第一财经研究院年度报告

2021 人民币汇率年报

人民币汇率是否高估?

2022.1

第一财经 YICAI | 第一财经研究院 RESEARCH

出品人

杨宇东

主编

于舰

主笔

刘昕

审定

于明

马绍之

视觉设计

王皎莹 钱春华 蒋皓明

校对

申江波 苑利芬 邓诗瑜 赵维一 王婕妤

运营

邵玉蓉

此报告为第一财经原创，著作权及其相关衍生权利归第一财经所有。未经第一财经书面授权，不得以任何方式加以使用，包括但不限于转载、摘编、复制或建立镜像。第一财经保留追究侵权者法律责任的权利。如需获得授权请联系第一财经版权部：banquan@yicai.com。更多第一财经研究院的最新研究和报告内容，请访问 www.cbnri.org，或详询 yicairi@yicai.com。

第一财经研究院产品系列

★《高频看宏观》★《金融条件指数》★《首席经济学家调研》★《宏观专题报告》
★《中国企业全球化报告》★《中国影响力投资报告》★《可持续发展报告》★《中国 ESG 投资报告》等

这一年，人民币汇率走强

原本在汇率方面有着“跷跷板”关系的人民币和美元，在过去的2021年出现同步走强的表现，这在多年来较为罕见。

第一财经研究院在2022年1月27日发布报告《2021人民币汇率年报：人民币汇率是否高估？》来观察分析这背后的成因及未来趋势。

具体来看，2021年，第一财经研究院人民币指数呈现单边升值趋势，名义指数NEER由年初的91.13升至年末的99.04，升幅达到8.52%；实际指数REER由年初的115.57升至年末的130.39，升幅达到11.94%。而从央行公布的人民币兑一篮子货币汇率走势来看，2021年CFETS人民币汇率指数由年初的95.8上升至年末的102.47，升幅为7.0%，第一财经研究院人民币名义指数与其走势保持一致。

而与此同时，2021年美元指数年内上涨幅度也达到6.8%。

人民币汇率是大众关注的重要议题。对出口企业而言，汇率是影响企业利润的重要因素；对投资者而言，人民币汇率会影响投资逻辑和决策；对普通民众而言，人民币汇率更是关系到日常购买力和家庭财富水平。

如今，中美货币政策面临分化，美联储处于加息关口，而中国人民银行已通过降准、降息来应对中国经济下行压力。在此背景下，人民币兑美元能否维持高位？中美货币双强的局面能否持续？

报告通过市场数据、国际收支、银行结售汇、经济基本面等多个角度对人民币汇率进行分析。

报告认为，过去一年人民币汇率的强势表现并没有人为干预的迹象，2021年对人民币汇率起决定性作用的是经常项目顺差下的“贸易强则汇率强”。

银行结售汇数据显示目前人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期，但在中美货币政策背离的背景下，人民币兑美元贬值压力犹存。

经济稳是货币稳的首要前提。2022年，中国经济面临下行周期，“稳字当头”是中国经济政策的主要脉络。能否有效缓冲中国经济的下行压力是稳定汇率预期的最重要因素，而目前人民币汇率的贬值预期并不强烈。

核心摘要

▶ 2021 年第一财经研究院人民币指数上涨 8.52%，美元指数上涨 6.8%，形成人民币与美元双双走强的格局。2022 年，中美货币周期背离：一个收一个放，人民币兑美元汇率升破 6.4。中美货币双强的局面能否持续?

▶ 本文从市场数据、国际收支、银行结售汇等方面对人民币汇率进行观察分析。结果显示，当下人民币汇率的强势表现并未有人为干预现象，2021 年对人民币汇率起决定性作用的是经常项目顺差下的贸易强则汇率强。银行结售汇数据显示目前人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期。但在中美货币政策背离的背景下，人民币兑美元贬值压力犹存。

▶ 经济稳是货币稳的首要前提。2022 年，中国经济面临下行周期，“稳字当头”是中国经济政策的主要脉络，能否有效缓冲中国经济的下行压力是稳定汇率预期的最重要因素。

CONTENTS

目录

01

2021年人民币汇率走势强劲

005

1.1 人民币有效汇率呈单边升值趋势
1.2 人民币兑全球主要经济体货币升值

02

2021年中国国际收支平衡，外汇储备增加

011

2.1 中国进出口表现优异
2.2 中国实现经常账户与非储备性质金融账户双顺差

03

美元兑人民币汇率与美元指数出现背离

018

04

人民币汇率是否高估?

023

4.1中美货币周期背离引发人民币汇率估值讨论
4.2 汇率市场未有显著人为干预现象
4.3 人民币兑美元汇率有升值预期也有贬值压力

05

2022年影响人民币汇率预期的主要因素

031

5.1 2022年中国经济遵循“稳字当头”
5.2 警惕美联储超预期收紧货币政策

2021 年，人民币汇率的强势表现引发市场关注。从人民币对一篮子货币的有效汇率指数来看，第一财经研究院人民币名义指数年内升值 8.52%；从人民币兑美元汇率来看，在美元指数 2021 年全年上涨 6.8% 的基础上，人民币兑美元汇率年内上升 1.43%，形成人民币、美元同步走强的格局。

自 2015 年“8.11 汇改”之后，美元指数与美元兑人民币汇率基本保持高度趋同走势，但这一规律自 2021 年 6 月起出现了背离，在 2021 年 6 月至 12 月底期间，美元指数升幅达到 6.72%，但同期人民币兑美元汇率基本保持在较为平稳的区间并收于近年来较高点位。

目前，中美两国的货币周期已走到十字路口。美国的低失业率和高通胀已触发美联储加息的条件，根据美联储去年 12 月议息会议后的点阵图显示，今年美联储可能会加息三次至 0.75%-1% 区间。中国经济周期在 2021 年三季度见顶后开始回落，去年人民银行累计下调金融机构存款准备金率 100bp，今年年初通过 7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 利率降息 10bp，中国开启宽松周期以应对经济下行的意图不言而喻。

在此背景下，人民币兑美元汇率是否存在高估引发市场关注。我们认为，2021 年人民币汇率的强势走势主要还是由于疫情背景下中国进出口表现出色、经常项目顺差带来的汇率升值。截至 2021 年三季度，经常项目顺差累计 1963 亿美元，通过非储备性的金融账户以及净误差与遗漏项所测算的资本外流规模仅为 500 亿美元，国际收支整体平衡，外汇储备增加。

市场数据未显示人民币汇率有人为干预的迹象，但从银行结售汇数据来看，当下人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期，这同时意味着人民币兑美元可能存在超调的可能性。从离岸市场一年期 NDF 汇率与即期汇率的差值来看，在中美两国经济周期以及货币周期背离的背景下，人民币兑美元汇率的远期贬值压力持续存在，并且可能成为未来人民币兑美元汇率预期逆转的风险来源。

2022 年，中美经济周期都将面临下行趋势，中国应警惕美联储超预期收缩货币政策的溢出风险，中国能否有效缓冲经济下行的压力是稳定汇率预期的首要因素。

01 Chapter 1

2021年人民币汇率走势强劲

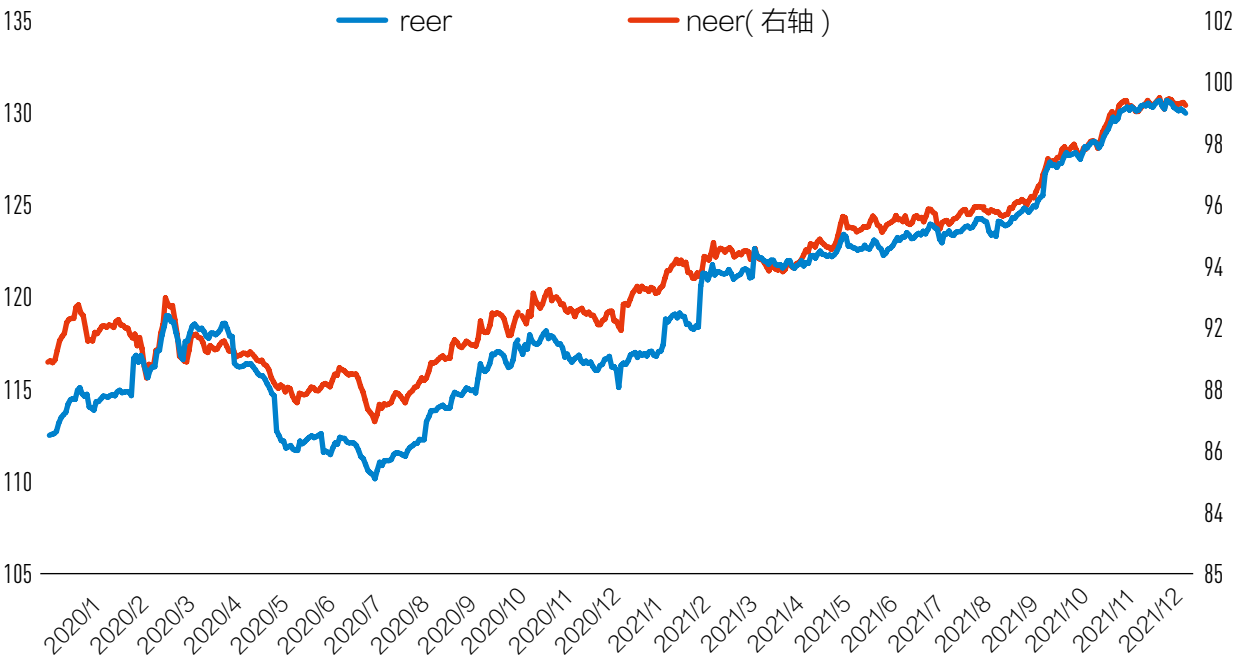
P6-10

1.1 人民币有效汇率呈单边升值趋势
1.2 人民币兑全球主要经济体货币升值

1.1 人民币有效汇率呈单边升值趋势

2021 年，第一财经研究院人民币指数呈现单边升值趋势，名义指数 NEER 由年初的 91.13 升至年末的 99.04，升幅达到 8.52%；实际指数 REER 由年初的 115.57 升至年末的 130.39，升幅达到 11.94%。

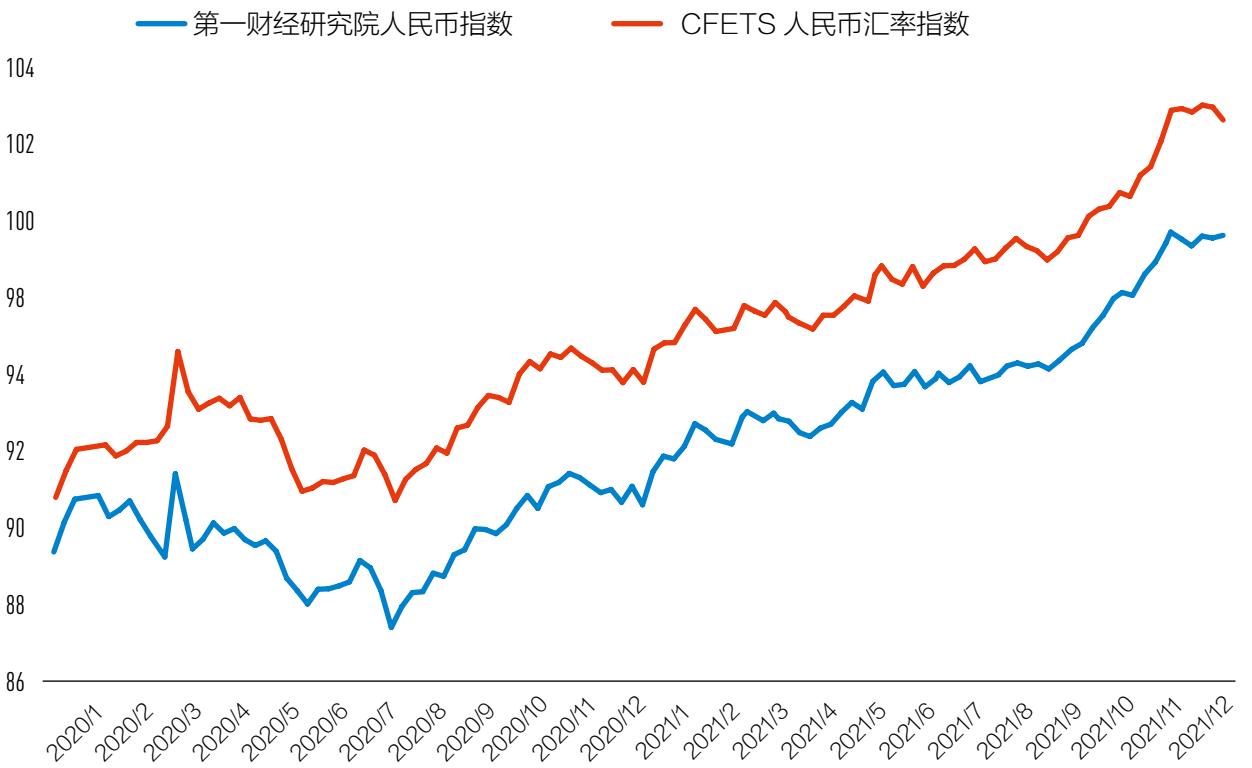
图 1：2020-2021 年第一财经研究院人民币汇率指数走势



来源：第一财经研究院

从央行公布的人民币兑一篮子货币汇率走势来看，2021 年 CFETS 人民币汇率指数由年初的 95.8 上升至年末的 102.47，升幅为 7.0%，其走势与第一财经研究院人民币名义指数基本保持一致。

图 2：2020-2021 年第一财经研究院人民币指数走势与 CFETS 人民币指数走势

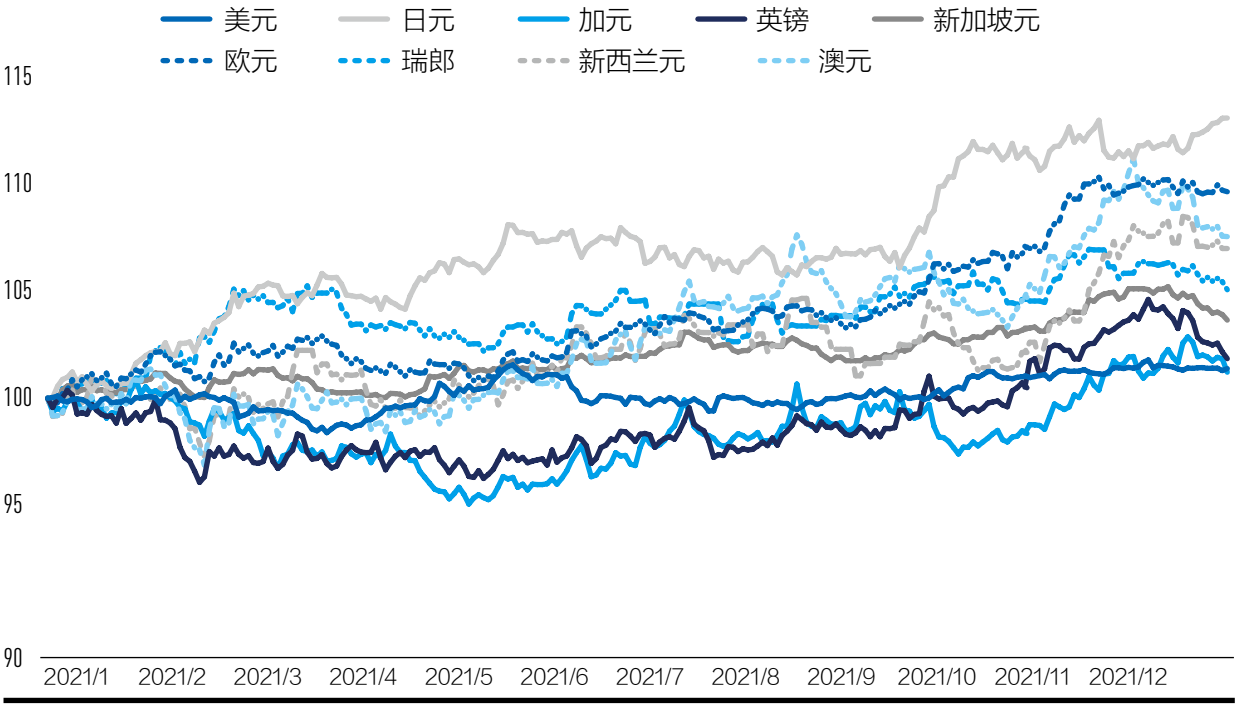


来源：Wind, 第一财经研究院

1.2 人民币兑全球主要经济体货币升值

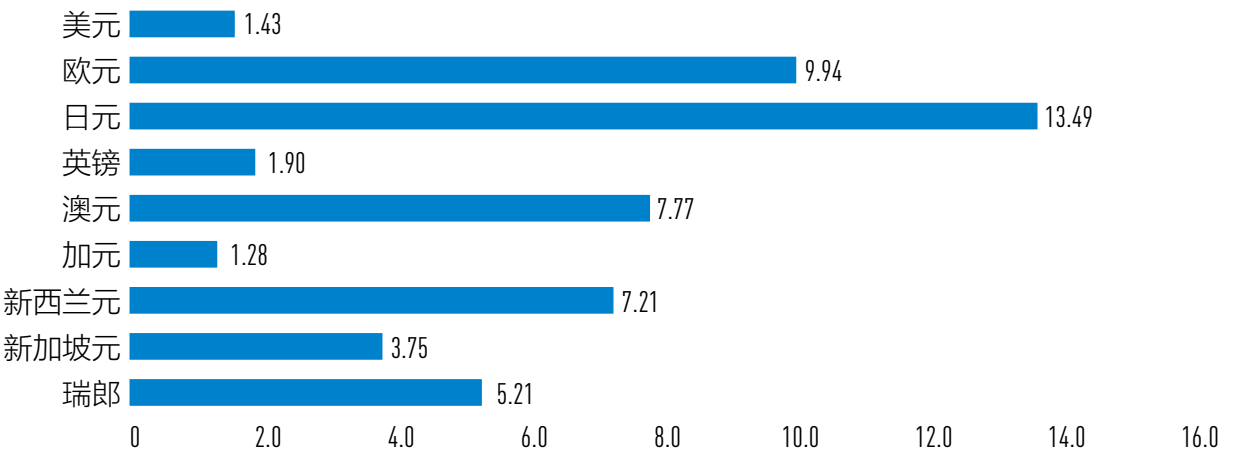
从发达国家货币来看，2021 年人民币几乎兑主要发达国家货币均呈升值趋势。其中，人民币兑日元、欧元、澳元的升值幅度最高，分别达到 13.49%、9.94% 和 7.77%；人民币兑美元、加元和英镑汇率相对保持平稳，年内升值幅度分别为 1.43% 和 1.26% 和 1.9%。

图 3：2021 年人民币兑主要发达经济体货币汇率（2021 年 1 月 5 日 =100）



来源：Wind, 第一财经研究院

图 4：2021 年人民币兑主要发达经济体货币的汇率变化幅度（%）



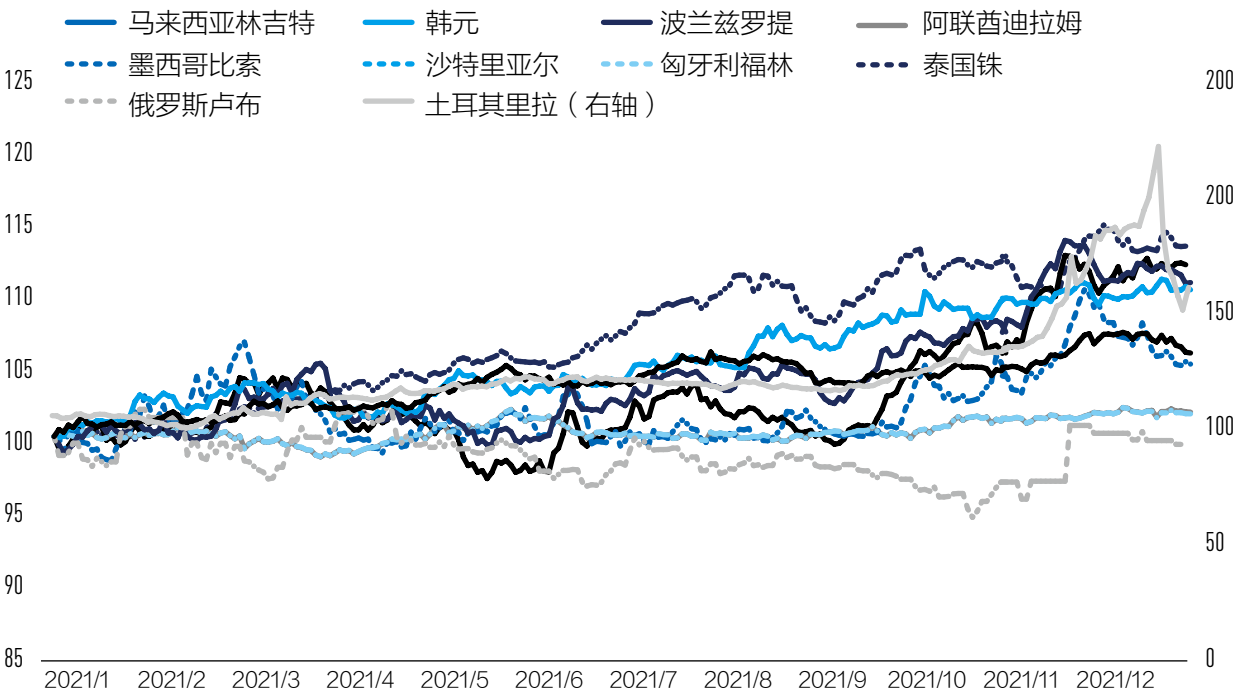
来源：Wind, 第一财经研究院

从新兴市场经济体货币来看，2021 年人民币同样兑多数新兴市场国家货币升值。其中，人民币兑土耳其里拉的年内升值幅度最高，达到 69.45%。土耳其里拉贬值有其特殊性，在土耳其国内通货膨胀高企的同时，土耳其总统埃尔多安拒绝通过加息来抑制通胀，反而频繁干预土耳其央行的货币政策，寄希望于降息来增加投资、出口和就业，并在 20 个月内相继罢免 3 位央行行长，最后触发土耳其里拉货币危机。

除土耳其里拉之外，人民币兑泰国铢、匈牙利福林、波兰兹罗提和韩元的升值幅度最高，分别为 14.64%、12.19%、11.97% 和 11.19%。

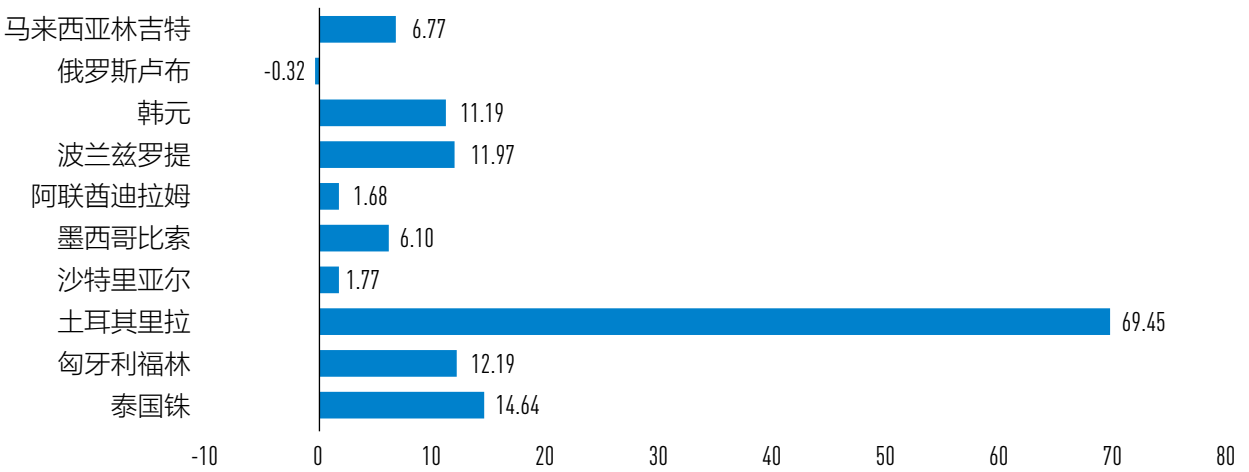
2021 年人民币兑石油出口国货币汇率相对保持平稳，主要体现在人民币兑俄罗斯卢布小幅贬值 0.32%，兑阿联酋迪拉姆和沙特里亚尔小幅升值 1.68% 和 1.77%。2021 年石油价格升势迅猛，布伦特原油价格由年初的 51.54 美元 / 桶上升至年末的 79.42 美元 / 桶，升幅达到 54%，这导致主要石油出口国经济基本面有所改善，并带动货币走强。

图 5：2021 年人民币兑主要新兴市场经济体货币汇率（2021 年 1 月 5 日 =100）



来源：Wind，第一财经研究院

图 6：2021 年人民币兑主要新兴市场货币的汇率变化幅度（%）



来源：Wind，第一财经研究院

Chapter 2

02 2021年中国国际收支平衡，外汇储备增加

P12-17

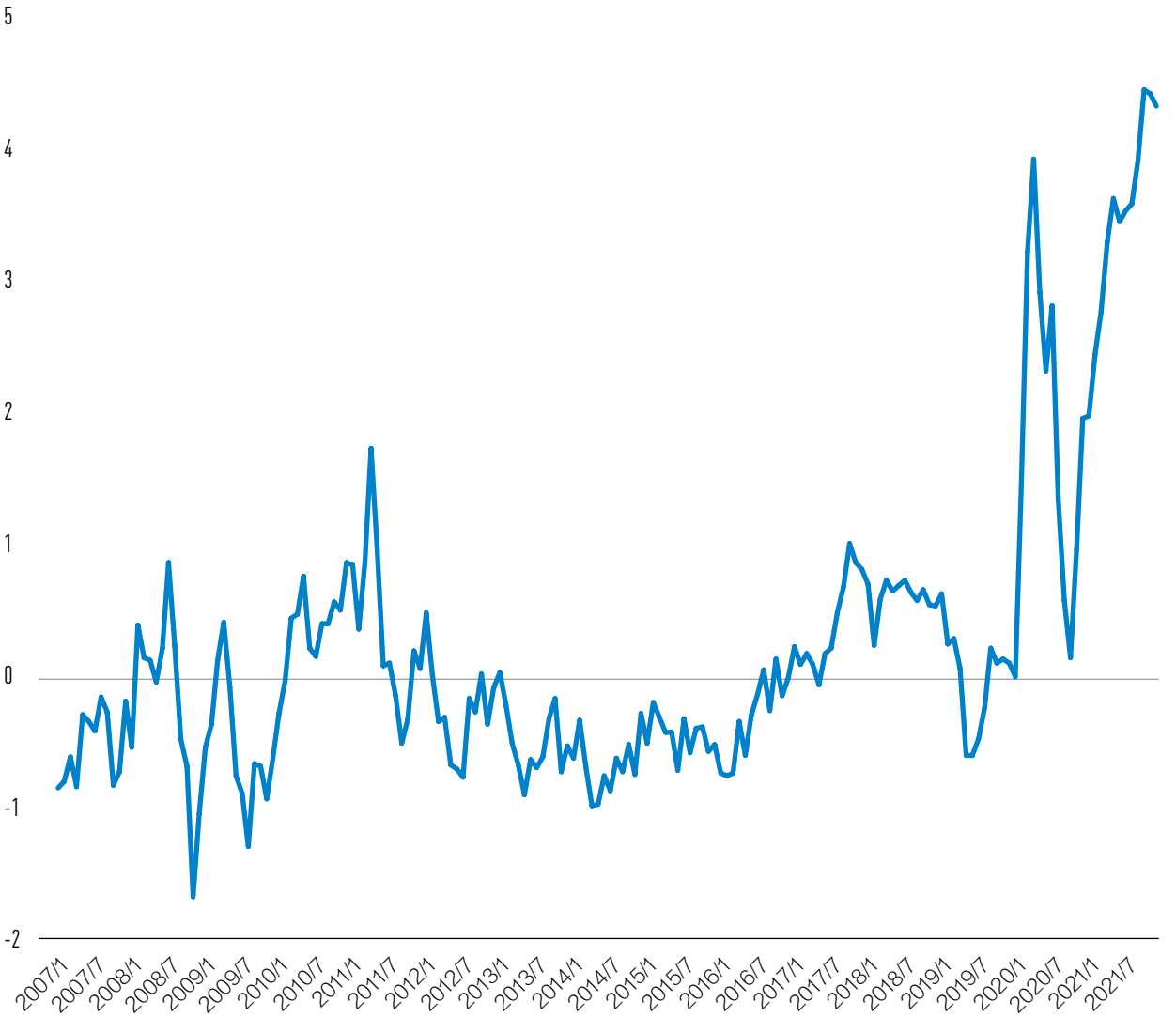
2.1 中国进出口表现优异
2.2 中国实现经常账户与非储备性质金融账户双顺差

2.1 中国进出口表现优异

2021 年，全球依然笼罩在新冠病毒的阴影之下，年中出现的德尔塔（delta）病毒变种以及年末出现的奥密克戎（omicron）病毒变种使得全球感染新冠病毒的每日新增病例屡创新高。2022 年 1 月 21 日，全球当日新增新冠病毒感染病例高达 388 万人次，就目前数据来看，虽然奥密克戎传播速度快导致每日新增感染人数不断上升，但随着全球疫苗接种率的提高，每日因新冠病毒导致的死亡人数并未有显著上升趋势，病毒变种对于后续感染率和死亡率的影响仍有待观察。

新冠病毒疫情对于全球价值链的负面影响仍在持续。纽约联储构建的全球价值链压力指数显示，2021 年 12 月全球价值链压力指数的读数高达 4.25，为过去 20 多年以来最高水平，显示全球经济活动在各国疫情管控的影响下，无论是原材料生产、制造和商品交付都存在延迟。

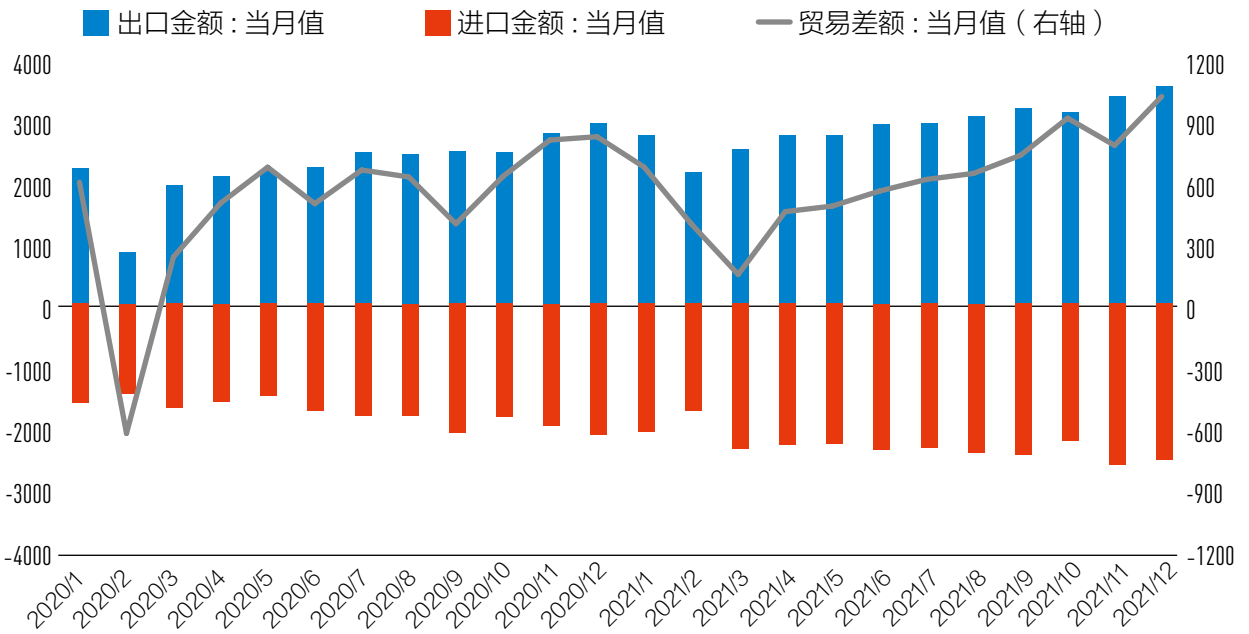
图 7：2017-2021 年全球价值链压力指数



来源：纽约联储，第一财经研究院

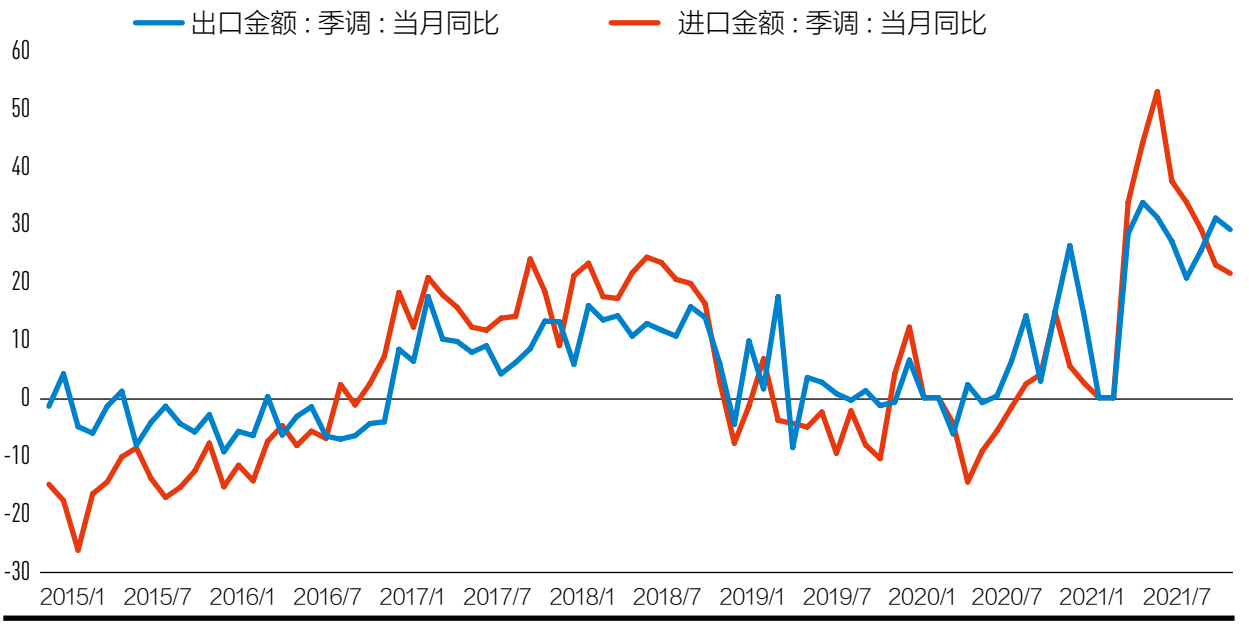
在全球价值链承压的背景下，2021 年中国进出口依然表现优异。2021 年，中国连续 12 个月实现经常账户顺差，全年累计顺差金额达到 6764 亿美元。此外，从同比数据来看，2021 年中国进出口同比增长均实现两位数增长，截至 2021 年 10 月，中国出口季调后的同比平均增速为 27.36%，进口平均增速为 33.34%。

图 8：2017-2021 年中国进出口数据（亿美元）



来源：Wind，第一财经研究院

图 9：2015-2021 年中国进出口同比增速（%）

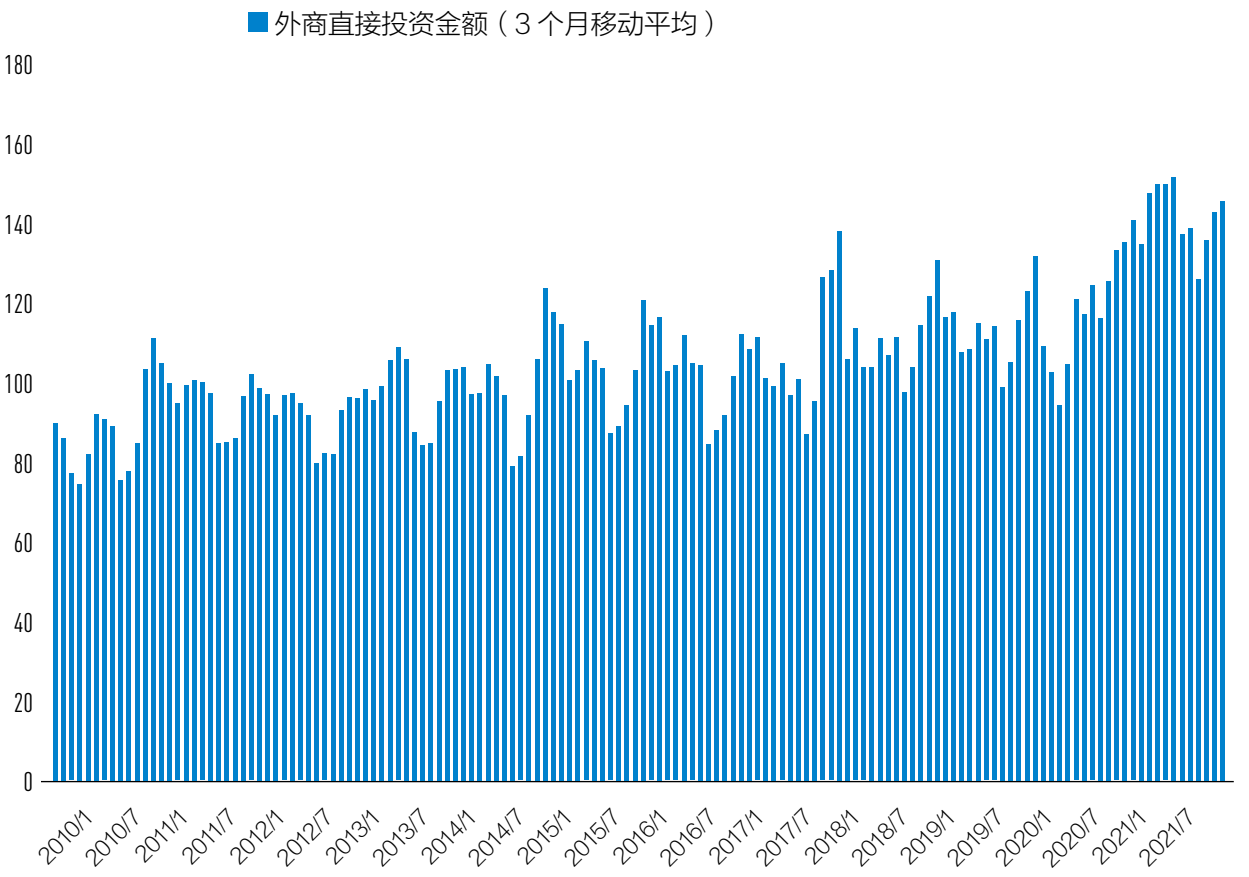


来源：Wind，第一财经研究院

2.2 中国实现经常账户与非储备性质金融账户双顺差

从资本账户来看，在疫情发生之后，中国外商直接投资增速同样有所加快。2021 年，中国累计外商直接投资达到 1734.8 亿美元，而这一数据在 2018 年、2019 年和 2020 年分别为 1349.7 亿美元、1381.6 亿美元和 1443.7 亿美元。

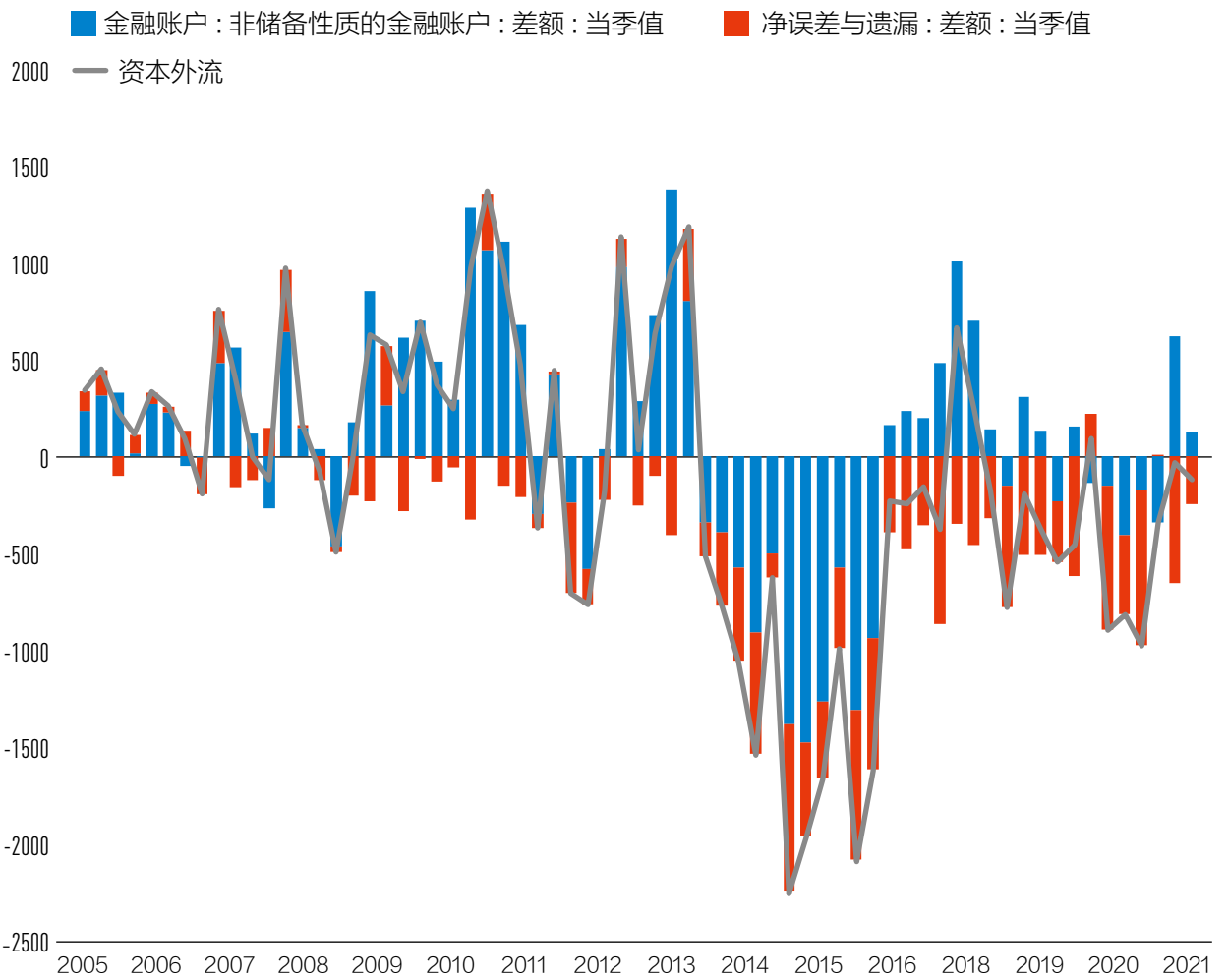
图 10：2010-2021 年中国外商直接投资金额（亿美元）



来源：Wind，第一财经研究院

从国际收支平衡表的角度来看，我们通过加总非储备性质金融账户和净误差与遗漏项来估算中国资本外流的情况。截至 2021 年三季度，非储备性质金融账户以及净误差与遗漏项的累计总和仅为 500.74 亿美元，而在 2019 年和 2020 年同期，这一数值分别为 1135.14 亿美元和 1652.23 亿美元；2015 年与 2016 年为中国近年来资本外流高峰时段，当年同期资本外流规模分别 4482.94 亿美元和 4812.94 亿美元。

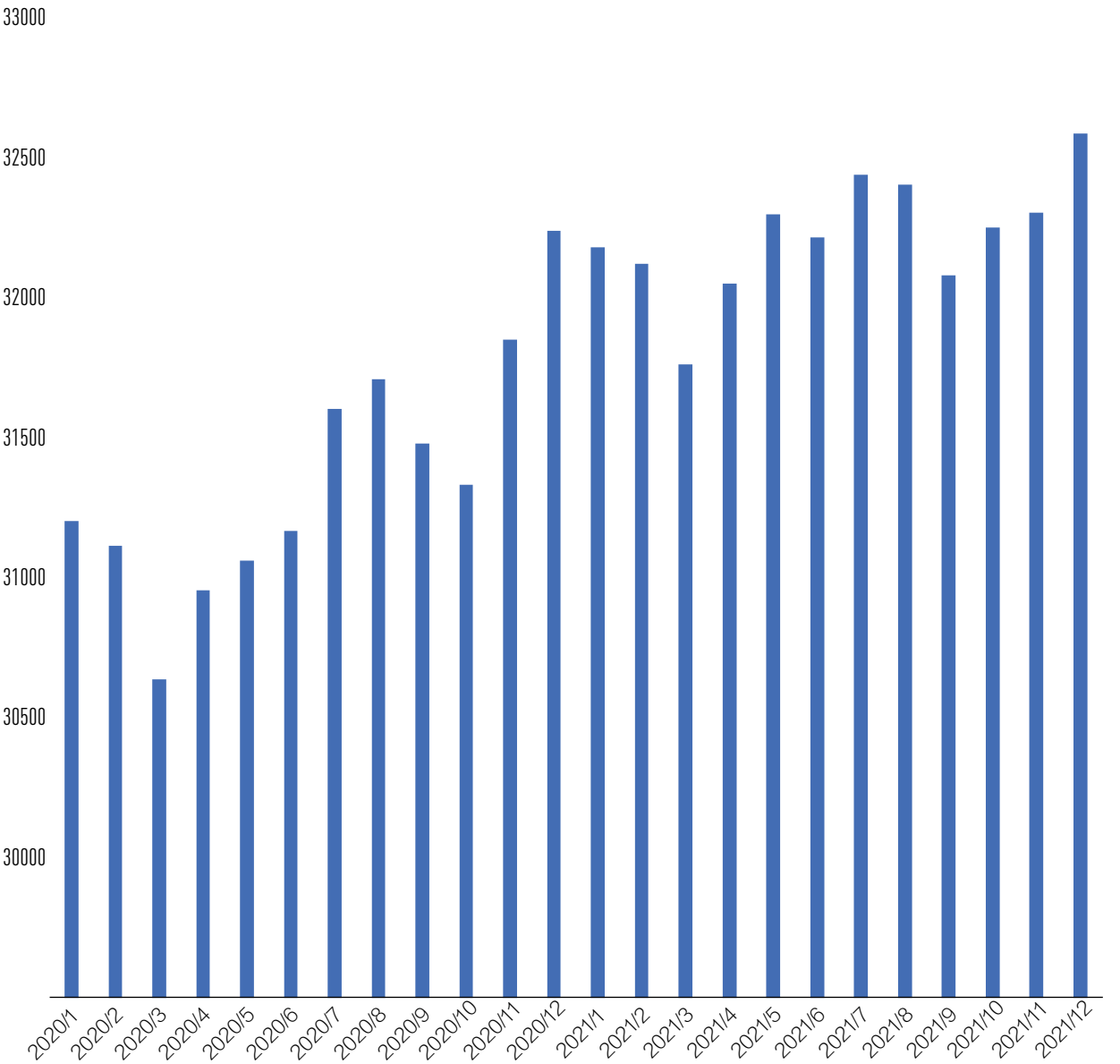
图 11：2005-2021 年中国资本流出规模估算（亿美元）



来源：Wind，第一财经研究院

在中国经常账户顺差、资本账户外流规模无虞的背景下，2021 年中国外汇储备规模实现正增长，整体国际收支平衡。

图 12：2020-2021 年中国外汇储备规模（亿美元）



来源：Wind，第一财经研究院

Chapter 3

03 美元兑人民币汇率与美元指数出现背离

P19-22

2021 年，人民币兑世界主要经济体货币的汇率表现强势，中国国际收支平衡，而在此背景下，一个有趣的现象是美元兑人民币汇率与美元指数的背离。

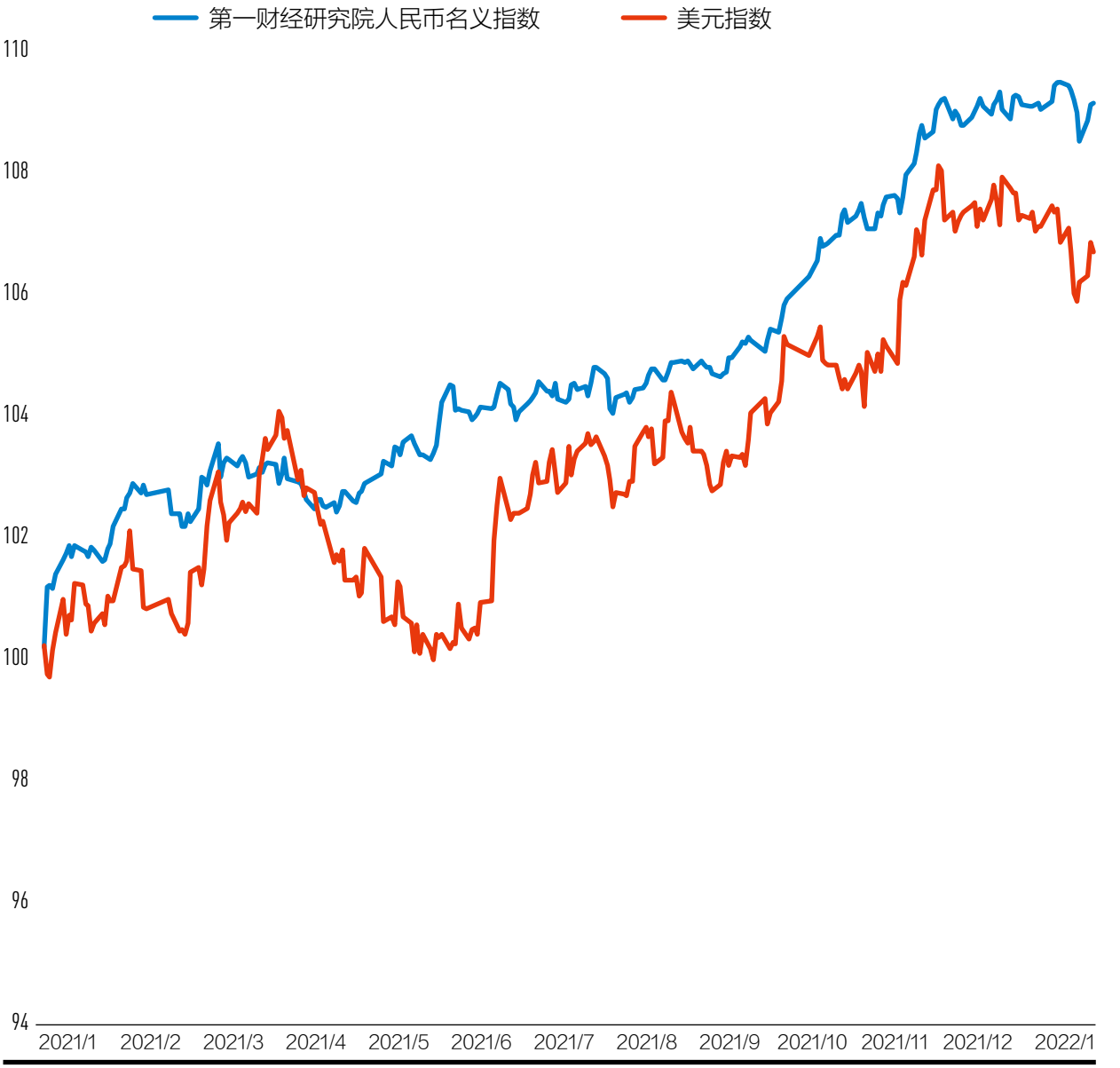
自 2015 年“8.11 汇改”之后，美元兑人民币汇率与美元指数基本保持高度趋同的走势，即美元指数强则美元兑人民币汇率强，反之亦然。但这一规律自 2021 年 6 月起出现了背离，在 2021 年 6 月至 12 月底期间，美元指数由 89.93 升至 95.97，升幅达到 6.72%，同期美元兑人民币汇率先升后降，由 6.38 最高升至 6.5 后回落至 6.38 附近，人民币兑美元汇率基本保持在较为平稳的区间并收于近年来较高点位。

图 13：2016-2022 年美元指数与美元兑人民币汇率走势

来源：Wind，第一财经研究院

从有效汇率指数来看，2021 年美元指数与人民币指数同步走强，形成美元强、人民币强的格局。截至 2021 年底，人民币指数年内增幅为 8.6%，美元指数年内增幅为 6.8%。

图 14：2021-2022 年人民币指数与美元指数走势（2021 年 1 月 4 日 =100）

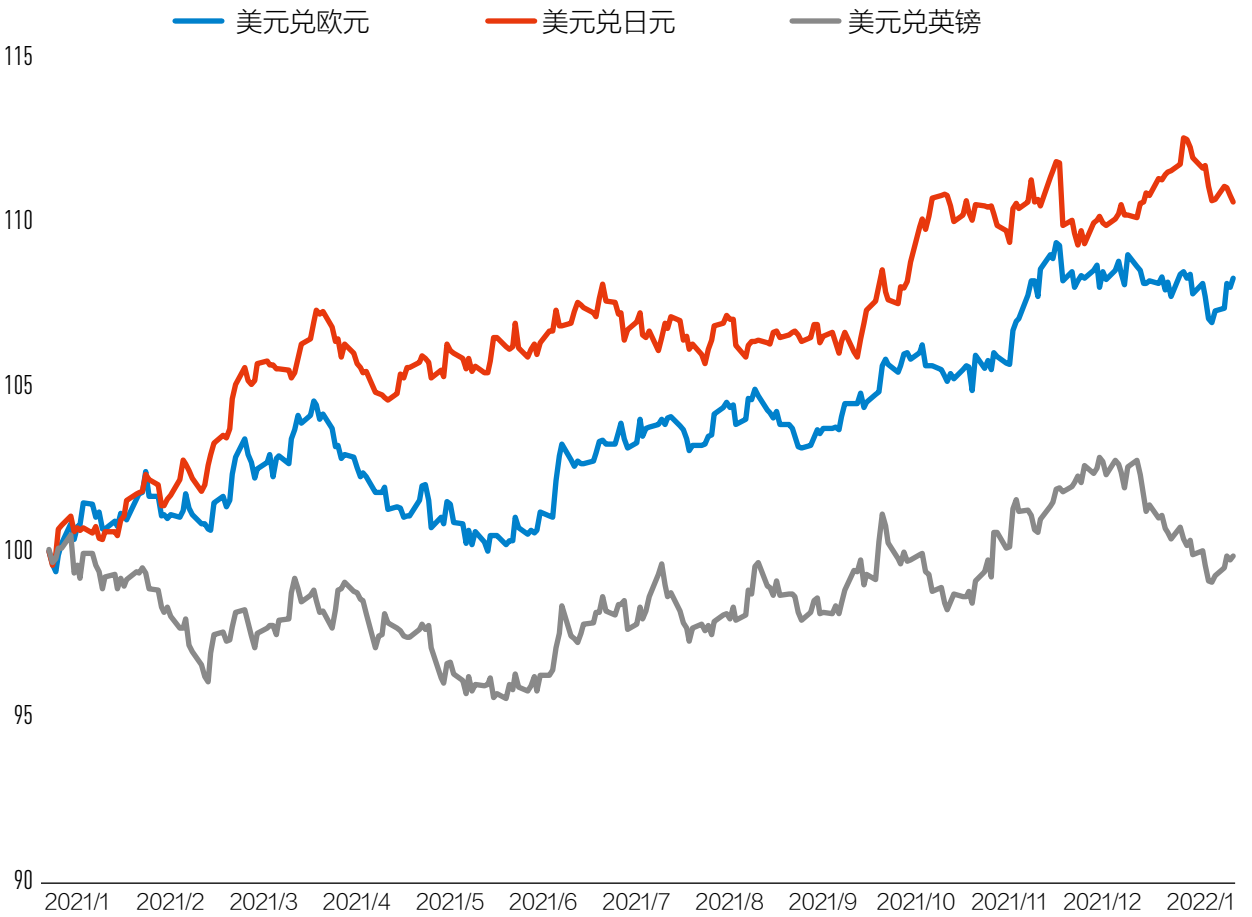


来源：Wind，第一财经研究院

美元与人民币汇率同步走强背后一个主要因素是欧元与日元的走弱。从美元指数的成分货币来看，美元指数成分货币包含欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎，其中欧元与日元所占权重最高，分别为 57.6% 和 13.6%，对美元指数的走势具有显著影响。

2021 年，美元兑欧元、日元、英镑的年内升值幅度分别为 16.89%、17.5% 和 4.37%；人民币兑欧元、日元、英镑的年内升值幅度分别为 9.94%、13.49% 和 1.9%。

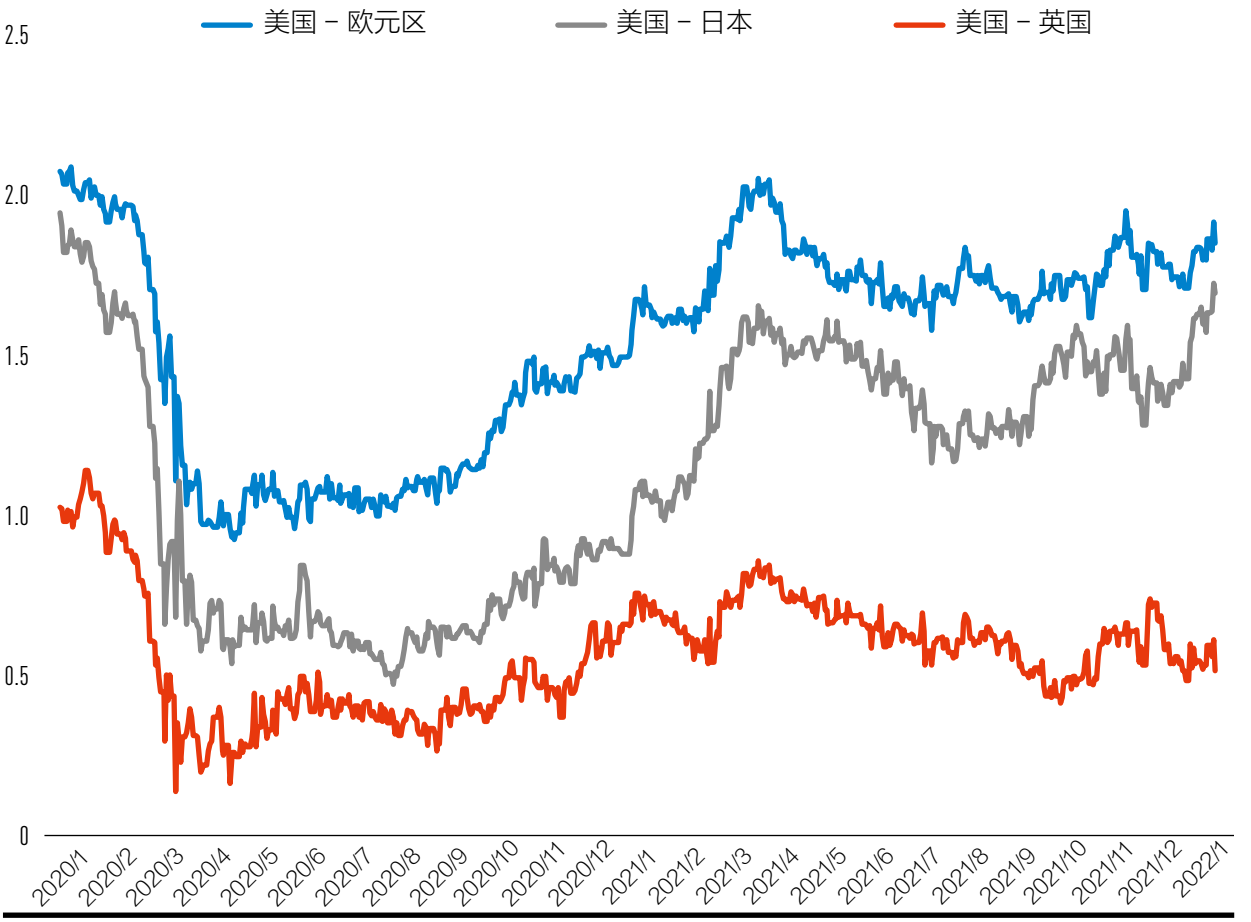
图 15：2021-2022 年美元兑欧元、日元和英镑走势（2021 年 1 月 4 日 =100）



来源：Wind，第一财经研究院

美元兑主要发达国家货币汇率走高的背后是美国与欧元区、日本之间的十年期国债利差不断走阔。近日，在美国经济走强、美联储今年可能加速收紧货币政策的背景下，美国十年期国债收益率一路走强，2022 年 1 月 19 日突破 1.9%，距 2020 年 1 月的低点 93bp 整整上升 100 个基点，同时引发美国股市剧烈调整。截至 1 月 21 日，美国纳斯达克指数由今年年内高点 15837 点快速回落至 13780 点，半个月内降幅达到近 13%；标准普尔 500 指数由年内高点 4796 点快速回落至 4397 点，降幅达到 8.3%。

图 16：2020-2022 年美元与欧元区、日本、英国之间的十年期国债利差走势（%）



来源：Wind，第一财经研究院

04 Chapter 4
人民币汇率是否高估?

P24-30

4.1 中美货币周期背离引发人民币汇率估值讨论
4.2 汇率市场未有显著人为干预现象
4.3 人民币兑美元汇率有升值预期也有贬值压力

4.1 中美货币周期背离引发人民币汇率估值讨论

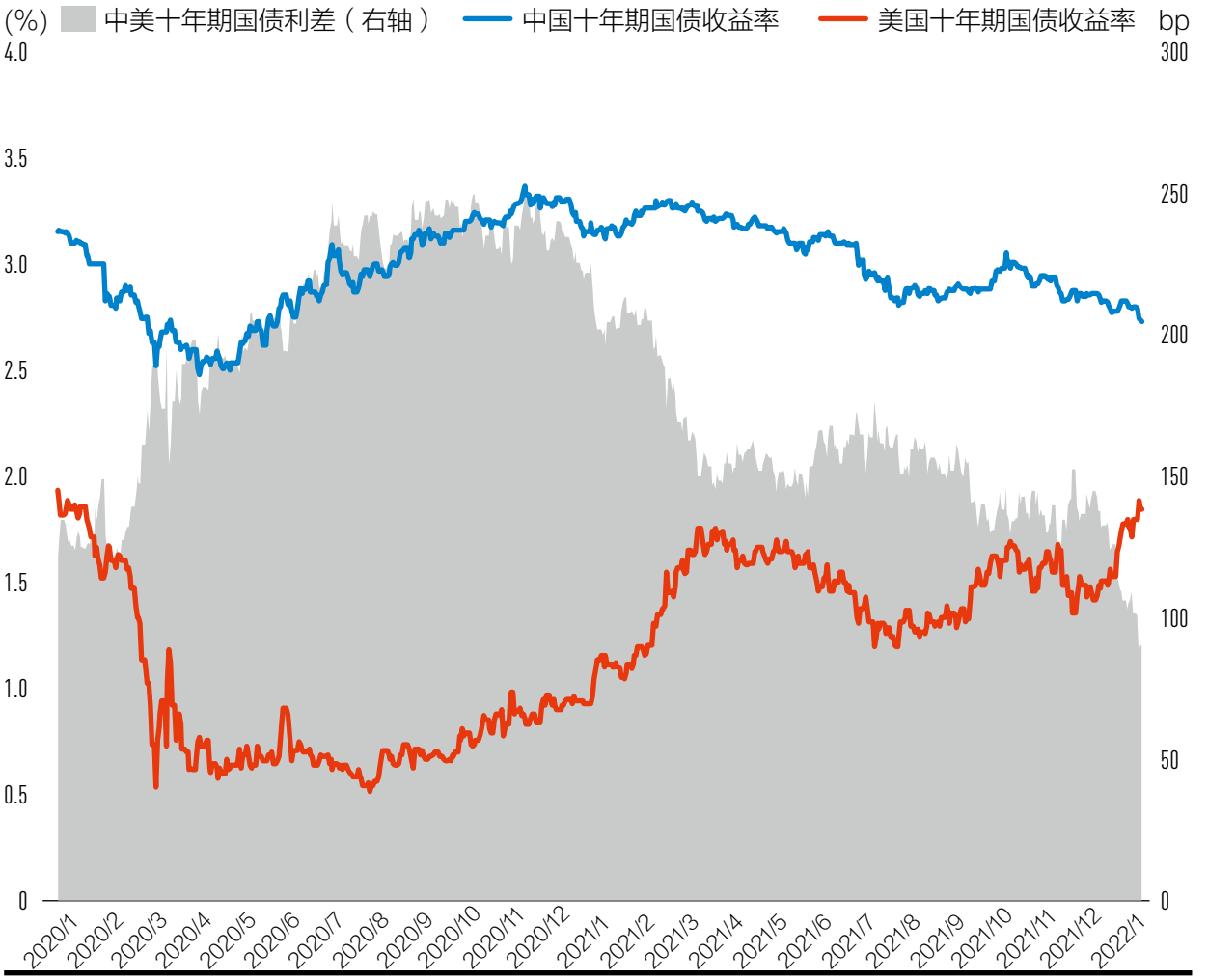
在经历了 2021 年美元与人民币同步走强的时期之后，中美两国的货币政策周期正走到了十字路口，而这是否会改变目前的汇率格局、人民币兑美元是否存在高估引发市场的广泛关注和讨论。

从美国来看，去年 12 月美国失业率跌至 3.9% 的历史低位，已接近充分就业水平，以 PCE 衡量的美国通胀同比增速升至 5.73%，远超美联储 2% 的货币政策中介目标，两者结合已触发美联储加息条件。从去年美联储 12 月会议的利率决议陈述来看，今年美联储开启加息周期已是板上钉钉，唯一的疑问是加息的频率和幅度，点阵图给出的信息是加息三次至 0.75%-1% 区间。

从中国来看，人民银行去年 7 月、12 月分别两次下调金融机构存款准备金率 50bp，累计下调存款准备金率 100bp。今年 1 月 17 日，人民银行分别下调 7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 利率 10bp，1 月 20 日 1 年期 LPR 利率与 5 年期以上 LPR 利率分别跟随下降 10bp 和 5bp。中国开启宽松周期以应对经济下行的意图不言而喻。

中美货币政策的背离也体现在中美十年期国债利差上。2021 年，中美十年期国债利差从年初的 220bp 下降至年底的 125bp，降幅达到 95bp。

图 17：2020-2022 年中美十年期国债利差走势

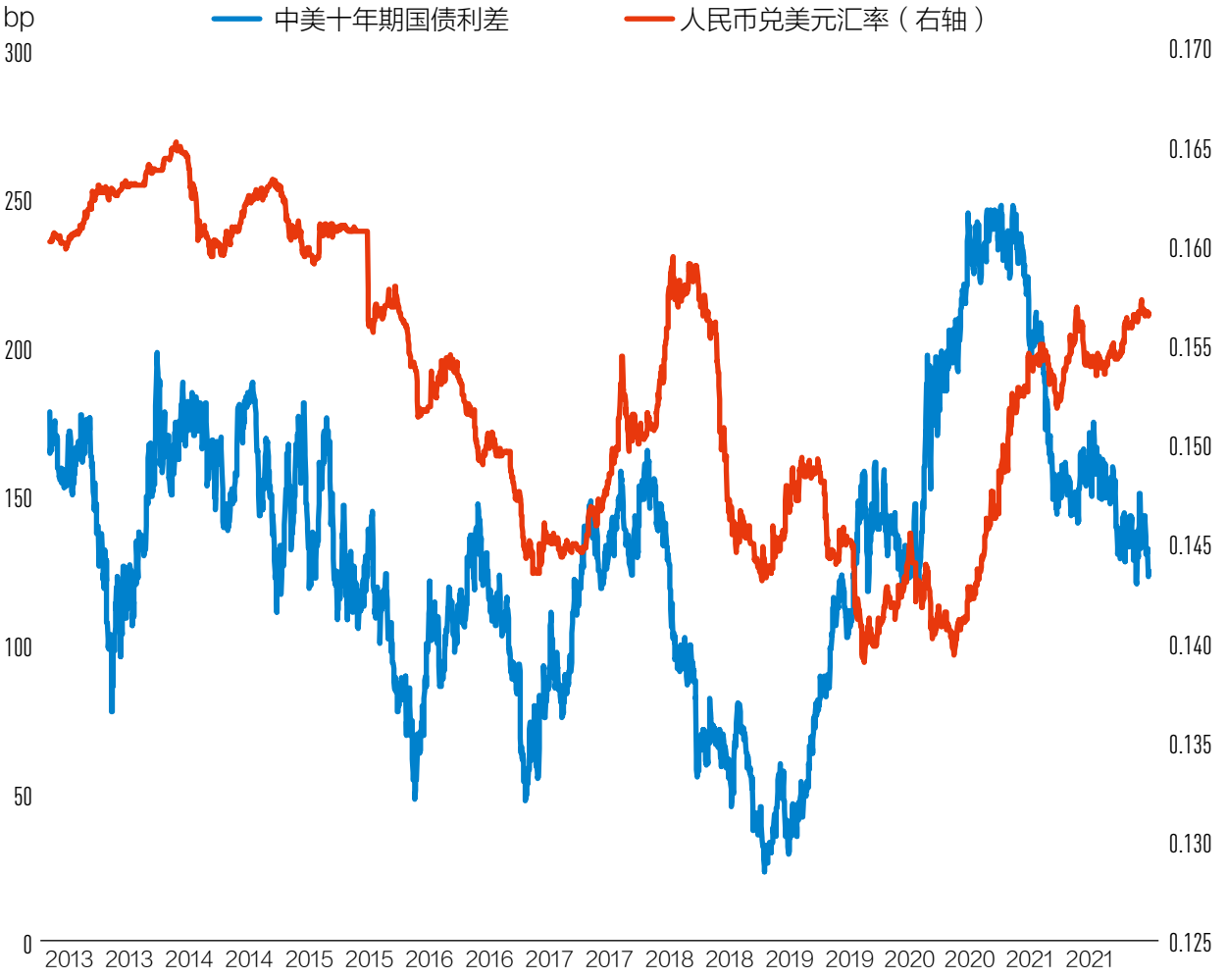


来源：Wind，第一财经研究院

通常而言，两国之间的无风险利差走势与两国货币之间的汇率走势存在一定相关性，并且无风险利差通常是汇率走势的先行指标，但利差对于汇率的影响很大程度上取决于两国资本流动的自由度和开放性。例如，在发达经济体之间，无风险利差对于汇率走势的影响较为显著，而在新兴市场经济体中，资本项目开放通常不完全，尤其是跨境证券投资并不成熟的情况下，短期资本流动（即“热钱”）规模较小，导致无法凸显汇率的资产价格属性。

中国的情况也是如此。在“8.11 汇改”之后，人民银行和外汇管理局加强了对跨境资本流动的宏观审慎管理，即使在不断扩大对外开放的背景下，中国银行间市场仅向境外央行、主权财富基金及国际金融组织等长期资金开放，这意味着两国间的无风险利差以及资本项下的资金流动对于汇率的影响有限。从 2021 年的国际收支情况来看，对人民币汇率起决定性作用的依然是经常项下的货物与资金往来，贸易强带来汇率强。

图 18：2013-2021 年中美国债利差与人民币兑美元汇率走势

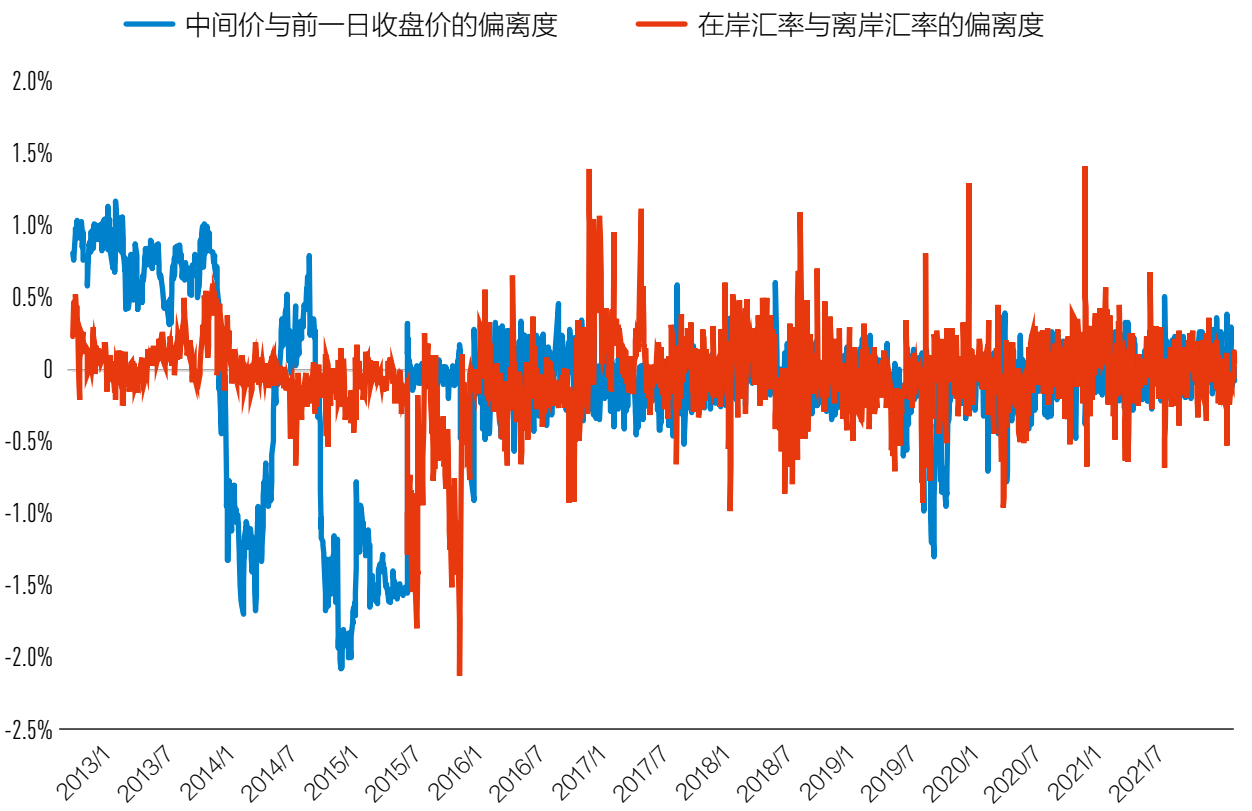


来源：Wind，第一财经研究院

4.2 汇率市场未有显著人为干预现象

虽然目前中美货币之间的背离与 2014-2016 年期间有相似之处，但从美元兑人民币中间价以及在岸离岸汇率来看，目前美元兑人民币汇率的日度变化仍然呈现双向波动的态势，无论是美元兑人民币汇率中间价与前一日收盘价之间的偏离度还是在岸离岸汇率之间的偏离度都基本保持在 0.5% 的振幅区间，并未有显著人为干预市场的迹象。

图 19：2013-2021 年人民币兑美元汇率偏离度



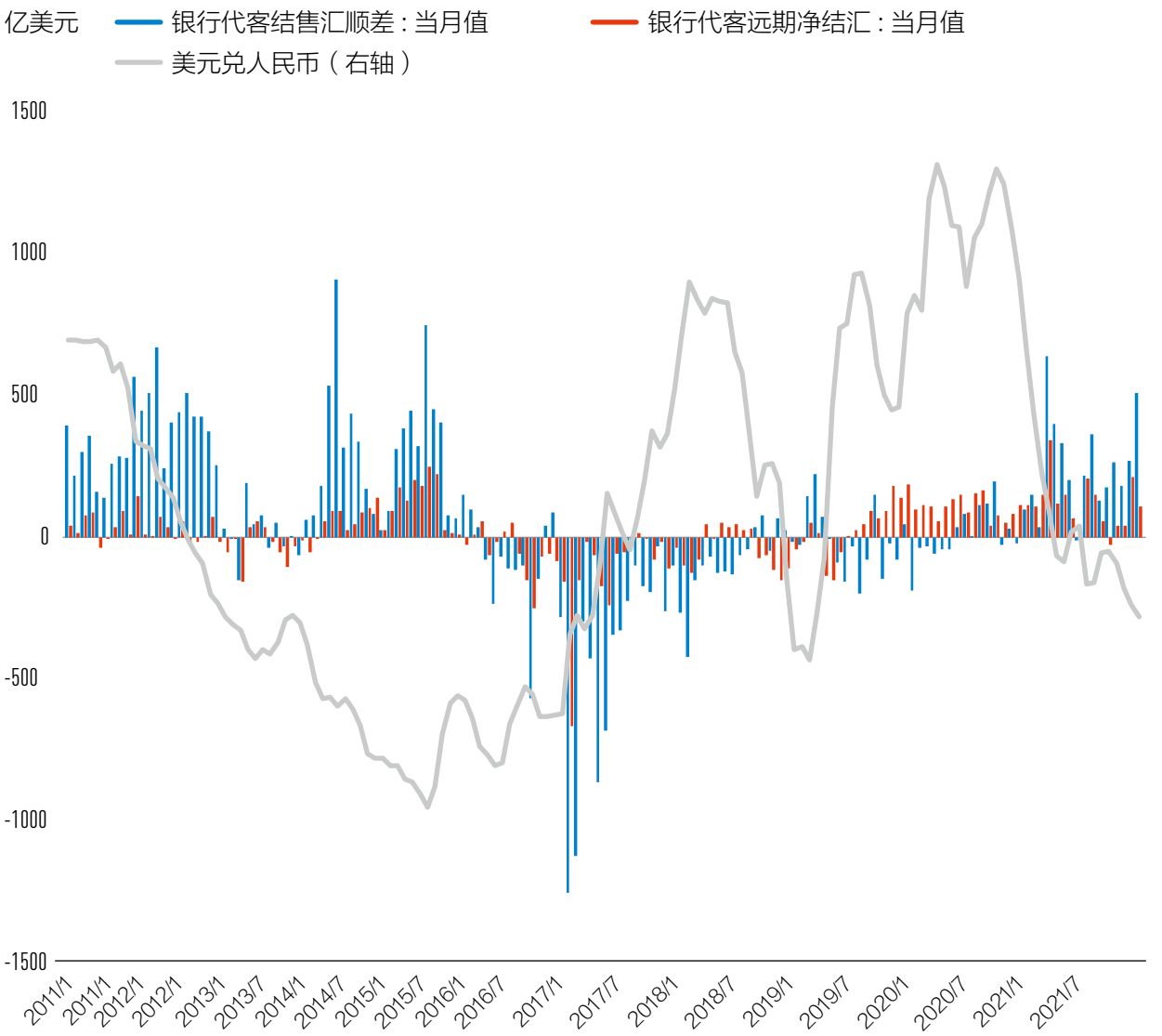
来源：纽约联储，第一财经研究院

4.3 人民币兑美元汇率有升值预期也有贬值压力

从银行结售汇数据来看，自 2021 年至今，市场存在较为强烈的人民币兑美元单边升值预期，主要体现在银行代客结售汇及银行代客远期结售汇均为顺差，且顺差持续时间较长。

从历史数据来看，在 2010-2013 年期间，银行即期与远期结售汇均为长时期维持顺差趋势，同期人民币兑美元呈现单边升值趋势；在 2014-2016 年期间，银行即期与远期结售汇均长时期维持逆差，同期人民币兑美元呈现单边贬值趋势；在 2017-2019 年期间，银行即期与远期结售汇呈现顺差与逆差交替态势，同期人民币兑美元的双向波动有所加强；2020-2021 年期间，银行即期与远期结售汇再次回到长期双顺差格局，同期人民币兑美元呈现单边升值趋势。

图 20：2010-2021 年银行结售汇数据及美元兑人民币汇率走势



来源：纽约联储，第一财经研究院

虽然目前人民币兑美元呈现单边升值预期，但这不代表人民币兑美元没有贬值压力。从一年期 NDF 汇率与即期汇率的差值和百分比来看，目前离岸市场押注人民币兑美元存在贬值压力，虽然其幅度不及 2015-2016 年期间，但情绪的积累也已有一定时间。

图 21: 2008-2021 年由一年期 NDF 汇率所估算的人民币兑美元汇率预期

注：汇率预期正值为升值预期，负值为贬值预期。 来源：Wind，第一财经研究院

对于人民币汇率是否高估的判断是一个极其复杂且多维度的过程，并且随着中国货币政策“以我为主”，并逐渐淡化汇率政策的重要性，汇率是许多经济基本面因素最后呈现的结果，而非原因。

综上所述，从 2020-2021 年的数据来看，目前人民币兑美元汇率以及人民币有效汇率指数均呈现强势趋势，这主要还是由于疫情背景下中国进出口表现出色、经常项目顺差带来的汇率升值。虽然数据并未显示人为干预市场的迹象，但从银行结售汇数据来看，近两年人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期，这同样意味着人民币兑美元可能存在超调的可能性。在中美两国货币周期背离的背景下，人民币兑美元汇率的远期贬值压力持续存在，并且可能成为未来人民币兑美元汇率预期逆转的风险来源。

05 Chapter 5

2022年影响人民币汇率预期的主要因素

P32-35

5.1 2022 年中国经济遵循“稳字当头”
5.2 警惕美联储超预期收紧货币政策

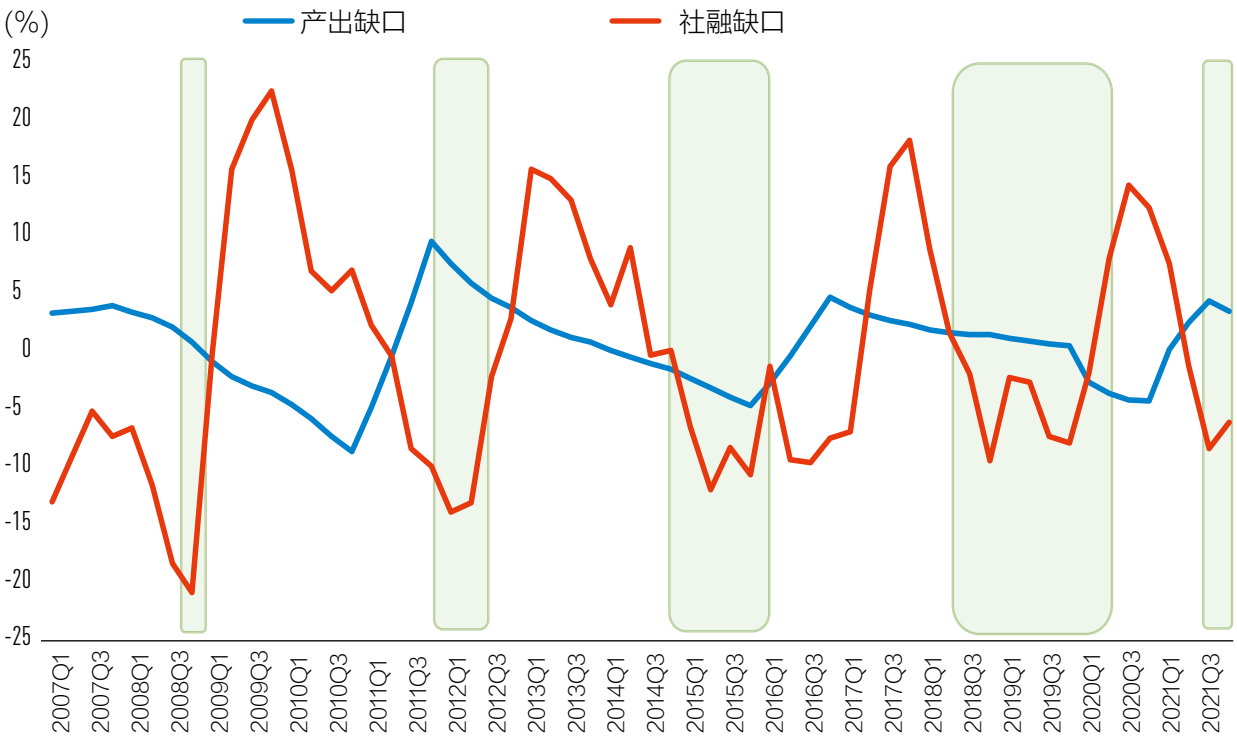
随着中国不断扩大对外开放，人民币汇率面临多重均衡状态，无论是贸易投资顺差还是本外币之间无风险利差收窄都不必然等同于人民币汇率升值或贬值，不同因素在不同时期都会对人民币汇率走势产生影响。

在此背景下，中国经济稳、金融稳是稳定汇率预期的首要前提。今年影响人民币汇率预期的主要因素包括：中国经济下行速度能否有效缓冲以及美国货币政策收紧和经济下行的外溢风险。

5.1 2022 年中国经济遵循“稳字当头”

2021 年，中国经济经历了 2020 年疫情发酵后的强势反弹，一至四季度的 GDP 同比增速分别为 18.3%、7.9%、4.9% 和 4%。考虑到 2020 年存在低基数效应，我们采用产出缺口的计算方式来观测中国的经济周期运行。数据显示，中国此轮经济周期大概率在 2021 年三季度已见顶，今年经济增速将放缓回落。此外，中国社融周期在去年三季度也已运行至周期底部，而社会融资需求是拉动中国经济增长的重要动力引擎。

图 22：2007-2021 年 中国经济周期与社融周期



注：绿色阴影部分为央行货币宽松周期。 来源：Wind，第一财经研究院

“稳字当头”是今年的政策主轴。去年央行三季度货币政策报告以及去年 7 月的政治局会议中，就已提出 “统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性”；而在去年年底举行的中央经济工作会议中，提出“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，政策发力适当靠前”。

从货币政策来看，自去年三季度至今，央行已累计降准 100bp，下调 7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 利率 10bp，并带动 1 年期 LPR 利率报价和 5 年期以上 LPR 利率报价分别下降 10bp 和 5bp。从去年 12 月最新的金融数据来看，社融增量虽然不差，但结构不佳，具体问题包括：政府发债占新增社融比重约 50%、企业贷款主要靠票据冲量、银行可能存在“资产荒”现象等。

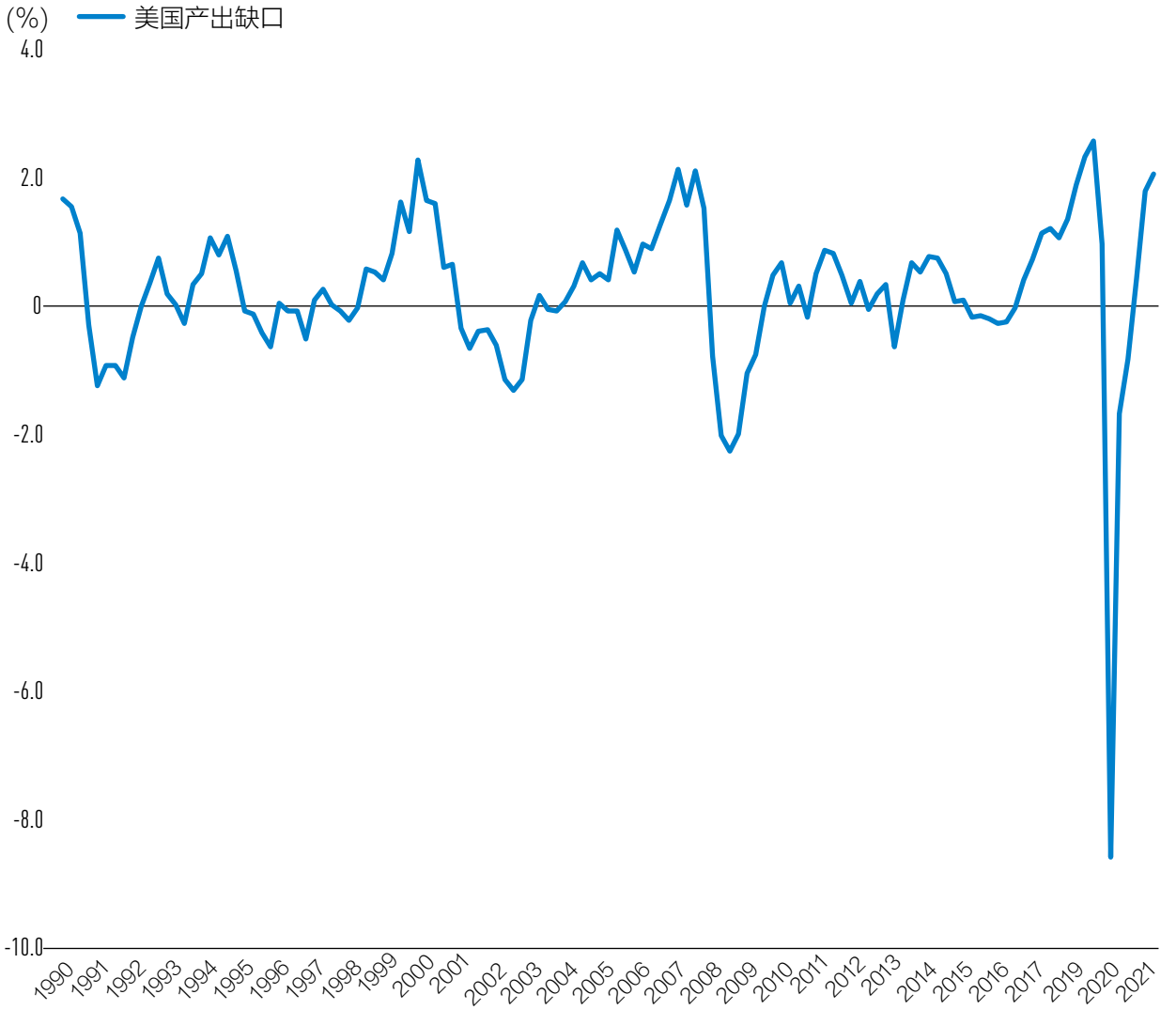
因此，今年我们预计今年在实体融资切实回暖、社融结构有所改善之前，央行仍有降准、降息的空间。

从财政政策来看，去年地方政府专项债额度为 3.65 万亿元，为历史最高水平，而根据此前彭博社报道，今年地方政府专项债额度仍有可能达到 3.65 万亿元，以响应“积极的财政政策”要求。近期，在国新办发布会上，财政部副部长许宏才再次强调要提升财政效能、实施新的减税降费、合理加快地方政府专项债使用进度等，进一步贯彻落实中央经济工作会议“稳字当头”的精神。

5.2 警惕美联储超预期收紧货币政策

2022 年，虽然中美货币周期背离已是既定事实，但中美在经济周期上有很大概率会同向而行。从美国产出缺口的历史数据来看，自 1980 年代起，美国经济周期基本保持在上下 2% 的振幅以内，仅 2008 年全球金融危机以及 2020 年全球新冠疫情导致美国出现剧烈的经济衰退。即使如此，美国在大规模的财政刺激和货币刺激下，2021 年同样经历了强势的经济反弹，截至 2021 年三季度，美国产出缺口已达 1.74%，接近 2% 的历史平均上限水平。

图 23：1990-2021 年 美国经济周期



来源：Wind，第一财经研究院

根据美联储去年 12 月议息会议后的点阵图显示，今年美联储可能加息三次至 0.75%-1% 的政策利率区间。但从美国目前的就业、消费以及通胀数据来看，美联储的政策收紧存在落后（behind the curve）的风险，这意味着为了抵抗通胀，美联储有可能会超预期收紧货币政策，这将对全球金融市场和经济都造成剧烈冲击。

免责声明

本报告由第一财经研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但第一财经研究院对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，第一财经研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。本报告不构成任何投资建议。

第一财经研究院
Yicai Research Institute

第一财经研究院成立于 2007 年，是中国媒体机构中设立的最早一批研究院。早期的第一财经研究院主要向市场第一时间提供经过专业整合和分析的各类财经资讯，并定期提供涉及宏观经济、金融市场、产业领域在内的研究报告和数据库。

2015 年，第一财经研究院正式转型为第一财经旗下的非营利独立智库研究机构，以“致力于改善经济政策 /Committed to Improving Economic Policy”为宗旨。2020 年 5 月，第一财经研究院入选首批上海市重点智库。

依托于第一财经传媒有限公司，全球视野、前沿资讯和强大的媒体传播优势是第一财经研究院的显著特色。第一财经研究院基于事实和数据的独立研究分析，在金融、数字经济、企业全球化、可持续发展、新冠疫情全球治理等领域发现问题，大胆研判，持续深耕。

做对现实能够产生影响力的报告——让研究服务于政策，让研究服务于社会。基于这样的理念，第一财经研究院定期推出年度旗舰报告、课题研究、决策咨询、论坛研讨会、大型议题活动智力支持，以及指数和排名等系列产品。

第一财经
Yicai Media Group

第一财经隶属于上海文化广播影视集团有限公司 (SMG)，是中国深具影响力的财经全媒体集团。第一财经创办于 2003 年，总部位于上海，在北京、广州、深圳设有分公司，并在香港、纽约、伦敦、东京、新加坡等全球主要经济、金融中心城市设有派驻机构或人员。

第一财经旗下机构和产品包括：第一财经 APP、第一财经网、第一财经电视、第一财经日报、第一财经杂志、第一财经研究院、第一财经商业数据中心，以及面向全球财经人士的英文媒体平台一财全球。

第一财经是中国领先的原创财经内容来源，每天生产与发布超过 2000 条财经资讯、视频、数据报告与深度分析报道，不间断播报中国与全球交易市场信息，并对重大财经事件进行现场直播。第一财经还通过版权交易、内容授权、官方合作等方式，向中国与全球主要的媒体平台和金融机构分发文字与视频内容，建立起全媒体、跨平台、国际化的财经媒体生态，实时影响中国和全球数千万专业人士对经济与市场的预期。

第一财经秉持“专业创造价值”的理念，始终致力于成为中国最具公信力和全球影响力的新型数字化财经媒体和信息服务集团。

第一财经
研究院
RESEARCH