



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 10 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。

美债长期利率飙升，巴以冲突扰动汇市

摘要

2023 年第三季度，美元指数强势上涨，全球主要国家货币兑美元大多贬值。2023 年 6 月 30 日至 10 月 19 日，美元指数升值了 2.8%。除瑞士法郎、港币兑美元小幅升值外，欧元、英镑、日元、人民币、加元、澳元、新西兰元等货币均兑美元贬值。

2023 年第三季度，美元指数上行的主要原因有二：一是 10 年期美债收益率显著上行；二是巴以冲突导致地缘政治风险上升，进而造成全球投资者避险情绪上升。未来一段时间，美元指数仍将在高位盘整，大致在 100-110 的区间内运行，短期内有突破 110 的可能性。

2023 年第三季度，人民币兑美元汇率在 7.1 至 7.3 的区间内波动。外汇市场上多重因素导致人民币汇率贬值，但内因（中国经济增长动力放缓）仍是 2023 年第三季度人民币兑美元汇率贬值的主导型因素。未来一段时间内，人民币兑美元汇率走势面临一定不确定性。在乐观情景下，人民币兑美元汇率有望止跌回升，预计在 7.0-7.2 的区间内运行。在悲观情景下，人民币兑美元汇率可能继续面临贬值压力，预计在 7.3-7.5 的区间内运行。

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

目 录

一、全球外汇市场概览	1
二、美元指数上行原因	3
(一) 10 年期美债利率显著上行原因	3
(二) 巴以冲突给外汇市场带来新变数	4
三、人民币兑美元汇率走势分析	5
四、汇率走势预测	6

一、全球外汇市场概览

2023 年第三季度，美元指数强势上涨，全球主要国家货币兑美元大多贬值（见图 1）。2023 年 6 月 30 日至 10 月 19 日，美元指数升值了 2.8%。除瑞士法郎、港币兑美元小幅升值外，欧元、英镑、日元、人民币、加元、澳元、新西兰元等货币均兑美元贬值。

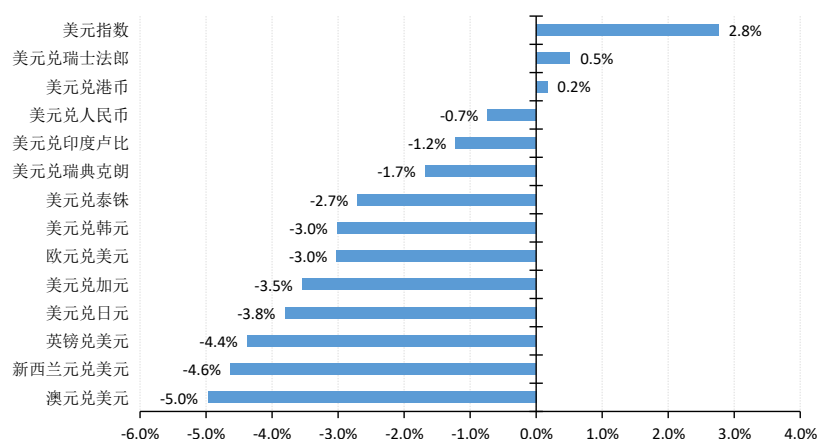


图 1 全球主要货币变化率（2023 年 6 月 30 日至 10 月 19 日）

数据来源：Wind。

美元指数从 2023 年 6 月 30 日的 103.38 升值至 10 月 19 日的 106.23（见图 2）。同期，美元指数六大构成货币兑美元呈现不同程度的贬值行情，除了美元兑瑞士法郎小幅升值外，英镑、日元、加元、欧元、瑞典克朗兑美元分别贬值了 4.4%、3.8%、3.5%、3.0%、1.7%。



图 2 美元指数走势

数据来源：Wind。

2023 年第三季度，人民币兑美元汇率在 7.1 至 7.3 的区间内波动（见图 3）。2023 年 6 月 30 日至 10 月 20 日，人民币兑美元汇率中间价从 7.23 升值至 7.18，升值幅度为 0.6%。在该期间，人民币兑美元即期汇率从 7.26 贬值至 7.32，贬值幅度为 0.7%。2023 年 6 月 30 日至 10 月 13 日，CFETS 人民币汇率指数从 96.74 升值至 99.59，升值幅度为 2.9%。

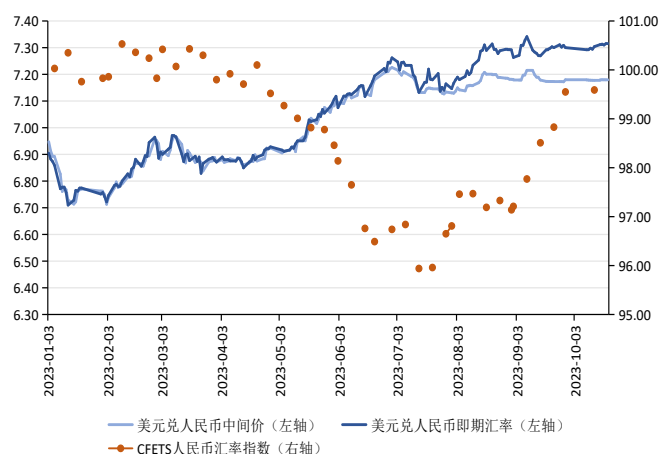


图 3 人民币兑美元汇率与 CFETS 人民币汇率指数

数据来源：Wind。

2023 年第三季度，受美日利差持续扩大影响，日元兑美元汇率持续贬值（见图 4）。2023 年 6 月 30 日至 10 月 19 日，日元兑美元汇率从 1 美元兑 144.31 日元贬值至 1 美元兑 149.79 日元，贬值幅度为 3.8%。同期，美日 10 年期国债收益率利差从 3.38% 扩大至 4.14%。美日利差扩大引致短期资金流出日本，给日元带来较大贬值压力。美国和日本货币政策方向的持续背离是美日利差持续拉大的重要原因。



图 4 美元兑日元汇率和美日利差

数据来源：Wind。

二、美元指数上行原因

2023 年第三季度，美元指数上行的主要原因有二：一是 10 年期美债收益率显著上行；二是巴以冲突导致地缘政治风险上升，进而造成全球投资者避险情绪上升。

（一）10 年期美债利率显著上行原因

2023 年第三季度，美国 10 年期国债收益率持续上行。2023 年 10 月 19 日，美国 10 年期国债收益率上升至 4.98%，这是自 2007 年 7 月 23 日以来的峰值，创下了过去 16 年以来的新高（见图 5）。美债收益率持续上行给外汇市场带来较大影响，例如给人民币汇率、日元汇率带来较大贬值压力。



图 5 美国长期国债收益率

数据来源：Wind。

美国长期国债收益率不断上升的原因有三（张明，2023）：

第一，美国政府在第三季度明显加大国债发行规模。美国国会在 2023 年 6 月初同意调整联邦政府债务上限，随后美国政府在 7 月与 8 月明显加大了国债发行力度，这导致国债市场价格下跌、国债收益率上涨。从 2022 年 11 月底至 2023 年 5 月底，美国联邦政府债务余额就基本上在 31.4~31.5 万亿美元之间波动。然而，在 6 月初债务上限协议达成之后，美国政府明显加大了国债发行规模。2023 年 6 月底与 7 月底，联邦政府债务余额分别达到 32.3 万亿美元与 32.6 万亿美元。2023 年 6 月与 7 月，联邦政府债务余额的新增规模分别达到 8678 亿美元与 2763

亿美元。在市场需求并无显著变化的前提下，国债供给的增加自然会导致国债市场价格下跌、国债收益率上升。

第二，评级机构下调美国主权信用评级。2023 年 8 月 1 日，国际三大信用评级公司之一惠誉宣布，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。此前，惠誉在 5 月就将美国 AAA 主权信用评级列入潜在观察名单，理由是美国在财政与债务方面的治理能力不断恶化，一再出现的债务僵局和拖延至最后一刻的妥协决议都印证了治理能力恶化的现实。在惠誉下调评级后，美国 10 年期国债收益率由 2023 年 7 月 31 日的 3.97% 上升至 8 月 21 日的 4.34%，上升了近 40 个基点。

事实上，美国 10 年期国债收益率自 2021 年以来的快速攀升，造成美国政府偿付利息的压力不断增大，也导致美国政府进行债务置换的成本明显上升。此外，利息支付额度的增加亦加大了联邦财政支出的刚性付息压力，降低了联邦财政支出能够用于支持实体经济的比重。这或许是惠誉下调美国主权信用评级的深层次原因。更糟糕的是，主权信用评级的下调反过来又会造成国债收益率的进一步攀升。

第三，短期内美联储降息的希望较为渺茫。虽然美国消费者价格指数（CPI）增速明显回落，但核心 CPI 增速依然保持在高位，使得美联储降息前景面临不确定性，这也是长期国债收益率难以显著下降的重要原因。截至 2023 年 9 月，美国 CPI 同比增速已经由 2022 年 6 月 9.1% 的峰值下行至 3.7%，但核心 CPI 增速依然高达 4.1%。后者依然显著高于美联储平均 2% 的通胀目标。核心 CPI 增速居高不下的最重要原因是目前美国劳动力市场依然紧张。2023 年 9 月，美国的失业率仅为 3.8%，劳动参与率则上升至 62.8%。劳动力市场紧张意味着工资薪金上涨压力依然突出，而这会使得服务价格与房租价格处于高位，进而造成核心 CPI 增速具有较强粘性。

（二）巴以冲突给外汇市场带来新变数

2023 年 10 月 7 日，巴勒斯坦武装组织伊斯兰抵抗运动（哈马斯）突然在加沙地带对以色列发动突袭。截至目前，巴以冲突持续恶化。美国桥水投资公司创始人瑞·达利欧（2023）分析指出，以色列和哈马斯之间正在发生的事情，就像

乌克兰和俄罗斯之间正在发生的事情一样。过去两年时间，世界从有限冲突转向爆发不可控制的(包括主要大国在内)世界大战的可能性已经从 35% 上升至 50%。

巴以冲突给外汇市场带来新变数。中东局势紧张使地缘政治风险上升，全球投资者避险情绪上升，投资者对美元等避险资产的需求将上升。未来一段时间，受巴以冲突和俄乌冲突的叠加影响，全球经济政策不确定性和地缘政治不确定性仍将处于高位。2023 年 10 月 20 日，美联储发布最新《金融稳定报告》指出，全球地缘政治紧张局势恶化可能会给全球市场带来广泛的负面溢出效应，冲突的升级可能会减少经济活动并推升全球通胀，全球金融体系可能会遭受风险承担能力下降、资产价格下跌以及存在相关风险敞口的企业和投资者遭受损失的影响。在此情形下，投资者对美元将会有旺盛的需求，美元指数在未来一段时间将保持相对强势。

综上所述，未来一段时间美元指数仍将在高位盘整，预计大致在 100-110 的区间内运行，短期内有突破 110 的可能性。

三、人民币兑美元汇率走势分析

2023 年第三季度，人民币兑美元汇率在 7.1 至 7.3 的区间内波动。在这一期间内，人民币兑美元汇率中间价和人民币兑美元即期汇率变动存在一定的背离。人民币兑美元即期汇率价格显著高于人民币兑美元汇率中间价。这反映出外汇市场上存在一定的贬值预期。事实上，自 2015 年“8.11”汇改八年以来，人民币兑美元汇率变动幅度大致在 6.1 至 7.3 的区间（陈胤默和张明，2023）。2023 年第三季度，人民币兑美元汇率变动基本达到“8.11”汇改八年来的低点。

正如笔者在《【NIFD 季报】2023Q2 人民币汇率》中分析指出，外因是人民币兑美元汇率在 2022 年、2023 年 2 月两波贬值的主导型因素，即美元指数显著走强与美中利差扩大所致。内因是人民币兑美元汇率在 2023 年 5~7 月贬值的主导型因素，即国内总需求不足造成经济增速显著低于潜在增速、经济复苏不及预期，中国经济增长动力放缓所致。该影响一直延续至 2023 年 10 月。

未来一段时间内，人民币兑美元汇率走向取决于两个问题：一是中国高频宏观数据能否全面触底反弹；二是房地产市场系统性风险能否顺利化解。在乐观情

景下，如果中国经济环比增速在 2023 年的剩余时间内显著走强，且房地产市场民营开发商的流动性危机能够基本得以遏制，那么人民币兑美元汇率有望止跌回升，预计人民币兑美元汇率在 7.0-7.2 的区间内运行。在悲观情景下，如果民营开发商流动性危机进一步加剧，那么人民币兑美元汇率可能继续面临贬值压力，预计人民币兑美元汇率在 7.3-7.5 的区间内运行。

四、汇率走势预测

预计未来美元指数仍将在高位盘整，有望在 100-110 的区间内运行，短期内有突破 110 的可能性。

未来一段时间内，人民币兑美元汇率走势面临一定不确定性。在乐观情景下，人民币兑美元汇率有望止跌回升，预计在 7.0-7.2 的区间内运行。在悲观情景下，人民币兑美元汇率可能继续面临贬值压力，预计在 7.3-7.5 的区间内运行。

参考文献:

Ray Dalio : Another Step Toward International War, Linkedin, 2023.10.12.
<https://www.linkedin.com/pulse/another-step-toward-international-war-ray-dalio/>

陈胤默、张明:《人民币汇率形成机制的当前形势与未来方向——“8.11”汇改八周年回顾与展望》,《当代金融研究》,2023年第10期。

美联储:《金融稳定报告》,2023年10月20日。
<https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20231020.pdf>

张明:《美国长期国债收益率近期为何显著上行?》,《中国外汇》,2023年第18期。

张明、陈胤默:《美元指数波动走弱,人民币贬值由内因主导》,国家金融与发展实验室人民币汇率季度分析报告,2023年7月。

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。