美元汇率出现三波大幅贬值。第一波为2022年3月1日至2022年11月4日，人民币兑美元汇率中间价由6.3014下降至7.2555，贬值幅度高达15.1%；第二波为2023年2月2日至2月27日，人民币兑美元汇率中间价由6.7130下降至6.9572，贬值了3.6%；第三波为2023年5月11日至6月30日，人民币兑美元汇率中间价由6.9101下降至7.2258，贬值了4.6%。

笔者认为，人民币兑美元汇率第三波贬值原因与前两波不相同。前两波贬值主要是外部原因所致，美元指数显著走强与美中利差扩大是主因。2023年5-7月第三波贬值主要是内部因素所致，中国经济增长动力放缓是主因。上述结论可以从人民币兑美元汇率与有效汇率、美元指数、美中利差、资本流动的相关性强弱的分析中得出。

从有效汇率视角分析，前两波贬值仅是人民币兑美元贬值，第三波为人民币对美元和对货币篮同时贬值。具体而言：2023年3月31日至7月14日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数从99.8降至95.94，贬值幅度为3.9%（见图4）。2023年7月14日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数下跌至95.94，与2023年

上半年高点(2023年2月10日的100.53)相比下跌了4.6%,与2022年高点(2022年3月11日的106.79)相比下跌了10.2%,与2022年最低点(2022年11月30日的97)相比还下跌了1.1%。换言之,在2022年和2023年2月的两波贬值期间,人民币仅对美元贬值,对货币篮并未显著贬值。而在2023年5-7月,人民币对美元和对货币篮同时显著贬值,这说明该时期内人民币汇率是在全面走弱。

从美元指数视角分析,2022年、2023年2月的两波贬值期间,人民币兑美元汇率中间价与美元指数的走势相关性很强。2023年5-7月第三波贬值期间,人民币兑美元汇率中间价与美元指数的走势相关性减弱(见图5)。值得关注的是,在2023年6月上中旬,虽然美元指数明显下行,但人民币兑美元汇率继续显著贬值;更重要的是,虽然2023年6月底人民币兑美元汇率也跌破了7.2,但同期内美元指数的高度明显弱于2022年第4季度。在2023年7月13日,美元指数甚至下降至99.76,但人民币兑美元汇率仍处于7.1527的低位。



图5 人民币兑美元汇率中间价与美元指数

数据来源: Wind。

从美中利差视角分析,2022年至今人民币兑美元汇率中间价变动与美中利差变动相关性较强(见图6)。2022年、2023年2月的两波贬值期间,美中利差变动均基本上领先于人民币兑美元汇率中间价的变动。但是,2023年5-7月第三波贬值期间的后半段,美中利差变动明显滞后于人民币兑美元汇率中间价的变动。换言之,美中利差变动可以有效解释2022年、2023年2月的两波贬值,但不能解释2023年5-7月份人民币兑美元汇率的贬值。

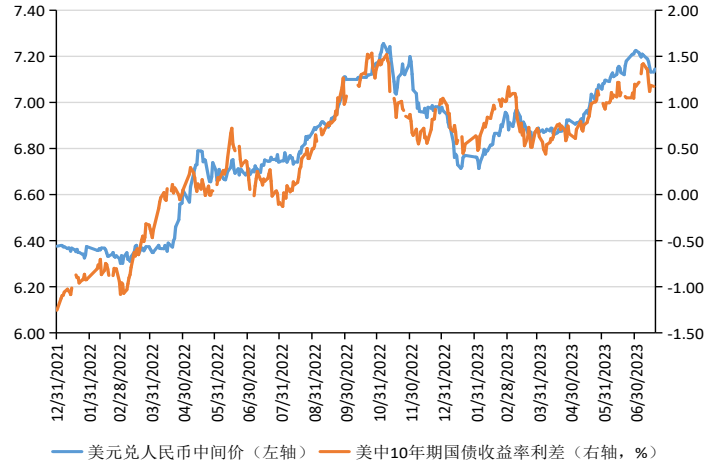


图6 人民币兑美元汇率中间价与美中利差

数据来源：Wind。

从资本流动视角分析，美中利差扩大会影响资本从我国流出，进而给人民币汇率造成较大贬值压力。从国际金融协会（IIF）公布数据来看，2022年人民币兑美元汇率贬值期间，我国遭遇了史无前例的大规模资本流出，且资金从债市流出的规模远大于股市（见图7）。2023年，外资依然是从中国债券市场流出为主。比较来看，2022年与2023年5-7月人民币兑美元汇率虽然都“破7”，但是在2023年5-7月第三波贬值期间，外资从中国债市和股市流出的规模远小于2022年贬值期间的资金流出规模。由此可见，2022年贬值与跨境资本外流有很强的相关性；相对而言，2023年5-7月第三波贬值与跨境资本外流相关性较弱。

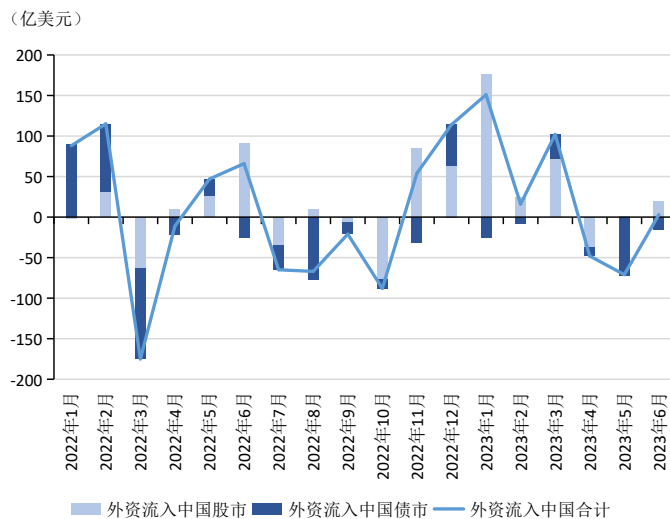


图7 新兴市场资本流动情况

数据来源：国际金融协会（IIF）。

(三) 2023 年 5-7 月人民币兑美元汇率贬值原因分析

笔者认为，外因是人民币兑美元汇率在 2022 年、2023 年 2 月两波贬值的主导型因素，即美元指数显著走强与美中利差扩大所致。内因是人民币兑美元汇率在 2023 年 5-7 月的第三波贬值的主导型因素，即国内总需求不足造成经济增速显著低于潜在增速、经济复苏不及预期，中国经济增长动力放缓所致。具体而言：

第一，从“三驾马车”的增长格局而言，固定资产投资增速的回落最为显著。2023 年 3 月，固定资产投资累计同比增速为 5.1%，其中制造业、房地产、基建三大投资累计同比增速分别为 7.0%、-5.1%与 8.8%。到 2023 年 6 月，固定资产投资累计同比增速下降至 3.8%，上述三大投资累计同比增速分别下降至 6.0%、-6.7%与 7.2%。以美元计价的出口同比增速回落也很显著，由 2023 年 3 月的 11.4%下降至 6 月的-12.4%。虽然受同比因素推动，2023 年 3 月至 5 月的社消零同比增速均超过 10%，但 5 月的增速也从 4 月的 18.4%回落至 12.7%，6 月更是降至 3.1%。

第二，价格指数持续下行。2023 年，CPI 同比增速由 1 月的 2.1%下降至 6 月的 0.0%，核心 CPI 同比增速由 1 月的 1.0%下降至 6 月的 0.4%，PPI 同比增速则由 1 月的-0.8%下降至 6 月的-5.4%。值得注意的是，PPI 同比增速的下降意味着企业真实融资成本的快速提升，这会对未来工业生产与制造业投资产生负面影响。

第三，年轻人失业率持续攀升。2023 年 1 月至 6 月，虽然调查失业率由 5.5%下降至 5.2%，但 16-24 岁群体的调查失业率却由 17.3%上升至 21.3%，创下有记录以来的新高。

第四，高频金融数据显示经济增速下行与内部需求不振。一方面，狭义货币 M1 同比增速由 2023 年 1 月的 6.7%下降至 6 月的 3.1%，M1 与 M2 的剪刀差则由 2023 年 1 月的 5.9%扩大至 6 月的 8.2%。另一方面，2023 年 6 月社会融资规模同比增速下跌至-19%，人民币贷款同比增速小幅增长至 6%。

(四) 中国央行政策工具使用情况

近期，人民币兑美元汇率持续贬值，引发市场各界人士高度关注。人民币兑美元汇率过快贬值可能会引发市场上持续贬值预期，引发外汇市场羊群行为。目前，中国央行有充足的政策工具和政策空间进行应对。例如，中国央行可通过重

启逆周期因子、提高远期售汇准备金、降低外汇存款利率、加强短期资本流出管制等措施来稳定汇率。

当前，中国央行已经陆续启用政策工具来稳定外汇市场。其一，中国人民银行、国家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 1.25 上调至 1.5，于 2023 年 7 月 20 日实施。²其二，笔者测算发现，中国央行有启用逆周期因子的迹象。中国央行目前并不公布逆周期因子。笔者试图用人民币汇率三因子定价模型拟合逆周期因子。当模型拟合出的逆周期因子调节幅度大于 0.5% 时，表示中国央行启用逆周期因子的概率较高。2023 年 6 月底至 7 月初，我们的模型观测到中国央行有启用逆周期因子的迹象，但逆周期因子调节幅度远小于 2022 年 9-11 月人民币兑美元汇率大幅贬值期间的调节幅度（见图 8）。

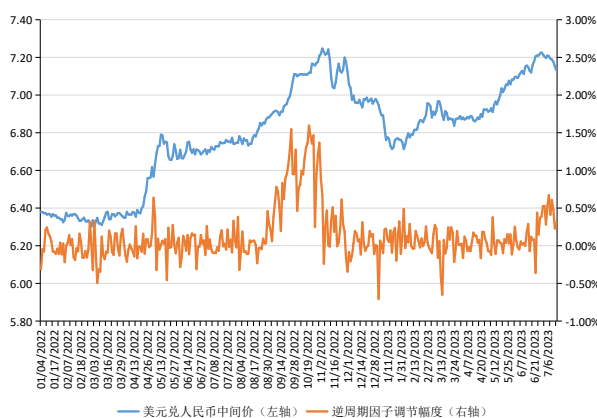


图 8 人民币兑美元汇率中间价与逆周期因子调节幅度

数据来源：Wind、<https://cn.investing.com/>和作者手工计算。

三、汇率走势预测

近期，美国名义通胀数据有所走弱，导致美元指数跌破 100，但不要对美国核心通胀数据的回落过于乐观。预计 2023 年下半年，美元指数与长期美债利率总体上仍将维持高位盘整态势。2023 年第三季度，美元指数预计总体在 95-103 的区间内运行。

随着基期效应的减弱，2023 年下半年中国经济走势很大程度上取决于宏观政策走向。2023 年下半年，内因仍是主导人民币兑美元汇率走势的重要因素。中国经济走势的相对强弱将直接影响人民币兑美元汇率走势。在乐观情景下，如

² 资料来源：中国人民银行官网 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4994743/index.html>

果中国经济环比增速在 2023 年下半年显著走强，那么人民币兑美元汇率有望止跌回升，2023 年年底或在 6.6-6.8 的区间内波动。在悲观情景下，如果中国经济环比增速在 2023 年下半年继续走弱，那么人民币兑美元汇率可能继续贬值，年底或在 7.2 上下。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。