



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

2022 年 8 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、特殊资产行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。

美元指数迭创新高 新兴市场风雨飘摇

摘要

2022 年二季度，全球外汇市场延续一季度格局，除了美元和卢布等少数货币外，日元、欧元、英镑、瑞典克朗等大部分货币都出现了不同程度地贬值。尤其值得关注的是，日元、欧元和英镑等国家汇率均创出 20 年来新低。

2022 年二季度，人民币兑美元汇率走势呈现出从急跌转至平稳的格局。2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，人民币兑美元汇率贬值了 6.3%，CFETS 人民币汇率指数在 100 至 105 的区间波动。

2022 年二季度，美元指数一度突破 109 的高点，创下自 2002 年以来的新高。美元指数走强的原因有四：一是美元指数六大构成货币均出现大幅贬值；二是美国通胀率再创新高，美联储开启陡峭的加息缩表进程；三是俄乌冲突和新冠疫情带来的不确定性，使得全球避险情绪上升，投资者持有避险资产偏好增加；四是全球经济的衰退前景有助于美元这种反周期资产保持相对强势。

欧元兑美元汇率走弱的原因在于：一是在俄乌冲突引发能源等大宗商品价格大幅上涨和新冠疫情冲击全球供应链的叠加影响下，通货膨胀严重冲击欧元区经济增长。二是欧洲政治局势日益动荡给欧元区经济增长带来较大不确定性。

日元兑美元汇率急贬的原因在于：一是美联储加息缩表导致美日长期利差迅速扩大；二是出于维护国内货币政策独立性考虑，日本央行并未对美联储亦步亦趋；三是新冠疫情冲击全球供应链，俄乌冲突爆发引发的全球大宗商品价格上

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

特殊资产行业运行

升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。与其他新兴市场国家相比，日元兑美元汇率大幅贬值并非国内出现不可控的大规模短期资本流出所致。

受美联储陡峭加息缩表进程的影响，美国国债收益率与美元汇率持续走高，导致大量短期金融资本回流美国，并对全球风险偏好和新兴市场国家造成显著冲击。2022 年上半年，新兴市场国家面临大规模资本外流。2022 年二季度，人民币汇率急贬与资本外流放大的时间节点基本一致。未来一段时间，中美货币政策分化将进一步加剧，中美利差收窄至倒挂的格局还将持续，我国仍将面临资金外流压力，人民币汇率存在一定的贬值压力。

笔者预计，2022 年下半年，中国 10 年期国债收益率将保持当前水平，而美国 10 年期国债收益率将在 2.5%-3.3% 的区间内波动，美元指数将在 100-110 区间内波动，人民币汇率将在 6.6-7.0 区间内运行。

目 录

一、2022 年二季度外汇市场总体情况	1
二、美元指数走势分析	5
三、欧元汇率走势分析	6
四、日元汇率走势分析	7
五、人民币汇率走势分析	8
六、新兴市场国家资本外流压力加大	11
七、结论与预测	12

一、2022 年二季度外汇市场总体情况

2022 年二季度，全球外汇市场延续一季度格局，除了美元和卢布等少数货币外，日元、欧元、英镑、瑞典克朗等大部分货币都出现了不同程度地贬值（见图 1）。尤其值得关注的是，日元、欧元和英镑等国家汇率均都创出 20 年来新低。

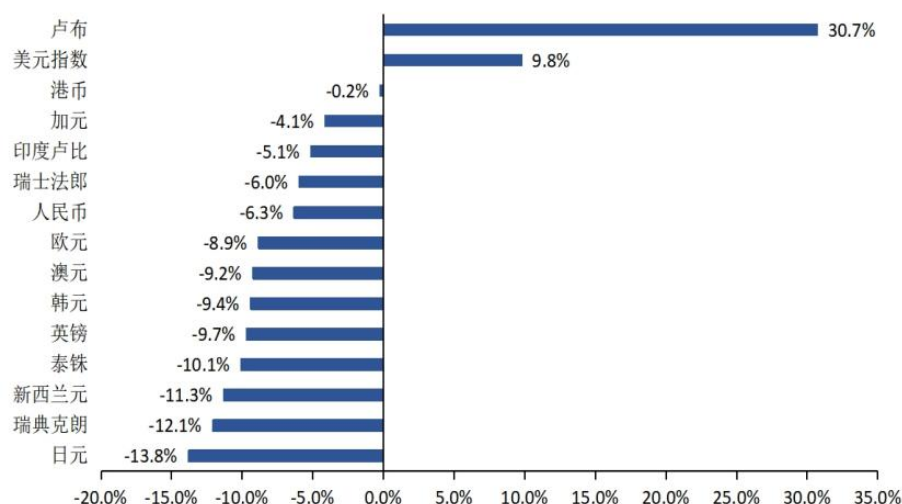


图 1 全球主要货币变化率（2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日）

数据来源：Wind，英为财经（Investing）。

2022 年二季度，美元指数再次突破历史高点，创下自 2002 年以来的新高（见图 2）。2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，美元指数从 98.36 涨至 107.98，涨幅高达 9.8%。2022 年 7 月 14 日，美元指数一度突破 109 大关，盘中触及 109.29 高点，创 20 年来新高。美元指数持续走强的直接原因是，在 2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日期间，美元指数六大构成货币均对美元呈现贬值趋势，其中，欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎分别对美元贬值 8.9%、13.8%、9.7%、4.1%、12.1%和 6.0%（见图 1）。笔者认为，市场上有四股力量叠加影响推高美元指数持续走强，此分析请详见本报告第二部分。

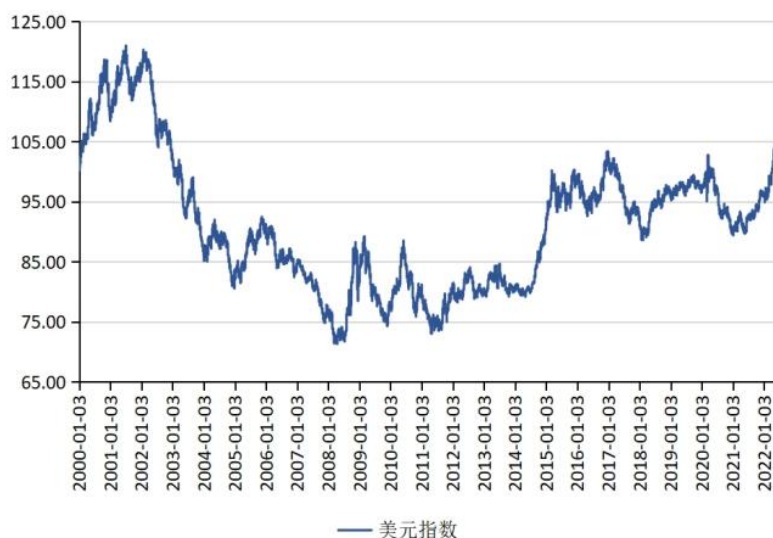


图2 美元指数走势

数据来源：Wind。

2022 年二季度，除了美元之外，全球外汇市场表现较为强劲的汇率是卢布（见图 3）。2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，卢布兑美元汇率升值幅度高达 30.7%，从 1 美元兑 84.0851 卢布升值至 1 美元兑 58.2568 卢布。俄乌冲突爆发后，卢布兑美元汇率在 3 月 11 日一度贬值至 1 美元兑 120.3785 卢布水平。2022 年二季度，在俄欧天然气交易用卢布结算需求的影响下，卢布兑美元汇率走势出现反转，由贬转升。

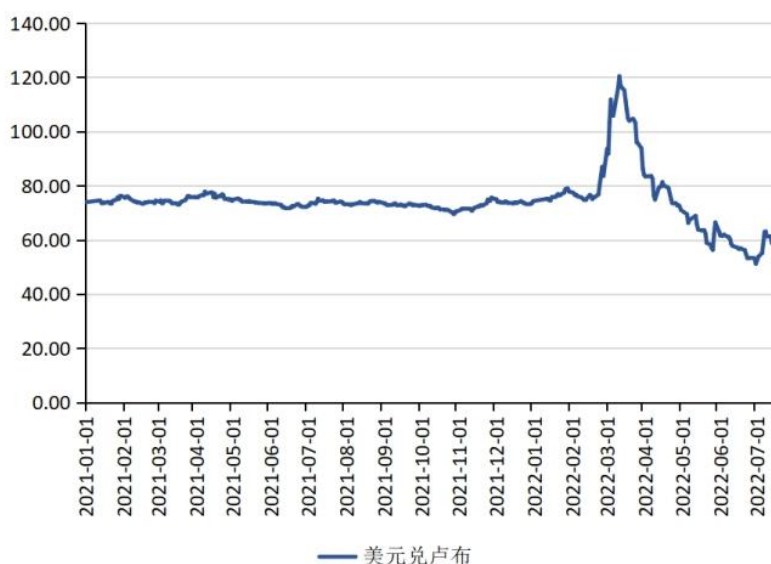


图3 美元兑卢布汇率

数据来源：Wind。

2022 年二季度，欧元兑美元汇率出现急贬（见图 4）。2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，欧元兑美元汇率由 1.1067 贬值至 1.0085，贬值幅度高达 8.9%。2022

年 7 月 12 日，欧元兑美元汇率一度贬值至 1 比 1 平价，盘中最低报价 0.9998 美元，创下近 20 年最低纪录。

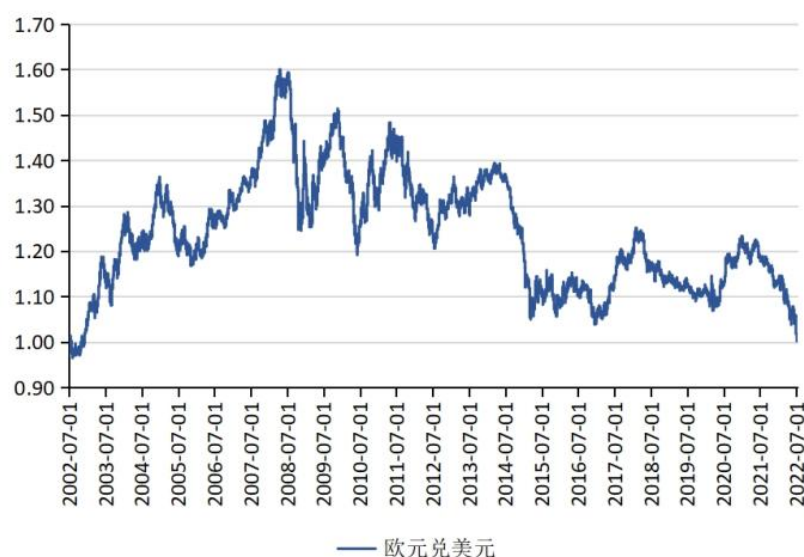


图 4 欧元兑美元汇率

数据来源：Wind。

2022 年二季度，日元兑美元汇率延续一季度的大幅贬值格局（见图 5）。2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，日元兑美元汇率贬值幅度高达 13.8%，从 1 美元兑 121.7 日元贬值至 1 美元兑 138.515 日元。7 月 14 日，日元兑美元汇率盘中一度突破 139 关口，创下 1998 年 9 月以来最低纪录。日元兑美元大幅贬值主要是受美联储 3 月开启加息进程影响，美日利差持续扩大所致，此分析请详见本报告第四部分。

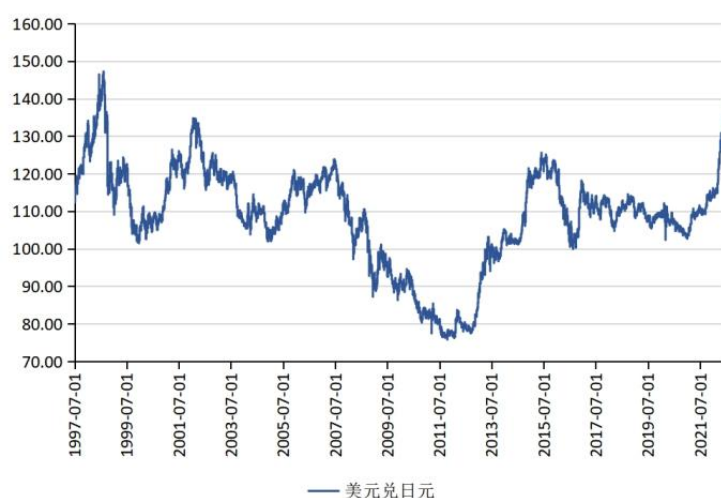


图 5 美元兑日元汇率

数据来源：Wind。

2022 年二季度，人民币兑美元汇率走势呈现出从急跌转至平稳的格局（见图 6）。2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，人民币兑美元汇率贬值了 6.3%。人民币兑美元汇率走势大致可分为两阶段。第一阶段，2022 年 3 月 31 日至 5 月 13 日，人民币兑美元汇率从 6.3482 急贬至 6.7898，贬值幅度高达 7.0%。这主要是受美联储 3 月开启最激进加息进程的影响，中国在 3 月、4 月遭遇史无前例的大规模资本外流冲击所致。第二阶段，2022 年 5 月 13 日至 7 月 15 日，人民币兑美元汇率中间价走势转为平稳，总体在 6.6-6.7 的中枢水平上下波动。

2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日，CFETS 人民币汇率指数在 100 至 105 的区间内波动（见图 6）。这表明，人民币汇率相对一篮子货币汇率而言，表现较为强劲。

笔者在《【NIFD季报】2022Q1人民币汇率》¹中指出，人民币兑美元汇率可能贬值至 6.8-6.9 附近，中枢水平在 6.6-6.7 左右，CFETS 人民币汇率指数可能在 96-105 区间内波动。从现实情况来看，2022 年二季度人民币汇率走势基本符合笔者预期。



图 6 人民币兑美元汇率与 CFETS 人民币汇率指数

数据来源：Wind。

1 张明、陈胤默：《俄乌冲突引发汇市震荡 中美利差倒挂值得警惕——2022Q1 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 5 月。

二、美元指数走势分析

美元指数衡量了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。

笔者在《【NIFD季报】2022Q1人民币汇率》中指出，市场上有四个力量推高美元指数：一是英镑、欧元和日元大幅贬值；二是俄乌冲突爆发，全球市场反应剧烈，市场避险情绪上升，投资者偏好持有避险资产；三是美国通胀率持续走高，美联储加速收紧货币政策；四是美元通常被投资者视为一种反周期资产，美元周期的由牛转熊，通常会发生在全球经济增速显著反弹之后。当前全球经济将陷入“长期性停滞”格局，美元指数的快速下跌难以发生，美元指数可能会继续维持当前水平。笔者据此推断，未来一段时间，美元指数总体有望在 100-110 的区间内运行。从现实情况来看，2022 年二季度，美元指数走势符合笔者预期。

值得关注的是，笔者指出的市场上推动美元指数走强的四股力量，在 2022 年二季度仍在持续发挥作用。

第一，美元指数的六大构成货币均出现大幅贬值。在 2022 年 3 月 31 日至 7 月 15 日期间，欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎对美元分别贬值了 8.9%、13.8%、9.7%、4.1%、12.1%和 6.0%。在美元指数构成中，欧元、日元、英镑的占比高达 83.1%，而迄今为止这三大货币对美元汇率均跌至 20 年来最低水平。

第二，美国通胀率迭创新高，倒逼美联储开启激进加息进程。美联储加息通常意味着美国利率上升快于其他国家以及美元指数走强。2022 年 4、5、6 月，美国 CPI 当月同比增速分别为 8.3%、8.6%、9.1%。为应对持续走高的通货膨胀，美联储开启了陡峭的加息进程。2022 年 3、5、6、7 月，美联储分别加息 25、50、75 与 75 个基点。同时，美联储将按计划于 9 月份加速缩表，抵押贷款支持证券（MBS）的每月缩减上限将升至 350 亿美元，而国债的每月缩减上限将升至 600 亿美元。美联储加息预期推动美债收益率持续攀升。2022 年 1 月 4 日至 6 月 14 日，10 年期美国国债收益率从 1.66%一路冲高至 3.49%。考虑到美联储加息或将放缓，但本轮加息缩表尚未结束，不排除美元指数有进一步上行的可能。

第三，俄乌冲突带来的不确定性导致全球避险情绪上升。此轮俄乌冲突的持续时间和潜在影响都显著超出市场预期，由此带动的市场避险情绪上升将引致投

投资者增持美元等避险资产。未来一段时间内，全球经济政策和地缘政治不确定性仍将处于高位，这就决定了投资者对美元依旧有旺盛需求。在此背景下，美元指数有望继续保持相对强势。

第四，全球经济的衰退前景也有助于美元这种反周期资产保持相对强势。从美元指数历史走势来看，美元周期由牛转熊，通常会发生在全球经济增长显著反弹之后。2022年7月，IMF在《世界经济展望》报告中，将2022年全球经济增长预期由3.6%下调至3.2%。在全球经济由低增长、低通胀、低利率与高债务的“长期性停滞”格局切换到低增长、高通胀的滞胀格局的背景下，美元指数的快速下跌短期内仍难发生。

笔者认为，考虑到以上四股力量的叠加影响还将持续，美元指数还将继续上行。未来一段时间，美元指数总体有望在100-110的区间内运行。短期内，美元指数有突破110的可能，但是会快速回调至100-110区间内。

三、欧元汇率走势分析

欧元在美元指数中的权重高达57.6%。2022年二季度，欧元兑美元汇率出现急贬，创下近20年最低纪录。欧元兑美元汇率走弱的主要原因在于：

一方面，在俄乌冲突引发能源等大宗商品价格大幅上涨和新冠疫情冲击全球供应链的叠加影响下，通货膨胀严重冲击欧元区经济增长。2022年4、5、6月，欧元区调和CPI当月同比增速分别为7.4%、8.1%和8.6%，迭创历史新高。为了遏制快速上行的通货膨胀，欧央行宣布自2022年7月27日起，主要再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率分别上调至0.50%、0.75%和0.00%，这是欧元区自2011年7月以来首次加息。盛松成（2022）²指出，从中长期来看，若乌克兰危机持续发酵，欧洲市场依然无法有效解决能源短缺问题进而提振市场信心的话，欧元走弱将是无可避免的长期趋势。

另一方面，欧洲政治局势日益动荡，给欧元区经济增长带来很大不确定性。2022年7月7日，英国首相约翰逊宣布辞职³；7月14日，意大利总理德拉吉

2 盛松成：《欧元兑美元屡创新低，欧元区经济面临近20年最大挑战》，首席经济学家论坛公众号，2022年7月17日。

3 资料来源：中国新闻网
<https://www.chinanews.com.cn/gj/shipin/cns-d/2022/07-07/news931406.shtml>

宣布将辞职⁴。在上述不利因素的叠加影响下，欧元兑美元汇率一度跌至 1 比 1 平价水平。2022 年 7 月 12 日，欧元兑美元汇率盘中最低报价 0.9998 美元，创下近 20 年来新低。

四、日元汇率走势分析

作为传统避险资产的日元，在 2022 年出乎意料地大幅贬值，成为 2022 年外汇市场上表现最差的货币之一。日元在美元指数构成中占比 13.6%。日元汇率快速走贬的主要原因包括：

第一，美联储加息缩表导致美日利差显著扩大，这是日元兑美元汇率大幅贬值的直接原因。2021 年 12 月 30 日至 7 月 15 日，美日利差从 1.43% 扩大至 2.70%。在 2022 年 6 月 14 日，美日利差一度高达到 3.23%。这一利差水平基本上是 2008 年全球金融危机爆发以来的最高水平。

第二，美日利差扩大的深层次原因在于，受新冠疫情和俄乌冲突的影响，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。美日央行货币政策方向持续背离，造成美日利差扩大，进而导致日元兑美元大幅贬值。一方面，2021 年四季度与 2022 年一季度，美国 GDP 季调同比增速分别达到 5.5% 与 3.5%，而日本 GDP 仅为 0.4% 与 0.7%；另一方面，2022 年 6 月，美国 CPI 当月同比增速高达 9.1%，日本 CPI 当月同比增速仅为 2.4%。日本较低的通胀率给日本央行实行宽松的货币政策提供了政策空间。2022 年 7 月，日本央行发布公告，继续将短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。

第三，新冠疫情对全球供应链的冲击及俄乌冲突的爆发，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。日本的货物贸易逆差在 2022 年 5 月达到 2.0 万亿日元。这是过去数十年以来的第二大货物贸易逆差。相对于出口额的变动，日本的进口额扶摇直上，在 2022 年 5 月创下 9.8 万亿日元的纪录。上述现象无疑与俄乌冲突爆发后日本进口成本的上升高度相关。

第四，迄今为止日本金融账户逆差基本可控。在 2022 年 4、5 月，日本的金

4 资料来源：光明网 https://m.gmw.cn/2022-07/15/content_1303045256.htm

融账户逆差分别为 8340 亿日元与 4312 亿日元。这两个月，日本的证券投资账户分别面临 7.3 万亿日元与 4.3 万亿日元的净流出，这一数据与历史上相比仍属正常。因此，进口成本上升导致的货物贸易逆差创下阶段性新高，是近期日元兑美元大幅贬值的主要原因之三。与其他新兴市场国家相比，日元兑美元汇率大幅贬值并非国内出现不可控的大规模短期资本流出所致。

尽管日元大幅贬值引发市场高度关注，但迄今为止日本央行实施宽松货币政策的态度非常坚决。原因在于，在日本不管是哪个政党执政，一旦经济形势出现恶化，都会要求中央银行实施宽松货币政策，这已经成为一种惯例（白川方明，2021）⁵。

这一惯例背后的深层次原因在于，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。近年来，日本国债余额占 GDP 比重为 250%到 260%，已经远远超出传统的债务红线（徐奇渊，2022）⁶。日本国债基本上属于内债，约九成为日本国内机构和个人所持有。财政的可持续性支撑货币稳定的最重要前提条件，如果失去对这一前提的信心，最终很可能导致债务危机甚至经济危机的爆发。而归根结底，保持较低的国债收益率水平是维持财政可持续性的重要前提。

在经济和政治的双重压力下，未来一段时间，日本央行仍然有强烈的动机实施宽松货币政策刺激经济增长。

目前美国国内通胀已经有见顶迹象、美国经济已经初步显露出衰退的可能性、美元指数显著上升可能加剧全球金融市场动荡，考虑到这些因素，笔者认为，在未来一段时间，无论欧元还是日元对美元进一步贬值的空间已经较窄。以日元兑美元汇率为例，140 与 145 可能是两个重要关口，短期内日元对美元汇率跌破 140 的可能性不能排除，但再破 145 的概率应该很小。

五、人民币汇率走势分析

2022 年二季度，人民币兑美元汇率走势呈现出从急跌转至平稳的格局。笔者认为，未来一段时间，人民币兑美元汇率存在一定的贬值压力。

5 白川方明：《动荡时代》，中信出版集团，2021 年 10 月第 1 版，第 246 页。

6 徐奇渊：《MMT 有局限性，但是对中国有启发》，中国宏观经济论坛（CMF），2022 年 4 月 19 日。

第一，中美通胀走势存在分化。由于美国国内生产复苏显著滞后于消费复苏、俄乌冲突持续推高全球大宗商品价格、新冠疫情冲击全球供应链、美国对大量中国进口商品征收高额关税，美国国内的通货膨胀率将在较长时间内保持在高位。当前，美联储制定货币政策的首要任务是遏制快速上行的通货膨胀。相较而言，中国通货膨胀总体可控。2022年4、5、6月，中国CPI当月同比增速分别为2.1%、2.1%和2.5%；中国PPI当月同比增速分别为8.0%、6.4%和6.1%（见图7）。当前，通货膨胀暂时不是中国央行制定货币政策的主要考量。

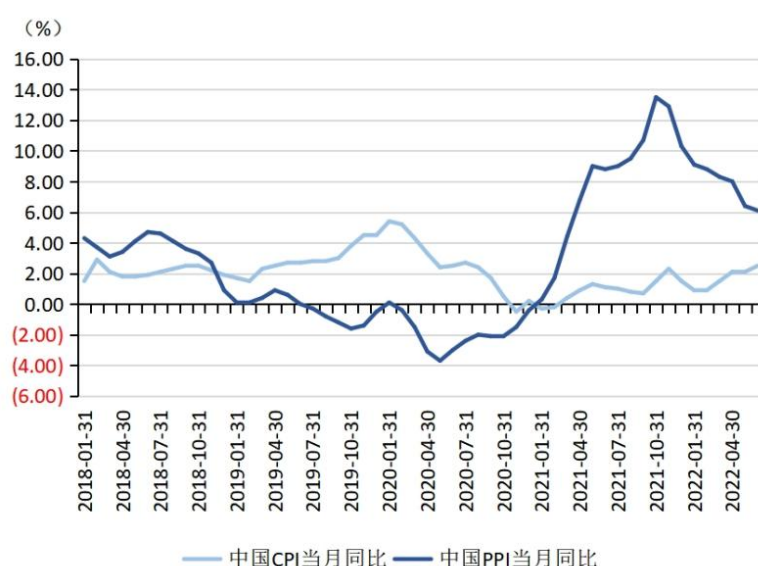


图7 中国CPI和PPI走势

数据来源：Wind。

第二，中美经济增长存在较大差异。2022年一、二季度，美国GDP（不变价）当季同比增速分别为3.5%和1.6%，而中国GDP（不变价）当季同比增速分别为4.8%和0.4%。当前，中国央行的首要任务是实行宽松货币政策刺激经济增长。2022年上半年，中国虽面临大规模资本外流压力，但货币政策制定仍应实施“以我为主”的经济刺激政策。2022年下半年，中国还将继续实施宽松货币政策以稳定经济基本盘。

第三，中美经济增长与中美通胀走势差异将导致中美货币政策进一步分化，中美利差收窄至倒挂的格局可能仍将延续。2022年二季度，中美利差持续收窄至倒挂（见图8）。2022年3月31日至7月15日，中美利差从0.47%倒挂至-0.14%。6月14日，中美利差一度倒挂至-0.72%的低点。中美利差倒挂将引致大规模短期资本流出中国债券市场。从IIF公布数据来看，2022年3-6月，累计有138亿

美元从中国债券市场流出。该格局的延续，将导致人民币汇率在未来一段时间面临较大贬值压力。



图8 中美10年期国债收益率利差

数据来源：Wind。

值得关注的是，受俄乌冲突影响，人民币国际交易结算功能日渐凸显。2022年6月，在SWIFT基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币保持在全球第五大最活跃货币的位置。2022年6月，印度最大的水泥生产商超料水泥公司以人民币为结算货币，从俄罗斯进口价值超过1.7亿人民币的煤炭；⁷ 2022年7月，白俄罗斯央行确定将人民币在其国家货币篮子中的权重提升为10%，剩下的90%货币依次为俄罗斯卢布权重为50%，美元权重为30%，欧元权重为10%；⁸ 2022年7月，澳大利亚以人民币结算的铁矿石运抵中国，其为中国市场放弃美元结算。⁹ 从中长期来看，人民币交易结算需求增加将引致国际市场对人民币需求的增加，人民币可能存在升值的空间。

考虑到中美货币政策分化仍将持续，中美利差收窄至倒挂的格局还将延续，中国仍将面临较大规模的资本外流压力，未来一段时间，人民币汇率存在较大贬值压力。笔者预计，2022年下半年，中国10年期国债收益率将保持当前水平，而美国10年期国债收益率将在2.5%-3.3%的区间内波动，人民币汇率将在6.6-7.0区间内运行。

⁷ 资料来源：华尔街见闻

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1737078753487093606&wfr=spider&for=pc>

⁸ 资料来源：中国一带一路网 <https://www.yidaiyilu.gov.cn/xwzx/hwxw/261213.htm>

⁹ 资料来源：东方财富网 <https://futures.eastmoney.com/a/202207192453305393.html>

六、新兴市场国家资本外流压力加大

2022 年 3 月以来，美联储开启加息进程，推动美国国债收益率与美元汇率持续走高，导致大量短期金融资本回流美国，并对全球风险偏好和新兴市场国家造成显著冲击。

根据国际金融协会（IIF）统计，2022 年 1、2 月，新兴市场资本净流入分别为 11 亿美元和 176 亿美元。在俄乌冲突爆发和美联储陡峭加息缩表进程的影响下，2022 年 3、4、5、6 月，新兴市场资本净流入分别为 -98 亿美元、-40 亿美元、-49 亿美元和 -40 亿美元。

中国作为新兴市场国家代表，在 2022 年上半年也遭遇了大规模资本外流。

从季度数据来看，2022 年一季度国际收支数据显示，中国非储备性质金融账户逆差为 497 亿美元，其中，证券投资逆差高达 798 亿美元，这是有史以来最大的证券投资逆差。外资撤回证券投资 387 亿美元，其中撤回债券投资 319 亿美元，这两个数据也创下历史新高。

从月度数据来看，根据 IIF 统计，2022 年 1、2 月，中国的外资净流入分别为 88 亿美元和 115 亿美元。2022 年 3 月，中国面临 175 亿美元的外资净流出，创下有记录以来新高，其中包括 63 亿美元的股市净流出与 112 亿美元的债市净流出。4 月，外资净流出 11 亿美元，其中，有 21 亿美元从债市流出，有 10 亿美元流入股市。5 月，资本外流形势有所好转，有 47 亿美元流入中国。6 月，美联储加息 75 个基点，中美利差再度被拉大。6 月 14 日，中美利差一度倒挂至 -0.72%。该影响表现为，6 月虽有 66 亿美元流入中国，但其中有 25 亿美元的资金从中国债市流出。

不难看出，2022 年二季度，人民币兑美元汇率由急贬（3 月底至 5 月中旬）转至平稳（5 月中旬至 7 月中旬）的变动格局，与资本外流的时间节点基本一致。

从历史经验来看，一旦美联储步入持续加息周期，可能引发新兴市场和发展中国家的货币危机、债务危机、金融危机甚至经济危机。当前，巴基斯坦、斯里兰卡、黎巴嫩和缅甸等经常账户持续逆差、本币汇率高估、国内资产价格虚高的经济体已陆续爆发债务危机和经济危机。未来一段时间，亚洲货币集体走贬，特别是日元贬值，可能引致亚洲货币竞争性贬值带来的连锁反应。

七、结论与预测

考虑到美国国内通胀已有见顶迹象、美国经济已初步显露出衰退的可能性、美元指数显著上升可能加剧全球金融市场动荡的影响，笔者认为，在未来一段时间，无论欧元还是日元对美元进一步贬值的空间已经较窄。以日元兑美元汇率为例，140 与 145 可能是两个重要关口，短期内日元兑美元汇率跌破 140 的可能性不能排除，但再破 145 的概率应该很小。

考虑到市场上推升美元指数持续走强的四股力量还将持续发挥作用，美元指数仍有可能继续上行。笔者预计，2022 年下半年，美元指数总体有望在 100-110 的区间内运行。短期内，不排除美元指数有突破 110 的可能，但是之后可能会快速回调至 100-110 区间内。

考虑到中美货币政策分化将进一步加剧，中美利差收窄至倒挂的格局还将持续，中国仍将面临较大规模的资金外流压力，人民币汇率存在较大贬值压力。笔者预计，2022 年下半年，中国 10 年期国债收益率将保持当前水平，而美国 10 年期国债收益率将在 2.5%-3.3% 的区间内波动，人民币汇率将在 6.6-7.0 区间内运行。

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。