



**NIFD**

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

# NIFD季报

主编:李扬

## 人民币汇率

张明  
陈胤默

2026 年 2 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、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、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。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

# 美元指数走势变数加大 人民币有望温和升值

## 摘要

2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，美元指数贬值幅度为 10%。除阿根廷比索、土耳其里拉、越南盾等国家货币对美元呈现贬值外，全球主要国家货币对美元汇率呈现升值行情。

分季度来看，美元指数在 2025 年第一季度处于 100 以上的高位，但在 2025 年第二季度出现大幅贬值，随后两个季度出现横盘震荡，于 2026 年初再次出现一次急贬。展望 2026 年，考虑到新增不确定性因素的介入，美元指数预计将维持缓慢下行态势，预计美元指数在 93—100 区间内波动。

2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，欧元兑美元汇率升值 14%。2025 年欧元兑美元汇率升值幅度已经超过了基本面所能解释的幅度，预计 2026 年欧元兑美元汇率以双向波动为主。

美元兑日元汇率走势呈现 V 型走势。2025 年 4 月 21 日至 2026 年 2 月 4 日，日元兑美元汇率大幅贬值，贬值幅度为 11.4%。2026 年，日元基本面支撑偏弱，短期或随美元回调反弹。若日本财政立场收敛、货币政策持续正常化并叠加外部环境改善，日元将由贬转升。

2025 年人民币兑美元汇率呈现升值行情。受美元指数走弱，国内宏观经济政策持续发力的影响，人民币兑美元汇率在 2026 年有望小幅升值，预计在 6.7—7.1 的区间内波动。CFETS 人民币汇率指数预计在 96—101 的区间内波动。

本报告负责人：张明

本报告执笔人：

- 张明  
中国社会科学院世界经济  
与政治研究所副所长  
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

全球数字资产

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

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、欧元汇率走势分析 .....	5
四、日元汇率走势分析 .....	6
五、人民币汇率走势分析 .....	8
六、总结 .....	10

# 一、全球外汇市场概览

2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，美元指数从 108.48 贬值至 97.65，贬值幅度为 10%（见图 1）。美元指数在 2025 年的走弱带动全球外汇市场主要货币走强。

除阿根廷比索、土耳其里拉、印度卢比、印尼卢比、越南盾等国家的货币对美元呈现贬值外，全球主要国家货币对美元汇率呈现升值行情。美元指数六大构成货币均对美元升值。2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，瑞典克朗、瑞士法郎、欧元、英镑、加元、日元分别对美元升值 18.7%、14.3%、14%、9.1%、5.0%、0.2%。同期，阿根廷比索、土耳其里拉等新兴市场国家货币对美元出现大幅贬值，贬值幅度分别为 40.4%和 23.3%。

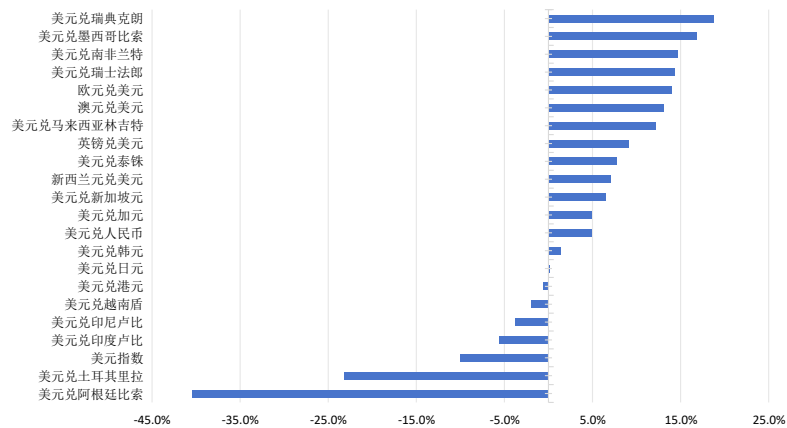


图 1 全球主要货币变化率（2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日）

数据来源：Wind，英为财经网。

# 二、美元指数走势分析

## （一）2025 年美元指数下行原因分析

2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，美元指数从 108.48 贬值至 97.65，贬值幅度为 10%（见图 2）。分季度来看，美元指数在 2025 年第一季度处于 100 以上的高位，但从 2025 年第二季度开始出现大幅贬值。美元指数从 2025 年 4 月 1 日的 104.23，贬值至 2025 年 6 月 30 日的 96.77，贬值幅度高达 7.2%。2025 年第三季度至第四季度美元指数在波动中小幅升值，美元指数总体在 96—100

的区间内波动。但到了 2026 年初，美元指数出现一次急贬，美元指数从 2026 年 1 月 16 日的 99.37 贬值至 2026 年 1 月 27 日的 95.77，贬值幅度为 3.6%。



图 2 美元指数

数据来源：Wind。

2025 年美元指数下跌，主要受 2025 年特朗普 2.0 发动新一轮“关税战”、美联储从 2024 年 9 月起步入降息周期，美联储货币政策不确定性加剧，以及美债风险上升等多重因素共同影响。

**第一，特朗普 2.0 推动新一轮“关税战”。**特朗普第二任期强化“关税施压”和“贸易对等”原则，陆续对多个国家（地区）实施“对等关税”和新行业关税，导致美元指数承压。具体表现如下三方面：一是贸易紧张加剧和报复性关税扰动全球供应链，削弱投资者对美元资产的信心，避险资金转向黄金等替代资产，降低美元需求。例如，2025 年 4 月，美国财政部发布的报告显示，日本和中国这两大美国国债主要持有国的持仓规模均呈缓慢下降趋势。而中国人民银行发布数据显示，中国 2026 年 1 月末黄金储备报 7419 万盎司，2025 年 12 月末为 7415 万盎司，连续第 15 个月增持黄金。二是关税推高美国进口商品价格，尤其是亚洲中间品和消费品，带来通胀上行压力，使美联储面临增长放缓与物价上涨并存的风险。与此同时，政策不确定性也在加剧市场波动，导致资本外流，削弱美元资产吸引力。三是美国关税措施促使其他国家加速“去美元化”与“本币结算”进程。“海湖庄园协议”将美国债务负担外部化，损害美债“安全资产”地位，影响其流动性和可变现性，全球投资者和央行逐步降低美元依赖，给美元需求带来持续压力。

**第二，美联储进入降息周期，货币政策不确定性上升。**2024 年 9 月以来美联储开始降息，2025 年市场对降息节奏和幅度的不确定性显著增加，主要原因在于：一是特朗普第二任期政策方向不明，其重启高关税和贸易保护主义，加剧外部摩擦和通胀预期上升。财政支出扩张与基建投资等因素增加经济基本面波动，财政部与美联储的分歧进一步加大，令市场对货币政策预期分化。二是美联储调整货币政策框架，推行灵活通胀目标制，维持 2%通胀目标但取消此前框架中涉及“补偿性”通胀的表述，强化金融稳定考量，令政策决策在控制通胀与防范金融风险之间面临更大权衡，增加市场判断分歧。三是特朗普干预美联储高层人事，提名亲特朗普理事并即将更换主席，令美联储独立性受到质疑，市场担忧政治因素影响货币政策制定，增加政策波动。

**第三，美债风险上升引发投资者担忧。**2025 年美债风险持续攀升，制约美元走强。一是《大而美法案》提高债务上限 5 万亿美元，导致未来赤字和利息负担大幅增加，且美国国债评级连续被三大机构下调，政府停摆事件引发投资者对美国财政管理和信用风险的担忧。二是外国官方投资者减持美债，美债波动性上升。近年来，美债市场的投资者中个人投资者和共同基金的占比迅速上升，而风险厌恶的外国官方投资者在缓慢减持美债，这将导致美债波动性上升。2025 年 4 月，美国财政部发布的报告显示，以美元计，2023 年外国私人投资者持有的美国国债规模已超过外国官方投资者。2024 年，外国私人投资者持有的美国国债达 4.4 万亿美元，而外国官方投资者的持有规模为 3.8 万亿美元。三是美债安全资产地位日益引发全球投资者担忧。“海湖庄园协议”（Mar-a-Lago Accord）将美国的债务负担外部化，即推动贸易伙伴将美国短期国债转换为低息或无息的超长期债券，同时通过与美联储的货币互换协议解决其流动性问题。此举虽在短期内减轻了美国财政对外负担，但在制度逻辑上动摇了美债“安全资产”地位，其流动性与可变现性将受限。四是美国国际开发署的关闭，将削弱美元全球政治和货币影响力，推动部分发展中国家加速“去美元化”，降低美元需求和美债“政治需求”，对美元指数构成中长期压力。

## **（二）2026 年美元指数走势分析**

展望 2026 年，随着上述影响因素以及新增不确定性因素的介入，美元指数预计将维持缓慢下行态势。尽管如此，市场的自我调节机制和政策预期可能使下

跌幅度相对有限，呈现逐步趋缓的趋势。

**第一，美联储主席人选任命加剧货币政策不确定性。**2026 年 1 月，美国总统特朗普正式提名美联储前理事凯文·沃什为下一任美联储主席。沃什历来主张严格控制通胀，倾向在通胀压力增大时采取紧缩政策，但同时重视金融稳定，强调政策需兼顾经济增长与风险。市场担忧其可能推动更鹰派的货币政策，导致利率长期维持高位，增加美元波动和融资成本，抑制经济增长预期。此外，沃什对金融稳定的关注可能使政策更为审慎，令市场难以准确预判利率走向，增加货币政策不确定性。其提名也反映出美联储人事政治化倾向，动摇了政策独立性的市场信心，进一步加剧美元短期波动风险。总体而言，沃什的提名加剧了市场对未来货币政策的分歧和不确定性，成为美元走势中的重要风险因素（见表 1）。

**表 1 市场分析师对特朗普提名沃什为下一任美联储主席的分析汇总**

机构	分析师	观点
J.P.Morgan	Dr. David Kelly, Tai Hui <sup>1</sup>	沃什提名后美联储在未来的货币政策环境中不大可能大幅推进激进宽松。尽管市场猜测降息空间，沃什过往偏鹰派背景与当前经济、财政状况意味着短期多次降息难度较大。
华创证券	张瑜 <sup>2</sup>	相较目前的美联储体系，沃什有三个最重要的改变：决策机制的转变、新的通胀理论、反对过度 QE 和支持缩表。最后是否成功以及对美元资产的中期影响，或并不取决于“沃什”本人是谁，而是美国生产率繁荣叙事的落地。
中金公司	彭文生 <sup>3</sup>	沃什的“降息缩表”需结合风险资产的估值水平，降息缩表的组合对风险资产不利的可能性更大，由此也会给其落地带来阻力。这里的一个关键因素是财政政策的走向，财政紧缩反而增加美联储缩表的阻力。
中金公司	李昭，杨晓卿 <sup>4</sup>	美联储短期或难“缩表”，但持续“扩表”与 QE 的门槛也明显上升。如果美联储不愿通过“扩表”支持财政宽松，一个新的临时性货币-财政协同方式可能是美联储增加降息幅度，财政部增加短债发行，首先推动金融去监管，然后再开启“缩表”进程。美联储最终降息幅度或超出市场预期，美元宽松交易可能在短期回归。

1 J.P.Morgan:The Federal Reserve–New Leadership, Same Landscape, [https://am.jpmorgan.com/au/en/asset-management/liq/insights/market-insights/market-updates/on-the-minds-of-investors/the-federal-reserve-new-leadership-same-landscape/?utm\\_source](https://am.jpmorgan.com/au/en/asset-management/liq/insights/market-insights/market-updates/on-the-minds-of-investors/the-federal-reserve-new-leadership-same-landscape/?utm_source)

2 张瑜：美联储的“沃什时刻”？，一瑜中的公众号，2026 年 2 月 1 日。

3 彭文生：从货币理论看沃什“降息缩表”组合，中金点睛公众号，2026 年 2 月 5 日。

4 李昭，杨晓卿：“沃什冲击”如何改变全球市场？，中金点睛公众号，2026 年 2 月 6 日。



粤开证券	罗志恒 <sup>5</sup>	美联储在鲍威尔任期内可能“鹰派抵抗”并推迟降息，6月以后再逐步降息2次左右；美联储独立性弱化将导致美元资产承压，尤其表现在对于美债和美元汇率的冲击，同时推升黄金价格。
------	------------------	---

资料来源：笔者根据公开信息资料手工收集获得。

**第二，全球地缘政治风险不确定性上升对美元指数形成中期下行压力。**美国与伊朗冲突加剧，以及围绕格陵兰岛问题引发的地缘政治摩擦，显著抬升了全球地缘政治不确定性。在短期内，相关冲突可能通过强化避险情绪，对美元形成阶段性支撑；但从中期看，美国频繁将金融与安全政策“武器化”，削弱了美元作为安全资产的可信度，促使部分国家加快“去美元化”和多元化结算进程。同时，地缘政治紧张加剧往往伴随美国财政与军费支出扩张预期上升，在高赤字背景下进一步放大市场对美债可持续性与宏观稳定性的担忧。总体而言，地缘政治风险不确定性的持续累积更可能在中期对美元指数形成下行压力。

**第三，美国中期选举可能对美元指数走势形成短期扰动。**进入2026年，特朗普将面临中期选举，其政策取向与施压力度可能随选情变化而出现边际调整。一方面，为稳定经济与金融市场预期，特朗普政府对激进关税与货币政策干预的力度可能有所收敛；另一方面，政治博弈的不确定性本身仍将干扰市场对政策连续性的判断。整体来看，选举周期因素可能在短期内对美元形成扰动，但难以扭转美元指数中期偏弱的运行趋势。

综合来看，预计2026年美元指数难以重回2022—2023年的高位区间，但其下行速度将有所放缓。整体而言，美元指数中枢水平或将逐步下移，并在93—100区间内波动，呈现温和下行、震荡趋稳的运行态势。

### 三、欧元汇率走势分析

2024年12月31日至2026年2月4日，欧元兑美元汇率从1.0353升值至1.1806，升值幅度为14%。

当前，欧元区经济与政策环境正处于深刻调整期。一方面，欧洲地缘安全形势的变化显著推动了再武装化进程，成员国防务支出加快上行，带动国防相关产

<sup>5</sup> 罗志恒：美联储是否会屈从政治压力？，粤开志恒宏观公众号，2026年1月29日。

业和制造业投资回暖，在一定程度上强化了欧元区的产业基础和经济内生增长动能。这类以安全和产业为导向的结构性投资，不仅具有逆周期调节作用，也有助于提升欧元区中长期增长潜力。另一方面，德国财政政策取向出现历史性转折。作为欧元区最大经济体，德国正逐步从长期坚持的紧缩和预算平衡规则，转向更具灵活性和增长导向的财政框架。财政约束的放松为公共投资和经济复苏提供了空间，对冲外需放缓的不利影响，并在整体上改善了欧元区的增长预期和市场信心。

在货币政策层面，欧洲央行继续保持稳健立场。2026 年 2 月 5 日，欧洲央行决定维持欧元区三大关键利率不变，存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别为 2.00%、2.15%和 2.40%，符合市场预期。欧洲央行同时指出，通胀在中期内有望稳定在 2%的目标水平，显示其在通胀回落背景下仍倾向于避免货币政策过快转向宽松，从而维护货币政策可信度和金融稳定。

在上述背景下，笔者分析认为，2025 年欧元兑美元汇率升值幅度已经超过了基本面所能解释的幅度，2026 年欧元兑美元汇率可能以双向波动为主。

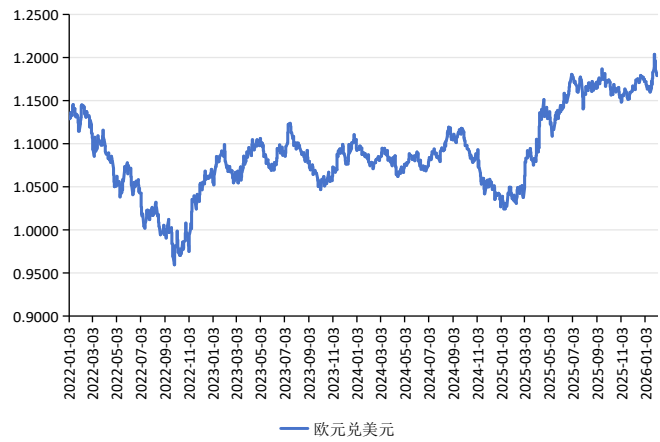


图 2 欧元兑美元

数据来源：Wind。

四、日元汇率走势分析

美元兑日元汇率走势呈现 V 型走势。总体来看，日元汇率从 2024 年 12 月 31 日的 1 美元兑 157.1995 日元小幅升值至 2026 年 2 月 4 日的 1 美元兑 156.9070 日元，升值幅度为 0.2%。分阶段来看，2024 年 12 月 31 日至 2025 年 4 月 21 日，

日元汇率从 1 美元兑 157.1995 日元升值至 1 美元兑 140.8530 日元，升值幅度为 10.4%。2025 年 4 月 21 日至 2026 年 2 月 4 日，日元汇率从 1 美元兑 140.8530 日元贬值至 1 美元兑 156.9070 日元，贬值幅度为 11.4%。

日元在 2025 年下半年的贬值与 2022 年起美联储陡峭加息期间的逻辑不同。日本长期面临结构性通缩与薪资增长乏力等顽疾，该情况在 2024 年初好转。2024 年 3 月，日本结束负利率时代，开始加息；2025 年 12 月，日本央行宣布将政策利率上调 25 个基点至 0.75%，创下自 1995 年以来最高水平。一般而言，在日本央行持续加息而美联储进入降息周期的背景下，日美利差趋于收窄，理论上应对日元汇率形成支撑。然而，日本央行此次加息落地后，日元并未走强，反而继续走弱。2025 年 12 月 22 日，日本政府释放出可能干预外汇市场的政策信号。上述现象一方面表明，市场已提前消化日本央行加息预期，相关利好在政策宣布时已基本出尽；另一方面也反映出，2025 年下半年日元的再度走弱更多受制于日本国内政治经济因素，而非单纯由美日货币政策分化所决定。

从政治经济层面看，2025 年 10 月，日本自民党总裁高市早苗在国会众参两院首相指名选举中当选日本第 104 任首相，成为日本首位女首相。其上任后发表的一系列激进言论引发国际舆论压力，而高市政府提出的追加预算及即将公布的年度预算方案亦被日本财务大臣片山皋月评价为“相当激进”。在此背景下，日本政府近期还在讨论暂时取消或下调食品消费税，以对冲通胀压力、稳定居民实际购买力。短期看，该举措有助于提振国内消费并缓解民生成本压力，但同时也意味着财政支出扩大、税收收入下降，将在高债务水平背景下进一步削弱财政可持续性预期，从而对日元形成中期偏空影响。若高市政府重启或强化“安倍经济学”式政策组合，即在维持相对宽松货币环境的同时扩大财政支出规模，将持续压低日元资产的相对收益率，不利于日元汇率企稳回升。

与此同时，日本在外汇政策层面的约束也日益明显。2026 年初，日本与美国启动美日联合汇率检查机制，在一定程度上限制了日本单边、持续性外汇干预的政策空间。该机制提高了外汇干预的透明度和政治协调成本，有助于在短期内稳定市场预期、抑制日元过快贬值，但也意味着日本难以通过强力干预来扭转汇率趋势，日元走势更多仍将由基本面和政策组合所主导。

此外，日本长期处于高债务水平与能源进口高度依赖并存的状态，在外部冲击加剧的环境下，经常账户和财政可持续性压力仍然存在，进一步削弱了日元的基本面支撑。因此，尽管在美元阶段性回调的背景下，日元可能出现短期反弹，但其整体升值空间依然有限；在全球风险偏好上升时期，日元仍面临阶段性贬值风险。预计 2026 年，美元兑日元汇率在 150—160 的区间内波动。若高市政府未来财政立场显著收敛、货币政策正常化持续推进，且外部环境趋稳的情况下，日元有可能由贬转升。在此情形下，预计 2026 年，美元兑日元汇率将在 140—150 的区间内波动。



图 3 美元兑日元

数据来源：Wind。

### 五、人民币汇率走势分析

在美元指数下行背景下，人民币兑美元汇率呈现升值行情（见图 4）。2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，人民币兑美元中间价从 7.1884 升值至 6.9533，升值幅度为 3.3%；同期，人民币兑美元即期汇率从 7.2988 升值至 6.9376，升值幅度为 4.9%。

CFETS 人民币汇率指数呈现“V 字”型走势。2024 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 30 日，CFETS 人民币汇率指数从 101.47 下降至 96.99，贬值幅度为 4.4%。2025 年 7 月 4 日，CFETS 人民币汇率指数低至 95.30。从趋势来看，人民币兑全球主要国家货币整体呈现由贬转升的趋势。

2025 年，人民币汇率走势受内外因的多重影响。

就外部因素而言，人民币兑美元汇率受美元指数的影响较大。特别是在 2015 年“8·11 汇改”之后，人民币汇率形成机制更加注重市场供求和对一篮子货币的参考，人民币兑美元汇率与美元指数走势之间的相关性明显增强。在这一机制框架下，美元周期变化通过影响跨境资本流动和汇率预期，对人民币汇率形成较为直接的外溢效应。基于上述分析，若 2026 年美元指数整体处于震荡下行态势，则人民币兑美元汇率面临的外部约束有所缓解，人民币汇率存在稳中走强的外部条件。

就内部因素而言，人民币汇率走势从根本上取决于国内经济基本面和国际收支状况。2025 年，在稳增长政策持续发力的背景下，中国经济总体保持在合理运行区间，服务业和消费对经济增长的支撑作用增强，经济运行的韧性有所提升，为人民币汇率稳定奠定了基本面基础。与此同时，围绕扩大内需、提振消费和稳定投资，一系列宏观政策密集出台。2025 年 7 月中央政治局会议强调宏观政策要持续发力、适时加力，明确提出落实更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；2025 年 9 月，国家发展改革委会同有关方面推出规模为 5000 亿元的新型政策性金融工具，专项用于补充项目资本金；2025 年 12 月中央经济工作会议后，稳房地产、扩内需等政策进一步落地。一系列稳增长政策有助于缓解经济下行压力、稳定市场预期，从而增强人民币汇率的内生稳定性。

从国际收支角度看，2025 年中国经常账户继续保持顺差，货物贸易顺差规模处于相对高位，对外汇供给形成了稳定支撑。尽管在对外直接投资、证券投资等因素影响下，金融账户存在阶段性外流压力，但经常账户顺差与充足外汇储备在总体上对冲了资本流动带来的冲击，使国际收支仍处于基本平衡状态。在此背景下，人民币汇率出现单边大幅贬值的基础并不牢固，汇率更可能围绕基本面进行双向波动。

综合来看，在外部美元指数下行压力减弱、内部经济基本面改善和国际收支保持基本平衡的共同作用下，人民币汇率在 2026 年具备稳中有升的现实基础。预计人民币兑美元汇率将在 6.7—7.1 区间内运行，CFETS 人民币汇率指数可能有较为明显的升值，运行区间预计在 96—101 之间。

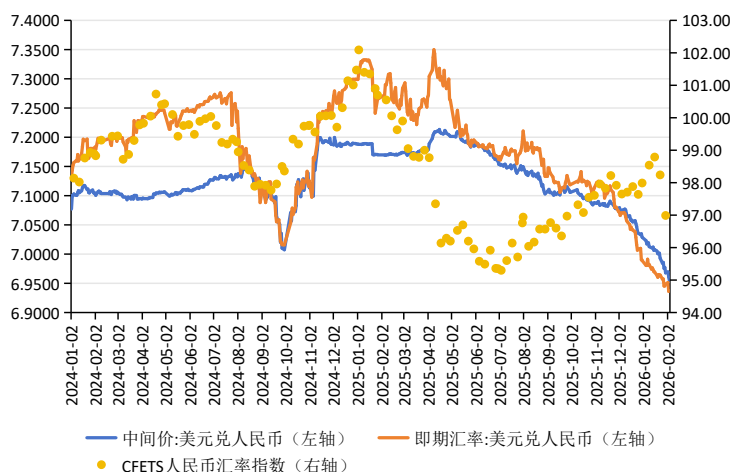


图 4 人民币汇率走势

数据来源：Wind。

## 六、总结

2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，美元指数从 108.48 贬值至 97.65，贬值幅度为 10%。除阿根廷比索、土耳其里拉、越南盾等国家货币对美元呈现贬值外，全球主要国家货币对美元汇率呈现升值行情。展望 2026 年，美元指数预计将维持缓慢下行态势，美元指数预计在 93—100 区间内波动。

2024 年 12 月 31 日至 2026 年 2 月 4 日，欧元兑美元汇率升值 14%。2025 年欧元兑美元汇率升值幅度已经超过了基本面所能解释的幅度，预计 2026 年欧元兑美元以双向波动为主。

美元兑日元汇率走势呈现 V 型走势。2025 年 4 月 21 日至 2026 年 2 月 4 日，日元兑美元汇率大幅贬值，贬值幅度为 11.4%。2026 年，日元基本面支撑偏弱，短期或随美元回调反弹。若日本财政立场收敛、货币政策持续正常化并叠加外部环境改善，日元将由贬转升。

2025 年人民币兑美元汇率呈现升值行情。受美元指数走弱、国内宏观经济政策持续发力的影响，人民币兑美元汇率在 2026 年有望小幅升值，预计在 6.7—7.1 的区间内波动；CFETS 人民币汇率指数预计在 96—101 的区间内波动。

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。