

No. 2525

研究报告

IMI

人民币汇率波动与 美联储政策预期

管涛



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

人民币汇率波动与美联储政策预期¹

一、人民币汇率走势

2022 年 4 月以来，人民币汇率整体处于承压状态。尽管期间存在阶段性反弹，但总体呈现贬值态势，下跌时段多于上涨时段，汇率从 6.3 元左右的水平震荡下行，最低曾跌破 7.3 元。2023 年下半年之后，人民币汇率在 7.3 元左右区间保持了较长时间的稳定。

对于 2022 年后人民币汇率贬值的原因，市场存在一种观点认为，中美利差倒挂（即人民币与美元呈现负利差）是重要驱动因素，进而导致人民币汇率承压。但需明确的是，负利差与汇率贬值之间并非存在必然因果关系。以 1985 年《广场协议》为例，协议签署后较长时期内，日元对美元持续升值；而鲜少被关注的是，在日元升值期间，1985 年《广场协议》前后，十年期日美国债收益率差始终处于负值区间，这一案例充分说明，负利差状态下货币仍可实现对另一货币的升值。人民币汇率走势也存在类似情形。2007 年之前，十年期中美国债收益率差同样为负，但并未影响 2005 年“7·21”汇改后一段时期内人民币对美元的单边升值趋势。

那么，2022 年后中美利差倒挂为何会伴随人民币汇率承压？核心原因在于中美经济周期与货币政策的分化，二者如同“一枚硬币的两面”，并非简单的因果关系。2022 年以来，美国经济呈现正产出缺口，处于过热状态，美联储因此采取加息缩表政策以抑制通胀；与之相对，中国经济面临负产出缺口，存在下行压力，中国人民银行则通过降准降息实施稳增长操作。正是这种经济周期与货币政策的差异，在利率层面表现为中美利差倒挂，在汇率层面则体现为人民币对美元汇率相对偏弱。

特朗普第一任期内，美国对中国发起经贸摩擦，开启了中美在贸易、科技及金融领域脱钩的“潘多拉盒子”。2018 年起，美国分三轮对中国实施关税施压：第一轮针对 500 亿美元中国商品（分 340 亿、160 亿两批），第二轮针对 2000 亿美元中国商品；2019 年中美磋商期间，美国又计划对剩余 3000 亿美元中国商品加征关税。[此举引发美国出口商强烈反对，他们反映短期内难以找到 3000 亿美元中国输美商品的替代来源，最终美国主动撤回对 1800 亿美元商品的关税计划，实际仅对 1200 亿美元商品加征关税。]其中，前两轮关税税率均为 25%，第三轮原定税率 15%，后因中美达成第一阶段经贸协议下调至 7.5%。在此过程中，受

¹ 作者：管涛 中银证券全球首席经济学家

中美经贸摩擦持续升级影响，人民币对美元汇率呈现一路震荡下行的走势。

2015 年“8·11”汇改初期，人民币面临贬值压力，截至 2016 年底，汇率跌至 7 附近，外汇储备濒临 3 万亿美元关口，市场围绕“保汇率”与“保储备”展开激烈争论。2017 年，人民币汇率走势超出预期，不仅未跌破 7，反而实现 6%-7% 的升值，外汇储备亦未跌破 3 万亿美元，反而增加上千亿美元。2018 年初，人民币延续升值态势，汇率升至 6.28 附近；但自 2018 年 4 月中美经贸摩擦逐步升级后，人民币对美元汇率进入震荡下行通道。

2019 年 8 月，受中美经贸磋商陷入僵局影响，人民币汇率于 8 月初突破 7 的整数关口。此次破 7 可视为一次“非改革形式的市场化推进”——既未调整汇率浮动区间，也未改变中间价形成机制，本质是突破了市场长期存在的心理价位。此前，每当汇率接近 7 时，市场便聚焦“守 7”与“破 7”的抉择，而 2019 年 8 月的破 7，实质性打开了人民币汇率双向波动的空间，进一步提升了汇率形成的市场化程度。破 7 之后，随着中美达成第一阶段经贸协议，人民币汇率阶段性回升至 7 以内。2020 年初，受疫情全球大流行及地缘政治局势恶化影响，同年 5 月人民币汇率一度跌至 7.20 附近。综合来看，特朗普第一任期内，人民币对美元整体承压，汇率从 6.28 震荡下行，最低曾接近 7.1。

2025 年 1 月特朗普第二任期重返白宫后，再次对中国实施极限关税施压，2 月、3 月、4 月连续三轮关税措施均针对中国。其中，4 月特朗普宣布“对等关税”政策，将关税分为两级：基准关税 10%，以及针对对美贸易顺差较大经济体的更高差额对等关税，对中国拟征收的税率为 34%。2 月、3 月的两轮关税被称为“芬太尼关税”，税率均为 10%，中国在此阶段保持克制；但当美国计划对中国征收 34% 的第三轮关税时，中国依据对等原则采取反制措施，导致中美关税冲突交错升级，最终美国对中国加征 145% 的关税，中国则对美国加征 125% 的关税。

从 2025 年人民币汇率走势来看，前 4 个月整体承压。需注意的是，同期美元指数大幅贬值 8% 以上，多数非美货币对美元均实现升值，而人民币对美元汇率虽未出现大幅贬值，但境内外交易价基本维持在 2024 年底的水平，涨跌幅度有限。进入 5 月后，人民币开启补涨行情，截至 9 月 26 日，境内中间价较年初上涨 1%，境外交易价上涨超 2%。综上，2025 年前三季度人民币汇率呈现“先抑后扬”的整体走势。

二、人民币逆势上涨的原因

在美方对中国实施极限关税施压的背景下，人民币汇率为何能实现逆势上涨？

回顾特朗普第一任期，美国曾分三轮对中国加征关税：首轮针对 600 亿美元中国商品，次轮针对 2000 亿美元中国商品，末轮计划对 3000 亿美元中国商品加征关税，最终实际落地 1200 亿美元，且税率从原定 15% 下调至 7.5%。在此过程中，人民币对美元汇率呈现一路贬值态势。基于这一历史经验，市场对特朗普第二任期继续实施关税施压普遍持看空人民币的预期。

当时，市场有两份重要报告看空人民币。其一为被国内广泛讨论的“米兰报告”——现任白宫经济委员会主任斯蒂芬·米兰（目前保留白宫职务、停薪留职，以美联储理事身份任职至次年 1 月），于去年撰写的工作报告《关于全球贸易体系重置的用户指南》。该报告提出包括对其他国家输美商品加征关税在内的一系列主张，在分析关税对美国的影响时，以 2018-2019 年为例指出，当时美国对中国加征三轮关税后，人民币对美元贬值超 10%，部分抵消了关税对美国的通胀效应，据此认为美国政府若进一步加征关税，不会引发通胀。其二为今年 4 月初花旗集团发布的报告，该报告采用“博弈论”理论框架测算美国对其他国家的关税加征幅度，被市场认为精准预判了特朗普 4 月 2 日宣布的“对等关税”政策。报告中明确提出“贸易战的最终战场是外汇市场”，并预测欧元、日元及人民币对美元将大幅贬值。

然而，所谓“市场共识”往往存在被打破的可能，现实市场走势常与普遍预期相反。此前市场普遍认为，特朗普掀起全球关税风暴后，美元会像以往那样借助市场避险情绪升温实现升值，但此次美元走势却与这一预期完全相悖。

回溯至去年 11 月美国大选结果公布、特朗普“二进宫”之际，市场曾盛传其政府可能施压中国签订所谓“新广场协议”，以推动人民币对美元升值。当时笔者曾撰写《新广场协议未必，人民币升值或然》一文。需特别说明的是，该文并非对汇率走势的预测，而是提供一套分析框架。当时思考这一问题时，核心逻辑在于：2022 年 4 月以来，人民币汇率已呈现近三至四年的单边走势，而从资产价格规律来看，不存在只涨不跌或只跌不涨的资产，当资产价格经历长时间单边走势后，需重点关注可能触发走势逆转的因素，避免陷入“温水煮青蛙”的被动局面。需注意的是，市场所谓的“理性预期”，多基于历史经验进行简单线性外推，但现实经济运行具有复杂性与非线性特征，无法完全通过线性逻辑预判。

基于此，当时以特朗普关税政策为切入点提出，即便未签订“新广场协议，在四种特定情形下，人民币仍存在升值可能。

一，特朗普在竞选期间曾威胁对中国加征 60% 及以上关税，这一情形被当时市场视为基准预测。若最终实际加征的关税力度不及该预期，将对人民币汇率形成利好支撑。

二，若中美经贸关系从对抗状态转向磋商模式，且能如特朗普第一任期那样达成第一阶

段经贸协议，依据历史经验，这一转变同样将对人民币汇率产生积极影响。

三，若“特朗普交易”出现大幅回撤，也可能推动人民币升值。从历史走势来看，2022年、2023年四季度，受美联储加息预期降温、降息预期升温影响，美元均呈现冲高回落走势。但2024年四季度情况发生显著变化，受特朗普可能再次当选的预期推动，“特朗普交易”回归，美元指数不仅未贬值，反而上涨7%以上。类似情形在特朗普第一任期也曾出现：2016年特朗普当选美国总统后，11月、12月美元指数涨幅覆盖了前10个月的跌幅，使得2016年美元指数小幅收涨；市场原本预期2017年美元将延续涨势，然而“特朗普交易”在2017年大幅回撤，美元指数反而下跌10%。由此推测，2025年若“特朗普交易”重演回撤行情，美元可能随之贬值，进而利好包括人民币在内的非美货币。

四，我国对外部冲击具备充分应对准备，这为人民币汇率提供了基本面支撑。去年年底召开的中央经济工作会议已明确，将防范化解外部冲击列为2025年经济工作的总体要求，对各类外部风险严阵以待、有预判亦有预案。在此背景下，若中国经济保持持续回升向好态势，将从基本面层面为人民币汇率提供有力支撑。

需要说明的是，尽管2025年人民币对美元实现升值，但去年年底笔者并未预见到这一结果，此前提出的分析仅为情景推演。影响汇率的因素很多。由于个人能力有限，笔者仅对部分领域有研究积累，对非专长领域难以判断——汇率走势不仅受经济因素影响，还涉及地缘政治等非经济因素，且这些因素不仅与中国相关，还受到美国及其他国家多重变量的作用。

2025年4月初中美关税冲突交错升级、经贸摩擦加剧的背景下，市场情绪较为悲观。4月初，境内人民币交易价跌破7.35，此前市场曾将7.3视为重要关口，但这一“红线”并无明确依据。随着中美经贸摩擦进一步升级，境内人民币交易价跌破7.3、甚至7.35，境外交易价跌破7.42。当时，市场对人民币汇率普遍看空，部分观点认为人民币可能跌破7.5，更悲观的预期则认为将跌破8。对此，笔者于4月13日发布文章，明确提出“极限关税施压的尽头，未必是人民币对美元的贬值”这一观点。

当时看好人民币汇率，核心依据如下：特朗普政府的政策导致美国经济例外论破产，美元面临调整压力，同时其政策对美元信用造成损害。例如，著名经济学家艾肯格林在英国《金融时报》发表文章《美元的全球霸权可能即将终结》，指出美元霸权的终结速度可能超出市场预期。此外，当时判断4月初的中美关税冲突已处于最坏情形，后续局势仅可能向好发展，不会进一步恶化。4月11日，中国国务院关税税则委员会明确表态：当关税税率超过100%后，美国输华产品已丧失市场接受度，继续提高关税仅为“数字游戏”，中方将不再跟进。这一表态清晰表明，中国已单方面宣布停止关税对抗，后续中美经贸互动转向磋商层面。

此外，美国彼得森国际经济研究所的珀森亦在《外交事务》杂志撰文指出，不应认为美国可凭借贸易逆差在贸易战中轻易获胜；事实上，美国对中国产品的依赖程度远超中国对美国产品的依赖——美国依赖的是其自身无法生产的产品，因此双方最终必然会通过谈判解决分歧。

需要注意的是，尽管人民币实行有管理的浮动汇率制度，但人民币汇率的资产价格属性正不断凸显，主要体现为两大特征：

一是“汇率超调”。市场常提及“保持汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，但“均衡汇率”的定义具有主观性，理论层面易定性，实际测算中却难以精准定量，不同主体对均衡汇率的判断存在显著差异。即便明确均衡汇率的大致范围，市场汇率也不会自动稳定于该水平，而是围绕均衡汇率上下波动，且时常出现相对均衡汇率过度升值或贬值的“汇率超调”现象，这是人民币汇率资产属性的重要体现。

二是“多重均衡”。即在既定经济基本面下，汇率既可能上涨，也可能下跌，并非存在唯一对应关系。市场普遍认为“贸易顺差扩大则货币应升值”，以德国为例——德国作为结构性贸易顺差国家，多数情况下贸易顺差扩大确实会使德国马克面临更大升值压力，但若顺差扩大源于进口减少，且进口减少由内需不足导致（即“衰退型顺差”），市场反而会认为德国马克存在贬值压力，可见贸易顺差与货币升值并非绝对关联。类似地，“负利差扩大则货币贬值”的观点亦不成立：2013 年日本推出质量化宽松政策（QQE），利差驱动下日元贬值；2016 年日本引入负利率，按常理日元贬值应加速，但受避险情绪推动，日元反而升值。这均印证了汇率“多重均衡”的特征。

尽管汇率短期与长期走势均存在“测不准”的必然性，双向波动是常态，但当汇率出现过度调整时，仍可对拐点进行判断。例如，2022 年初市场普遍预期人民币汇率将跌破 6、进入“5 时代”，尤其在俄乌冲突爆发后，人民币还呈现“美元强、人民币更强”的行情。但笔者在 2022 年 4 月明确警示，不可低估美联储紧缩政策的影响，参考 2015 年美联储退出量化宽松（QE）对人民币汇率的分阶段影响可知，后续汇率可能面临调整。此后，人民币交易价于 4 月跌破 6.4，进入震荡下行通道，此次调整在很大程度上与美联储紧缩周期直接相关。所以，笔者今年 4 月中旬做出的判断就是根据对汇率超调的属性做出的预测。

综上，2025 年以来人民币汇率逆势走强，主要由以下三方面因素驱动：

一是“美国例外论”破产。“美国例外论”失效叠加美元信誉受损，市场对特朗普政策的预期从“特朗普交易”转向“特朗普衰退预期”。受此影响，美国一季度出现“股汇双杀”，4 月因特朗普关税政策进一步引发“股债汇三杀”。尽管后续行情存在反复，但美元

整体呈走弱态势：截至9月26日，美元指数累计下跌9.5%，接近10%，其中上半年跌幅达10.8%，创1973年以来同期最差表现。在美元弱势格局下，多数非美货币对美元走强，人民币本轮对美元升值亦包含被动升值成分。

二是中国自身状况改善。此前市场对中国经济的关注多集中于负面因素，如房地产问题、地方政府债务问题、物价低位运行。2025年以来，上述问题均有不同程度改善，且市场对老的负面消息反应已趋钝化。同时，市场涌现诸多积极亮点，如《哪吒2》、苏超火爆出圈，DeepSeek、宇树人形机器人等科创成果频现，有效提振市场信心，“中国资产重估论”应运而生。中国政府对外部新一轮打压遏制提前预判、做好预案，应对有条不紊，上半年主要经济指标运行良好。从关税冲击力度看，特朗普第二任期关税烈度超第一任期：第一任期分三批逐步加征，2025年2-4月三轮关税中，前两轮均对全部输美产品加征10%关税，最终甚至取消800美元小额免税政策，关税税率一度超100%。即便如此，中国市场表现仍优于以往：2025年前4月股市、汇市虽有压力，但5月起股指震荡反弹，上证综指近期刷新十年新高，深成指进入技术性牛市，汇市亦受市场信心改善带动走强。由于上半年中国经济增长表现良好，而且外贸表现有韧性，创新改善，7月底国际货币基金组织（IMF）更新《世界经济展望》，相较于1月关税风暴前的预测，全球经济增长预期下调0.3个百分点，美国经济增长预期下调0.8个百分点，中国经济增长预期上调0.2个百分点。中国经济稳健表现为人民币对美元走强提供坚实基本面支撑。

三是在2025年2-4月中美经历三轮关税加征后，5月中旬起双方重启经贸磋商机制并取得积极进展。5月中旬两国大幅削减关税，美国对中国保留30%关税，中国对美国保留10%关税；后续双方在伦敦、斯德哥尔摩、马德里开展三轮磋商，正依据两国元首通话共识推进新经贸协议达成，中美经贸冲突明显缓和，为人民币汇率提供支撑。中美经贸冲突明显缓和，也为人民币汇率提供了支持。

值得关注的是，8月底人民币出现加速升值行情，中间价升至7.1附近，境内外交易价均创2024年11月以来新高，原因主要有：

第一，美元指数再度走弱。8月美国就业数据恶化，美联储降息预期升温，鲍威尔在8月底杰克逊霍尔年会上暗示9月可能重启降息。同时，特朗普直接干预美联储理事人事安排——8月初借一名理事提前离职安排米兰接任，8月底又以“行为不当”为由意图解除现任理事库克职务，试图扩大美联储理事中的“特朗普派”并形成多数优势，引发市场对美联储独立性的担忧，进一步压制美元走势。

第二，特朗普关税政策受挫，特朗普关税政策被美国国际贸易法院和联邦巡回上诉法院

裁定违法，目前已提交美国最高法院裁决；中美之间经贸摩擦继续缓和，中美同时将经贸休战期延长 90 天。7 月起国内股市持续上涨，市场人气提升。

第三，8 月底人民币中间价加速上调被解读为“当局容忍人民币升值”的信号，市场做多热情集中释放——8 月 25-29 日，银行间市场日均计息询价交易量达 529 亿美元，较 8 月初至 8 月 22 日的日均成交量增长 50%。

不过，这种集中交易行情或具阶段性：根据国家外汇管理局数据，8 月市场收汇结汇率环比回落 2.5 个百分点，付汇购汇率环比上升 6 个百分点，表明全月市场对人民币汇率分歧仍较大，待结汇款集中释放或仅发生在 8 月底几个交易日。进入 9 月后，市场交易活跃度降温：9 月初至 26 日，银行间市场日均成交量为 383 亿美元，较 8 月 25-29 日的日均成交量下降 28%，较 8 月全月日均成交量下降 4%。

三、美联储政策前景展望

（一）预计美联储年内仍有两次降息

自 2022 年 3 月起，美联储启动四十年来最为激进的货币政策紧缩周期，该周期持续至 2023 年 7 月。时隔一年多后，即 2024 年 9 月，美联储开启新一轮降息周期，首次降息幅度便达 50 个基点，后续又连续降息两次，2024 年全年累计降息 100 个基点。不过，2025 年 7 月之前，美联储曾五次暂停降息操作，直至 9 月才恢复降息。市场此前对此次降息的基准预期为 25 个基点，同时存在 50 个基点的降息预期，最终美联储实施了 25 个基点的降息。

值得关注的是，在此次议息会议中，此前 7 月议息会议投反对票的两位理事转为投赞成票，唯有新加入的理事米兰投出反对票，其主张应降息 50 个基点。这一投票结果表明，目前美联储内部仍保持相对团结，但特朗普通过人事安排干预美联储决策的策略已初步显现效果。

美联储此次恢复降息，核心原因在于美国劳动力市场出现显著变化，就业下行风险有所上升。与此同时，美联储也面临新的挑战：当前美国通胀水平有所回升，且略高于其设定的 2% 中长期目标。鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储肩负双重使命，当前正从前期长期侧重抑制通胀，逐步转向更注重实现充分就业目标。

此外，美国财长贝森特及米兰均曾提及，美联储应将“适当的中长期利率”纳入目标范畴，但鲍威尔在此次新闻发布会上对此作出澄清：适当的长期利率是政策实施的结果，而非美联储的政策目标；只要美联储切实履行当前的双重使命，这一结果自然会达成，它并非独

立的政策目标。鲍威尔特别强调，此次降息属于“风险管理式降息”，即预防式降息，并非因美国经济基本面出现急剧恶化而采取的应对措施。

从美联储公布的点阵图来看，年内预计还将有两次降息，每次降息幅度均为 25 个基点。至少到 2026 年 5 月鲍威尔卸任美联储主席之前，随着今年秋季新美联储主席人选确定，市场可能会形成所谓的“影子美联储”，这一势力或对现任美联储的政策影响力形成一定制约。

对于美联储利率政策调整对美元走势的影响，关键取决于降息性质是“纾困式降息”还是“预防式降息”：若美国经济陷入困境，美联储为应对危机而采取大幅连续降息，初始阶段往往因市场避险情绪升温推动美元走强，但随着避险情绪消退，美国市场流动性趋于泛滥，美元通常会随之贬值；若为预防式降息，意味着美联储将采取小幅、间歇式的降息方式，而间歇式降息往往导致市场对降息的预期出现波动，进而使得美元指数呈现双向波动走势——当降息预期升温时，美元走弱；当降息预期减弱时，美元则出现反弹。

（二）美联储正被置于三重险境

当前美联储政策面临新的变数，其中最主要的变数是特朗普政府对美联储独立性的侵蚀，美联储正处于三重险境之中：

第一，政策上面临进退两难。一方面，美国就业市场逐步恶化，就业下行风险持续上升；另一方面，通胀水平居高不下，仍略高于美联储 2% 的中长期目标。市场担忧若美联储推迟降息，可能导致经济与就业出现意外疲软；若过早降息，则可能重蹈 20 世纪 70 年代通胀反复的覆辙——一旦通胀形成根深蒂固的态势，后续治理将付出更高代价，正如当年伯恩斯时期的滞胀困境。

第二，预期引导出现混乱。货币政策的透明度本应体现为美联储负责制定和评论利率政策，但当前特朗普本人及内阁核心成员频繁对美联储利率政策发表评论、施加影响。若其观点与美联储决策一致，将削弱美联储的政策权威性；若观点相悖，则会扰乱市场预期，给美联储的预期引导工作带来极大挑战。

第三，美联储独立性岌岌可危。起初，特朗普曾试图直接针对鲍威尔本人采取行动，但因操作难度大且可能引发剧烈市场冲击而有所顾虑，转而从外围入手干预美联储人事安排。2025 年 8 月，美联储 7 名理事中已有 1 人提前离任，特朗普计划任命亲信接任；同时，他以“行为不当”为由意图解雇另一名现任理事，相关纠纷已提交美国最高法院裁决。若特朗普的人事干预计划得逞，成功更换 2 名理事，那么在 7 名美联储理事中，将有 4 人倾向于特朗普（包括其上一任期提名的 2 名在任理事）。这 4 票不仅会直接影响美联储的利率决策，

还可能干预地方联储的人事安排。长此以往，美联储可能被市场视为“特朗普的傀儡”，其政策独立性将受到严重损害。

近期美国长端利率快速上行，需注意的是，2年期国债利率主要反映市场对货币政策的短期预期，而长端利率更多体现市场对未来通胀的长期预期。此次长端利率走高是多重因素共同作用的结果，其中特朗普政府对美联储独立性的侵蚀，引发市场担忧通胀中枢走高也是重要影响因素之一。

1995年，美国前财长鲁宾提出“强势美元政策”，此后该政策经过多次修正，逐渐形成明确共识：“强势美元政策”并非追求美元单向升值，而是强调美元强弱应与美国经济基本面匹配——经济基本面向好时美元升值，基本面疲软时美元可适度贬值。过去，美元强弱的切换主要由经济周期驱动。但当前美元走弱，除受经济周期因素影响外，更受到特朗普经济政策的显著冲击。未来特朗普政府经济政策的调整幅度与方向，将对美元走势产生至关重要的影响，打破了美元仅由经济周期主导的传统逻辑。

（三）特朗普政策对美元走势产生影响的四个维度

一是破坏美国与盟国关系，动摇美元信用的政治根基。当前美国不仅聚焦与中国的博弈，还要求其他盟国承担更多义务，或配合其对中国的遏制政策，对美元信用的政治基础造成显著冲击。

二是关税政策施压，扰乱美元信用的资本环流逻辑。作为现行国际货币体系的关键货币，美元面临两个“N-1问题”的天然约束。一方面，美国无独立的汇率政策，其他国家可主动调节本币对美元的升贬值，而美元强弱是市场作用的结果，难以成为政策目标。即便特朗普个人倾向于弱美元，当前美元走弱亦是各项经济政策综合作用的客观结果，而非其主动调控的产物。这一特性也使得美元成为全球唯一需通过多边汇率衡量强弱的货币——欧元等货币的升贬值以对美元汇率为基准，而美元对单一货币贬值不代表整体弱势，必须结合多边汇率综合判断。另一方面，其他国家都可以追求贸易顺差还是逆差，只有美国要扮演全球最后消费者的角色，通过贸易逆差向全球提供美元的流动性，其他国家才可能通过对美贸易顺差积累美元外汇储备。所以，它的贸易逆差和资本流入是一个镜像关系。有观点认为美元升值意味着资本流入，美元升值意味着资本流出，这种观点实际上存在偏差。因为美国是结构性的贸易逆差，是贸易差额决定了资本流入的规模。现在关税政策是致力于缩小美国巨额贸易逆差，但可能引发非预期后果：美国贸易逆差若缩减，对应的资本流入规模将同步减少，进而可能削弱美元的储备货币地位。

三是干预美联储货币政策独立性，动摇美元信用的货币基础。

四是放任财政赤字膨胀，破坏美元信用的避险属性基础。特朗普通过“大而美法案”，推行财政扩张的政策，对企业永久减税，通过加征关税创收来平衡财政收支，但短期内可能会推高美国的财政赤字。特别是，如果关税政策最终被高法裁定非法，美国将少了一个创收来源，财政失衡问题将会更加严重。

总之，这轮美元贬值，特朗普个人风格对美元走势有比较大的影响，这和历史上其他美元周期不太一样。9月16日，美国银行发布的9月份全球基金经理报告显示，24%的受访者将美联储失去独立性和美元贬值视为最大的尾部风险，而8月份调查时只有6%的受访者将美元贬值视为最大的尾部风险。

（四）全球资产再平衡有望延续，利好非美资产

美元调整背后隐含着全球资产再平衡。过去美元资产扮演全球避风港的角色，现在全球资产再平衡在悄然发生。可以看到现在美国有一个很大的问题，美国的风险资产认为美股估值偏高，包括这个星期，鲍威尔参加一个公开论坛谈到了美股估值偏高的问题。美股估值偏高并不意味着美股必然下跌，但往往预示市场回调风险增加。相对而言，非美股票市场估值更加具有吸引力。从历史上来看，在美元下行阶段，新兴市场的表现通常都好于发达经济体。

如果特朗普继续一意孤行，可能导致美元在中长期进一步走弱，非美资产特别是新兴市场资产有望迎来系统性重估。中国资产，港股有望受益于全球流动性的转向和国内盈利拐点双重催化；A股仍然具有估值洼地的效应，估值修复动能将与全球资产再配置需求形成共振，这对中国A股估值修复有一定的支持作用。

四、人民币汇率走势展望

（一）人民币汇率没有明显偏离均衡汇率水平

有观点认为，2025年以来美元大幅贬值，人民币对美元被动升值且涨幅有限，叠加国内通胀水平偏低，导致人民币实际有效汇率出现较大幅度下跌。因此，部分专家学者认为人民币汇率存在明显低估，建议应容忍人民币升值。

但汇率高低估并非由单纯的升贬值走势决定，而是相对于均衡汇率而言。从理论上讲，均衡汇率是指一国经济实现对内、对外同时均衡时对应的汇率水平，这一水平通常并非双边汇率。例如，讨论人民币对美元的合理水平，需以美元指数所处位置为重要前提——美元指数在100以上与100以下时，对应的人民币对美元的合理汇率水平存在差异。均衡汇率一般体现为多边汇率，更精确地说，是考虑境内外通胀差异后的实际有效汇率（REER）。学术界

研究均衡汇率水平时，通常以实际有效汇率指数为基础进行回归分析。

依据均衡汇率的理论定义，从对外部门视角观察：中国出口市场份额保持高位，贸易顺差持续扩大，据此可能得出人民币汇率低估、需要升值的结论。但从对内部门视角来看：中国有效需求不足，物价长期处于低位运行，这又可能会得出人民币汇率高估、需要贬值的判断。可见，从不同维度分析会得出截然相反的结论。

国际货币基金组织（IMF）负责全球汇率政策监督与汇率水平评估。美国财政部虽设有三条量化标准用于评估一国是否存在货币操纵行为，但实际中通常将最终裁决权交由 IMF 行使。2019 年 8 月，中美经贸磋商陷入僵局，人民币对美元汇率跌破 7，美国财政部随即将中国列为“货币操纵国”。彼时 IMF 给予中国有力的道义支持，坚持其在《国际货币基金协定》第四条款年度磋商中的结论，明确表示人民币汇率未偏离中长期均衡水平。

IMF 在 2025 年 7 月最新发布的对外部门评估报告中，结论显示截至 2024 年，中国以经常项目顺差与名义 GDP 之比衡量的对外部门仍处于略强于中长期基本面隐含的合意水平，也就是说 IMF 认为人民币汇率只是略有低估。需注意的是，该报告未纳入 2025 年以来人民币实际有效汇率的变化——2025 年前 8 个月，人民币实际有效汇率下跌了大约 5%。但这一变化不会改变 IMF 的基本判断，即人民币汇率未明显偏离均衡水平，因为均衡汇率并非一个固定数值，而是一个区间范围。

从市场层面来看，尚未出现人民币汇率明显的升值压力或升值预期。此前较长一段时间内，中国外汇市场持续处于供不应求状态，但自 2025 年 3 月起，以银行即远期结售汇（含期权）差额衡量，市场转为持续顺差。从这一指标看，似乎人民币升值压力在加大。但结合同期跨境人民币流动情况分析可知：6 月以来每月均有数百亿美元跨境人民币净流出，这些流出的人民币（如流入香港市场），当地银行在接收后可通过跨境人民币清算渠道回流至在岸市场，在中国外汇交易中心以 CNY 价格平盘，兑换为美元或港币。而此类平盘行为未被纳入结售汇统计，而是归入银行同业交易范畴。这意味着，境内实际的外汇供大于求状况，可能并不像结售汇差额所反映的那般显著。

判断人民币是否存在升值压力及升值预期，还可通过价格偏离指标展开分析。从境内交易价与中间价的偏离来看，截至目前，境内人民币交易价相对中间价的偏离仍持续偏向贬值方向，仅偏离幅度较前四个月显著收敛，控制在 1% 以内。而前四个月，该偏离幅度常超过 1%，个别交易日甚至达到 2% 的跌停板水平。这表明人民币贬值压力已明显缓解，但从偏离方向来看，尚未出现升值压力或升值预期。从境外 CNH 与境内 CNY 的偏离来看，近期 CNH 相对 CNY 时而偏强、时而偏弱，围绕 CNY 呈双向波动态势，未形成持续单边偏强或偏弱的走

势，且偏离幅度较前四个月大幅收窄。

综合理论分析与市场表现，目前人民币未显现出明显的升值压力或升值预期。

（二）四大利好因素

其一，美联储已恢复降息，若后续实施连续降息，有望推动美元进一步走弱，在中美经济周期和货币政策分化收敛的情况下，将为人民币汇率提供支撑。

其二，当前美元弱势在很大程度上受特朗普政策影响，且其经济政策对美元信用的损害尚未见底，这一趋势可能继续驱动美元走弱，间接利好人民币。高盛近期发布报告，将此次特朗普政策冲击类比为 1971 年“尼克松冲击”。当年尼克松政府推动美元与黄金脱钩，并对所有输美商品加征 10% 关税；当前特朗普政府不仅对全球推行 10% 基准对等关税，还对部分国家加征差额对等关税，与尼克松时期政策具有相似性。1971 年“尼克松冲击”是布雷顿森林体系解体的起点，直至 1976 年《牙买加协议》确立浮动汇率合法化，该体系彻底解体。

第三，中美目前正依据两国元首通话共识推进经贸磋商，致力于达成第二阶段经贸协议，若协议顺利达成，将有助于阶段性稳定中美双边经贸关系，为人民币汇率提供直接支持。

其四，中国对外部经贸遏制提前预判、做好预案，经济保持持续回升向好态势，同时科技创新潜力进一步释放，从基本面层面为人民币汇率提供坚实支撑。

需明确的是，任何时期影响汇率涨跌的因素均同时存在。正如各国央行在货币政策报告中分析通胀走势时，会同时阐述推升通胀与抑制通胀的因素，分析汇率走势亦需遵循这一逻辑。

（三）四大不确定性

第一，美联储恢复降息后，未来降息的节奏与力度存在变数。美联储仍维持自身独立性，其政策决策以美国经济数据为核心依据，而美国经济数据后续走向尚不明确。例如，北京时间 9 月 18 日美联储宣布降息后，美元并未如市场预期般进一步走弱，反而因短期利空出尽出现反弹；近期受美国经济数据时好时坏的影响，美元指数获得一定支撑，从 97 以下回升至 98 以上。此外，若特朗普通过各类方式加大对美联储政策独立性的干扰，可能推动美元更快走弱，但这一情景仅为理论假设，实际发展仍存在不确定性。

第二，中美经贸磋商进程存在变数。尽管当前双方正共同致力于推进磋商，但最终能否达成协议，关键在于双方能否有效弥合分歧。从市场预期来看，中美作为全球两大经济体，短期内仍将维持“竞争与合作并存”的关系；若磋商取得积极成果，将为人民币汇率提供支撑；若磋商过程出现反复，则可能导致人民币重新面临承压压力。

第三，中国经济应对关税冲击的韧性面临不确定性。尽管对国内政策应对抱有信心，但外部关税冲击的强度具有不可预测性与不可控性，且国内扩内需政策能否及时接力以对冲外部冲击，效果仍有待观察。

第四，特朗普关税政策的司法裁决结果存在不确定性。目前该政策已提交美国最高法院等待裁决，最终结果及对美元走势的影响均无法预判——市场此前并无类似案例可参考。若最高法院裁定关税政策无效，要求取消“对等关税”与“芬太尼关税”，市场难以判断这一结果对美元是利好还是利空，亦无法对汇率进行合理定价，存在显著的不确定性。

五、主要结论

第一，受益于外部美元弱势和内部基本面改善，加之中美经贸摩擦缓和，今年以来人民币不跌反涨，逆势上涨，这出乎了市场大部分人预期。目前，美联储重启降息，但未来降息的路径仍然不确定，若特朗普的经济政策继续损害美元信用，美元颓势可能尚未见底，这可能加速全球资产再平衡。

其次，当前人民币汇率并不存在部分学者认为的明显低估。最近这些年美元走得比较强，但如果把1994年1月作为定基，全部回到1994年1月作为100，再到今年8月。其间，人民币实际有效汇率指数最高时翻一倍到了200，到今年8月份仍然有164。同期，美元实际有效汇率指数是窄幅波动，最高也就涨到130附近，到今年8月份也就120出头。所以，在过去30年时间里，人民币实际有效汇率比美元实际有效汇率的涨幅要高出40多个百分点，这基本反映了同期中美综合国力对比的变化。“强势货币”并非指汇率只涨不跌，而是由经济基本面决定，经济强则货币强。判断汇率的合理性需立足长期维度，而非截取短期片段。

最后，在人民币汇率未明显偏离均衡水平的前提下，当前影响汇率涨跌的因素同时存在，不同时期的主导因素各异。短期内，若利好因素占据上风，人民币可能显现升值势头；若后续利空因素浮现，如中美经贸磋商出现反复，人民币则可能面临阶段性承压。特朗普关税政策对人民币汇率的影响属于典型的“事件驱动”，利好消息会推动人民币走强，利空消息则可能导致人民币阶段性承压。鉴于内外部不确定、不稳定因素较多，目前断言人民币汇率进入“新周期”为时尚早。因此，市场主体应强化“风险中性”意识，理性看待汇率双向波动，避免对人民币涨跌进行单边押注。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2524	人工智能如何重塑金融业	姜富伟
IMI Report No.2523	新时代全球财政债务管理如何破局？	Anoop Singh
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI
IMI Report No.2510	《人民币国际化报告 2024》系列八：跨境支付三“新”举措，有效支持供应链数字化发展	IMI
IMI Report No.2509	《人民币国际化报告 2024》系列七：跨境支付体系变革应对全球供应链变动：逻辑与路径	IMI
IMI Report No.2508	《人民币国际化报告 2024》系列六：资金融通与全球供应链的挑战和对策	IMI
IMI Report No.2507	《人民币国际化报告 2024》系列五：贸易融资如何促进中小企业融入全球供应链？	IMI
IMI Report No.2506	《人民币国际化报告 2024》系列四：对外投资：中国企业国际化的互利共赢之路	IMI
IMI Report No.2505	《人民币国际化报告 2024》系列三：供应链金融助力全球供应链参与度	IMI
IMI Report No.2504	《人民币国际化报告 2024》系列二：外部冲击下金融支持对供应链及全球经济的影响	IMI
IMI Report No.2503	《人民币国际化报告 2024》系列一：国际货币金融体系如何提升全球供应链包容性和韧性？	IMI
IMI Report No.2502	数据资产入表	IMI
IMI Report No.2501	日本企业出海	中国人民大学财政金融学院课题组
IMI Report No.2415	跨境人民币观察报告（2024 年第 1 季度）	马勇
IMI Report No.2414	中国货币政策取向及前瞻	贾俊雪、刘勇政
IMI Report No.2413	中国财政政策：演进、逻辑与取向	中国人民大学国际货币研究所课题组



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn