



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、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。

国际银行业动荡加剧，外汇市场震荡调整

摘要

2023 年第一季度，全球外汇市场呈现涨跌互现格局。随着美元指数的走弱，瑞士法郎、欧元、英镑、加元等国家的货币兑美元呈现升值行情。韩元、日元、港币、新西兰元等国家的货币兑美元呈现小幅贬值行情。

2023 年第一季度，美元指数整体走势相较于 2022 年表现出回落格局。受到国际银行业危机影响，美元指数在短期内曾出现小幅升值行情。考虑到影响美元指数走弱的因素仍在发挥作用，未来一段时间美元指数上行空间有限。2023 年第二季度，美元指数总体有望在 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 区间内。

相对于 2022 年，美元兑日元汇率在 2023 年呈现出升值格局。2023 年第一季度，美元兑日元汇率走势大致在 127 至 138 的区间内波动。日美利差是美元兑日元汇率变动的主要原因。日本央行和美联储货币政策变动会影响日美利差变动，进而对日元汇率变动产生影响。2023 年第二季度，日本央行和美联储大概率将延续当前货币政策格局，日美利差走势大概率还将延续第一季度行情。2023 年第二季度，预计美元兑日元汇率大致在 125 至 135 的区间内波动。

2023 年第一季度，人民币兑美元汇率大致在 6.7 至 7.0 的区间内波动。考虑到 2023 年未来三个季度中美货币政策制定的节奏和路径，人民币兑美元汇率在 2023 年第二季度可能

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

呈现双向波动，预计人民币兑美元汇率波动的中枢在 6.8 至 6.9，整体将在 6.6 至 7.0 的区间内波动。2023 年下半年，人民币兑美元汇率可能再度显著升值，预计升值至 6.4 上下。

目 录

一、美元指数走势分析	1
(一) 美元指数走势	1
(二) 四大因素影响美元指数整体表现走弱	2
(三) 国际银行业动荡影响美元短期升值	4
(四) 美元指数未来走势分析	7
二、日元汇率走势分析	7
三、人民币汇率走势分析	11
四、结论	14

2023 年第一季度，全球外汇市场呈现涨跌互现格局（见图 1）。2023 年 1 月 3 日至 4 月 14 日，美元指数贬值了 2.96%。瑞士法郎、欧元、英镑、加元等国家的货币兑美元呈现升值行情，分别对美元升值了 4.41%、4.23%、3.75%和 2.22%。韩元、日元、港币、新西兰元等国家的货币兑美元呈现小幅贬值行情。

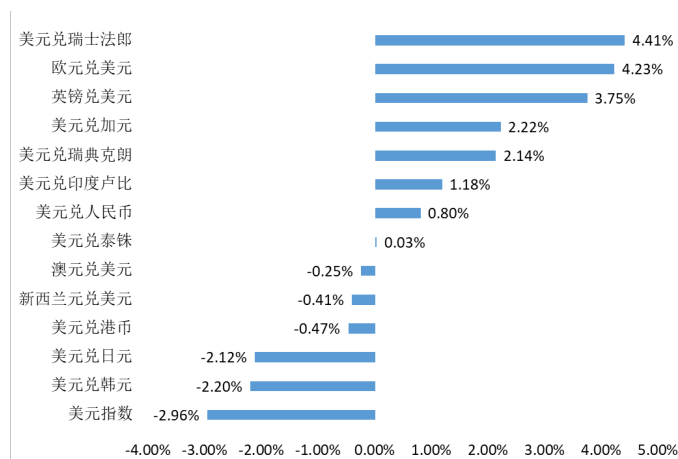


图 1 全球主要货币变化率（2023 年 1 月 3 日至 4 月 14 日）

数据来源：Wind。

一、美元指数走势分析

美元指数用于衡量美元对一篮子货币的汇率变化程度，是综合反映美元在国际外汇市场上汇率强弱的指标。2023 年第一季度，美元指数整体走势相较于 2022 年表现出回落格局。受到国际银行业危机影响，美元指数在短期内曾出现小幅升值行情。

（一）美元指数走势

美元指数未延续 2022 年的强势上涨态势，美元指数在 2023 年第一季度呈现出震荡回落的格局（见图 2）。美元指数从 2022 年 9 月 27 日的高点 114.16 下跌至 2023 年 4 月 18 日的 101.74，贬值幅度高达 11%。

2023 年第一季度，美元指数总体在 101 至 106 的区间内波动。2023 年 1 月 2 日至 4 月 18 日，美元指数从 103.77 下跌至 101.74，贬值了 2%。在此期间，美元指数走势大致可分为“贬值-升值-贬值”三大阶段：第一阶段为 2023 年 1 月 2 日至 2 月 1 日，美元指数从 103.77 贬值至 101.15，贬值幅度为 2.5%。第二阶段为 2023 年 2 月 1 日至 3 月 8 日，美元指数从 101.15 升值至 105.69，升值幅度为 4.5%。第三阶段为 2023 年 3 月 8 日至 4 月 18 日，美元指数从 105.69 贬值至 101.74，

贬值幅度为 3.7%。

当前，市场上有四大因素影响美元指数在 2023 年第一季度整体走弱。2023 年 2 月 1 日至 3 月 8 日，美元指数的小幅升值很可能是因为国际银行业动荡，短期内引发“美元荒”所致。

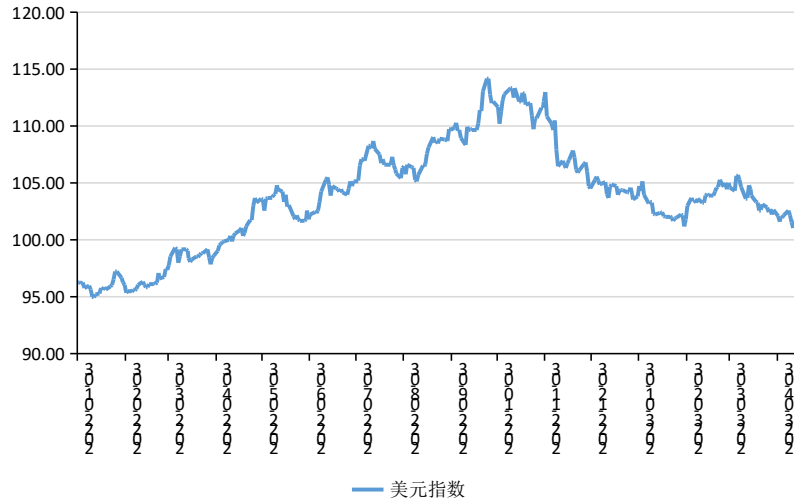


图 2 美元指数走势

数据来源：Wind。

（二）四大因素影响美元指数整体表现走弱

2023 年第一季度，美元指数整体表现走弱的原因在于，推动 2022 年美元指数持续走强的因素在放缓。具体而言：

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 1 月 3 日至 4 月 14 日，除了日元兑美元呈现小幅贬值之外，瑞士法郎、欧元、英镑、加元、瑞典克朗对美元分别升值了 4.41%、4.23%、3.75%、2.22%、2.14%。

第二，美国通货膨胀有所下降，美联储加息节奏可能放缓。为了抑制持续上涨的通货膨胀，美联储从 2022 年 3 月至 2023 年 3 月累计加息 9 次，共加息 475 个基点。在此影响下，2022 年 6 月至 2023 年 3 月，美国 CPI 当月同比从 9.1% 降至 5%，美国核心 CPI 当月同比从 5.9% 降至 5.6%（见图 3）。根据美联储 2023 年 3 月 FOMC 会议纪要显示，在未来一段时间内，美联储会考虑紧缩货币政策

对经济活动的影响，但仍会努力将通货膨胀率恢复到 2% 的目标上。¹根据美联储在 2023 年 3 月公布的“点阵图”显示，今年底的利率预期为 5.1%，预计美联储在 2023 年内还会加息 1-2 次。²

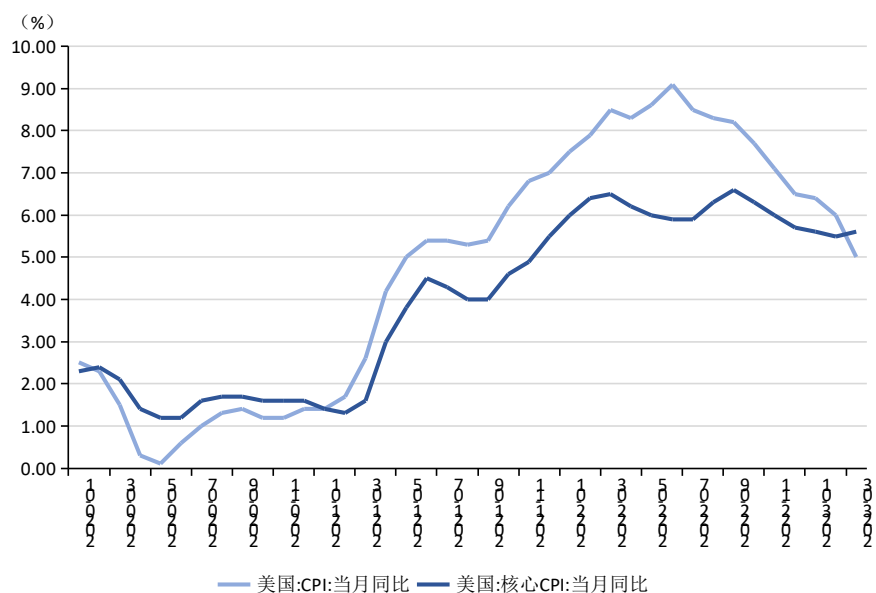


图 3 美国 CPI 和核心 CPI

数据来源：Wind。

第三，全球地缘政治风险短期内有所回落，全球避险情绪有所减缓。2022 年 2 月 24 日，乌克兰危机爆发带来的不确定性导致全球避险情绪上升。2022 年 3 月，全球地缘政治风险指数一路冲高至 325.42（见图 4）。在此影响下，市场避险情绪上升，作为避险资产的美元，投资者增持美元的偏好上升。相对于乌克兰危机爆发前，2023 年全球地缘政治风险指数仍处于高位，但较 2022 年有所下降。2022 年 3 月至 2023 年 3 月，全球地缘政治风险指数从 325.42 降至 105.69，全球避险情绪的相对缓和，使得投资者对美元需求有所下降。

¹ 资料来源：美联储官网，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20230322a1.pdf>。

² 资料来源：美联储官网，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230322.pdf>。

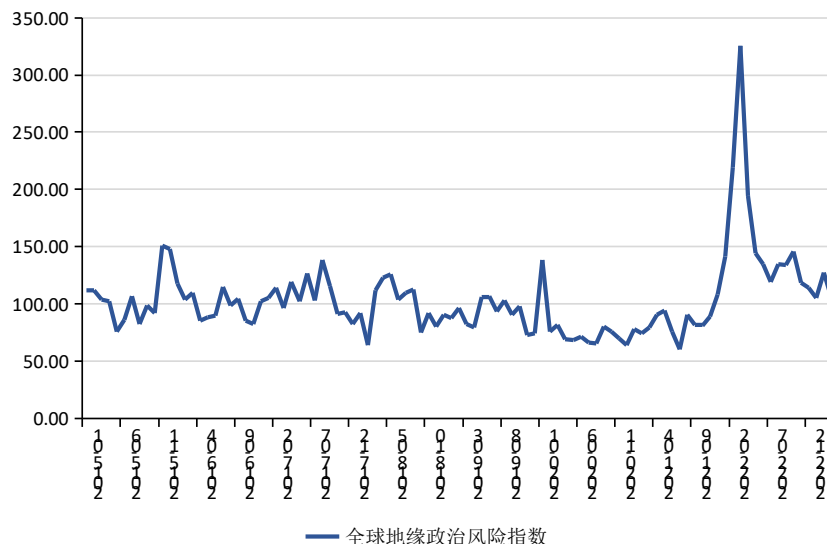


图 4 全球地缘政治风险指数

数据来源：Wind。

第四，美国制裁俄罗斯并冻结其在美国的资产，引发全球主要国家对持有美元资产风险的担忧。乌克兰危机后，美国冻结俄罗斯央行储备资产的美元武器化行为，动摇了美国国债作为全球最安全资产以及美元作为全球储备货币的地位（张明和王喆，2022）³。这引发了新兴市场和发展中国家的警惕。印度、中国等国家政府在多元化配置储备资产的同时，权衡美国反制风险，陆续降低美元资产购买，而大幅购买黄金，投资者对美元需求下降。世界黄金协会（World Gold Council）报告指出，2022年，整体黄金需求较2021年增长18%至4741吨，其中，全球央行储备需求占近24%，达到1136吨，这是近55年的高位。⁴2023年1月，全球央行黄金储备净增加31吨，环比增加16%。

（三）国际银行业动荡影响美元短期升值

2023年第一季度，美元指数在2023年2月1日至3月8日出现短期升值行情，美元指数从101.15升值至105.69，升值幅度为4.5%。

该阶段，美元升值的原因在于美联储陡峭加息进程导致国际银行业动荡，全球金融市场在短期内出现“美元荒”问题，这很有可能是导致美元在短期内升值的重要原因。随着欧美央行和政府的迅速救市行动，国际银行业动荡得以

³ 张明、王喆：《俄乌冲突对国际货币体系的冲击与人民币国际化的新机遇》，《辽宁大学学报》，2022年12月。

⁴ 资料来：证券时报，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1756522886248803851&wfr=spider&for=pc>。

暂时性控制，美元指数有所回落。具体而言：

2023 年 3 月以来，硅谷银行破产倒闭、瑞士信贷被低价并购等美欧银行业风险持续暴露，演绎了自 2008 年国际金融危机以来最严重的风险事件（社科院金融所宏观金融分析团队，2023）⁵。欧美央行和政府果断行动防止危机蔓延，采取救助措施以增强公众信心。受此影响，2023 年 3 月全球金融市场曾经出现小幅“美元荒”问题。

“美元荒”是指全球金融市场动荡时期，离岸美元出现紧缺的现象。美联储货币互换规模和美元 LIBOR 可以作为“美元荒”的代理指标，用来观察“美元荒”与美元指数的变化情况。整体而言，国际银行业动荡引致的“美元荒”的持续期间与美元指数的升值行情大致对应。

第一个指标是美联储货币互换规模。为了应对全球短期美元融资市场的巨大压力，美联储根据《美联储法案》第 14 节的授权，与外国中央银行建立临时中央银行流动性互换额度（也称为货币互换），以此为全球金融市场提供美元流动性。为了应对欧美银行业危机造成的短期“美元荒”问题，2023 年 3 月 19 日，美联储、欧洲央行和瑞士央行等六家央行发表声明称：“为了增强美元互换安排在提供流动性方面的有效性，目前提供美元互换操作的央行同意将 7 天期互换操作的频率从每周增加到每天。该操作从 3 月 20 日开始，并将至少持续到 4 月底。”

6

从美联储公布的周度美元互换规模来看，在 2023 年 3 月美元互换规模和频率呈现上涨趋势。需要说明的是，美联储每周三在官网公布前一周的货币互换情况。若将数据滞后一周来观察，美联储货币互换金额与美元指数高点大致对应（见图 5），即美元指数走势与美联储货币互换呈现出一定正相关性。这表明，2023 年第一季度，美元指数的小幅走强很有可能是因为国际银行业动荡，造成全球金融市场在短期内出现“美元荒”问题，致使美元指数在短期内小幅反弹。

⁵ 中国社会科学院金融研究所宏观金融分析团队：《2023 年第一季度全球宏观金融报告》，2023 年 4 月。

⁶ 资料来源：美联储官网，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230319a.htm>。

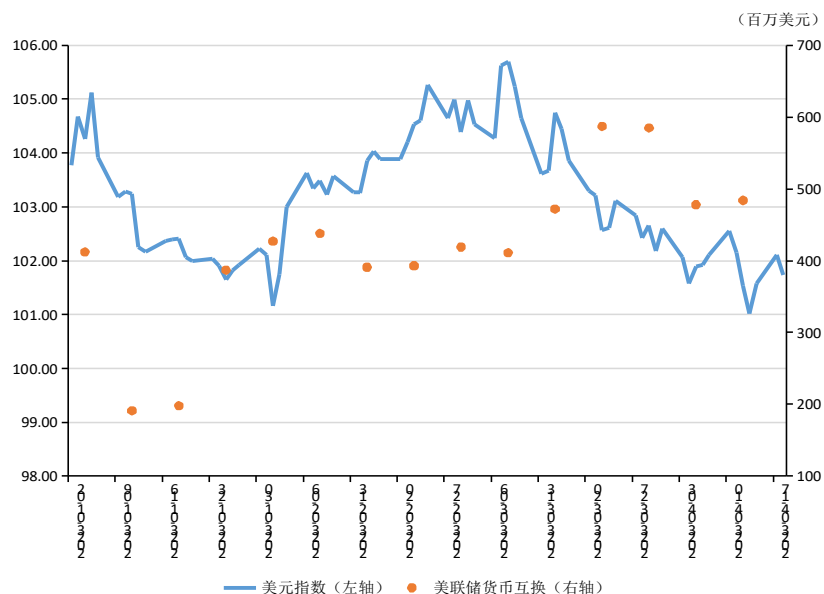


图5 美元指数与美联储货币互换

数据来源: Wind 和美联储官方网站(<https://fred.stlouisfed.org/series/SWPT>)。

第二个指标是美元 LIBOR。在 2023 年 3 月硅谷银行破产、瑞士信贷危机期间，美元隔夜 LIBOR 和 3 个月 LIBOR 持续走高（见图 6）。美元隔夜 LIBOR 和 3 个月 LIBOR 变化拐点与美元指数变化基本对应。这表明，市场对美元的需求在短期内使美元指数走强。

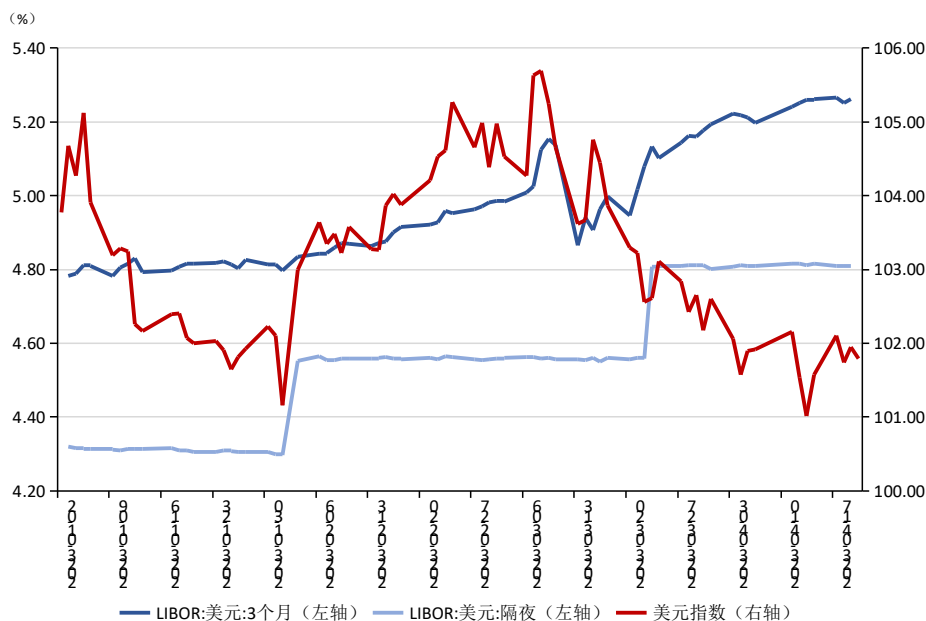


图6 LIBOR 走势

数据来源: Wind。

（四）美元指数未来走势分析

未来一段时间，美联储加息节奏会影响美元指数的下一步走向。当前，国际银行业动荡可能会影响美联储加息进程。硅谷银行破产引发市场对美国中小银行风险加剧的联想，美联储加息可能会提前结束，2023年5月美联储或将进行最后一次加息。

总体来看，此次国际银行业动荡很可能还没有结束，但演化成像2008年那样的系统性的全球金融危机的可能性不大。这次动荡的源头是美联储加息。迄今为止，美联储本轮非常陡峭的加息造成的潜在损失，可能还没有充分暴露出来。如果国际银行业动荡进一步加剧，以中国为代表的新兴市场和发展中国家可能再度面临短期资本外流，新兴市场和发展中国家的本币汇率也可能面临新的贬值压力。

笔者认为，未来一段时间，美元指数的上行空间有限。2023年第二季度，美元指数总体有望在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区间内。

二、日元汇率走势分析

2023年第一季度，美元兑日元汇率走势大致在127至138的区间内波动（见图7）。从整体来看，美元兑日元汇率走势与美元指数强弱表现出很强的相关性。

相较于2022年日元兑美元汇率的大幅贬值行情，日元兑美元汇率在2023年第一季度呈现出升值格局。日元兑美元汇率从2022年10月20日的1美元兑150.14日元升值至2023年4月18日的1美元兑134.13日元，升值幅度高达10.7%。

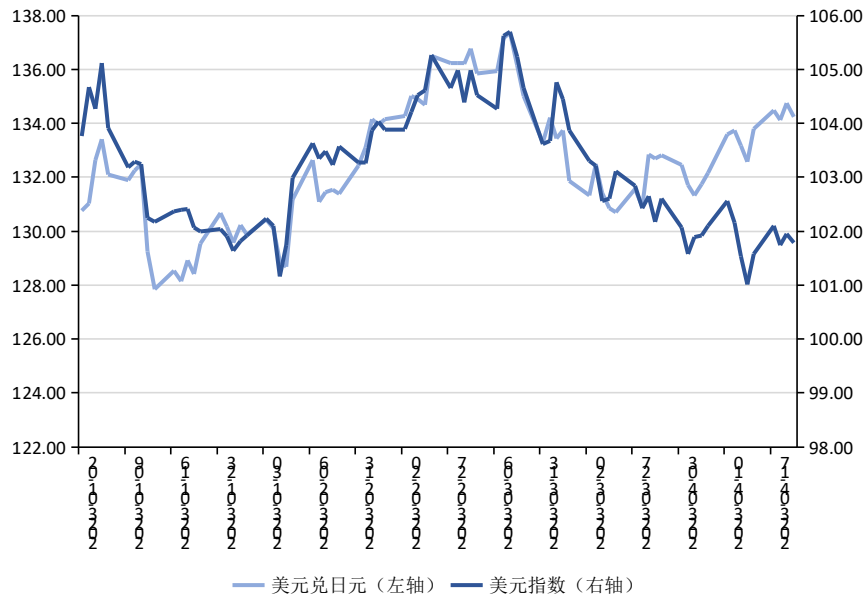


图 7 美元兑日元汇率与美元指数

数据来源：Wind。

整体而言，日美利差是日元兑美元汇率变动的主要原因。2022 年，日本央行出于对本国经济状况的考虑，实行宽松的货币政策刺激经济增长，这导致日本与美国货币政策方向持续背离。在美联储开启陡峭的加息进程影响下，日美利差显著扩大，进而引致日元兑美元汇率大幅贬值。2022 年 12 月 20 日，日本央行调整收益率曲线控制政策（YCC）引发日元汇率变动。

2023 年第一季度，日元兑美元汇率变动依然受到日美利差变动的影响（见图 8）。2022 年 12 月 20 日，日本央行将收益率曲线控制政策（YCC）目标从 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.5\%$ ，即当日本 10 年期国债收益率超出 0.5%，日本央行就会购买 10 年期国债直至回到 0.5% 的目标区间。⁷该政策出台后，日本 10 年期国债收益率连续突破 0.25%。2022 年 12 月 20 日至 2023 年 4 月 18 日，日本 10 年期国债收益率均值为 0.46%，日美利差总体在 -2.8% 至 -3.6% 的区间内波动。

7 资料来源：日本银行，https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2022/k221220a.pdf

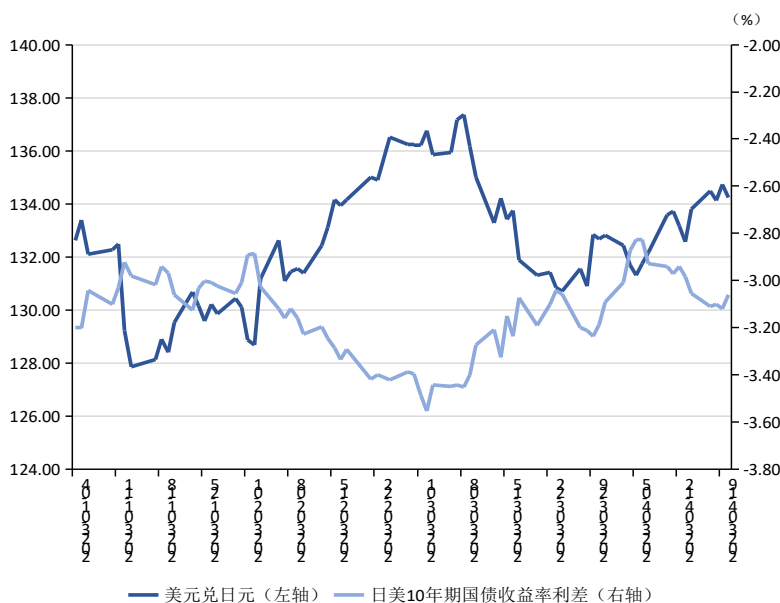


图8 美元兑日元汇率与日美利差

数据来源：Wind。

未来一段时间，日本央行和美联储货币政策变动会影响日美利差变动，进而对日元汇率变动产生影响。

第一，2023年，日本央行货币政策是否会延续2022年格局是分析的关键。2023年4月9日，日本新任央行行长植田和男正式就任。从植田和男就任记者招待会表态来看，短期内还将维持现有货币政策不变的方针。2023年4月28日，日本央行新任行长植田和男任期内首次货币政策会议，决定继续维持当前货币政策不变，将基准利率维持在-0.1%，将继续实施量化宽松（QQE）和收益率曲线控制（YCC），旨在实现价格稳定目标。

就日本当前通货膨胀和经济增长情况而言，不排除日本央行调整货币政策的可能。一方面，日本通货膨胀率处于高位，这可能对日本货币政策产生影响。受进口成本价格上涨影响，从2022年1月至2023年3月，日本CPI当月同比从0.5%上升至3.2%，连续12个月高于日本央行的通胀目标。在2023年1月，日本CPI当月同比更是达到历史高点4.3%，创下1981年以来最高水平。2023年1-3月，日本CPI当月同比分别为4.3%、3.3%、3.2%（见图9）。整体来看，2023年第一季度，日本CPI呈现出冲高回落态势，但依然高于日本央行2%的通胀目标。日本央行在2023年4月《经济活动和价格展望》报告中表示将继续扩大基础货币规模，直至实际CPI同比涨幅稳定在通胀目标之上。另一方面，日本GDP

增速仍处于低位。2022 年，日本季度 GDP 分别为 0.9%、1.5%、1.1%和 1.6%。IMF 在 2023 年 4 月公布的《世界经济展望》报告中，预测 2023 和 2024 年，日本经济增速分别为 1.3%和 1%。此外，2023 年，日本货物贸易逆差还在持续拉大。日本的货物贸易逆差在 2023 年 1 月达到 3.1 万亿日元，这是 1996 年以来的第一大货物贸易逆差。日本进口成本上升是货物贸易逆差拉大的主要原因。2023 年 1 月，日本进口额高达 10 万亿日元。2023 年 2 月，日本货物贸易逆差有所缓和，货物贸易逆差为 6000 亿日元。总体而言，出于刺激经济增长和稳定物价的考量，不排除日本央行在未来一段时间调整货币政策的可能。

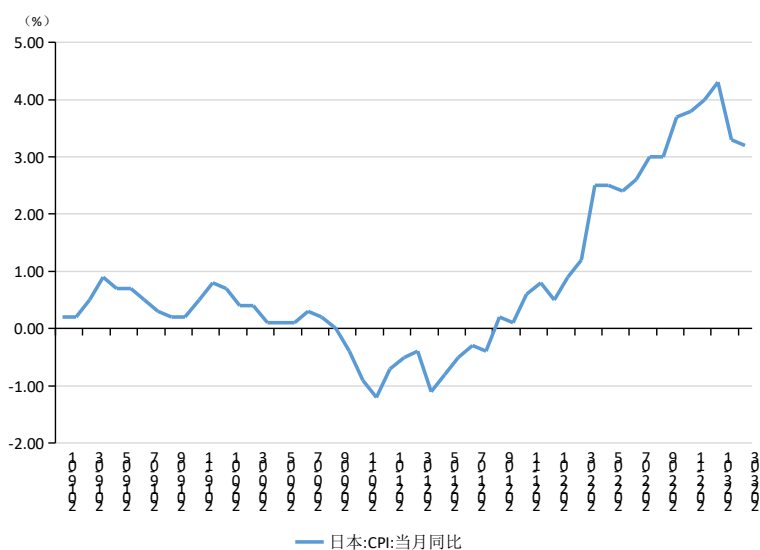


图 9 日本 CPI

数据来源：Wind。

第二，在国际银行业动荡的影响下，美联储在制定货币政策时面临稳增长和稳金融的权衡。然而，目前美国通货膨胀的粘性比较强，上涨动力主要来自服务和房租，其背后是劳动力市场紧张造成的薪资成本上涨。因此，美国通货膨胀率短期内快速下行的可能性不大。美联储恐怕还会有 1-2 次加息，每次 25 个基点。例如，2023 年 5 月份加息 25 个基点的概率较大。即使未来美联储不再加息，短期内也很难降息。换言之，未来一段时间，美国货币政策依然会是偏紧的。

综上所述，日本央行和美联储在 2023 年第二季度大概率还将延续当前货币政策格局，日美利差走势大概率还将延续 2023 年第一季度的行情。2023 年第二季度，美元兑日元汇率大致在 125 至 135 的区间内波动。

三、人民币汇率走势分析

2023 年第一季度，美元指数强弱主导了外汇市场走势。人民币兑美元汇率与美元指数走势表现出很强的相关性。2023 年第一季度，人民币兑美元汇率大致在 6.7 至 7.0 的区间内波动（见图 10）。相较于 2022 年，人民币呈现小幅升值行情。人民币兑美元汇率从 2022 年 11 月 3 日的 1 美元兑 7.32 人民币升值至 2023 年 4 月 18 日的 1 美元兑 6.87 人民币，升值幅度为 6.1%。如笔者在《2022 年度人民币汇率分析报告》⁸中指出，考虑到美联储还会继续加息缩表，2023 年上半年人民币兑美元汇率可能呈现双向波动，预计在 6.5 至 6.9 的区间内波动。2023 年第一季度，人民币兑美元汇率变动，基本符合笔者预期。

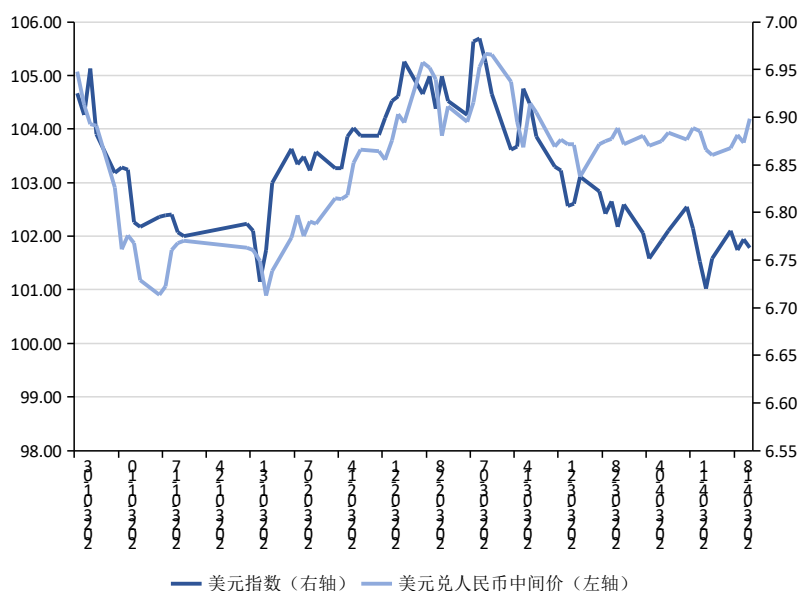


图 10 人民币兑美元汇率与美元指数

数据来源：Wind。

展望人民币汇率在 2023 年第二季度的走势，笔者认为，中美经济增长差仍是影响人民币汇率未来走势的主要考量。2023 年，中国经济增速将会强劲反弹，而美国经济增速将会明显下滑，由此形成“东升西降”格局。IMF 在 2023 年 4 月的《世界经济展望》报告中预测，美国 2023 年和 2024 年经济增长速度分别为 1.6%和 1.1%。中国 2023 年和 2024 年经济增长速度分别为 5.2%和 4.5%。中国统计局数据显示，2023 年第一季度，中国 GDP 增速为 4.5%，好于预期。总体而言，

⁸ 张明、陈胤默：“美元指数冲顶回落，日本调整货币政策——2022 年度人民币汇率”，国家金融与发展实验室季度分析报告，2023 年 2 月 16 日。

中美经济增长差的反转将利好人民币汇率。

中美通货膨胀走势差异将影响中美货币政策走向。一方面，如前所述，目前美国通胀的粘性比较强，美国通货膨胀仍将保持在高位。未来一段时间，美联储依然会实施紧缩性货币政策来降低通货膨胀率，以期达到 2% 的通货膨胀率目标。另一方面，2023 年第一季度，中国 CPI 和 PPI 双降，通货膨胀不会成为中国央行未来一段时间制定货币政策的掣肘（见图 11）。2023 年 3 月份，中国 CPI 当月同比上涨 0.7%，环比下降 0.3%。2023 年 1-3 月平均，中国 CPI 比 2022 年同期上涨 1.3%。2023 年 3 月份，中国 PPI 当月同比下降 2.5%，环比持平。2023 年 1-3 月平均，中国 PPI 比 2022 年同期下降 1.6%。事实上，从 2022 年 10 月开始，中国 PPI 当月同比连续 6 个月呈现负增长态势。中国 CPI 和 PPI 双降的压力主要来自内需不足和外需回落造成的负向产出缺口，以及收入预期不稳、风险偏好下降和资产缩水引发的居民资产负债表收缩，输入性通胀风险总体可控（社科院金融所宏观金融分析团队，2023）⁹。在此情形下，中国央行在 2023 年仍将实施宽松货币政策刺激经济增长。

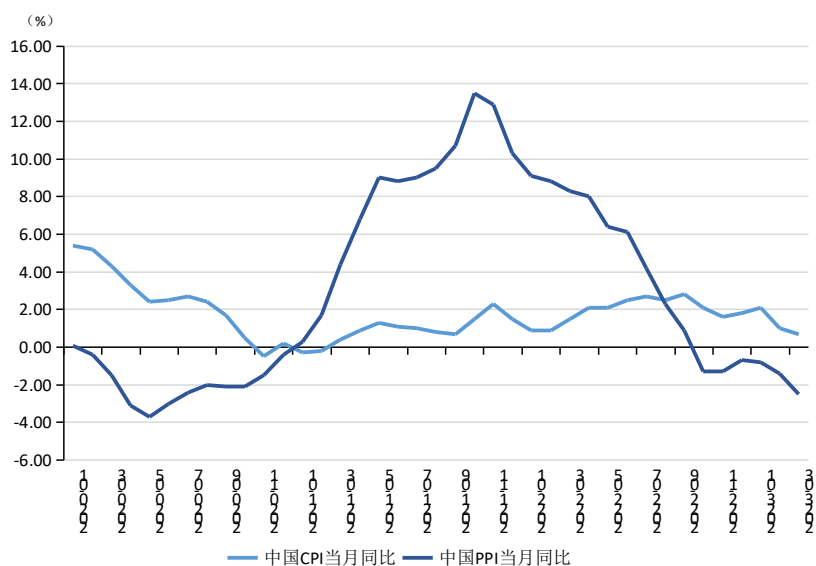


图 11 中国 CPI 和 PPI

数据来源：Wind。

中美货币政策走向差异会影响中美利差变化，进而对人民币汇率产生影响。2023 年第一季度，中美利差持续倒挂，总体在 -0.4% 至 -1.2% 的区间内波动（见图

⁹ 中国社会科学院金融研究所宏观金融分析团队：《2023 年第一季度全球宏观金融报告》，2023 年 4 月。

12)。在 2023 年 1 月 10 日至 3 月 9 日，人民币汇率出现一波小幅贬值行情，人民币兑美元中间价从 6.76 贬值至 6.97，贬值幅度为 3%。同期，中美利差从-0.75% 扩大至-1.05%。中美利差拉大会带来短期资本外流压力，进而导致人民币汇率短期贬值。

此外，考虑当前国际银行业动荡的演进方向 and 影响，若是国际银行业动荡在 2023 年第二季度进一步加剧，中国可能再度面临短期资本外流，人民币兑美元汇率也可能面临新的贬值压力。

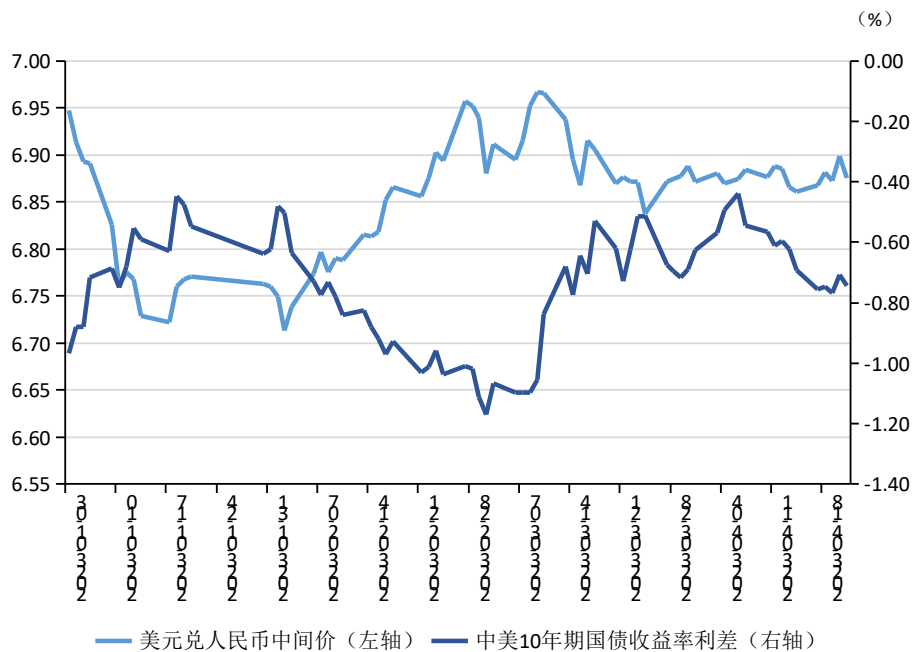


图 12 人民币兑美元汇率与中美利差

数据来源：Wind。

综上所述，2023 年第二季度，美联储会继续实施紧缩货币政策抑制通货膨胀，可能会继续加息 25 个基点。中国央行将继续实施宽松货币政策刺激经济增长。在 2023 年第二季度，中美货币政策走向可能导致中美利差保持在当前水平上。2023 年下半年，随着美联储加息周期接近尾声，美联储可能会停止加息。中国央行仍会保持宽松货币政策态势以刺激经济增长。笔者预计，2023 年第二季度，人民币兑美元汇率可能呈现双向波动，预计人民币兑美元汇率波动的中枢在 6.8 至 6.9，整体在 6.6 至 7.0 的区间内波动。2023 年下半年，人民币兑美元汇率可能再度显著升值，预计升值至 6.4 上下。

四、结论

2023 年第一季度，美元指数整体走势相较于 2022 年表现出回落格局。受到国际银行业危机影响，美元指数在短期内曾出现小幅升值行情。考虑影响美元指数走弱的因素仍在发挥作用，未来一段时间美元指数上行空间有限。2023 年第二季度，美元指数总体有望在 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 区间内。

日本央行和美联储在 2023 年第二季度大概率延续当前货币政策格局，日美利差走势大概率还将延续第一季度的行情。预计 2023 年第二季度，美元兑日元汇率大致在 125 至 135 的区间内波动。

2023 年第二季度，中美货币政策走向差异将使中美利差保持在当前水平上。2023 年下半年，随着美联储加息周期接近尾声，美联储可能会停止加息。中国央行仍会保持宽松货币政策态势以刺激经济增长。笔者预计，2023 年第二季度，人民币兑美元汇率可能呈现双向波动，预计人民币兑美元汇率波动的中枢在 6.8 至 6.9，整体在 6.6 至 7.0 的区间内波动。2023 年下半年，人民币兑美元汇率可能再度显著升值，预计升值至 6.4 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。