



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 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、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。

全球汇市风雨飘摇 新兴市场危机频发

摘 要

2022 年三季度，在美元持续走强格局之下，全球主要国家货币兑美元汇率都出现了大幅贬值。日元、欧元和英镑等国家汇率纷纷创出历史新低。

2022 年三季度，人民币兑美元汇率呈现出“平稳-急贬”行情。人民币对美元汇率有所贬值，但人民币对欧元、英镑、日元明显升值，是目前世界上少数强势货币之一。CFETS 人民币汇率指数总体在 101-104 的区间内波动。

随着乌克兰危机、美联储加息、全球通胀高企、全球经济衰退风险增加等因素影响下，新兴市场国家面临大规模资金外流压力，全球主要国家资产价格出现较大波动，日本、韩国、印度等国家在 2022 年三季度陆续开启“货币保卫战”应对本币贬值压力。全球主要国家危机日渐显现，部分新兴市场与发展中国家已出现不同程度的债务危机和经济危机，且危机在 2022 年第三季度呈现发酵、蔓延与恶化态势。

未来一段时间，考虑到美联储还将进行大规模加息，中国人民银行为了刺激经济增长仍将实施宽松货币政策，中美货币政策分化将进一步加剧，中美利差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。但市场不必过于担忧人民币汇率大幅贬值。当前，中国人民银行有较为充裕的政策工具应对人民币汇率的过快贬值。笔者预计，2022 年四季度，美元指数总体有望在 107-117 的区间内运行，人民币汇率将在 7.0-7.5 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

目 录

一、全球外汇市场基本情况概览	1
(一) 美元指数走势	1
(二) 人民币兑美元汇率走势	2
(三) 欧元兑美元汇率走势	3
(四) 日元兑美元汇率走势	4
二、美元持续走强对全球金融市场的影响	5
(一) 新兴市场国家面临大规模资本外流压力	5
(二) 多国干预汇市应对本币贬值压力	6
(三) 全球主要国家(地区)资产价格出现较大波动	7
(四) 多国危机频发	9
三、人民币汇率未来走势分析	11
四、总结	14

一、全球外汇市场基本情况概览

2022 年三季度，在美元持续走强格局之下，全球主要国家货币兑美元汇率都出现了大幅贬值（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历史新低。

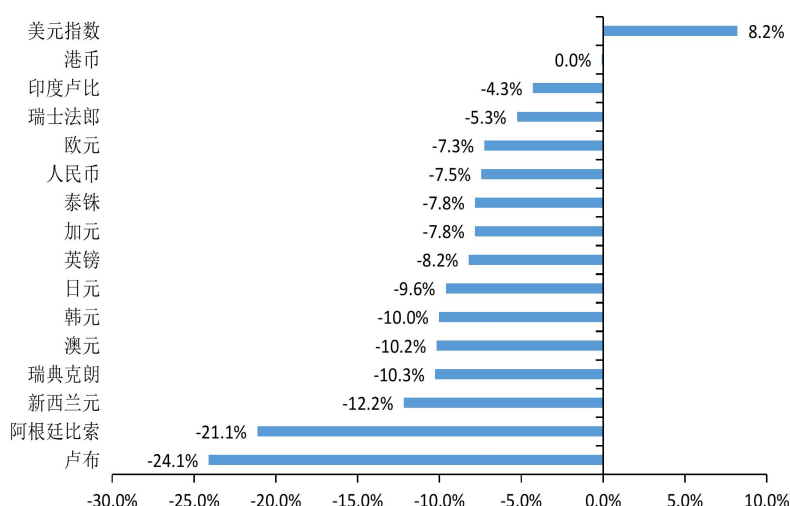


图 1 全球主要国家（地区）货币汇率变化率（2022 年 6 月 30 日至 10 月 14 日）

数据来源：Wind，英为财经（Investing）。

（一）美元指数走势

2022 年三季度，美元指数总体呈现强势上涨格局。从 2022 年 6 月 30 日至 10 月 14 日，美元指数从 104.71 涨至 113.31，涨幅高达 8.2%（见图 2）。



图 2 美元指数走势

数据来源：Wind。

正如笔者在《【NIFD 季报】2022Q2 人民币汇率》¹中指出，市场上有四股力量叠加影响推高美元指数持续走强。这四股力量在 2022 年三季度仍在持续发挥作用。一是美元指数六大构成货币持续出现大幅贬值。2022 年 6 月 30 日至 10 月 14 日，瑞典克朗、日元、英镑、加元、欧元和瑞士法郎分别对美元贬值 10.3%、9.6%、8.2%、7.8%、7.3%和 5.3%。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。2022 年，美联储连续加息六次，累计加息 375 个基点，将联邦基金利率推高至 3.75%-4% 的区间。在 2022 年 6、7、9、11 月，美联储已连续四次分别加息 75 个基点。三是乌克兰危机和新冠肺炎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。四是全球经济将面临衰退，2022 年 10 月，IMF 在《世界经济展望》报告中预测 2022 年和 2023 年全球经济增速分别为 3.2%和 2.7%。这将有助于美元这种反周期资产保持相对强势。

（二）人民币兑美元汇率走势

2022 年三季度，人民币兑美元汇率呈现出“平稳-急贬”行情。2022 年 6 月 30 日至 10 月 14 日，人民币兑美元汇率中间价从 6.71 贬值至 7.11，总体贬值了 5.9%。人民币兑美元即期汇率从 6.69 贬值至 7.19，总体贬值了 7.5%（见图 3）。

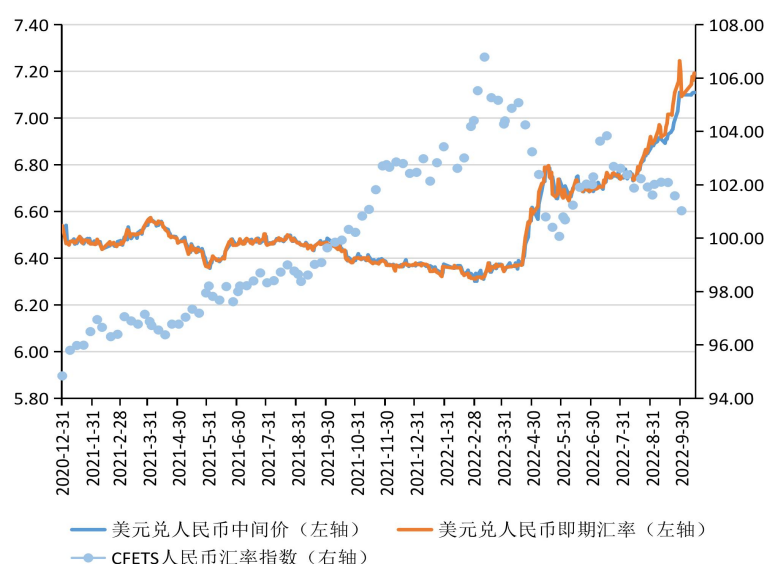


图 3 人民币兑美元汇率与 CFETS 人民币汇率指数

数据来源：Wind。

人民币兑美元汇率走势大致可分为两阶段。第一阶段，2022 年 6 月 30 日至

¹ 张明、陈胤默：《美元指数迭创新高 新兴市场风雨飘摇——2022Q2 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 8 月。

8月14日，人民币兑美元汇率走势较为平稳，人民币兑美元汇率中间价在6.7的水平上下波动。第二阶段，人民币兑美元汇率出现急贬。2022年8月15日至10月14日，人民币兑美元汇率中间价贬值了5.5%，人民币兑美元即期汇率贬值了6.4%。

2022年三季度，CFETS人民币汇率指数总体在101-104的区间内波动。虽然人民币对美元汇率有所贬值，但人民币对欧元、英镑、日元明显升值，是目前世界上少数强势货币之一。2022年6月30日至10月14日，人民币对欧元、英镑、日元分别升值了0.7%、0.9%和1.6%。

（三）欧元兑美元汇率走势

2022年三季度，欧元兑美元汇率跌破1比1，创20年来新低。2022年6月30日至10月14日，欧元兑美元汇率从1.0483贬值至0.9722，贬值幅度高达7.3%（见图4）。

笔者在《【NIFD季报】2022Q2人民币汇率》中分析欧元兑美元汇率走弱的两大原因在2022年三季度仍在持续发酵：一方面，在乌克兰危机引发能源等大宗商品价格大幅上涨和新冠肺炎疫情冲击全球供应链的叠加影响下，通货膨胀问题严重冲击欧元区的经济增长。加之，2022年10月北溪2号天然气管道被炸，更是加剧了欧洲国家的能源危机。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10月，IMF在《世界经济展望》报告中预测欧元区2022年和2023年经济增长分别为3.1%和0.5%。

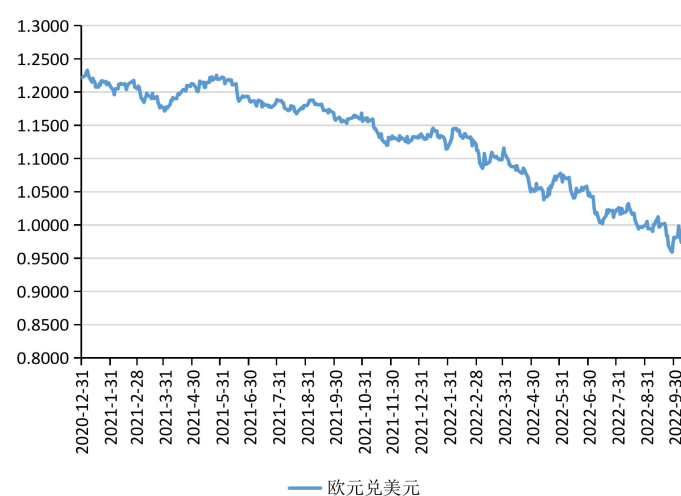


图4 欧元兑美元汇率

数据来源：Wind。

（四）日元兑美元汇率走势

2022 年三季度，日元兑美元汇率继续呈现贬值格局。2022 年 6 月 30 日至 10 月 14 日，从 1 美元兑 135.71 日元贬值至 1 美元兑 148.75 日元，贬值幅度高达 9.6%，创 30 年来新低（见图 5）。



图 5 美元兑日元汇率

数据来源：Wind。

笔者在《【NIFD 季报】2022Q2 人民币汇率》中分析日元兑美元汇率走弱的原因依然是三季度日元走弱的重要驱动因素：第一，美联储加息缩表导致美日利差显著扩大，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 1996 年以来的第一大货物贸易逆差。相较于出口额的变动，日本进口额扶摇直上，在 2022 年 8 月创下 1996 年以来的最高纪录，进口额高达 10.6 万亿日元。这与乌克兰危机爆发后日本进口成本上升高度相关。货物贸易逆差持续拉大将会对日元外汇市场供求产生直接影响。

二、美元持续走强对全球金融市场的影响

笔者于 2021 年底分析指出，从历史上来看，每当美联储进入货币政策紧缩的周期后，新兴市场与发展中国家都会面临短期资本大量外流、本币汇率面临贬值压力、国内风险资产价格下跌、本国经济增速放缓的不利冲击。在严重的情形下，甚至可能引发货币危机、债务危机、金融危机甚至经济危机。如果美联储收紧货币政策的速度超出市场预期，那么新兴市场与发展中国家面临的外部负面冲击将会更加猛烈（张明，2021）。²

正如笔者分析，2022 年 3 月，美联储开启陡峭加息步伐以来，全球主要国家各类危机日渐显现，部分新兴市场与发展中国家出现不同程度的债务危机和经济危机，且危机在 2022 年第三季度呈现发酵、蔓延与恶化态势。

（一）新兴市场国家面临大规模资本外流压力

2022 年 3 月以来，随着乌克兰危机、美联储加息、全球通胀高企等多重冲击之下，新兴市场国家面临大规模资金外流压力（见图 6）。

根据国际金融协会（IIF）统计，新兴市场在 2022 年 3 月至 7 月累计净流出 325 亿美元。其中，股市净流出 311 亿美元，债市净流出 13 亿美元。2022 年 7 月，美联储激进加息 75 个基点后，市场预期美联储将暂缓加息步伐。这表现为，新兴市场资本流出有所改善。2022 年 8 月，有 270 亿美元流入新兴市场国家。但是在 2022 年 8 月美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的强硬表态及 2022 年 9 月美联储再次加息 75 个基点的影响下，美国 10 年期国债收益率再度走高，市场预期再度转向。2022 年 9 月，流向新兴市场国家的资本转为流出，累计流出 29 亿美元，其中，股票市场流出 89 亿美元，债券市场流入 60 亿美元。

2 张明：《2022 年全球经济面临三大不确定性》，《中国外汇》，2021 年第 24 期。

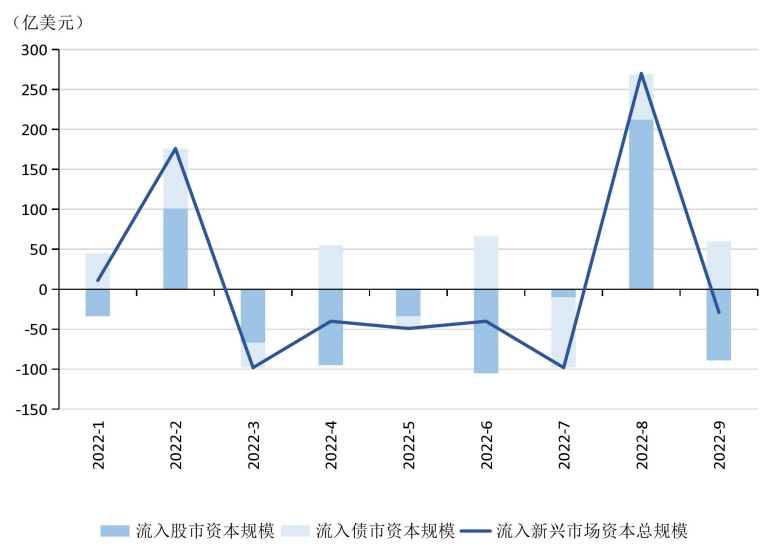


图6 新兴市场资本流动情况

数据来源：国际金融协会（IIF）。

（二）多国干预汇市应对本币贬值压力

在强势美元的影响下，全球主要国家货币都出现了不同程度的贬值。为了稳定外汇市场，日本、韩国、印度等国家都在2022年三季度陆续开启“货币保卫战”。例如，2022年9月，韩国养老基金与韩国央行时隔14年重启外汇互换交易，以转移该基金的部分外汇需求，支撑迅速走软的韩元汇率。³又如，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再如，为了应对印度卢比的大幅贬值压力，印度央行和政府已经采取措施缓解卢比贬值压力，包括对黄金征收进口税，以及增加外汇流入措施。⁶

截至2022年8月，发达国家、新兴市场和发展中国家外汇储备总额出现不同程度的下降（见表1）。2021年12月至2022年8月，全球外汇储备（不包括黄金）总体下降了8%，新兴市场与发展中国家持有的外汇储备（不包括黄金）总额下降了6%。

3 资料来源：界面新闻 <https://www.jiemian.com/article/8113723.html>。访问时间2022年10月20日。

4 资料来源：上海证券报 <https://news.cnstock.com/news,bwxx-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。

6 资料来源：新浪财经 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1738750969308159790&wfr=spider&for=pc>。访问时间2022年10月20日。

表 1 不包括黄金的外汇储备变动情况（2021 年 12 月至 2022 年 9 月）

单位：百万美元

国家	2021年12月外 汇储备金额	2022年8月外 汇储备金额	2022年9月外 汇储备金额	2022年8月较 2021年12月 变动金额	2022年8月较 2021年12月 变动幅度	2022年9月 较2022年8 月变动金额	2022年9月 较2022年8 月变动幅度
巴基斯坦	19028	8448	8624	-10580	-56%	176	2%
新加坡	416101	287620	-	-128481	-31%	-	-
新西兰	16114	11921	-	-4193	-26%	-	-
捷克	172999	140908	135285	-32091	-19%	-5622	-4%
乌克兰	29383	23939	22499	-5445	-19%	-1439	-6%
瑞士	1048963	891712	-	-157251	-15%	-	-
中国香港	496745	431707	-	-65038	-13%	-	-
泰国	231737	201575	186398	-30163	-13%	-15177	-8%
英国	176024	153637	143168	-22387	-13%	-10469	-7%
印度	594356	520845	-	-73512	-12%	-	-
印度尼西亚	140310	127837	-	-12474	-9%	-	-
阿根廷	36448	33317	-	-3132	-9%	-	-
日本	1356244	1245400	1192584	-110844	-8%	-52816	-4%
马来西亚	114641	105831	104001	-8810	-8%	-1830	-2%
美国	240197	223071	219112	-17126	-7%	-3959	-2%
中国大陆	3313920	3116343	-	-197577	-6%	-	-
土耳其	71046	66812	63051	-4234	-6%	-3761	-6%
韩国	457169	430530	-	-26640	-6%	-	-
澳大利亚	53790	50912	49966	-2877	-5%	-947	-2%
欧元区	565772	537203	-	-28569	-5%	-	-
新兴市场与发展中国家	7824689	7370484	-	-454205	-6%	-	-
来自亚洲的新兴市场与发展中国家	4706026	4349484	-	-356541	-8%	-	-
全球	13944655	12854363	-	-1090292	-8%	-	-

注：数据来源于 IMF 的 International Financial Statistics (IFS) 数据库，外汇储备数据采用不包括黄金的外汇储备进行计算。截至 2022 年 10 月 18 日，IFS 数据仅公布部分国家 9 月份外汇储备数据。

（三）全球主要国家（地区）资产价格出现较大波动

2022 年 6 月至今，美联储陡峭加息步伐对全球主要国家资产价格产生了较大影响。从股票市场来看，全球主要国家股票市场都出现了不同程度的下跌（见图 7）。2022 年 6 月 30 日至 10 月 17 日，中国香港恒生指数和俄罗斯 RTS 指数跌幅均为 24%，中国深证成指、中国创业板和中国台湾加权指数跌幅都达到 13%。2022 年三季度，仅有巴西、印度等国家（地区）的股票市场呈现上涨趋势。

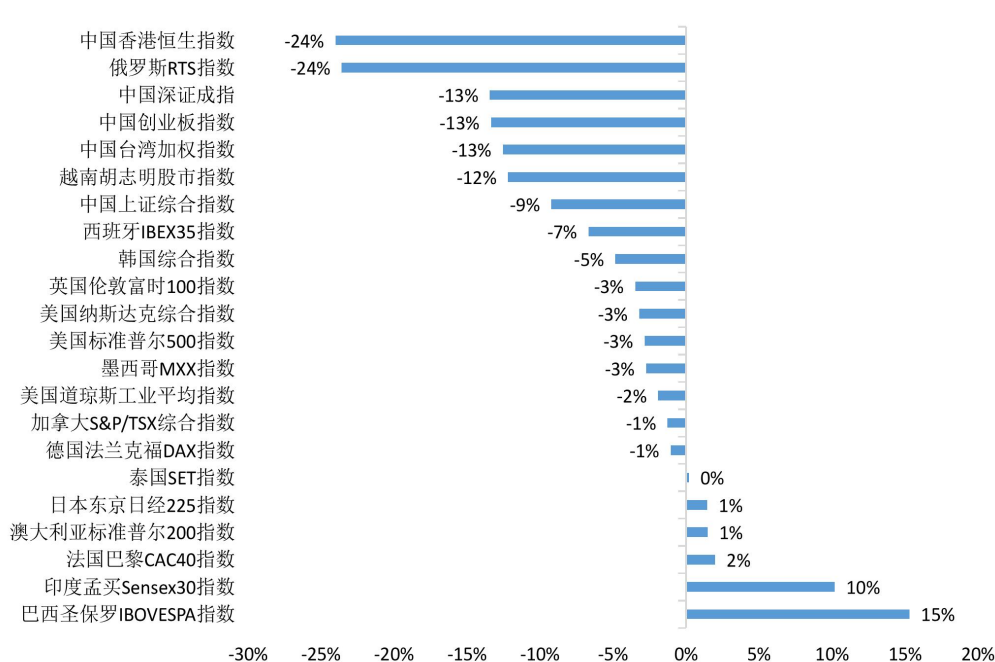


图7 全球主要国家（地区）股市涨跌幅
(2022年6月30日至2022年10月17日)

数据来源：Wind。

受美联储加息的影响，除了中国和日本以外的全球主要国家（地区），在2022年都开启了加息进程。美国、德国、西班牙、法国、英国等国家的10年期国债收益率都出现了不同程度的上行趋势（见图8）。2022年10月14日，美国10年期国债收益率突破4%的高点，创2008年10月以来新高。

与此不同的是，2022年以来，中国10年期国债收益率主要在2.6%至2.8%的区间内波动。日本央行坚持推行以国债收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）为中心的宽松货币政策，旨在坚定地刺激日本经济，以可持续和稳定的方式实现2%的通胀目标，将10年期国债收益率目标维持在0%附近，并在每个工作日在0.25%收益率水平购买10年期日本国债，以保持利率远期指导不变。⁷

⁷ 资料来源：日本银行 https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k220922a.pdf。访问时间2022年10月20日。

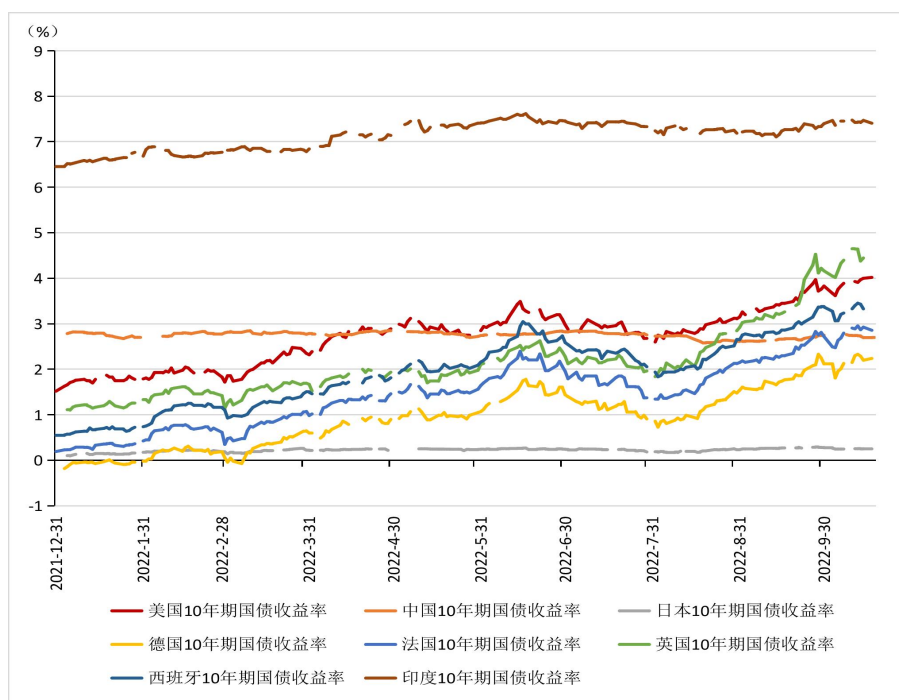


图 8 全球主要国家 10 年期国债收益率变动情况
(2021 年 12 月 31 日至 2022 年 10 月 17 日)

数据来源：Wind。

(四) 多国危机频发

2022 年以来，发达国家、新兴市场和发展中国家都陆续面临流动性危机、债务危机和经济危机等危机。

新兴市场国家陆续出现债务危机和经济危机（见表 2）。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，诸如巴基斯坦、斯里兰卡、黎巴嫩、缅甸和阿根廷等国家已陆续爆发债务危机和经济危机。当前，巴基斯坦、斯里兰卡、阿根廷等国家陆续向 IMF 申请援助贷款予以纾困。例如，2022 年，斯里兰卡陆续出现货币贬值、物资紧缺、通胀高企、外汇枯竭和主权债务濒临违约等问题。截至 2022 年 7 月 13 日，斯里兰卡宣布进入国家紧急状态。⁸又如，2022 年，阿根廷面临通胀高企、货币急剧贬值、社会动荡加剧和政府内部政治危机等问题。2022 年 9 月，阿根廷 CPI 当月同比为 83%，创下自 1990 年恶性通胀以来的最大涨幅。2022 年 10 月，IMF 批准向阿根廷发放 38 亿美元贷款。IMF 拨付给阿根廷用于债务重组再融资贷款已累计达 175 亿美元。⁹

⁸ 资料来源：新华网 http://m.news.cn/2022-07/13/c_1128827855.htm。访问时间：2022 年 10 月 20 日。

⁹ 资料来源：中国经济网 http://intl.ce.cn/qjss/202210/09/t20221009_38149627.shtml。访问时间：2022 年 10 月 20 日。

部分发达国家的流动性危机日益凸显。例如，在通胀持续高企、大幅加息背景下，英国政府不合时宜采取了减税财政扩张政策，导致 2022 年 9 月底英镑贬值、英国国债崩盘。2022 年 9 月 16 日至 2022 年 10 月 10 日，英国 10 年期国债收益率从 3.26% 大幅上涨至 4.65%，这导致持有众多长期国债的养老金几乎爆仓。又如，2022 年 10 月以来，瑞士第二大银行瑞士信贷集团（简称瑞信）爆出面临资金和流动性危机。¹⁰ 有着 166 年历史的瑞信是西方金融体系中最重要银行之一，瑞士信贷问题引发市场各界担忧。美国纽约联储官网的央行流动性互换操作纪录显示，2022 年 10 月 5 日，美联储对瑞士央行和欧洲央行提供了合计 33.065 亿美元的美元流动性互换操作。其中，为瑞士央行提供了 31 亿美元的流动性。10 月 12 日，美联储对瑞士央行和欧洲央行又提供了 64.815 亿美元的美元流动性互换操作，其中，为瑞士央行提供了 62.7 亿美元的流动性。¹¹

表 2 2022 年全球主要高风险国家汇总

地区	国家	经济状态
新兴市场与发展中国家	巴基斯坦	外汇枯竭，货币贬值，物资紧缺，通胀高企，债务危机
	斯里兰卡	经济危机，外汇枯竭，货币贬值，物资紧缺，通胀高企，主权债务濒临违约
	黎巴嫩	央行及政府宣布破产
	缅甸	物资紧缺，经济危机
	阿根廷	通胀高企，本币贬值
	埃及	通胀高企，本币暴跌
	土耳其	陷入能源危机，通胀严重
	孟加拉国	债务风险上升
	赞比亚	债务危机
	埃塞俄比亚	债务危机
	乍得	债务危机
发达国家	英国	养老金问题
	瑞士	瑞信危机

资料来源：作者手工收集获得。

在新冠肺炎疫情、乌克兰危机、大宗商品价格上涨等多重冲击之下，债务危机正在发酵。世界银行 Marcello Estevão 和 Sebastian Essl（2022）分析指出，世界上最贫困的国家当中有 58% 已经处于债务困境或很可能出现债务困境，而且这

10 资料来源：新华网 http://www.news.cn/2022-10/08/c_1129056098.htm。访问时间：2022 年 10 月 20 日。

11 资料来源：美国纽约联储官网 <https://www.newyorkfed.org/markets/desk-operations/central-bank-liquidity-swap-operations>。访问时间：2022 年 10 月 20 日。

种危险也正在向中等收入国家蔓延。¹²根据世界银行和 IMF 对低收入国家债务可持续性分析，截至 2022 年 6 月，老挝、塔吉克斯坦、阿富汗等 30 个国家（地区）爆发债务危机的风险高。刚果共和国、格林纳达、莫桑比克等 8 个国家（地区）债务危机处于危难之中（见表 3）。

表 3 低收入国家债务可持续（截至 2022 年 6 月）

国家	外债危机	整体债务危机	国家	外债危机	整体债务危机
阿富汗	高	高	毛里塔尼亚	高	高
布隆迪	高	高	密克罗尼西亚	高	高
佛得角	高	高	巴布亚新几内亚	高	高
喀麦隆	高	高	萨摩亚群岛	高	高
中非共和国	高	高	塞拉利昂	高	高
科摩罗	高	高	南苏丹	高	高
吉布提	高	高	圣文森特和格林纳丁斯	高	高
多米尼克	高	高	塔吉克斯坦	高	高
埃塞俄比亚	高	高	汤加	高	高
冈比亚	高	高	图瓦卢	高	高
加纳	高	高	赞比亚	高	高
几内亚比绍	高	高	乍得	危难中	危难中
海地	高	高	刚果共和国	危难中	危难中
肯尼亚	高	高	格林纳达	危难中	危难中
基里巴斯	高	高	莫桑比克	危难中	危难中
老挝共和国	高	高	圣多美和普林西比	危难中	危难中
马拉维	高	高	索马里	危难中	危难中
马尔代夫	高	高	苏丹	危难中	危难中
马绍尔群岛	高	高	津巴布韦	危难中	危难中

资料来源：IMF《债务可持续性分析》。<https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/dsa>。
访问时间：2022 年 10 月 20 日。

三、人民币汇率未来走势分析

笔者认为，未来一段时间，人民币兑美元汇率存在较大的贬值压力。考虑到中国人民银行有较为充分的政策工具稳定外汇市场，不必过于担忧人民币大幅贬值。

一方面，中美通胀走势存在分化，抑制通货膨胀是美联储制定货币政策的主要考量。2022 年 7、8、9 月，美国 CPI 当月同比增速为 8.5%、8.3%和 8.2%，核

12 Marcello Esteve and Sebastian Essl: “When the debt crises hit, don’t simply blame the pandemic”, World Bank Blog, 2022. <https://blogs.worldbank.org/voices/when-debt-crises-hit-dont-simply-blame-pandemic>。访问时间：2022 年 10 月 20 日。

心 CPI 当月同比增速为 5.9%、6.3%、6.6%。根据 2022 年 11 月公布的 FOMC 显示，美联储高度关注通货膨胀的风险，努力寻求从长期内实现 2% 的通货膨胀率。为此，在 2022 年 11 月美联储年内第四次加息 75 个基点以应对持续上涨的通货膨胀压力。¹³虽然，美国开启了激进加息步伐抑制快速上涨的通货膨胀压力。考虑到乌克兰危机和新冠肺炎疫情对全球大宗商品和全球供应链的冲击，美国的高通胀可能还将延续一段时间。未来一段时间，美联储制定货币政策的首要任务依然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 7、8、9 月，中国 CPI 当月同比增速分别为 2.7%、2.5% 和 2.8%；中国 PPI 当月同比增速分别为 4.2%、2.3% 和 0.9%。2022 年 9 月，PPI 降至 0.9%，表明经济增长动力较弱；通货膨胀虽然有所上升，CPI 涨至 2.8%，但总体可控。为此，通货膨胀暂时不是中国人民银行制定货币政策的主要考量。

另一方面，中美经济增长存在较大差异。2022 年受乌克兰危机和新冠肺炎疫情冲击，中国经济增长面临较大下行压力。当前，中国人民银行的首要任务是实行宽松货币政策刺激经济增长。截至 2022 年 9 月，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 10 月 28 日，中国人民银行行长易纲在《国务院关于金融工作情况的报告》明确，下一步工作将继续实施稳健的货币政策，今后一段时期，我国有条件尽量长时间保持正常的货币政策，维护币值稳定。¹⁴在 2022 年剩余时间内，中国人民银行还将继续实施宽松货币政策以稳定经济基本盘。

中美经济增长与中美通胀走势差异导致中美货币政策分化，引致中美利差拉大至倒挂（见图 9）。2022 年 1 月 4 日至 10 月 24 日，中美利差从 1.1% 倒挂至 -1.5%。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 至 9 月，累计有 259 亿美元从中国债券市场流出。

未来一段时间，考虑到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仍将延续，中国还将面临较大规模资本外流压力，这将给人民币兑美元汇率带来较大贬值压力。

13 资料来源：美联储，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20221102a1.pdf>

14 资料来源：《国务院关于金融工作情况的报告——2022 年 10 月 28 日在十三届全国人民代表大会常务委员会第三十七次会议上》，中国人民银行，2022 年 10 月 30 日。
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4693957/index.html>。

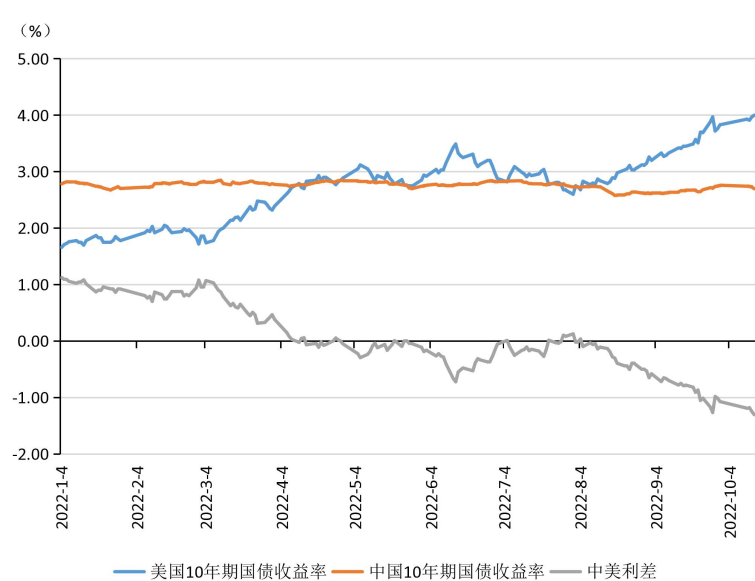


图 9 中美 10 年期国债收益率利差

数据来源: Wind。

虽然人民币汇率将继续面临较大贬值压力,但市场不必过于担忧人民币大幅贬值,目前中国人民银行有较为充裕的政策工具应对人民币汇率的过快贬值。一方面,为了应对 2022 年 8 月 15 日以来,人民币汇率的“急贬”行情,中国人民银行陆续采取外汇市场管理工具,稳定汇市。诸如,自 2022 年 9 月 15 日起,将外汇存款准备金率由现行 8% 下调至 6%;自 2022 年 9 月 28 日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%;2022 年 9 月 27 日,全国外汇市场自律机制电视会议召开,要求自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定,坚决抑制汇率大起大落。2022 年 10 月 25 日,人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25。¹⁵

另一方面,目前中国人民银行防范本币汇率大幅贬值的工具箱依然工具多样、弹药充足,例如外汇层面的宏观审慎管理、资本流动管理、逆周期因子等。笔者最新的测算表明,在 2022 年人民币汇率贬期间,中国人民银行事实上已经启用逆周期因子(见图 10)。2022 年 8 月 30 日,中国人民银行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度为 0.46%。随着人民币汇率贬值压力上升,中国人民银行加大了逆周期因子的调节幅度和使用时间。在 2022 年 9 月 1 日至 11 月 3 日期间,中国人民银行开始频繁使用逆周期因子。在该期间,逆周期因子调升幅度的均值为 0.9%。中国人民银行采用逆周期因子调升人民币汇率中间

15 资料来源:中国人民银行官网。<http://www.pbc.gov.cn/>。访问时间:2022 年 10 月 25 日。

价幅度最大的三天发生在 2022 年 9 月 26 日、10 月 20 日和 10 月 26 日，逆周期因子调节幅度高达 1.55%、1.60%和 1.47%。

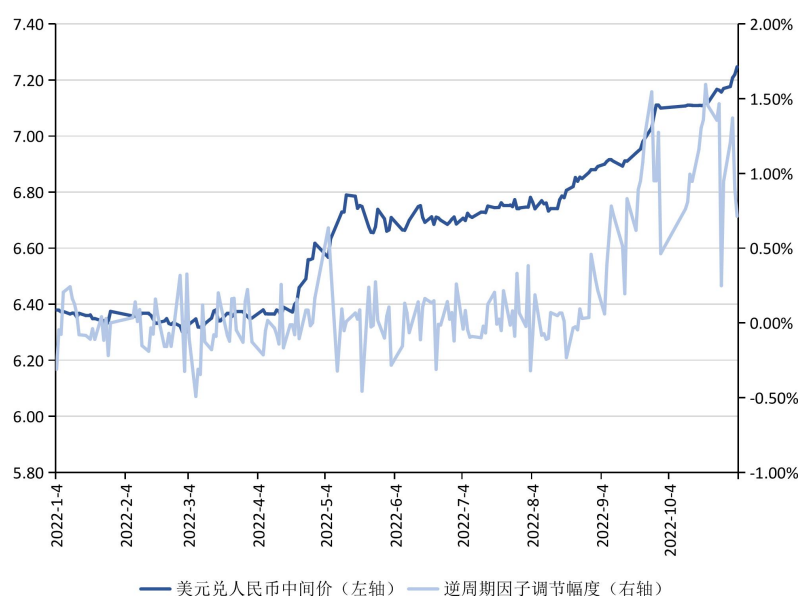


图 10 人民币兑美元汇率中间价和逆周期因子调节幅度

注：数据来源于 Wind 数据库和 www.investing.com，逆周期因子调节幅度为笔者手工计算获得。测算时间区间为：2022 年 1 月 4 日至 2022 年 11 月 3 日。

四、总结

考虑到美联储还将进行大规模加息，中国人民银行为了刺激经济增长仍将实施宽松货币政策，中美货币政策分化将进一步加剧，中美利差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 年四季度，美元指数总体有望在 107-117 的区间内运行，人民币汇率将在 7.0-7.5 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。