



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

2024年4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、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。

全球货币政策转向 美元指数显著升值

摘要

2024 年年初至今，美元指数在波动中升值，全球主要国家货币兑美元汇率呈现竞贬格局。美元指数六大构成货币兑美元呈现不同程度的贬值。埃及镑、土耳其里拉、阿根廷比索等国家货币对美元出现暴跌。

2024 年 1 月 2 日至 4 月 19 日，美元指数从 102.25 升值至 106.11，升值幅度为 3.8%。美国经济强韧性、通胀处于高位、全球地缘政治冲突上升等是推动美元指数走强的重要因素。2024 年下半年，需要关注特朗普重新胜选美国总统带来的潜在影响。

2024 年年初至今，日元兑美元汇率呈现贬值格局。美日利差变动是日元兑美元汇率变动的主要原因。日本央行未来加息路径将对日元产生直接影响。考虑到美日货币政策转向，尽管近期日元兑美元汇率不升反降，但到 2024 年年底，日元兑美元汇率有望回升至 130-140 上下。

2024 年年初至今，人民币兑美元汇率总体面临贬值压力。受美元指数强劲上涨及国内经济基本面因素影响，人民币兑美元汇率整体在 7.1 至 7.3 的区间内波动。2024 年未来三个季度，人民币兑美元汇率将逐渐企稳并可能适度升值。主要考量在于：一是随着美联储在 2024 年下半年大概率步入降息周期，10 年期美国国债收益率和美元指数均可能在双向波动的前提下温和回落；二是中国经济增长内生动力有所增强、增长预期正在逐渐改善。

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
保险业运行
机构投资者的资产管理

目 录

一、全球外汇市场概览	1
二、美元指数走势分析	1
三、日元汇率走势分析	3
四、人民币汇率走势分析	4

一、全球外汇市场概览

2024 年年初至今，美元指数在波动中升值，全球主要国家货币兑美元汇率呈现竞贬格局（见图 1）。2024 年 1 月 2 日至 4 月 19 日，美元指数从 102.25 升值至 106.11，升值幅度为 3.8%。同期，美元指数六大构成货币兑美元呈现不同程度的贬值。日元、瑞士法郎、瑞典克朗、加元、欧元、英镑对美元分别贬值 8.9%、7.1%、6.8%、3.2%、2.6%、2.0%。面临债务危机、内政变革等危机的新兴市场和发展中国家的货币出现暴跌。诸如，埃及镑、土耳其里拉、阿根廷比索对美元分别贬值 56.2%、9.2%、7.5%。该时期，人民币兑美元汇率呈现贬值格局，贬值幅度为 1.5%。

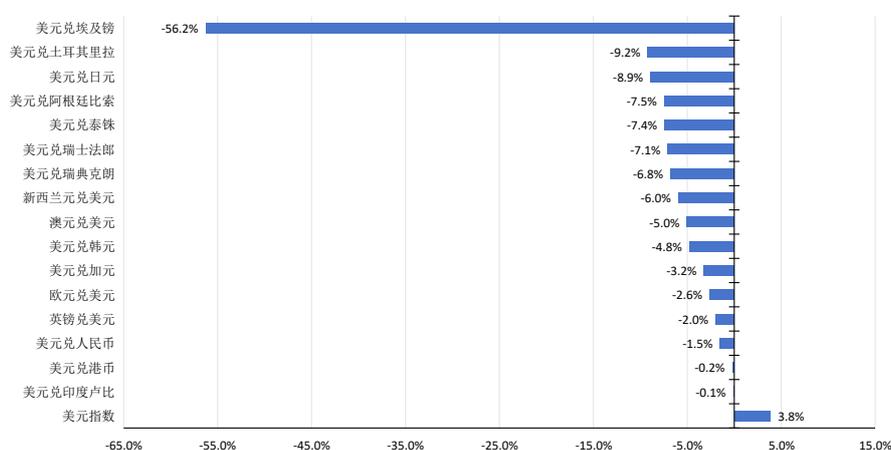


图 1 全球主要货币变化率（2024 年 1 月 2 日至 2024 年 4 月 19 日）

数据来源：Wind，英为财经网。

二、美元指数走势分析

2024 年第一季度，美元指数呈现波动中上涨格局（见图 2）。笔者在《2023 年年度人民币汇率报告》¹中指出三大不确定性因素将影响美元指数 2024 年走势：一是美联储退出量化紧缩的时间节点和退出路径；二是地缘政治风险是否会再度升级；三是特朗普重新胜选美国总统带来的潜在影响。2024 年第一季度，两大不确定性因素持续升级使得美元指数走强。

¹ 张明、陈胤默：《美元指数温和回落，日元有望显著升值——2023 年年度人民币汇率》，国家金融与发展实验室人民币汇率季度分析报告，2024 年 1 月。

第一，美国经济强韧性及通胀处于高位导致美元走强。自 2022 年 3 月以来，美联储已经连续加息 11 次，累计加息 525 个基点，但截至 2024 年 3 月，美国 CPI 与核心 CPI 同比增速依然高达 3.5% 与 3.8%，失业率仅为 3.8%，且劳动参与率仍在上升。强劲的通胀与就业数据导致市场不断推迟对美联储未来首次降息时间的预期，且不断下调对未来美联储降息幅度的预期。市场预期的调整导致美国长期利率上升，以及美元兑主要国际货币汇率升值。例如，美国 10 年期国债收益率由 2023 年 12 月 29 日的 3.88% 上升至 2024 年 4 月 19 日的 4.62%，上升了 74 个基点；美元指数由 2023 年 12 月 29 日的 101.38 上升至 2024 年 4 月 19 日的 106.11，升值幅度达到 4.7%。考虑到短期内美国核心 CPI 同比增速很难降至 2% 附近，这意味着，至少在 2024 年上半年，美联储转为降息的概率很低。预计美联储会从 2024 年三季度开始降息。若上述判断是对的，2024 年下半年，10 年期美债收益率和美元指数都可能会在双向波动的前提下温和回落。

第二，全球地缘政治冲突上升导致国际投资者避险情绪加剧进一步引致美元汇率走强。2024 年年初至今，以乌克兰危机、巴以冲突、红海危机为代表的国际地缘政治冲突有加剧之势，尤其是近期伊朗与以色列之间有冲突激化倾向，这造成国际投资者避险情绪上升，使其纷纷增持黄金、美国国债、美元等传统避险资产。这方面的一个有力证据，就是在美元汇率表现强劲的背景下，全球黄金价格仍然不断创出历史新高。全球黄金价格由 2023 年年底的每盎司 2078.40 美元上升至 2024 年 4 月 19 日的 2379.70 美元，涨幅达到 14.5%。从历史经验来看，由于绝大部分全球黄金交易均由美元计价，因此全球黄金价格走势与美元指数之间通常呈现显著的负相关。而今年年初至今黄金与美元齐涨，说明全球投资者的避险情绪非常强。2024 年未来三个季度，国际地缘政治经济冲突若是进一步加剧，美元汇率可能再度走强。

值得关注的是，未来最重要的潜在风险是特朗普在 2024 年年底的美国大选中重新胜选。若特朗普重新上台，由此给全球经贸关系、地缘政治格局带来冲击，将进一步加剧全球地缘政治不确定性，可能导致全球风险资产价格显著下跌、避险资产价格显著上涨，进而推高美元指数。

综上所述，若是上述三大不确定性在 2024 年第二季度持续升级，则美元指

数在 2024 年将保持高位盘整，预计在 100-110 区间内运行。若是上述三大不确定性在未来有所缓和，且美联储在 2024 年下半年开启降息周期，则美元指数可能会在双向波动的前提下温和回落。预计美元指数在 2024 年年底达到 95-97 左右。

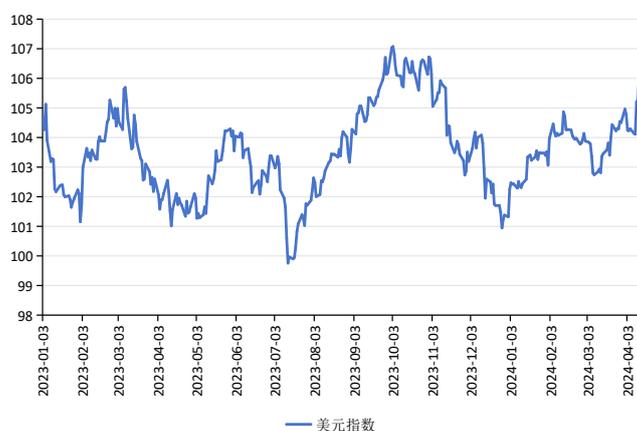


图 2 美元指数

数据来源：Wind。

三、日元汇率走势分析

2024 年第一季度，日元兑美元汇率出现较大贬值。2024 年 1 月 2 日至 4 月 19 日，日元从 1 美元兑 141.992 日元贬值至 1 美元兑 154.637，贬值幅度为 8.9%。美日利差持续拉大是日元贬值的最主要原因。2024 年 1 月 4 日至 4 月 18 日，美日利差从 3.34% 扩大至 3.77%，整体在 3.1% 至 3.8% 的区间内波动（见图 3）。

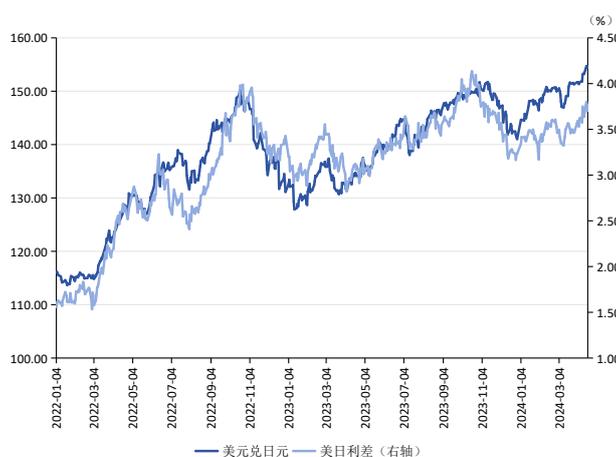


图 3 日元兑美元汇率和美日利差

数据来源：Wind。

2024年3月，日本央行出于如下三方面考虑结束负利率政策，引发全球金融市场高度关注。其一，日本经济转向温和复苏。2023年四个季度日本GDP同比增速分别为2.6%、2.3%、1.6%和1.2%，经济活动趋于正常化，供给侧约束减弱，负向产出缺口基本消失。其二，国内工资呈现明显增长。2024年3月15日，日本最大的工会组织——日本工会联合会（Rengo）表示，日本大型公司同意在2024财年将工资提高5.28%，这是自1991年以来的最大涨幅。其三，日本通货膨胀率连续超过2%的通胀目标。2022年4月至2024年2月，日本CPI和核心CPI同比增速连续24个月高于2%的通胀目标。其中，2023年7月至2024年3月，日本服务价格同比增速连续9个月高于2%。

日本央行未来加息路径将对日元产生直接影响。从官方表态来看，日本央行行长植田和男预计，日本央行债券持有量将在短期内保持稳定，未来将会减少债券购买，但现在无法确定具体时间和幅度。此外，日本央行暂无计划在近期内出售所持ETF，且利率调整速度将取决于经济情况。从日本通货膨胀走势与经济复苏前景来看，笔者认为，日本央行在未来一段时间内将会实施审慎渐进的加息策略。正是由于日本收紧货币政策的过程将较为缓慢，日元利息大幅上升导致全球日元套利交易迅速萎缩甚至显著逆转、进而对特定国际金融市场造成大幅冲击，甚至引爆国际金融危机的可能性，从短期来看依然较低。

2024年剩余时间，日美央行货币政策的背离程度将会加大，也即日本央行将实施紧缩货币政策而美联储将实施宽松货币政策。这意味着在今年年内，美日利差可能呈现持续收窄趋势，由此导致的资本流动将推动日元兑美元汇率升值。一方面，随着日本央行提高政策性利率以及取消国债收益率曲线控制政策，10年期日本国债收益率有望逐渐走高。另一方面，随着美联储在2024年下半年大概率步入降息周期，10年期美国国债收益率在2024年下半年大概率会回落到3.5%-4.0%。尽管近期日元兑美元汇率不升反降，但笔者认为，到2024年年底，日元兑美元汇率有望回升至130-140上下。

四、人民币汇率走势分析

2024年年初至今，人民币兑美元汇率中间价（开盘价）基本上稳定在7.10

上下，并未出现明显波动。同期内，人民币兑 CFETS 货币篮指数稳中有升，由 2023 年 12 月 29 日的 97.42 上升至 2024 年 4 月 12 日的 100.05，这表明人民币兑一篮子货币汇率有所升值。值得关注的是，2024 年第一季度，人民币兑美元汇率每日开盘价基本稳定，但每日开盘价与前一日收盘价之间的差距不断拉大，且前者显著高于后者。这表明中国央行可能在动用逆周期因子，通过高开开盘价的方式来抑制人民币兑美元汇率的贬值。



图 4 人民币兑美元汇率与 CFETS 人民币汇率指数

数据来源：Wind。

如前所述，2024 年年初至今，美国经济强韧性及通胀处于高位导致美元汇率走强是人民币贬值的最重要原因。与此同时，还有如下两个内部因素给人民币汇率带来一定的贬值压力。

其一，中国经济依然面临总需求不足与负向产出缺口，国债收益率下降，中美利差拉大。2024 年第一季度中国 GDP 同比增速高达 5.3%，取得了不错的“开门红”，但无论通胀数据还是金融数据都显示当前中国经济实际增速依然显著低于潜在增速。一方面，从通胀数据来看，2024 年 3 月，中国 CPI 与核心 CPI 月度同比增速仅为 0.1% 与 0.6%，PPI 月度同比增速仅为 -2.8%，且这是 PPI 月度同比增速连续 18 个月负增长，这说明中国经济依然面临较大的通胀下行压力，反映中国经济增长依然面临显著的总需求不足和负向产出缺口。另一方面，从金融数据来看，2024 年 3 月，狭义货币（M1）与广义货币（M2）月度同比增速分别仅为 1.1% 和 8.3%，前者更是自 2022 年 1 月以来的新低。M1 增速过低意味着

企业部门扩大再生产与固定资产投资的动力很弱，缺乏内生信贷需求。此外，2024年2、3月，无论是社会融资总额增量还是人民币贷款增量均连续两个月出现同比负增长，这反映出微观主体贷款需求偏弱。经济增长面临的压力最终反映在国债市场上。2023年12月29日至2024年4月22日，10年期中国国债收益率由2.57%下降至2.25%，下降了32个基点。同期，中美10年期国债收益率利差从-1.31%走阔至-2.37%。这无疑会导致短期资本从中国流向美国，进而加剧人民币兑美元贬值压力。

其二，中国国内系统性金融风险尤其是房地产风险尚未得到根本遏制，国内投资者避险情绪上升。在地方政府债务与中小银行风险方面，自去年中央金融工作会议召开以来，在防范化解系统性风险方面已经取得重要进展。然而，在房地产市场方面，近期仍有三方面风险较为突出。一是不少头部民营房地产开发商依然处于流动性短缺与经营现金流紧缩的境地，且该现象有向国营房地产开发商传染的趋势。二是一线城市核心地区代表性楼盘房价显著下跌，这种下跌可能造成一二线城市房价螺旋式下跌的风险。三是三四线城市仍有大量商品房处于滞销状态，可能造成三四线城市房价在未来显著下跌。事实上，对未来中国房地产市场价格泡沫破灭的担忧，也是导致国内投资者避险情绪上升，并大量投资于海外资产进行风险对冲的重要原因。这种在全球范围内分散投资以对冲国内风险的行为，自然会造成短期资本大量外流，并加剧人民币兑美元贬值压力。

笔者认为，在2024年剩余时间内，尤其是2024年下半年，人民币兑美元汇率将逐渐企稳并可能适度升值。主要考量在于：一方面，如前所述，随着美联储在2024年下半年步入降息周期，10年期美国国债收益率和美元指数均可能在双向波动的前提下温和回落。另一方面，中国经济增长内生动力有所增强、增长预期正在逐渐改善。具体而言，一是近期整体来看高频宏观数据表现超出市场预期。二是扩张性财政货币政策有望持续发力。三是下半年三中全会的召开将会显著提振各类主体预期。四是近期美国财长耶伦访华意味着短期内中美关系可能出现边际性改善。**综上所述，笔者认为，人民币兑美元汇率到2024年年底有望回升至7.0上下，且人民币兑CFETS货币篮指数将大致保持不变。**

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。