



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

2023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、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。

美元指数冲顶回落，日本调整货币政策

摘要

2022年，在美联储陡峭加息影响之下，美元持续走强，这给全球外汇市场带来较大扰动。伴随着美国通货膨胀回落和美联储加息节奏的放缓，美元指数在2022年9月底达到顶峰之后开始回调。2022年第四季度，全球主要国家货币兑美元汇率出现了升值行情。非常值得关注的是，2022年第四季度，中国和日本两国的政策出现重大调整，这对人民币和日元汇率走势产生重要影响。

作为传统避险资产的日元，在2022年前三季度出乎意料地大幅贬值，成为外汇市场上表现最差的货币之一。2022年第四季度，随着美联储加息进程的放缓和日本央行将收益率曲线控制政策（YCC）目标从 $\pm 0.25\%$ 调整 $\pm 0.5\%$ ，日元开始大幅升值。日本央行意外调整收益率曲线控制（YCC）目标给市场带来较大冲击。从短期来看，日元开始大幅走强，日本国债收益率多次突破0.5%的上限。从长期来看，日本央行调整收益率曲线控制（YCC）目标会增加日本政府财政负担，并对国际资本流动产生重要影响。

2022年，人民币兑美元汇率呈现出“贬值-升值”行情。在2022年前三季度，人民币兑美元汇率出现急贬，2022年第四季度，人民币兑美元汇率由贬转升。随着中国疫情防控政策在2022年底的调整，中国经济增速将会在2023年强劲反弹，而美国经济增速将会明显下滑，由此形成“东升西降”格局，中美增长差的反转将利好人民币汇率。笔者预计，2023

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

年上半年，考虑到美联储还会继续加息缩表，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、全球外汇市场基本情况概览	1
二、日元汇率走势及日银政策调整的影响	2
三、人民币汇率未来走势分析	6

一、全球外汇市场基本情况概览

2022 年，在美联储陡峭加息影响之下，美元持续走强，这给全球外汇市场带来较大扰动。2022 年 3 月 17 日至 2023 年 2 月 1 日，美联储连续加息八次，累计加息 450 个基点，将联邦基金利率推高至 4.5% 至 4.75% 的区间。在 2022 年 6、7、9、11 月，美联储连续四次分别加息 75 个基点后，美联储调整加息步伐。2022 年 12 月和 2023 年 2 月，美联储分别加息 50 和 25 个基点。

伴随着美国通货膨胀回落和美联储加息节奏的放缓，美元指数在 2022 年 9 月底达到顶峰之后开始回调（见图 1）。具体而言，2022 年 1 月 3 日至 9 月 27 日，美元指数从 96.22 升值至 114.16，升值幅度为 18.65%。2022 年 9 月 27 日至 2023 年 2 月 3 日，美元指数从 114.16 贬值至 103，贬值幅度为 9.78%。



图 1 美元指数（2022 年 1 月 3 日至 2023 年 2 月 3 日）

数据来源：Wind。

伴随着美元指数的回调，2022 年第四季度，全球主要国家货币兑美元汇率出现了升值行情（见图 2）。2022 年 9 月 30 日至 2023 年 2 月 3 日，韩元、新西兰元、泰铢、欧元兑美元的升值幅度均超 10%，日元兑美元升值 9.37%，人民币兑美元升值了 4.89%。

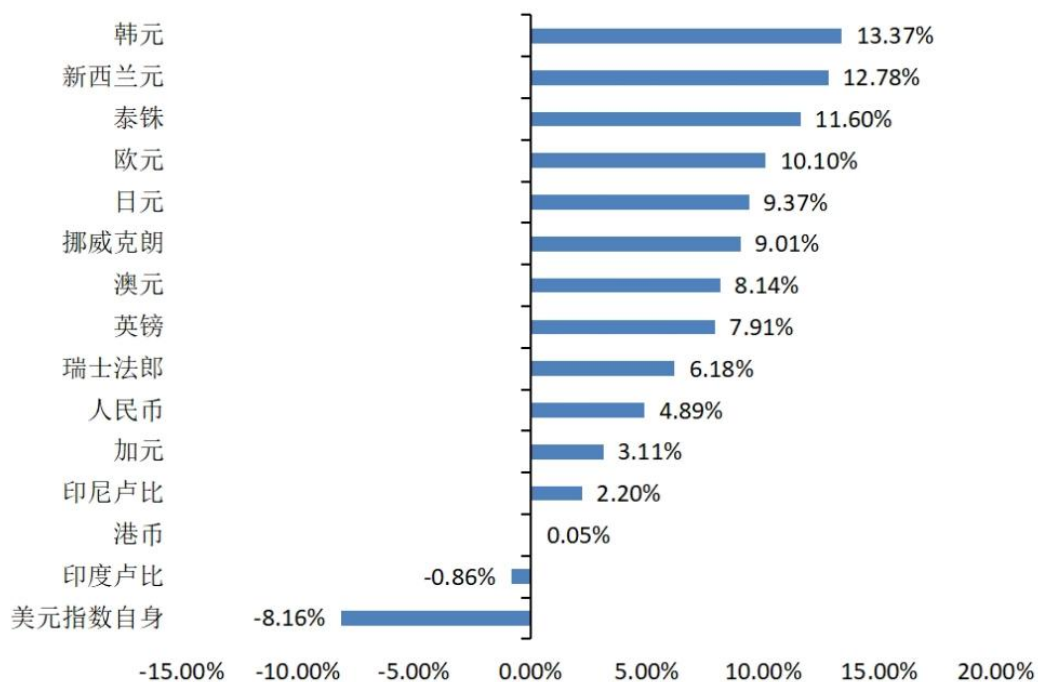


图2 全球主要国家（地区）货币汇率变化率
(2022年9月30日至2023年2月3日)

数据来源：Wind，英为财经（Investing）。

2022年，全球主要国家都在跟随美联储加息步伐，进行了不同程度的加息。例外的是，中国和日本是全球为数不多的实行宽松货币政策的两个大型经济体。中美和日美货币政策差异，引致了中美利差和中日利差的拉大，进而影响到人民币和日元汇率出现不同程度地贬值。非常值得关注的是，2022年第四季度中国和日本两国的政策出现重大调整，这对人民币和日元汇率走势产生重要影响。

二、日元汇率走势及日银政策调整的影响

作为传统避险资产的日元，在2022年前三季度出乎意料地大幅贬值，成为外汇市场上表现最差的货币之一。但是，在2022年第四季度，日元开始大幅升值，其背景是随着美联储加息进度的放缓和日本央行将收益率曲线控制政策（YCC）目标从 $\pm 0.25\%$ 调整为 $\pm 0.5\%$ （见图3）。

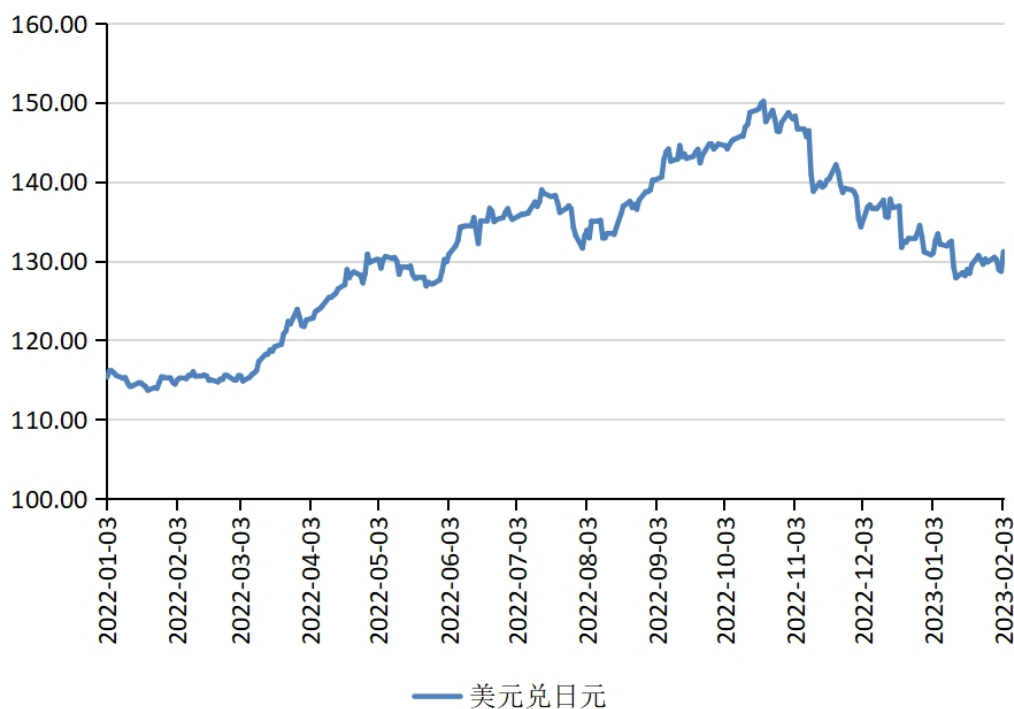


图3 日元走势

数据来源：Wind。

2022年，日元兑美元汇率走势可划分为两个阶段。

第一阶段，2022年1月3日至10月20日，从1美元兑115.33日元，贬值至1美元兑150.14日元，贬值幅度高达30.18%。该阶段，日元贬值的主要原因如笔者在《【NIFD季报】2022Q3人民币汇率》¹中所分析：第一，美联储加息缩表导致日美利差显著扩大，引致日元兑美元汇率大幅贬值。2022年1月4日至2022年10月20日，日美利差从-1.6%拉大至-4.0%。第二，受新冠肺炎疫情和乌克兰危机的影响，日本经济面临较大下行压力，日本央行实行宽松货币政策以刺激经济增长。第三，新冠疫情对全球供应链的冲击及乌克兰危机的爆发，引发全球大宗商品价格上涨，这推升了日本的进口成本，导致日本货物贸易逆差上升至历史性峰值。2022年，日本的货物贸易逆差持续扩大，货物贸易逆差在2022年8月达到2.4万亿日元。这是日本自1996年以来的第一大货物贸易逆差。

第二阶段，2022年10月20日至2023年2月3日，从1美元兑150.14，升值至131.18，升值幅度高达12.62%。该阶段日元升值的原因有二：一方面，2022年第四季度以来，美国通货膨胀率逐渐回落，美联储加息放缓预期升温。2022

¹ 张明、陈胤默：《全球汇市风雨飘摇 新兴市场危机频发——2022Q3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，2022年11月。

年 10、11、12 月和 2023 年 1 月，美国通货膨胀率分别为 7.7%、7.1%、6.5%、6.4%。与之对应，2022 年 11、12 月和 2023 年 2 月美联储放缓加息步伐，分别加息 75、50、25 个基点。另一方面，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以 0 为中心的 $\pm 0.5\%$ 的目标区间，日本央行就会从日本国债市场购买 10 年期国债，使之回到 $\pm 0.5\%$ 目标区间之内。²该政策公告一出，日元大幅走强，日本 10 年期国债收益率从 0.25% 一度涨至 0.43%，美国 10 年期国债收益率也跳升至 3.69%。

在三重压力下，日本央行调整收益率曲线控制政策（YCC）目标。一是随着日本央行购债规模的不断增加，日本央行已经成为日本国债的最大买家，日本央行捍卫日本 10 年期国债收益率“锚定”在 $\pm 0.25\%$ 的难度越来越大。例如，2022 年 10 月，日本国债交易量持续枯竭，日本 10 年期国债连续四天出现“零交易”，为 1999 年以来最长的持续期。³2022 年 12 月，日本央行花费日本 GDP（4.9 兆美元）约 5% 的资金来捍卫其收益率目标。2023 年 1 月，日本央行债券购买规模达到 23.69 万亿日元（1820 亿美元），创下历史新高。二是日本通货膨胀率持续走高（见图 4）。2022 年 12 月，日本通货膨胀率为 4%，创 1982 年以来新高。2022 年，日本通货膨胀率已连续九个月超过日本央行 2% 的通胀目标。三是在日美利差持续拉大，日本货物贸易逆差不断恶化的背景下，日元贬值压力持续增加。2022 年，日本央行曾多次进行外汇市场干预。例如，2022 年 9 月 22 日，日本政府和日本央行入市买进日元，进行了 1998 年 6 月以来首次外汇干预。⁴日本财务省数据显示，2022 年 9 月 29 日至 10 月 27 日，日本为支撑日元汇率，耗资 6.35 万亿日元（约 430 亿美元）干预汇市，规模创下有史以来之最。⁵

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

3 资料来源：华尔街见闻，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1746488677605328331&wfr=spider&for=pc>。

4 资料来源：上海证券报 <https://news.cnstock.com/news,bwqx-202209-4960690.htm>。访问时间 2022 年 10 月 20 日。

5 资料来源：日本财务省 https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/reference/feio/monthly/20221031e.html。访问时间 2022 年 11 月 1 日。

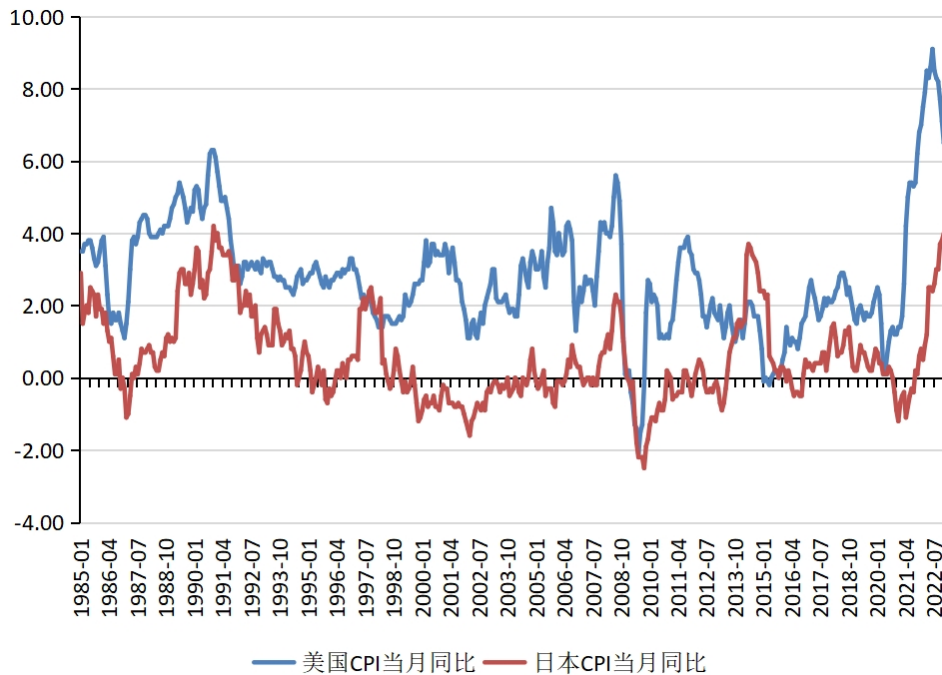


图 4 美国和日本通货膨胀

数据来源：Wind。

2022 年 12 月 20 日，日本央行意外调整收益率曲线控制（YCC）目标给市场带来较大冲击。从短期来看，日元开始大幅走强，日本国债收益率多次突破 0.5% 的上限。根据 Wind 数据库显示，2023 年 1 月 5 日至 1 月 17 日，日本 10 年期国债收益率连续突破 0.5%。为了捍卫其收益率目标，在 2023 年 1 月 12 日和 13 日，日本央行单日购债规模分别为 4.6 万亿日元、5 万亿日元以上，连续两天更新了日本央行 140 多年历史中的最大单日购债幅度。⁶在此影响下，2023 年 1 月 18 日至 1 月 30 日，日本 10 年期国债收益率回落至 0.5% 的收益率目标区间下方。但自 2023 年 2 月以来，日本央行捍卫日本 10 年期国债收益率“锚定”在 $\pm 0.5\%$ 的难度越来越大。2023 年 1 月 31 日至 2 月 14 日，日本 10 年期国债收益率再次连续突破 0.5%。在 2023 年 2 月 13 日和 14 日，日本 10 年期国债收益率更是涨至 0.524%。

从长期来看，可能有两方面的影响值得关注。一方面，日本央行调整收益率曲线控制（YCC）目标会增加日本政府财政负担。考虑到日本长期面临严重的财政问题，保持较低的国债收益率有助于降低日本政府债务的利息成本。余永定（2022）分析指出，日本政府公共债务对 GDP 之比超过 250%，利息率的上升

⁶ 资料来源：丁瑞、李刘阳、张文朗：《中金看日银#12：留意 YCC 变化的风险》中金外汇研究，2023 年 1 月 13 日。

将对日本的财政稳定造成严重威胁。⁷另一方面，日本央行调整收益率曲线控制（YCC）目标将对国际资本流动产生影响。日本在资本开放情况下长期坚持低利率政策，其事实上给在全球资本市场提供融资成本低廉的流动性支持。收益率曲线控制（YCC）目标的调整会影响资金融资成本。丁瑞等（2023）分析指出，若日元套息交易逆转，将会推动日元升值并伴随部分资产抛售和流动性收紧，例如美债利率走高；极端情形下不排除出现局部的流动性冲击，例如1997年亚洲金融危机的其中一个触发原因。⁸

下一阶段，日本央行货币政策调整可能会受两方面因素影响。一方面，日本央行需要综合考虑日本经济增长、通货膨胀和财政状况。2022年，日本受到新冠疫情冲击经济增长不及预期，通货膨胀创下1982年以来新高，政府债务长期居高不下，在多重压力之下，日本央行需要在多重目标之下寻求平衡。另一方面，日本央行现任行长黑田东彦将于2023年4月结束任期，新任央行行长（行长候选人植田和男）的执政风格也可能对日本央行货币政策决策产生重要影响。

三、人民币汇率未来走势分析

2022年，美联储连续的加息缩表推动美国利率上行，中美利差缩小、反转并再度扩大，由此带来的短期资本外流造成了人民币较大贬值压力。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，中美增长差的反转将利好人民币汇率。

2022年初至2023年2月，人民币兑美元汇率呈现出“贬值-升值”行情。在此期间，人民币汇率走势大致可分为两个阶段（见图5）。第一阶段，为2022年1月4日至11月4日，从1美元兑6.38人民币贬值至1美元兑7.26人民币，贬值幅度高达13.73%。该期间，人民币兑美元汇率贬值的主要原因在于，中国央行没有跟随美联储加息步伐，而是实行宽松货币政策刺激经济增长。中美货币政策方向持续背离，引致中美利差收窄至倒挂，由此带来的短期资本外流造成了人民币汇率贬值压力。

7 资料来源：余永定：《日银调整收益率曲线控制政策的理论机制与严峻挑战》，中国金融四十人论坛，2022年12月29日。

8 资料来源：丁瑞、李刘阳、张文朗：《中金看日银#12：留意YCC变化的风险》中金外汇研究，2023年1月13日。

第二阶段，为 2022 年 11 月 4 日至 2023 年 2 月 3 日，从 1 美元兑 7.26 人民币升值至 1 美元兑 6.74 人民币，升值幅度高达 7.13%。该期间，人民币兑美元汇率升值的最主要的原因是随着疫情防控政策的调整，市场对 2023 年中国经济增长前景保持乐观。尽管最近中美利差并没有明显收窄，但对中美经济增长差变化的判断推高了人民币汇率。这有利于吸引短期资本流入中国资本市场。从资本流动数据来看，2022 年 11 月之后，短期跨境资本从流出转为流入。国际金融协会（IIF）公布数据显示，2022 年 11 月和 12 月，分别有 54 亿美元和 114 亿美元流入中国资本市场。此外，2022 年第四季度，美国通货膨胀率逐渐回落，美联储加息放缓预期升温也是另一个原因。

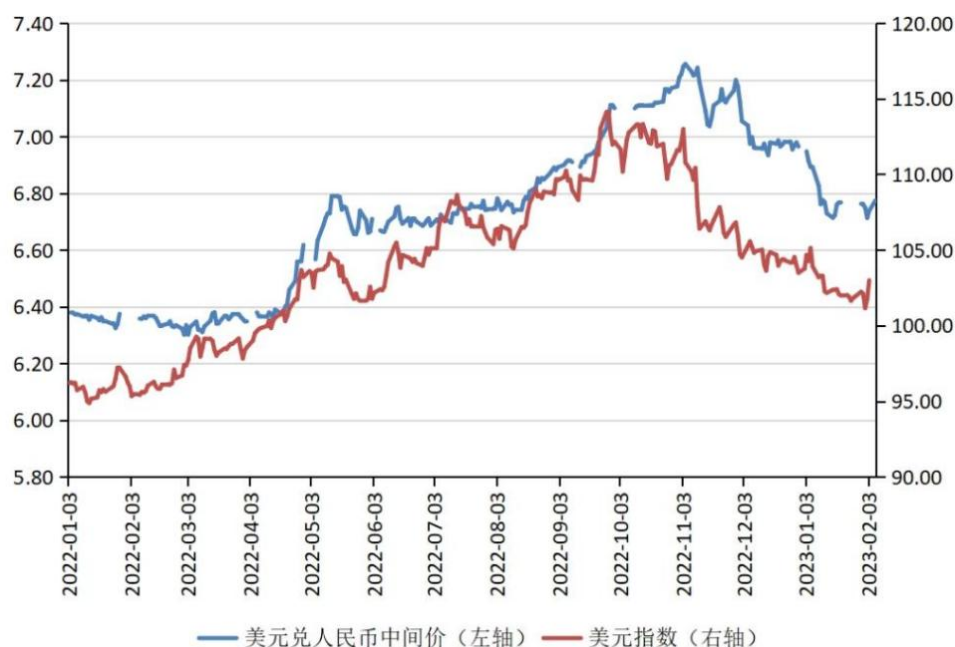


图 5 人民币兑美元中间价和美元指数走势

数据来源：Wind。

展望人民币汇率未来走势，笔者认为，中美经济增长差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。一方面，美联储在 2022 年实施陡峭加息政策以抑制美国持续走高的通货膨胀，但美国平均通货膨胀率在 2023 年初仍处于高位，市场预期美联储在 2023 年 3 月将加息 25 个基点。美联储持续加息进程可能给美国经济增长造成较大下行压力。与此同时，美国触及债务上限问题值得关注，美国财政部正在采取非常措施避免美债违约。2023 年 1 月，美国

财政部部长珍妮特·耶伦表示在政府达到 31.4 万亿美元的借款上限后，美国已经开始使用“非常措施”来支付账单，从 2023 年 1 月 19 日至 6 月 5 日，财政部将暂停对公务员退休和残疾基金以及邮政服务退休人员健康福利基金的新投资。⁹ 另一方面，随着中国疫情防控政策的调整，中国经济增长将会有强劲反弹。市场对 2023 年中国经济增长前景非常乐观，这吸引大规模短期跨境资金流入中国资本市场。根据 Wind 数据库显示，2023 年 1 月 3 日至 2 月 7 日，陆股通累计成交净额为 1423.06 亿元，远超 2022 年全年陆股通累计成交净额（900 亿元）。此外，IMF 在 2023 年 1 月的《世界经济展望》报告中预测，美国 2022 年和 2023 年经济增长速度分别为 2% 和 1.4%。中国 2022 年和 2023 年经济增长速度分别为 3% 和 5.2%。笔者分析认为，2022 年中国经济增速大概只有 3%，2023 年中国经济增速将达 5%，而且很可能会超过 5.5%。总体而言，中美经济增长差的反转将利好人民币汇率。

基于上文分析，笔者预计，2023 年上半年，考虑到美联储还会继续加息缩表，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。

⁹ 资料来源：

<https://www.cnbc.com/2023/01/19/yellen-says-treasury-is-taking-extraordinary-measures-to-avoid-default-as-us-hits-debt-limit.html>