人民币汇率波动与合理均衡水平的多重视角

鄂志寰

摘　要　本文分析2024年人民币对美元汇率的波动特征及其合理均衡水平，指出人民币汇率的波动与外部经济环境和国内经济增长紧密相关，其阶段性特征明显，经历了稳定期、升值期和双向波动期。当前，人民币汇率的合理均衡水平受到市场供需、货币政策耦合度和市场预期偏离度的影响。文章还探讨了人民币国际化对汇率的影响，以及宏观政策如何支持实体经济发展。最后，本文强调了推动人民币成为强大货币的重要性，以及在国际金融体系中提升人民币地位的策略。

关键词　人民币汇率　合理均衡水平　国际化　宏观政策

2024年以来，人民币对美元汇率出现较大波动，前八个月，人民币对美元总体呈现贬值走势，年初美元对人民币即期汇率为7.14，7月下旬触及7.27，随后在不到两个月的时间内快速反弹至年初以来的高位。人民币汇率波动区间及调整力度超出以往，反映了外部经济及政策环境的巨大变化，也与我国经济增长及结构变化等因素息息相关，其未来走势值得密切关注。

2024年政府工作报告提出，“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”，为人民币汇率的走势奠定了一个主基调。人民币汇率合理均衡水平的判断既是一个国际金融理论问题，又是一个重要的市场实务问题，需要进行大量的政策推演和实证分析加以判断。概括而言，判断汇率水平是否趋向合理均衡可以重点考量以下三方面：一是汇率机制中市场供给和需求两大力量的平衡程度；二是汇率政策与以推动经济增长充分就业为主要目标的货币政策的耦合度，能否有效管理和稳定投资者预期；三是汇率水平及其市场预期的偏离度，能否防范和控制汇率超调风险。长期而言，保持人民币汇率均衡稳定对于推动实体经济增长和稳定市场预期具有积极意义，也是打造强大的货币的重要保障。

一、人民币汇率波动的阶段性特征

保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，意味着在相当一段时间内，内外部环境变化将持续影响外汇市场的供给和需求两大力量，推动人民币寻找对一篮子货币的合理均衡汇率，并围绕该均衡水平保持基本稳定。在具体业务实践中，人民币汇率的合理均衡水平本身不是一成不变的，而是具有很强的阶段性和一定的波动性。

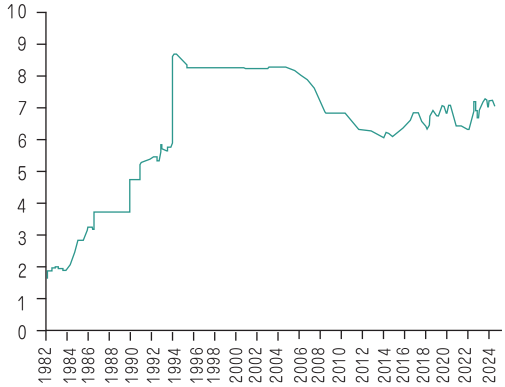
一是人民币汇率具有明显的阶段性特征。在1994年外汇管理体制改革以来的30年里，人民币兑美元汇率经历了三个明显的周期：① 1994—2005年超过十年的基本稳定期，人民币兑美元汇率基本稳定在8.3~8.4区间；② 2005年汇率改革后，

鄂志寰，中国银行研究院副院长。

人民币进入接近十年的升值期，人民币兑美元汇率波动区间放大到8.3~6.1，累积升幅接近37%；③2014年下半年正式开启汇率双向波动阶段，人民币兑美元汇率波动区间为6.1~7.4，大致呈温和贬值趋势，并于2017年和2020年出现两次较为显著的反弹。

二是人民币汇率的历史波动性以对美元汇率的三次重大转折为重要分水岭，其背后主导因素与当时汇率形成机制的改革有直接或间接的联系。1994年外汇管理体制改革为由计划经济下的汇率决定走向市场供求决定人民币汇率提供了基础性的制度安排；2005年汇率形成机制改革则进一步提升市场供求在人民币汇率决定中的作用，逐步释放人民币升值压力。2015年8月11日人民银行继续完善人民币兑美元汇率中间价报价机制，进一步确立了人民币汇率双向波动的基本方向。

“8·11汇改”的具体内容包括：在每日银行间外汇市场开盘前，外汇市场做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向外汇交易中心提供中间价报价，以增强中间价的市场化程度和基准性，增加人民币汇率的市场化程度。在“8·11汇改”确立的人民币汇率中间价形成机制的框架内，人民币兑美元汇率中间价报价模型进行了动态优化，以适度对冲市场情绪的顺周期波动。如2017年5月，外汇市场自律机制核心成员基于市场化原则由此前的“收盘价+一篮子货币汇率变化”调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，通过引入“逆周期因子”，缓解市场顺周期行为，稳定市场预期。2018年1月，随着跨境资本流动和外汇供求趋于平衡，人民币对美元汇率中间价报价行基于自身对经济基本面和市场情况的判断，陆续将“逆周期因子”调整至中性。2023年中，外汇市场自律机制宣布再度启动“逆周期因子”，以保持人民币汇率的基本稳定。



资料来源：人民银行。

图1 美元兑人民币即期汇率长周期波动

2015年以来，经过长达近十年的双向波动，形成以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率成为内外经济平衡的关键指标之一。

从市场波动规律看，在特定时间点上人民币对美元即期汇率出现幅度较大的升跌，但是市场供求力量对人民币汇率的影响程度不断提升，对外贸易和资本流动在汇率波动中的作用此消彼长，外汇市场参与主体更趋多样并日渐成熟。从中期趋势分析，人民币汇率稳定性始终保持在全球主要货币前列，2000—2023年，人民币实际有效汇率升值25.1%，表现优于美元（10.5%）、欧元（3.6%）等主要货币，汇率波动率为4.1%，在主要货币中处于较低水平。与此同时，人民币汇率弹性有所提升，汇率波动有助于更好地实现内外经济的平衡。

二、人民币汇率与合理均衡水平的短期评估

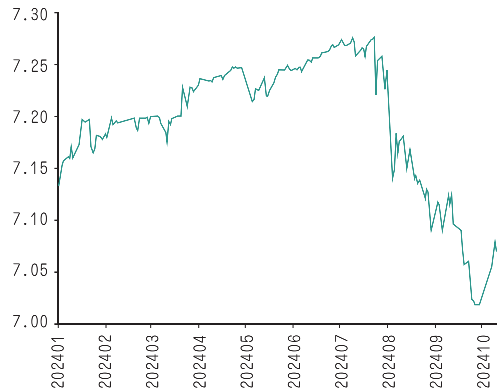
2024年初美元对人民币即期汇率为7.14，前八个月，人民币对美元贬值至7.27附近，随后在不到两个月的时间内快速反弹至接近7的水平，创出年初以来的高位。

2024年以来的人民币汇率波动与2023年人民币汇率走势呈现一定程度的错位。2023年全年，美元对人民币汇率波动区间为6.7~7.3，当年年初人民币短暂升值后进入长达9个月的贬值期，最后两个月有所回升。人民币汇率的总体运动轨迹与美元指数变化呈现一定的镜像关系。

2024年以来人民币兑美元汇率的贬值压力主要来自美国经济增长及美联储加息导致的全球资本流动。从美联储利率调整周期和美元汇率的历史表现看，指标利率与美元汇率并不存在直接的对应关系。疫情后美国经济由最初的硬着陆忧虑转为软着陆预期进而趋于暂时不着陆，总体保持增长动能，美联储几度推迟降息时间点，名义利率大幅度领先欧洲央行和日本等主要经济体，欧元对美元汇率易跌难升，日元对美元汇率亦出现大幅度贬值，吸引国际资本流向美国市场。

从基本面看，2024年一季度我国国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%。前三季度，GDP按不变价格计算，同比增长4.8%，环比增长0.9%。显然，随着宏观政策效应的不断显现，中国经济保持了稳中有进的发展态势，经济回升向好势头得到巩固和增强，意味着中国经济在全球经济下行周期中继续保持领先优势，仍然是全球增长的重要引擎。

2024年前三季度，我国货物进出口总额323 252亿元，同比增长5.3%。其中，出口186 147亿元，增长6.2%；进口137 104亿元，增长4.1%。进出口相抵，贸易顺差49 043亿元。外贸发展向好及货物贸易跨境收支顺差保持较高规模，进一步稳定了跨境资金流动基本盘，为外汇市场供求趋于平衡提供坚实的基础。

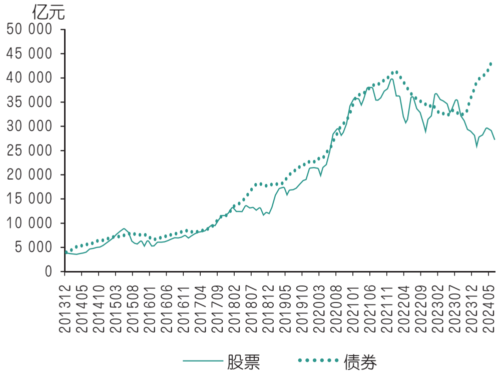


资料来源：Wind，中国银行研究院。

图2　美元对人民币汇率走势

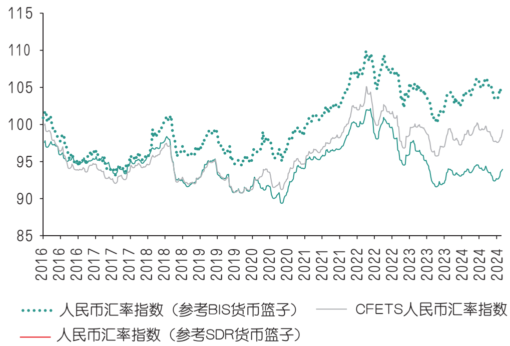
同时，由于人民币融资成本相对较低，跨境人民币净流出增多，跨境外币收支基本平衡。外资积极配置人民币资产，跨境资金流动更趋均衡，基本面对人民币汇率的支撑作用逐步增强。2024年以来，中国境外机构和个人持有境内人民币债券规模有所回升，2024年1月为3.9万亿元，2024年6月升至4.4万亿元，增长11.3%。中国境外机构和个人持有境内人民币股票资产规模先增后减，2024年6月较1月增长9.8%。

未来一个时期，美国总统大选引发的政治不确定性将达到顶点，其影响不仅限于加征关税及贸易摩擦等方面，也可能牵动地缘政治的敏感神经。客观分析，美国及欧洲等经济体对中国出口产品的需求可能出现边际走弱，扩大内需仍将是稳增长的重点选项。概括而言，在中短期内，人民币兑美元仍有贬值压力，双向波动也



资料来源：Wind，中国银行研究院。

图 3　中国境外机构和个人持有境内人民币金融资产



资料来源：Wind，中国银行研究院。

图 4　人民币三大汇率指数波动态势

会是常态，并存在汇率超调的可能。因此，应关注以下几个方面的变化。

一是人民币国际化发展增加了人民币对新兴市场货币的影响力，人民币贬值的传递范围明显放大，区域内货币竞争性贬值的可能性是人民币汇率调整不得不考虑的一个外部因素。二是人民币汇率与国内股市的相关性值得关注，汇率波动和股票市场波动的相互作用程度呈现渐进加深的趋势。三是如果人民币贬值预期持续时间超过某个阈值，可能成为各种形式的资本外流的加速器，冲击实体经济和金融市场。

当然，从人民币主要汇率指数的角度看，人民币兑一篮子货币保持了基本稳定，CFETS 人民币汇率指数在一定程度上中和了美元指数变化的影响，人民币汇率保持了较强的平稳性。

三、均衡汇率中期视角：中国经济高质量发展为人民币汇率提供扎实基础

通常情况下，人民币汇率的决定因素仍是经济基本面。中国经济增长进入新阶段，经济结构持续优化，发展新质生产力将在推动经济高质量发展中发挥关键作用，提升中国经济“含金量”，从而为人民币汇率提供扎实基础。

第一，中国经济增长“含金量”提高，首先体现为经济增长进程中的结构性优化，进一步凸显中国经济增量在全球经济中的主导性优势。具体表现为：一是消费成为主要拉动因素，2023 年贡献率达 82.5%，拉动 GDP 增长 4.3 个百分点；二是服务业增长快于工业，新兴产业驱动力增强；三是贸易与投资升级，技术密集型出口占比、知识密集型服务贸易占比均有所提升，中国成为第二大对外直接投资大国，超七成资金流向亚洲地区。2023 年，中国对“一带一路”非金融类直接投资增速超过 26%。

第二，发展新质生产力为中国经济增添新的牵引动力。新质生产力的核心是创新，以科技创新驱动产业创新，推进传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。科技创新及数字经济高速发展将为中国经济增添无穷的发展动能。预计 2025 年数字经济核心产业在 GDP 中的比重将达

10%。我国电子支付全球领先，金融服务数字化渠道广泛铺开，在主要经济体中率先推出数字人民币，正成为金融创新的重要发源地。大数据、云计算、人工智能等新技术逐步落地，深度重塑金融生态，金融效率与普惠性大幅提升。例如，在数字化工具加持下，跨境支付时长可以从过去的几天缩短至几秒钟。根据波士顿咨询集团（BCG）报告，2023年全球金融科技行业收入将增长至1.5万亿美元，在金融服务收入中占比将由2%上升至7%。当前，金融科技公司不断扩张，传统机构通过拥抱金融科技加速数字化转型，推动金融与科技相结合，积极打造科技金融竞争优势。

第三，中国经济增长“含金量”提高，还有赖于多项宏观政策支持实体经济企稳向好的协同力度不断增强。2024年初，市场对中国货币政策的主流预期是先降准后降息，其基本依据是宏观政策基调强调稳增长、稳就业，并突出稳预期，注重“宏观数据与微观感受”之间的关系，把稳增长和稳就业作为宏观政策调整的重要考量，“以进促稳”，“先立后破”。中国货币政策工具的选择更多关注国内经济表现，进一步增强宏观政策的自主性。

2024年9月24日，人民银行、证监会和金融监管总局联合推出政策组合拳，包括降准、降息、降低存量房贷利率、创设新的货币政策工具、降低全国二套房贷款首付比例等。证监会发布促进中长期资金入市意见，金融监管总局和证监会就防范金融风险、支持资本市场平稳健康发展推出多项有力举措。2024年9月26日，中共中央政治局召开会议，对财政政策进行部署，提出“加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”。要求财政政策聚焦民生与消费领域，推出保就业、救助帮扶等措施。

本轮政策组合突显出宏观政策端对资本市场健康稳定发展的关注和支持，在全球主要经济体宽松的环境下，我国进一步稳定和改善投资者信心和市场预期，有望通过财富效应及财政政策等多个渠道为经济高质量增长提供助力及支持。未来一个时期，将进一步加强宏观政策协调，货币政策与财政政策、产业政策等相互配合，形成政策合力，充分发挥宏观政策工具箱的功能，在防范通胀和资产泡沫风险的同时，支持我国实体经济稳步发展。

四、均衡汇率结构视角：外生变量与内生性货币政策

根据国际金融理论的“不可能三角”，资本自由流动、汇率稳定性和货币政策独立性三者不可兼得。国际资本流动很大程度上受到主要央行货币政策的影响。近年来，人民币汇率与宏观审慎管理措施的耦合度不断提升，对于中美货币政策周期差异的适应能力有所增强。政策制定者在保持货币政策独立性的前提下，在资本流动和汇率稳定之间寻找平衡点。

从外生变量看，2024年全球经济增长继续面临放缓压力，通货膨胀亦表现出一定的黏性，美欧等主要央行相继将货币政策重点转向宽松，但其降息路径仍有一定分化。美联储开启降息周期后，主要央行货币政策的掣肘减弱，全球货币政策在更大范围、以更快的速度步入宽松周期。

欧洲经济衰退压力较大，欧洲央行在本轮降息周期中保持领先，2024年10月17日，欧洲央行年内第三次降息，将存款机制利率降至3.25%，将主要再融资利率降至3.40%，将边际贷款利率降至3.65%。显然，欧洲央行关注重点已从抑制通胀转

向提振经济，摆脱困境，预计欧洲央行仍有连续降息空间。

日本央行17年来首次加息，历史性地退出负利率政策。但日本经济复苏的基础仍不稳定，制约日本央行提高利率的节奏，货币条件仍在短期内保持宽松。作为传统的套息货币，日元加息从潜在趋势走向市场举措将对国际资本流动带来巨大影响。主要经济体货币政策调整与金融市场预期之间的互动性更加紧密，政策调整可能成为金融市场高波动的导火索。

2024年9月18日，美联储宣布将联邦基金利率的目标区间从5.25%～5.50%降至4.75%～5.0%，降息50个基点，标志着美联储在通货膨胀受控的背景下，正式启动货币宽松周期，以应对经济减速带来的劳动力市场转弱。最近公布的美国2024年9月零售销售增幅略高于预期，表明美国经济仍然保持增长动力，消费数据表现超出预期，预计11月可能继续降息25个基点。

在中国货币政策层面，我国央行根据国内经济实际情况，灵活调整货币政策方向和力度，适时采取了降准、降息等操作。2024年9月24日，在人民银行、证监会和金融监管总局推出的政策组合拳，主体部分是央行的措施，包括宣布幅度偏大的降准降息，透露年内还会再降准，明确表达了推动金融支持实体经济发展的立场；下调存量房贷利率平均0.5个百分点，下调二套房贷款首付比例，旨在通过降低居民还贷压力，助力消费提振，同时缓解提前还贷和房贷违规置换，防范金融风险；将前期3 000亿元保障性住房再贷款的支持比例从60%提高至100%，促进银行端住房再贷款的发放，缓解在收储过程中房价压力。同时，央行新创设两项工具支持资本市场，一是创设证券、基金、保险公司互换便利，一期互换便利操作规模5 000亿元，未来可视情况扩大规模；二是创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。相关政策工具有助于增加股市增量资金，为资本市场注入关键流动性，稳定和改善投资者信心和市场预期。本轮货币政策调整的力度较为可观，在金融市场产生了积极效果。

综合考量外生变量与内生性货币政策，一方面，尽管在短期内美国通货膨胀数据仍将出现反复，未来的降息预期也将在激进到收敛之间左右摇摆，但美联储仍将延续降息周期，以更加灵活地应对经济与政治双重压力。美联储公布的加息路径点阵图显示，联邦基金利率中值到2024年末将降至4.4%，到2025年末将降至3.4%。与此同时，欧洲及其他经济体央行持续深化降息周期，全球流动性环境将进一步改善，国际资本可能重回新兴经济体，有利于部分出口导向型经济发展，亚太经济体宏观经济改善，亦将为中国经济提供良好的外部环境。另一方面，2023年开始的中美利差收窄趋势在2024年逐步强化，2024年4月中旬，中美利差倒挂幅度一度逼近250个基点，但4月下旬以来，随着10年期美国国债收益率从4.745%一路下跌，引发中美利差倒挂幅度持续收窄。截至2024年9月下旬，中美利差倒挂幅度收窄至169个基点上下。中美货币政策周期大概率加快呈现收敛的趋势，人民币汇率稳定的外部压力亦有所减弱，可能进一步形成支撑。

随着美联储连续降息，美元指数波动回落，较2024年6月末下行幅度接近5%，全球超过67%的货币兑美元汇率摆脱贬值

压力，新兴市场特别是亚洲货币升值幅度居前，为人民币兑美元汇率回升创造了良好的外部条件。根据IMF对全球经济的预测，主要经济体范围内中国的经济预期表现突出，基本面的因素有助于吸引外资及维持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。美联储降息意味着中国企业美元融资成本下降，尤其是对外负债较多及出口型企业对利率变化更为敏感。由于美国本轮降息并非因经济深度衰退引发，可以带来利率敏感部门的修复，实现经济软着陆，对中国相关出口链起到一定的提振作用。

当然，国际金融市场投资者预期在三大央行货币政策降息时间点和幅度、三者降息或延后降息的可能性以及美国放缓缩表的选择等选项之间反复横跳，资金交易高度敏感，容易超前抢跑与大规模回撤，导致国际金融市场波动性大幅提高。

资料来源：Wind，中国银行研究院。

图5　中美利差（10年期国债收益率）

五、均衡汇率长期视角：推动人民币成为强大的货币

2023年10月中央金融工作会议提出加快建设金融强国，2024年1月习近平总书记在省部级主要领导干部专题研讨班上进一步阐释了金融强国的丰富内涵，提出金融强国需要具备一系列关键核心金融要素，即强大的货币、强大的中央银行、强大的金融机构、强大的国际金融中心、强大的金融监管、强大的金融人才队伍。六个“强大”决定了金融是否具备核心竞争力，其中，强大的货币是金融业由“大”到“强”、实现高质量发展的关键之所在。

强大货币首先体现为货币职能的强大，其内部支撑首先来自对内保持币值稳定，充分担当价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏手段；对外则是跨越国界担当世界货币的能力。人民币国际化恰恰是强大货币对外职能的综合体现，可以成为打造强大货币的关键抓手。

强大货币要求在保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定的基础上，进一步深化外汇市场发展与管理，切实提升服务实体经济质效。具体包括：一是深化外汇市场发展，完善外汇市场产品体系，丰富交易币种，进一步扩大参与主体。推动外汇市场高水平开放，实现在岸与离岸市场良性互动。二是坚持稳健的货币政策，完善外汇市场管理，优化“宏观审慎+微观监管”一体化管理框架，加强交易行为监管与市场自律管理，维护外汇市场交易秩序，稳定汇率市场预期。三是引导微观主体树立汇率风险中性理念，以大型国有商业银行为主力军，推动建立银企联动的汇率风险管理合作机制，丰富企业汇率风险管理手段，切实降低企业套期保值等汇率风险管理成本。

强大货币对外职能突出体现在人民币国际化进程中。2009年以来，人民币国际化波动前行，逐步成长为第一大新兴市场交易货币、第二大贸易融资货币、第三大SDR篮子货币、第四大国际支付货币、第

五大官方储备货币，在全球货币体系中的地位稳步提升。

有别于英镑、美元和欧元等西方主要货币，人民币探索着一条独特的国际化路径，可以简要概括为以下四个特征：一是形成完整的人民币国际化政策驱动体系，政策驱动与市场牵引共同作用于人民币国际化进程，并形成与时俱进的政策与市场调整机制；二是离岸市场和在岸市场彼此配合，良性互动，接力推进人民币国际化进程；三是以人民币国际化推进内地金融市场制度型开放，内地金融市场高水平对外开放将为人民币国际化提供更加坚实的基础；四是持续增强人民币国际投资与避险价值属性。

在一个较长的时间内，提升强大货币的对外功能可能会成为稳慎扎实推进人民币国际化的重要考量。加强顶层设计，在计价、支付、结算、交易等领域，鼓励优先使用人民币，降低对单一外币依赖度。以制度型开放助力人民币国际化，整合优化开放渠道，推动在岸、离岸市场良性互动发展。建立新型互利合作关系，完善人民币在周边国家、区域框架下的使用场景与循环路径，在宏观审慎原则下考虑定向提供人民币流动性支持。完善双边货币互换机制，灵活安排使用范围、额度与频率，从危机应对更多地转向服务双边经贸往来以及金融投资交易。引领数字化趋势，稳妥推进数字人民币试点应用，积极参与数字货币、跨境支付等领域规则制定，提高国际金融治理能力。保持人民币汇率均衡稳定对于推动实体经济增长和稳定市场预期具有积极意义，也是打造强大的货币的重要保障。N

学术编辑：韦燕春

Multiple Perspectives on RMB Exchange Rate Fluctuations and Reasonable Equilibrium Levels

E Zhihuan
(Vice President, Bank of China Research Institute)

Abstract This paper analyzes the volatility characteristics of the RMB exchange rate against the US dollar and its reasonable equilibrium level in 2024,pointing out that the volatility of the RMB exchange rate is closely related to the external economic environment and domestic economic growth,and that it has obvious phasing characteristics,having gone through a period of stabilization,appreciation,and two-way volatility.At present,the reasonable equilibrium level of RMB exchange rate is affected by market supply and demand,the coupling degree of monetary policy and the deviation degree of market expectation.The article also discusses the impact of RMB internationalization on the exchange rate and how macro policy supports the development of the real economy. Finally,the article emphasizes the importance of promoting the RMB as a strong currency and the strategies to enhance the status of the RMB in the international financial system.

Keywords RMB Exchange Rate, Reasonable Equilibrium Level, Internationalization, Macro Policy

JEL Classification E58 F33 G15