



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 11 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。

# 特朗普 2.0 推高通胀 美债美指回落空间有限

## 摘要

2024 年第三季度，美元指数“V 型”走势整体主导了全球外汇市场的变化。泰铢、马来西亚林吉特、日元、南非兰特、印尼卢比、瑞士法郎、英镑等国家货币对美元呈现升值行情；卢布、阿根廷比索、墨西哥比索、土耳其里拉、瑞典克朗等国家货币对美元则呈现贬值格局。

2024 年第三季度，美元指数总体在 100-106 的区间内波动。在“特朗普政策 2.0”的影响下，未来一段时间，美国短期无风险利率或将上升、期限溢价和风险溢价将扩大，美债需求短期可能会下降，美国“新券”价格还将处于高位。受此影响，美国 10 年期国债收益率将高位盘整。2025 年，预计美国 10 年期国债收益率可能在 3.5%-4.2% 范围内波动，美元指数可能在 95-104 范围内波动。

这意味着中国可能会继续面临短期资本外流压力，人民币兑美元汇率可能继续承压。2025 年，人民币兑美元汇率仍有可能在 7.0-7.1 的中枢水平上呈现双向波动。

未来一段时间，美日利差仍会保持在当前水平，日元兑美元汇率还将面临较大贬值压力。2024 年剩余时间内，日元兑美元汇率预计在 145-155 的区间内波动。2025 年，受美日央行货币政策调整节奏的影响，美日利差将会逐渐收窄。2025 年日元兑美元汇率预计在 135-145 的区间内波动。

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
(一) 美元指数走势 .....	1
(二) 日元兑美元汇率走势 .....	2
(三) 人民币兑美元汇率走势 .....	3
二、 特朗普上台对美债收益率的影响 .....	5
(一) 基于短期无风险利率角度考量 .....	5
(二) 基于期限溢价角度考量 .....	6
(三) 基于风险溢价角度考量 .....	7
(四) 基于供求关系角度考量 .....	7
(五) 基于券种流动性角度考量 .....	8
(六) 小结 .....	9
三、 汇率未来走势分析 .....	9

## 一、全球外汇市场概览

2024 年第三季度，美元指数“V 型”走势整体主导了全球外汇市场的变化。

### （一）美元指数走势

2024 年 7 月 1 日至 11 月 7 日，美元指数总体在 100-106 的区间内波动。该时期，美元指数走势呈现“V 型”的两阶段走势（见图 1）。第一阶段为 2024 年 7 月 1 日至 9 月 24 日，美元指数从 105.81 下降至 100.35，贬值幅度为 5.2%。第二阶段为 2024 年 9 月 24 日至 11 月 7 日，美元指数从 100.35 上升至 104.34，升值幅度为 4%。

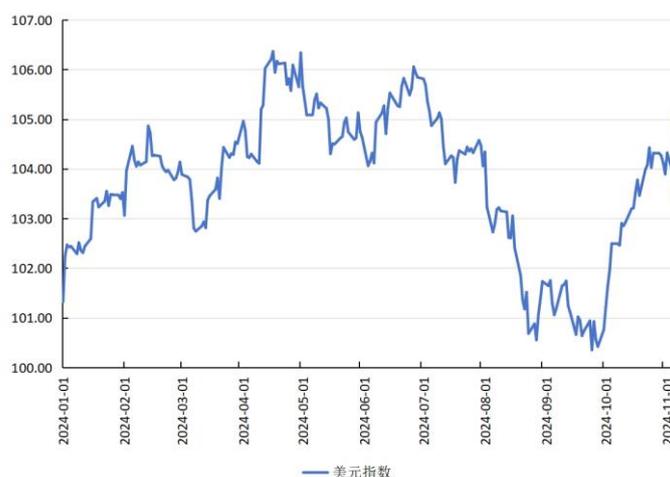


图 1 美元指数

数据来源：Wind。

2024 年第三季度，美元指数由弱变强的“V 型”走势带动全球外汇市场联动反应（见图 2）。一方面，泰铢、马来西亚林吉特、日元、南非兰特、印尼卢比、瑞士法郎、英镑等国家（地区）货币对美元呈现升值行情。其中，2024 年 7 月 1 日至 11 月 7 日，泰铢、马来西亚林吉特、日元分别兑美元升值 6.7%、6.4%、5.3%。另一方面，卢布、阿根廷比索、墨西哥比索、土耳其里拉、瑞典克朗等国家（地区）货币对美元则呈现贬值格局。其中，2024 年 7 月 1 日至 11 月 7 日，卢布、阿根廷比索、墨西哥比索分别兑美元贬值 13%、8.8%、7.8%。

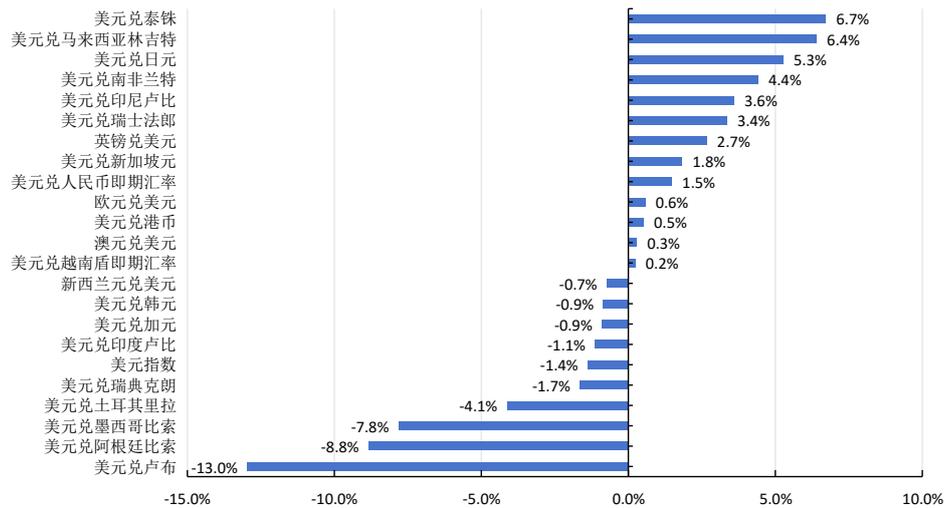


图2 全球主要货币变化率（2024年7月1日至2024年11月7日）

数据来源：Wind，英为财经网。

## （二）日元兑美元汇率走势

2024年第三季度，日元走势与美元指数一致，呈现“V型”的两阶段走势（见图3）。2024年7月1日至11月7日，日元兑美元汇率总体升值5.3%。第一阶段为2024年7月1日至9月13日，日元汇率从1美元兑161.46日元升值至1美元兑140.85日元，升值了12.8%。第二阶段为2024年9月13日至11月7日，日元汇率从1美元兑140.85日元贬值至1美元兑152.94日元，贬值了8.6%。

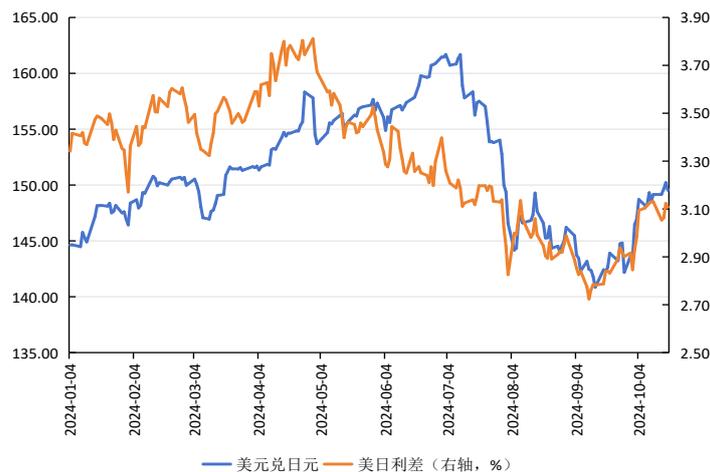


图3 日元兑美元汇率和美日利差

数据来源：Wind。

美日经济周期与货币政策分化导致美日利差扩大，是日元兑美元汇率变动的主要原因。一方面，美联储开始降息。2024年9月和11月，美联储累计降息75个基点，将联邦基金利率降至4.5%-4.75%的区间；另一方面，日本央行开始加息。2024年3月19日，日本央行将政策利率由-0.1%提高至0%-0.1%；2024年7月31日，日本央行将政策利率由0%-0.1%提高至0.25%。受此影响，2024年第三季度的美日利差较2024年年初有所收敛，总体在2.7%-3.4%的区间内波动。从走势来看，日元兑美元汇率与美日利差变动呈现明显的正相关关系（见图3）。未来一段时间，美国和日本货币政策走向依然是影响日元兑美元汇率走势的重要考量。

### （三）人民币兑美元汇率走势

2024年第三季度，人民币兑美元汇率走势与美元指数“V型”两阶段走势大致相同（见图4）。2024年7月1日至11月7日，人民币兑美元汇率中间价从7.1265小幅贬值至7.1659，贬值幅度为0.6%；人民币兑美元即期汇率从7.2684升值至7.1603，升值了1.5%。如笔者在《2024年第二季度人民币汇率分析报告》<sup>1</sup>中指出，在2024年下半年，人民币兑美元汇率中间价将会继续稳定在7.0-7.2范围内；人民币兑美元汇率收盘价有望在波动中温和反弹，到2024年年底回升至7.1-7.2左右；人民币兑美元汇率的中间价与收盘价的差距将会再度收窄。人民币汇率在2024年第三季度的走势总体符合笔者预期。



图4 人民币兑美元汇率与CFETS人民币汇率指数

数据来源：Wind。

<sup>1</sup> 张明、陈胤默：《日元汇率有望触底回升 人民币汇率将逐渐企稳——2024年第二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，2024年7月。

**2024年第三季度，CFETS人民币汇率指数在97-100的区间内波动(见图4)。**其走势可以分为两个阶段。**第一阶段**为2024年6月28日至9月13日，CFETS人民币汇率指数从100.04下降至97.77，贬值了2.3%；**第二阶段**为2024年9月13日至11月1日，CFETS人民币汇率指数从97.77升值至99.77，升值了2%。基于上述数据不难发现，在第一阶段CFETS人民币汇率指数走弱期间，人民币兑美元汇率呈现较为明显的升值格局；而在第二阶段CFETS人民币汇率指数逐渐走强期间，人民币兑美元汇率呈现小幅贬值格局。这表明，随着中国央行逐渐淡出逆周期因子的使用，2024年第三季度，美元指数是影响人民币汇率走势的最重要因素之一。

**2024年第三季度，人民币兑美元汇率走势呈现两个重要特征。**

**其一，中国央行逐渐淡出逆周期因子的使用。**2024年7月1日至8月4日，人民币兑美元汇率的中间价和即期汇率（收盘价）的走势呈现明显的收敛趋势。2024年8月5日至11月7日，人民币兑美元汇率的中间价和即期汇率（收盘价）的偏离程度收窄，二者走势几乎完全趋同（见图4）。这表明，中国央行在2024年第三季度开始减少对汇率波动的干预，逐渐淡出逆周期因子的使用。

**其二，人民币兑美元即期汇率出现小幅升值行情。**2024年7月1日至9月30日，人民币兑美元即期汇率从7.2684升值至7.0156，升值幅度为3.5%；9月26日，离岸人民币兑美元即期汇率“破7”，为1美元兑6.973人民币。**五大因素影响人民币兑美元即期汇率的反弹：**一是与美元指数回落有关；二是与出口商在汇率运动预期变动下大规模结汇有关；三是与近期中国货物贸易顺差显著扩大有关；四是与境内股市上涨带动，外资增持境内股票，证券投资涉外支出减少有关；五是与美中10年期国债收益率利差（美中利差）收窄有关，2024年7月1日至9月30日，美中利差从2.3%收窄至1.62%（见图5）。

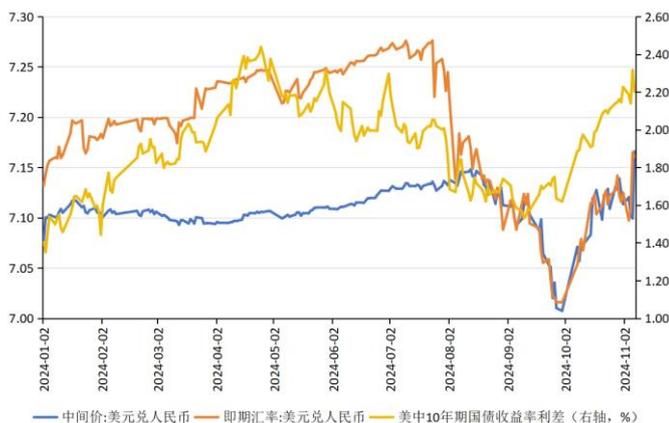


图5 人民币兑美元汇率与美中利差

数据来源：Wind。

## 二、特朗普上台对美债收益率的影响

基于全球外汇市场概览不难发现，美日利差和美中利差变化是影响日元和人民币汇率变化的重要影响因素。

2024年11月6日，特朗普再次当选美国总统。当天，美国10年期国债收益率攀升至4.42%。2024年9月16日，美国10年期国债收益率仅为3.63%。不到2个月时间，美债收益率上升了79个基点。特朗普上台后将实施国内减税、国际贸易高关税、回归传统能源、外交上美国优先等新政策。这将影响美国10年期国债收益率走势，进而影响美日利差和美中利差的变化。

参考美联储前主席 Ben S. Bernanke (2015) 和前副主席 Richard H. Clarida (2019) 关于美债收益率的分析框架，美国10年期国债收益率会受到短期无风险利率、期限溢价、风险溢价三方面因素影响。综合现实因素考量，美国10年期国债收益率还会受到供求关系和券种流动性的影响。为此，本报告基于上述影响因素，结合“特朗普政策2.0”，分析美国10年期国债收益率的未来走势。笔者认为，在“特朗普政策2.0”影响下，美国10年期国债收益率还将高位盘整。2025年，美国10年期国债收益率预计在3.5%-4.2%的区间内波动。

### (一) 基于短期无风险利率角度考量

通常随着经济增长率下降，实际（自然）利率在长期中将不断走低。为此，可以通过判断美国经济增长情况来预测未来短期无风险利率走势。特朗普上台

后，或将企业所得税率由 21% 下调至 15%，这有助于经济增长与企业盈利；其支持传统能源生产与开发，反对过度监管，削减绿色补贴，这将进一步推动美国的能源业出口，也将有助于提振传统制造业，促进经济增长。短期内美国经济可能继续保持强劲，这将推高美国短期无风险利率。

## （二）基于期限溢价角度考量

期限溢价是相对于短期资产，投资者要求对持有长期资产的机会成本的额外补偿。参考美联储前副主席 Richard H. Clarida（2019）将期限溢价拆分为通胀风险溢价和实际风险溢价的思路，本报告从通胀风险溢价角度进行重点分析。

就美国实际通胀率而言，美国当前 CPI 增速有所回落，但核心 CPI 增速依然保持在高位。2024 年 9 月，美国 CPI 同比涨幅回落至 2.4%，核心 CPI 同比反弹至 3.3%。

就美国通胀预期而言，美国 10 年期通胀指数国债（TIPS）收益率通常被看作美国国债的实际收益率指标，其与美国国债名义收益率之差，被投资者看作美国年通胀率的预期。在 2024 年 11 月 6 日，美国 10 年期通胀指数国债（TIPS）收益率为 2.04%；美国 10 年期国债收益率为 4.42%，这意味着盈亏平衡通胀率（二者息差）已经接近 2.38%。而在 2024 年 9 月 16 日，二者息差为 2.09%。投资者对美国通胀预期的上升带动美国 10 年期国债收益率的上升。美国 10 年期国债收益率从 2024 年 9 月 16 日的 3.63%，上升至 2024 年 11 月 6 日的 4.42%，上升了 79 个基点（见图 6）。

在“特朗普政策 2.0”影响下美国通胀回落的概率会下降。一方面，特朗普政府若是将企业所得税率由 21% 下调至 15%，虽然有助于经济增长与企业盈利，但也将推升通胀水平；另一方面，特朗普政府将对全球商品加征 10% 关税，对中国商品征收 60% 关税，且会限制中国通过第三国对美国的间接出口，这将会恶化美国贸易条件，推升通胀水平。总体而言，在“特朗普政策 2.0”影响下，美国通胀率要实现美联储平均 2% 的通胀目标还需要一段时间。



图6 美国10年期国债收益率与美国10年期通胀指数国债（TIPS）收益率

数据来源：Wind。

### （三）基于风险溢价角度考量

风险溢价是指投资者由于承担额外风险而要求的额外回报。美国国债往往被全球金融市场认定为安全资产，风险较小。但近日两大因素可能导致美债风险上升。其一，2024财年，美国债务与GDP之比接近历史最高水平，债务利息支出也已上升到接近历史最高水平，预计将继续增长。其二，美国在财政与债务方面的恶化致使国际三大信用评级公司之一的惠誉在当地时间2023年8月1日宣布，将美国长期外币发行人的违约评级从原先的AAA下调一级至AA+，以此来反映美国目前财政状况的恶化。在此背景下，特朗普上台对内实行的减税政策虽然可以降低企业和个人所得税来提振盈利与工资收入，刺激投资与消费需求，但在短期内也会降低政府税收收入。在美国政府债务负担加剧的背景下，可能会进一步导致美国财政和债务恶化。

### （四）基于供求关系角度考量

美国国债市场的供求变化可能会推高美国10年期国债收益率，美债价格和利率的波动性可能变得更大。

就国际市场而言，特朗普此前曾宣称，一旦当选将通过与俄罗斯谈判达成和解，结束乌克兰危机。如果乌克兰危机这一地缘政治风险能够在短期下降，全球投资者对持有美债这种安全资产的需求可能会随之下降，进而推高美国10年期

国债收益率。

就国内市场而言，一方面，作为美债最大购买者的美联储持续减持美债。为了抑制持续走高的通货膨胀，美联储从 2022 年 6 月开始每月持续减持美国国债。另一方面，美国加大国债发行力度。美国国会在 2023 年 6 月同意调整联邦政府债务上限。随后美国政府明显加大了国债发行力度。2024 年 7 月，美国联邦政府债务规模突破 35 万亿美元大关。在此背景下，特朗普上台实施的刺激经济政策可能会导致美国财政赤字激增，美国政府债务负担可能进一步加重。

此外，美债投资者构成的新变化可能会导致美债价格和利率的波动性变大。一方面，美联储、海外央行等主权投资者的重要性在逐渐下降，即投资行为更稳健的投资者逐渐减少；另一方面，养老金等私人投资者的重要性日渐上升，即对价格敏感性更强的投资者日渐增加。“特朗普政策 2.0”的陆续实施会给金融市场带来较大扰动。受此影响，这会使得未来美国国债价格和利率的波动性变得更大。

### **（五）基于券种流动性角度考量**

美国“新券”价格还将处于高位。最近新发行的付息国债被称为“新券”（on the run），以前发行的付息国债被称为“旧券”（off the run），作为“新券”的付息国债流动性很强，但随着时间的推移，流动性会减弱，持有“旧券”的投资者仍然可以在回购市场上以该付息国债为抵押立即借入现金，但比较难以直接卖出（王造，2023）。在此情形下，“旧券”往往需要折价出售。

2024 年 9 月和 11 月美联储累计降息 75 个基点，将联邦基金利率区间降至 4.5%-4.75% 的水平。但利率水平仍处于高位，这导致美国发行国债的票面利率依然较高。在此情形下，“新券”的票面利率要高于低息时所发行的“旧券”的票面利率才能顺利上市发行，其结果是“旧券”被抛售，债券价格下跌，从而使美债收益率上升。

“特朗普政策 2.0”或将推高美国通胀水平。这可能导致美联储实现平均 2% 的通胀目标的时间拉长。受此影响，美联储降息的节奏或将放缓。预计 2024 年 12 月，美联储将小幅降息 25 个基点，将联邦基金利率区间降至 4.25%-4.5% 的水平。这导致美国“新券”价格还将处于高位。

## （六）小结

总体而言，在“特朗普政策 2.0”影响下，未来一段时间，美国短期无风险利率或将上升、期限溢价和风险溢价将扩大，供求关系新变化可能推高美债收益率，美国“新券”价格还将处于高位。受此影响，美国 10 年期国债收益率将高位盘整。2025 年，美国 10 年期国债收益率预计在 3.5%-4.2% 的区间内波动。

## 三、汇率未来走势分析

考虑到美国通胀在未来一段时间仍将处于高位，这意味着 2025 年美国长期利率与美元指数仍将处于较强区间。2025 年，预计美国 10 年期国债收益率可能在 3.5%-4.2% 范围内波动，美元指数可能在 95-104 范围内波动。

中国可能会继续面临短期资本外流压力，人民币兑美元汇率或将继续承压。2025 年中国经济将会呈现前低后高态势，全年经济增速在 5.0% 上下，GDP 平减指数将会由负转正，这意味着 2025 年中国名义 GDP 增速有望反弹 2 个百分点左右。2025 年中国 10 年期国债收益率预计将在 2.0%-2.2% 的中枢水平上呈现双向盘整。2025 年人民币兑美元汇率仍有可能在 7.0-7.1 的中枢水平上呈现双向波动。

日元兑美元汇率还将面临较大贬值压力。日本央行 2024 年 10 月会议维持政策利率在 0.25% 不变，对经济与通胀的预测也基本不变。日本央行未来将大概率开启渐进加息路径。但即便日本央行在 2024 年 12 月会议或 2025 年 1 月会议中再度加息至 0.5%，其利率依然处于较低水平。受此影响，美日利差会保持在当前水平，日元兑美元汇率仍存在一定贬值压力。2024 年剩余时间内，日元兑美元汇率预计在 145-155 的区间内波动。2025 年，受美日央行货币政策调整节奏的影响，美日利差将会逐渐收窄。日元兑美元汇率在 2025 年预计 135-145 的区间内波动。

**参考资料:**

1. Ben S. Bernanke: Why are interest rates so low, part 4: Term premiums, April 13, 2015.  
<https://www.brookings.edu/articles/why-are-interest-rates-so-low-part-4-term-premiums/>
2. Richard H. Clarida, Monetary Policy, Price Stability, and Equilibrium Bond Yields: Success and Consequences, November 12, 2019.  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20191112a.htm>
3. 王造: 极简央行课, 格致出版社/上海人民出版社, 2023, 第 119 页。
4. 张明: 美国国债利率走向、中国货币政策空间与中国投资者行为, 张明宏观金融研究, 2023 年 11 月 1 日。

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。