



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

2025年 2 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、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。

特朗普 2.0 推动美国再通胀 美元利率与汇率持 续高位盘整

摘 要

2024 年初至今，美元指数呈现由弱变强的“V 型”走势。除马来西亚、港币、泰铢对美元呈现小幅升值外，全球主要国家货币对美元汇率呈现贬值行情。美元指数六大构成货币均对美元贬值。

2024 年 1 月 2 日至 2025 年 2 月 12 日，美元指数从 102.25 上涨至 108.01，升值幅度为 5.6%。未来一段时间，特朗普关税战 2.0 带来的三大不确定性将推高美元指数持续走强：一是美国通胀回落的概率下降，美联储降息不确定性陡增；二是特朗普关税战 2.0 将拖累全球主要国家经济增长；三是全球经济政策不确定性再度上升。受上述影响，2025 年美元指数有望在高位盘整，预计将在 102-112 的区间内反复震荡。

2024 年初至今，人民币兑美元汇率面临较大贬值压力。人民币兑美元即期汇率总体在 7.0 至 7.35 的区间内波动。未来一段时间，受内外部因素的共同影响，人民币兑美元汇率仍将面临较大贬值压力。预计人民币兑美元即期汇率在 7.1-7.5 的区间内波动，人民币兑美元汇率中间价在 7.1-7.3 的区间波动。

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

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、 特朗普关税战 2.0 对美元指数的影响	1
(一) 美元指数走势回顾	1
(二) 特朗普关税战 2.0 的内容及影响估算	2
(三) 三大不确定性推高美元指数	3
三、 特朗普关税战 2.0 对人民币汇率的影响	5
四、 总结	7

一、全球外汇市场概览

2024 年 1 月 2 日至 2025 年 2 月 12 日，美元指数由弱变强的“V 型”走势带动全球外汇市场联动反应（见图 1）。同期，美元指数从 102.25 上涨至 108.01，升值幅度为 5.6%。

除马来西亚、港币、泰铢对美元呈现小幅升值外，全球主要国家货币对美元汇率呈现贬值行情。美元指数六大构成货币均对美元贬值。其中，日元、瑞典克朗、瑞士法郎、加拿大元、欧元、英镑分别对美元贬值 8.7%、7.5%、7.4%、7.4%、5.1%、1.4%。阿根廷比索、土耳其里拉、墨西哥比索等新兴市场国家货币对美元出现大幅贬值，贬值幅度分别为 30.3%、22.2%、20.3%。

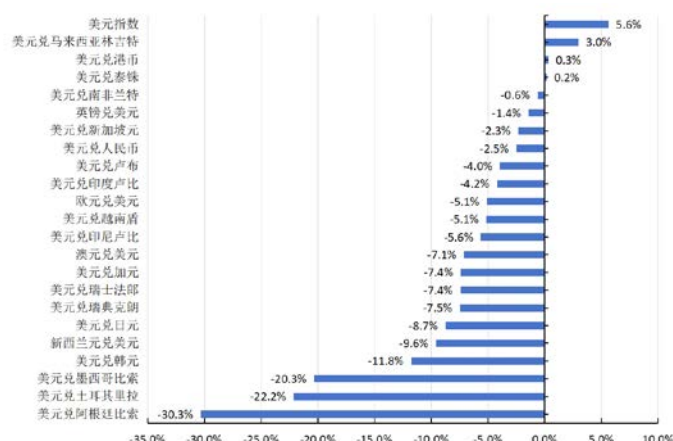


图 1 全球主要货币变化率（2024 年 1 月 2 日至 2025 年 2 月 12 日）

数据来源：Wind，英为财经网。

二、特朗普关税战 2.0 对美元指数的影响

未来一段时间内，特朗普关税战 2.0 将推高美国通胀，给全球外汇市场带来三大不确定性。受此影响，2025 年美元指数有望在高位盘整。本部分对此进行具体分析。

（一）美元指数走势回顾

2024 年 1 月 2 日至 2025 年 2 月 12 日，美元指数从 102.25 上涨至 108.01，升值幅度为 5.6%。该期间，美元指数走势大致分为两个阶段（见图 2）。第一阶段为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 9 月 27 日，美元指数从 102.25 小幅贬值至 100.42，

贬值幅度为 1.8%。第二阶段为 2024 年 9 月 27 日至 2025 年 2 月 12 日，随着美国大选尘埃落地，特朗普政策 2.0 陆续推进，美元指数从 100.42 升值至 108.01，升值幅度为 7.6%。

如笔者在《2024 年第三季度人民币汇率分析报告》¹中指出，在特朗普政策 2.0 的影响下，美国通胀在未来一段时间仍将处于高位，2025 年美国长期利率与美元指数将处于较强区间。从现实情况来看，2024 年第四季度至今的美元指数走势总体符合笔者预期。



图 2 美元指数

数据来源：Wind。

（二）特朗普关税战 2.0 的内容及影响估算

自 2025 年 1 月 20 日再次就任美国总统以来，特朗普实施了一系列关税政策，旨在保护美国经济利益。截至 2025 年 2 月 13 日，特朗普主要关税政策汇总：其一，对加拿大和墨西哥加征关税。特朗普政府宣布对加拿大和墨西哥的进口商品加征 25% 的关税。然而，在初步谈判后，这一关税的实施被推迟一个月，预计将于 2025 年 3 月 4 日生效。其二，对中国加征关税。自 2025 年 2 月 4 日起，美国对中国商品加征 10% 的关税。作为回应，中国于 2 月 10 日对美国进口产品实施了反制关税。其三，对钢铁和铝产品加征关税。2025 年 2 月 10 日，特朗普总统宣布计划对所有钢铁和铝进口征收 25% 的关税。此举被视为对全球贸易伙伴的重大挑战，可能引发新一轮的贸易紧张局势。市场分析人士普遍认为特朗普加征关

¹ 张明、陈胤默：《特朗普 2.0 推高通胀 美债美指回落空间有限——2024 年第三季度人民币汇率分析报告》，国家金融与发展实验室人民币汇率季度分析报告，2024 年 11 月。

税将拖累美国 GDP 增速，抬升美国通胀走势；拖累中国出口增速和 GDP 增速(见表 1)。

表 1 特朗普关税战 2.0 对中美经济潜在影响的评估

机构	分析师	对美国影响	对中国影响
瑞银	汪涛	对中国额外加征 10%的关税可能将进一步拖累美国 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点。	1.如果美国对中国商品加征 10%关税并持续执行，这可能将拖累中国出口，并抑制国内投资和消费，从而拖累中国 GDP 增速 0.3-0.4 个百分点。2.出口冲击也可能降低中国通胀增速 0.2 个百分点。
申万宏源 证券	赵伟、陈达 飞、赵宇	关税或使得美国 GDP 下跌 0.4-1.3 个点，通胀抬升 0.3-0.7 个点。	-
华创证券	张瑜	大致估算特朗普关税政策对美国短期通胀的提升幅度约为 0.3-0.8 个百分点，中值约 0.6 个百分点。	1.对中国出口的拖累或在 0.5-1.4 个百分点左右。2.关税对中国整体 GDP 的拖累或在 0.1-0.3 个百分点之间。
粤开证券	罗志恒、马 家进	-	1.美国对中国加征 10%的关税，或将导致 2025 年中国对美国出口同比增速下降 12 个百分点。2024 年对美出口金额占中国出口总额的 14.7%，因此可能拖累中国总体出口同比增速回落 1.8 个百分点。2.2024 年中国出口占 GDP 比重为 19%，因此可能影响 2025 年中国 GDP 同比增速回落 0.3 个百分点。
中金公司	刘刚、王子 琳	10%对华关税或推升美国通胀 0.13ppt	额外加征 10%关税对中国的影响相对可控

资料来源：笔者手工收集获得。

（三）三大不确定性推高美元指数

笔者认为，特朗普关税战 2.0 带来三大不确定性，将对全球外汇市场形成扰动，进而持续推高美元指数走强。

不确定性一：特朗普关税战 2.0 将导致通胀回落的概率下降，美联储降息不确定性陡增。

2025 年 1 月美联储公布的 FOMC 显示，委员会强烈致力于支持最大限度的就业机会，使通货膨胀恢复到其 2%的目标，并将联邦基金利率维持在 4.25%-4.5%的水平。根据最新公布的数据显示，美国通胀有抬升的势头。2025 年 1 月，美

国 CPI 和核心 CPI 同比分别为 3%和 3.3%（见图 3），高于美联储 2%的通胀目标水平。

下一阶段，特朗普关税政策陆续落地实施将会恶化美国贸易条件，推升美国通胀水平，这将导致美联储放缓降息步伐。考虑到特朗普关税政策的影响，美联储在 2025 年上半年降息的概率会下降。这将导致美国 10 年期国债收益率和美元指数还将保持在高位。

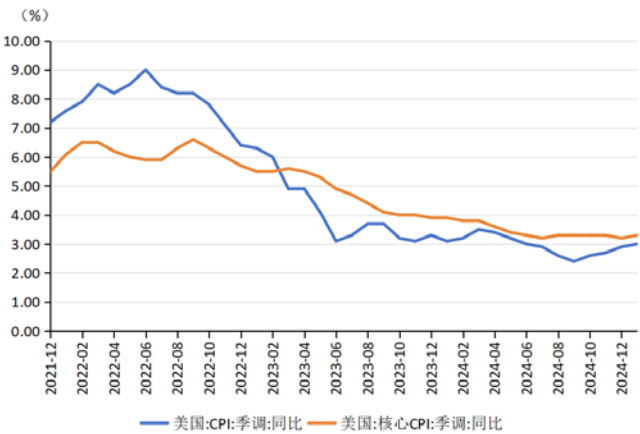


图 3 美国通胀走势

数据来源：Wind。

不确定性二：特朗普关税战 2.0 将拖累全球主要国家经济增长。

美元被投资者视为一种反周期资产。基于避险需求和流动性角度考量，美元在经济衰退时往往表现较为强劲。截至目前，特朗普已陆续对加拿大、墨西哥、中国等国家加征关税。随着特朗普关税战 2.0 的蔓延和发酵，全球贸易环境的恶化，将影响全球主要国家经济增长（见表 1）。受此影响，全球经济增长将难以摆脱当前面临的“长期性停滞”格局。在此背景下，美元指数的快速下跌难以发生，可能会保持当前水平。

不确定性三：特朗普关税战 2.0 将导致全球经济政策不确定性再度上升。

美元被投资者视为典型的强避险资产，当全球经济政策不确定性上升时，美元指数通常都会走强。特朗普胜选至今，全球经济政策不确定性不断攀升（见图 4）。考虑到特朗普政府正在制定对等关税政策（即对那些对美国商品征收关税的国家实施相应的关税），关税战将继续发酵，全球经济政策不确定性将再度攀升。这就决定了投资者对美元依然有旺盛需求。在此背景下，美元指数有望继续

保持相对强劲。

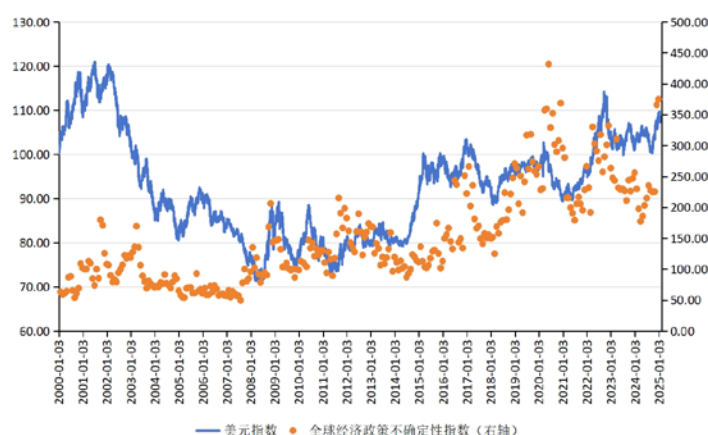


图4 美元指数与全球经济政策不确定性

数据来源：Wind。

综上所述，特朗普关税战 2.0 将推高美国通胀，导致美联储降息不确定性陡增，美国 10 年期国债收益率还将处于高位；同时，特朗普关税战 2.0 将拖累全球主要国家经济增长，导致全球经济政策不确定性再度上升。受此影响，2025 年美元指数有望在高位盘整，预计将在 102-112 的区间内反复震荡。

三、特朗普关税战 2.0 对人民币汇率的影响

2024 年 1 月 2 日至 2025 年 2 月 12 日，人民币兑美元即期汇率总体在 7.0-7.35 的区间内波动；同期，人民币兑美元中间价总体在 7.0-7.2 的区间内波动。2024 年 1 月 5 日至 2025 年 2 月 7 日，CFETS 人民币汇率指数总体在 97-102 的区间内波动（见图 5）。这说明人民币对一篮子货币的汇率表现较为强劲且相对稳定，人民币兑美元汇率贬值主要是美元过于强劲所致。

2024 年初至今，人民币汇率持续走贬是内外部因素共同影响的结果。就外部因素而言，一方面，受美联储货币政策影响。2022 年 3 月至 2024 年 8 月，美联储的持续加息导致全球资本流向美元资产，对新兴市场货币形成贬值压力；2024 年 9 月至 12 月，虽然美联储累计降息三次，但联邦基金利率仍处于高位。另一方面，地缘政治冲突加剧了全球避险情绪，推高美元指数。就内部因素而言，国内经济复苏乏力，资产价格表现明显弱于美国，导致资本账户出现直接投资、证券投资与其他投资三者持续净流出，外汇供需平衡受到挑战。

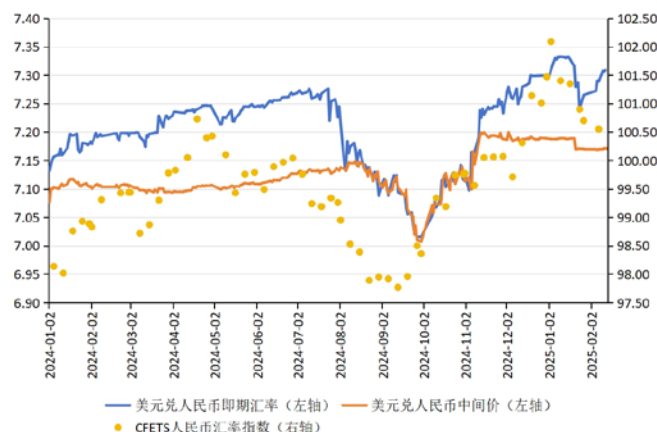


图5 人民币汇率走势

数据来源：Wind。

上述内外部因素还将继续影响 2025 年人民币汇率走势，人民币兑美元汇率仍面临较大贬值压力。一方面，如前所述，在特朗普关税战 2.0 的影响下，美元指数还将维持高位盘整。与此同时，特朗普政府的驱逐非法移民、给美国企业减税等政策也会推高美国通胀预期，这导致美联储未来的货币政策路径具有高度不确定性。2025 年美联储降息空间受限，甚至可能重新加息，这将对人民币汇率形成外部压力。另一方面，我国国内货币政策基调转向“适度宽松”、国内长期利率显著下行，这决定未来一段时间中美利差仍维持在高位，人民币兑美元汇率面临较大贬值压力。此外，未来一段时间内，地缘政治紧张局势可能导致资本流向更加集中于避险资产，对人民币形成额外贬值压力。

当前，中国央行通过重启逆周期调节因子、提高企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数等方式来维持人民币兑美元汇率的基本稳定。笔者参考人民币汇率中间价定价模型，测算即期汇率比中间价的偏离程度，结合中国央行于 2014 年 3 月将人民币兑美元汇率每日浮动幅度扩大至 2% 的规定²，发现中国央行从 2024 年初至今，一直在通过逆周期因子调升每日中间价（见图 6）。

本轮逆周期因子使用有如下三个特征：其一，即期汇率比中间价的偏离程度经常保持在 2% 左右。其二，在 2024 年 8 月 8 日至 11 月 15 日，人民币兑美元汇率小幅升值期间，即期汇率比中间价的偏离程度逐渐趋于 0。这说明中国央行通

² 资料来源：《中国人民银行新闻发言人就扩大人民币汇率浮动幅度答记者问》，中国人民银行官网，2014 年 3 月 18 日，<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125217/125922/125945/2885479/index.html>

过使用逆周期调节因子来遏制人民币兑美元汇率的贬值，但是在人民币兑美元汇率升值期间，中国央行有暂停使用或者小幅使用逆周期因子的情况。其三，将本轮情况与 2018 年中美贸易冲突期间的情况进行对比，分析发现本轮即期汇率比中间价偏离程度远远高于 2018 年中美贸易冲突期间。这表明，本轮逆周期因子调节幅度更大，调节期间更长。上述分析表明，在面临人民币兑美元贬值压力期间，中国央行有充足的政策工具应对外汇市场贬值压力。



图 6 人民币汇率走势与即期汇率对中间价偏离程度

数据来源：Wind。

综合上述分析，考虑内外部因素的叠加影响，2025 年人民币兑美元汇率仍将面临较大贬值压力，预计人民币兑美元即期汇率在 7.1-7.5 的区间内波动，人民币兑美元汇率中间价在 7.1-7.3 的区间波动。

四、总结

特朗普关税战 2.0 将推高美国通胀，导致美联储降息不确定性陡增，使得美国 10 年期国债收益率仍将维持高位运行；与此同时，特朗普关税战 2.0 亦将对全球主要经济体的增长构成拖累，加剧全球经济政策不确定性。2025 年美元指数将在高位盘整，预计将在 102-112 的区间内频繁振荡。

综合考量内外部多重因素的共同作用，2025 年人民币对美元汇率仍将面临较大贬值压力，预计人民币兑美元即期汇率将在 7.1-7.5 的区间内波动，人民币兑美元汇率中间价将在 7.1-7.3 的区间内波动。

参考资料：

1. 罗志恒：特朗普打响“加征关税 2.0”第一枪：原因、影响、推演及应对，首席经济学家论坛公众号，2025 年 2 月 3 日。
2. 刘刚、王子琳：关税的“近忧”与“远虑”，中金点睛公众号，2025 年 02 月 12 日。
3. 汪涛：美国对中国商品加征 10% 的关税，应如何解读其影响，未来有何可期？首席经济学家论坛公众号，2025 年 2 月 5 日。
4. 赵伟、陈达飞、赵宇：特朗普 2.0 的“歧视性关税”框架，首席经济学家论坛公众号，2025 年 2 月 10 日。
5. 张瑜：特朗普关税的七大估算，一瑜中的公众号，2025 年 2 月 4 日。

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。