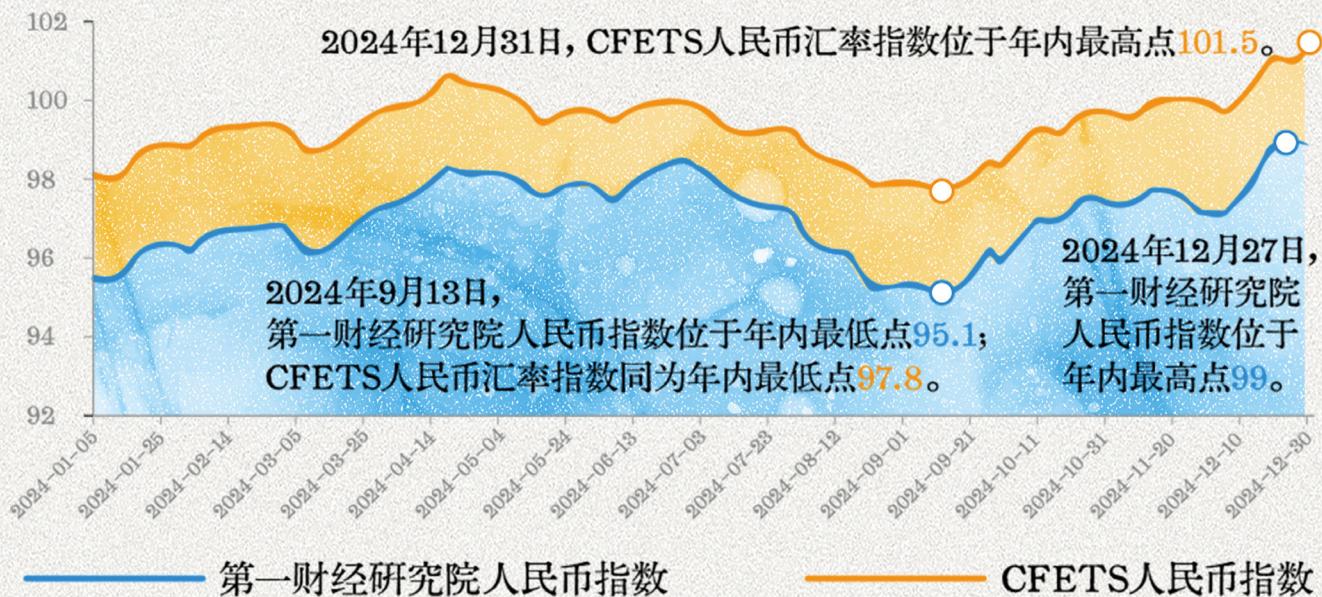


# 波动 与韧性

上海广播电视台  
SMG

第一财经  
Y I E A

2024年  
人民币汇率  
年报



2025/02

| 第一财经研究院旗舰系列报告 |



**出品人**

杨宇东

**策划**

于舰

**主笔**

刘昕

**编辑**

于明

**审定**

于舰 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

**视觉创意**

第一财经视觉中心



第一财经研究院微信公众号



第一财经研究院“一财号”

扫描左侧二维码，获取本报告电子版  
关注第一财经研究院微信公众号和第一  
财经研究院“一财号”，了解更  
多第一财经研究院最新研究报告，  
也可访问 [www.cbnri.org](http://www.cbnri.org)，或详询  
[yicairi@yicai.com](mailto:yicairi@yicai.com)。

**一、第一财经研究院旗舰报告系列**

《跨越山海 | 中国企业全球化年度报告》《中国宏观经济报告》系列，《专精特新报告》系列包括专精特新、专精特新小巨人以及独角兽企业的调查研究。

《中国可持续发展报告》系列，包括 ESG、影响力投资、中国企业社会责任、中国碳市场年报等可持续发展领域的调查研究。

**二、第一财经研究院日常产品系列**

《高频看宏观周报》《金融条件指数周报》《第一财经首席经济学家调研月度报告暨年度报告》、热点观察等。

欢迎就本报告以及感兴趣的话题和第一财经研究院进行交流沟通，工作邮箱：[yicairi@yicai.com](mailto:yicairi@yicai.com)。此报告为第一财经财经研究院原创，著作权及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](mailto:banquan@yicai.com)。

## 摘要

2024 年，人民币汇率在错综复杂的宏观背景下表现出韧性。第一财经研究院人民币名义有效汇率指数年内由 94.7 上升至 98.9，升幅达到 4.42%；外汇交易中心发布的 CFETS 人民币指数年内由 97.4 上升至 101.5，升幅为 4.16%。在主要货币对中，2024 年人民币对美元贬值 2.83%，对欧元升值 3.41%，对日元升值 7.41%。

2024 年，人民币对一篮子货币汇率走势与我国经济走势一致。2024 年，我国 GDP 增速与 PMI 景气指数均呈现出“前高、中低、后扬”的特征，而人民币对一篮子货币汇率的走势在一季度呈现上升态势，在二、三季度下降，并在 2024 年 9 月中旬以后开始企稳回升，最终于 12 月 27 日达到年内高点。我们认为，自 2024 年 9 月下旬以来政策密集出台是提振四季度 GDP 增速和人民币汇率的关键因素，随着降准降息、提振资本市场、置换隐性债务等政策落地，市场预期和经营主体的信心改善。

从外部环境来看，2024 年“强美元”是国际外汇市场的一个关键词，多数发达国家货币和新兴市场

货币均对美元贬值。其中，亚洲国家货币普遍表现较好，人民币和印度卢比分别对美元贬值 2.83% 和 2.76%，马来西亚林吉特对美元升值 2.7%，泰铢对美元升值 0.09%。亚洲国家货币对美元保持韧性得益于强劲的经济表现。虽然 2024 年人民币对美元汇率保持韧性，但由于中美利差持续“倒挂”，人民币汇率始终存在调整压力。

展望 2025 年，国内外宏观事件的变化可能会加剧人民币汇率的波动。从国内来看，市场预期今年将有更多增量逆周期调控政策出台，政策出台的规模是否达到市场预期、能否有效维护中国经济的稳健增长对于汇率的后续走势至关重要。从海外来看，特朗普再次就任美国总统无疑使全球经贸格局都变得更加动荡，中美之间的摩擦也已不限于贸易领域，还包括美方对中国的科技封锁、TikTok 所有权的问题等，美国对中国在一系列议题上的政策变化可能会放大人民币对美元的汇率波动。

若中美货币政策持续分化，人民币对美元汇率或继续承压。中国为了稳增长、就业和物价可能实施更大力度的货币宽松政策，以响应 2024 年 12 月中

央政治局会议对“适度宽松的货币政策”的定调。美国则需要考虑更多未知的关税政策对本国消费品价格的影响，并对降息采取更加审慎的态度。中美双方在通胀、货币政策上的分化最终将反映在中美利差的持续“倒挂”上，这也将成为 2025 年人民币对美元汇率调整的“压力源”。

稳定人民币汇率短期看宏观审慎工具，长期靠积极有为的宏观政策。近期，央行针对人民币汇率的调控力度有所加大。央行行长潘功胜在亚洲金融论坛上表示：“将坚决对市场的顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序的行为进行处置，坚决防范汇

率的超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”从调控工具的具体使用来看，1月9日，央行宣布在中国香港发行 600 亿元离岸人民币央行票据，收紧离岸人民币流动性；1月13日，央行和外汇管理局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，提升境内美元流动性。宏观审慎工具在短期内有助于维护汇率稳定，而从中长期来看，人民币汇率的稳定依然要靠积极有为的宏观政策。扩大国内需求、推动科技创新和产业创新融合发展、防范化解重点领域风险、稳定市场主体预期、激发经营主体活力、推动经济持续回升向好是稳定人民币汇率的基石。

# CONTENTS

## 目录

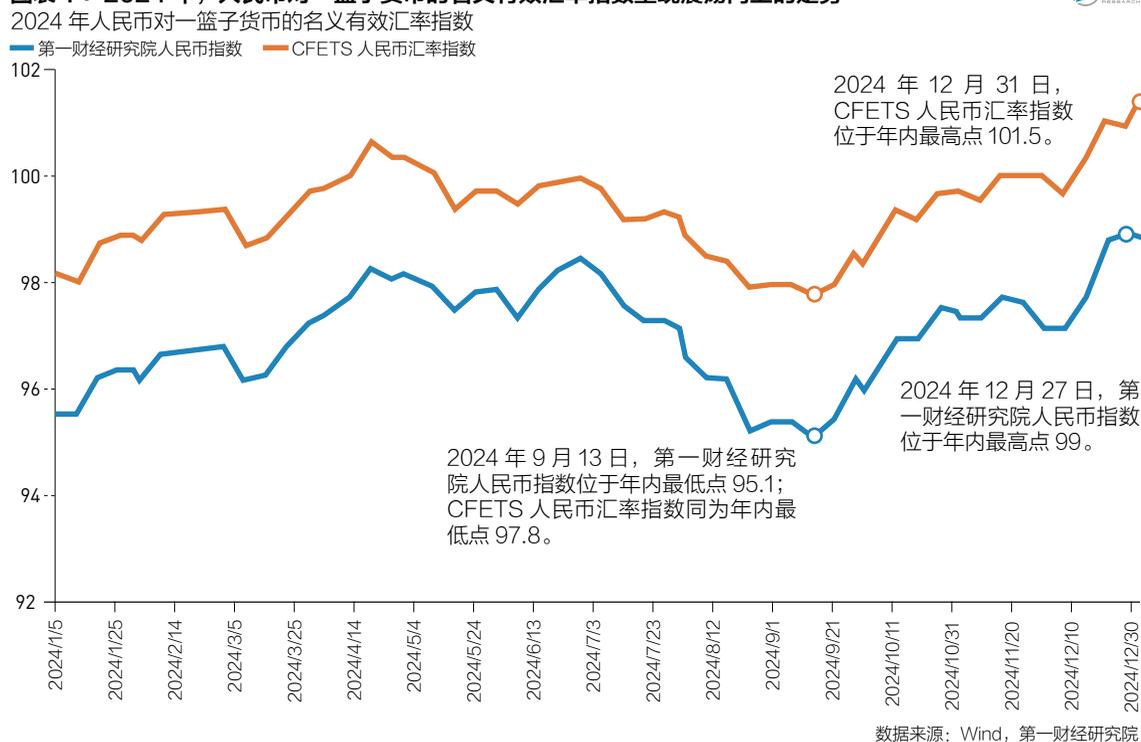
摘要 .....	2
一、2024 年人民币汇率回顾 .....	5
1. 人民币汇率走势与我国经济基本面高度一致 .....	5
2. 在强美元背景下，人民币汇率保持韧性 .....	6
3. 中美利差持续“倒挂”，人民币汇率存在调整压力 .....	8
二、2025 年人民币汇率展望 .....	10
1. 国内外宏观事件的变化可能会加剧人民币汇率波动 .....	10
2. 中美货币政策分化，人民币汇率存在调整压力 .....	10
3. 稳定人民币汇率短期看宏观审慎工具，长期靠积极有为的宏观政策 .....	11

# 01 2024 年人民币汇率回顾

2024 年，人民币汇率在错综复杂的宏观背景下表现出韧性。第一财经研究院人民币名义有效汇率指数年内由 94.7 上升至 98.9，升幅达到 4.42%；外汇交易中心发布的 CFETS 人民币指数年内由

97.4 上升至 101.5，升幅为 4.16%。在主要货币对中，2024 年人民币对美元贬值 2.83%，对欧元升值 3.41%，对日元升值 7.41%。

图表 1：2024 年，人民币对一篮子货币的名义有效汇率指数呈现震荡向上的走势



## 1. 人民币汇率走势与我国经济基本面高度一致

经济基本面是决定汇率中长期走势的关键因素。回顾 2024 年，人民币对一篮子货币汇率的走势与我国经济走势一致。

2024 年，我国经济基本面呈现出“前高、中低、后扬”的特征。国家统计局最新公布的 GDP 数据

显示，2024 年四个季度我国不变价 GDP 同比增速分别为 5.3%、4.7%、4.6% 和 5.4%，其中第一季度和第四季度的 GDP 增速较高，而第二、第三季度的 GDP 增速相对较低。反映经济景气程度的制造业 PMI 数据也传递出了类似的信息，2024 年 3 月中国制造业 PMI 达到年内高点 50.8，而在 5 月至 9 月期间，中国制造业 PMI 连续 5 个月处于荣枯线以下，10 月之后 PMI 指数再度回升至荣

枯线以上。

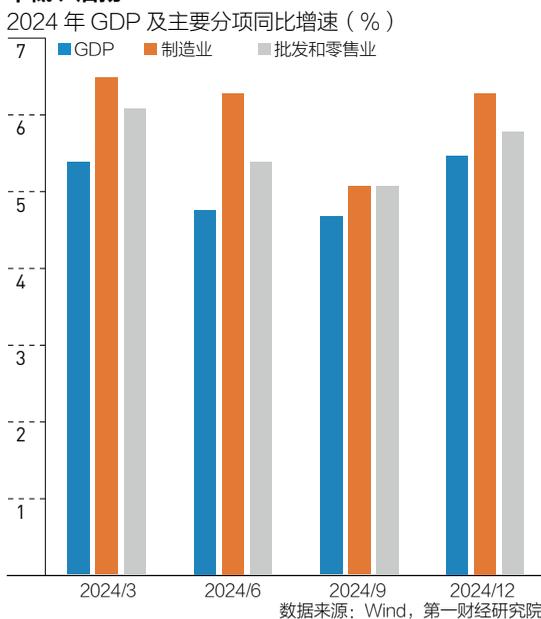
人民币对一篮子货币汇率的走势在 2024 年一季度呈现上升态势，在二、三季度出现明显的下降走势，而在 9 月中旬以后，人民币对一篮子货币汇率开始企稳回升，并最终于 12 月 27 日达到年内高点。

我们认为，自 2024 年 9 月下旬以来政策密集出台是提振四季度 GDP 增速和人民币汇率的关键因素。9 月 24 日，人民银行、金融监管总局、证监会联合发布重磅金融政策，宣布降准降息、降低存量房贷利率、优化房贷政策、创设支持股市的互换便利和股票回购增持转向再贷款等工具。9 月 26 日，

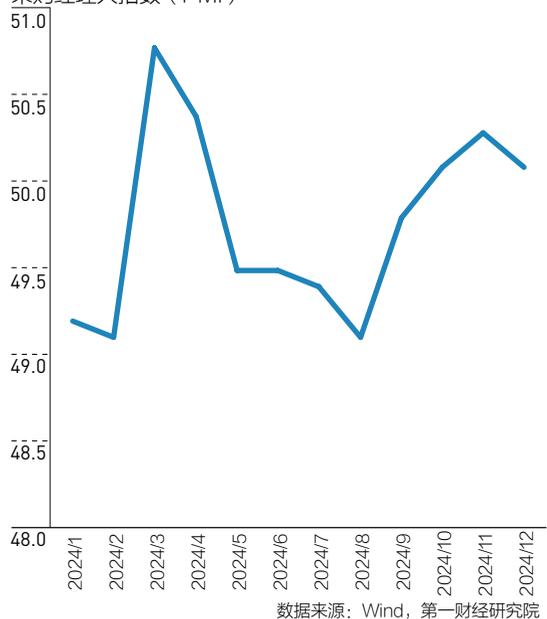
中央政治局会议指出要加大财政货币政策逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场等。10 月 12 日，财政部推出一揽子增量政策，包括置换存量隐性债务、发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本、允许专项债券用于土地储备、收购存量房等。11 月 8 日，人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，此次化债方案总规模高达 10 万亿元。

随着以上政策的出台与落地，企业和居民的投资、消费信心有所恢复，资本市场情绪明显回暖，房地产新开工面积与销售面积的降幅也有所收窄。

图表 2：2024 年中国 GDP 走势“前高、中低、后扬”



图表 3：制造业 PMI 年内走势与 GDP 类似



## 2. 在强美元背景下，人民币汇率保持韧性

从外部环境来看，2024 年“强美元”是国际外汇市场的一个关键词。2024 年，美国通胀情况有所改善，CPI 同比增速由年初的 3.1% 下降至

年末的 2.9%，美联储也在 9 月的议息会议上开启降息周期。然而，更低的通胀和边际放松的货币政策并未带动美元指数下行，相反，2024 年美元指数全年维持在 100 点以上，指数年内升幅达到 7%。

**图表 4：2024 年，美元指数维持在 100 点位以上，全年指数升幅为 7%**

2024 年美元指数与美元对人民币汇率的趋势



数据来源：Wind，第一财经研究院

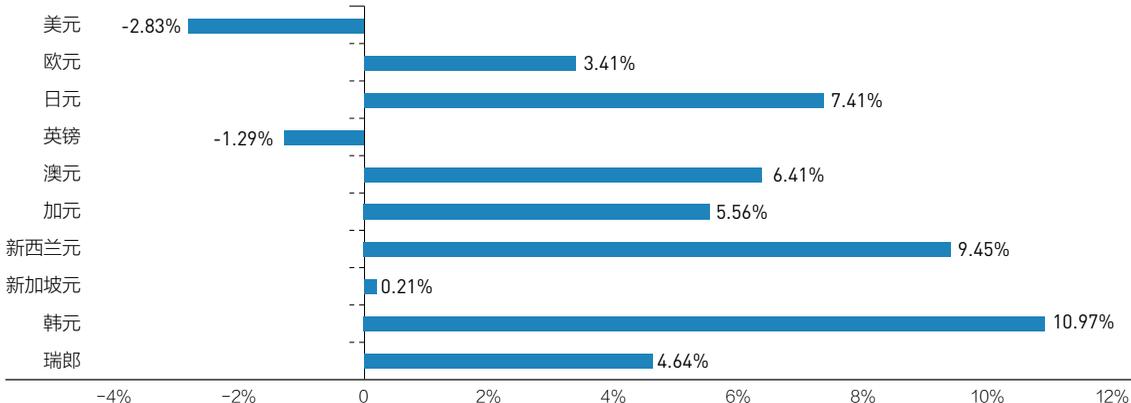
在强美元背景下，多数发达国家货币和新兴市场货币均对美元贬值。在发达国家货币中，日元、新西兰元、韩元对美元的贬值幅度显著，分别达到 12.04%、12.29% 和 12.89%；欧元、澳元、加元和瑞郎分别对美元贬值 5.96%、9.62%、8.89% 和 7.28%；英镑对美元小幅贬值，幅度为 1.18%。在新兴市场货币中，巴西雷亚尔和墨西哥比索对美元贬值显著，分别为 21.54% 和 18.97%；亚洲国家货币对美元汇率的表现普遍较好，其中人民币和印度卢比分别对美元贬值 2.83% 和 2.76%，马来西亚林吉特对美元升值 2.7%，泰铢对美元升值 0.09%。亚洲国家货币

对美元保持韧性得益于强劲的经济表现。2024 年，中国 GDP 同比增速为 5%，马来西亚 GDP 增速预计为 5.1%，印度在 2024-2025 财年的 GDP 增速预计为 6.6%。

与多数国家货币相比，人民币对美元贬值幅度较小，带动人民币对一篮子货币升值。2024 年，在发达国家中，人民币对韩元、新西兰元和日元升值幅度最高，分别为 10.97%、9.45% 和 7.41%。在新兴市场经济体中，人民币对墨西哥比索、土耳其里拉和匈牙利福林的升值幅度最高，分别为 19.55%、17.26% 和 12.19%。

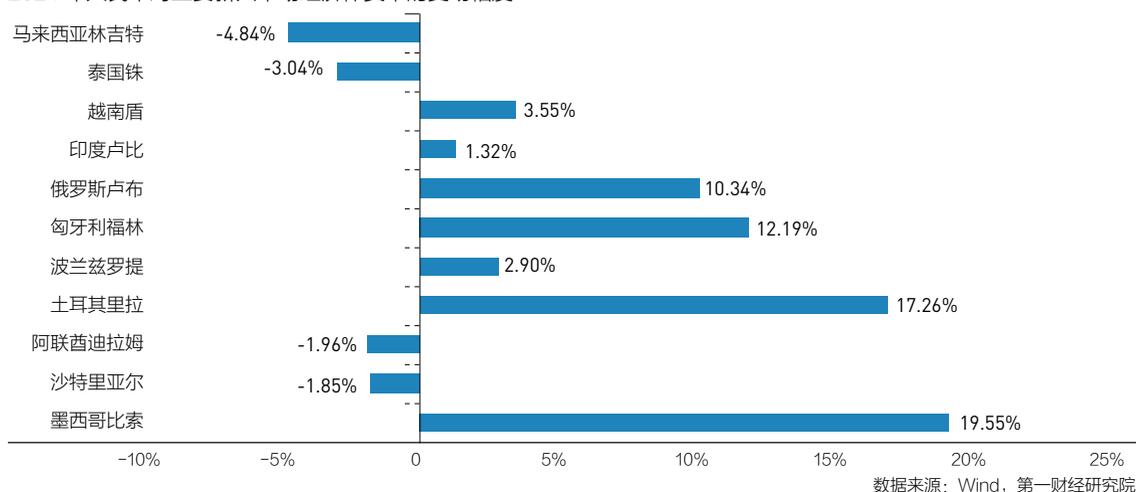
**图表 5：2024 年，在发达国家中，人民币对韩元、新西兰元和日元的升值幅度最高**

2024 年人民币对主要发达经济体货币的变化幅度



数据来源：Wind，第一财经研究院

**图表 6：2024 年，在新兴市场经济体中，人民币对墨西哥比索、土耳其里拉、匈牙利福林升值幅度最高** 第一财经研究院



### 3. 中美利差持续“倒挂”，人民币汇率存在调整压力

虽然 2024 年人民币对美元汇率保持韧性，但由于中美利差持续“倒挂”，人民币汇率始终存在调整压力。

中美 10 年期国债收益率的差值由 2024 年年初的 -132.5BP 扩大至年末的 -290.5BP。中美 10 年期国债收益率的分化走势反映出市场对于两国未

来通胀的预期。2024 年，美国 CPI 同比增速在最后 4 个月呈现回升趋势，由 9 月的年内最低值 2.4% 上升至 12 月的 2.9%，美国通胀反弹引发市场对于美联储放缓后续降息步伐的猜测，美国 10 年期国债收益率也从 9 月的 3.72% 上升至 12 月的 4.39%。同样在 2024 年最后 4 个月中，中国 CPI 同比增速呈现下降趋势，由 9 月的 0.4% 下降至 12 月的 0.1%，中国 10 年期国债收益率则从 2.1% 下降至 1.8%。

**图表 7：2024 年最后四个月，中美利差“倒挂”快速走阔，人民币汇率对美元贬值** 第一财经研究院

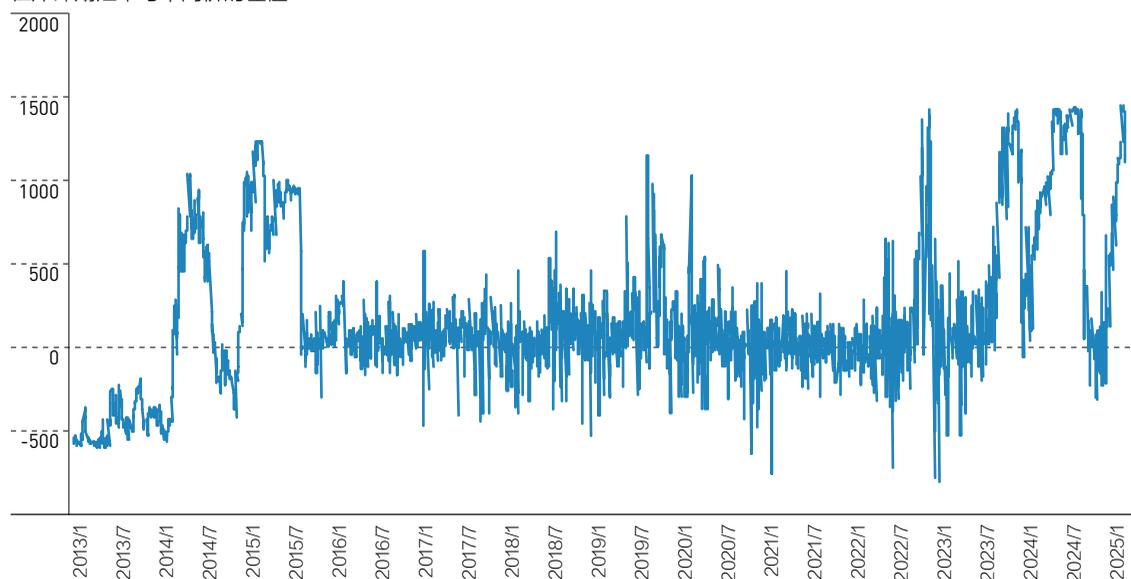


中美 10 年期国债收益率差值与人民币对美元汇率之间存在强相关性。2024 年，中美利差与人民币对美元汇率中间价的相关性约为 62%，中美利差与人民币对美元即期汇率的相关性高达 87%。即期汇率作为市场实际交易汇率，更能反映市场对于美元的需求。我们用美元对人民币的即期汇率与中间价之间的差值来衡量市场的购汇需求。

2024 年，美元对人民币即期汇率与中间价的差值平均为 792BP，在年内超过 40% 以上的交易日中，美元对人民币即期汇率与中间价的差值超过 1000BP。如果与历史数据进行对比，我们可以发现自 2023 年下半年起，人民币对美元就存在持续的贬值压力，并且其持续的时间和强度已超过 2014-2015 年间。

图表 8：2024 年，美元对人民币即期汇率与中间价的差值平均为 792BP

在岸即期汇率与中间价的差值



## 02

## 2025 年人民币汇率展望

### 1. 国内外宏观事件的变化可能会加剧人民币汇率波动

近期，有两个事件可以说明人民币汇率对于宏观变化的敏感度。

一是，2024 年 7 月底至 9 月底，从中央政治局会议定调下半年政策要“持续用力、更加给力”到 9 月底一系列重磅政策出台支持中国经济高质量发展，带动了人民币对美元汇率阶段性升值。在这期间，大量资金流入中国资本市场，市场对于未来经济基本面的预期改善，人民币对美元汇率由 7.23 上升至 6.97。

二是，2025 年 1 月 17 日，国家主席习近平应约同美国当选总统特朗普通电话，习近平指出中美经贸关系的本质是互利共赢，对抗冲突不应是我们的选择。在当前中美贸易摩擦可能加剧的背景下，双方的通话为市场带来积极信号，消息公布后的首个交易日离岸人民币对美元汇率快速上升，由 7.34 升至 7.26，单日升幅达到 780BP。

**展望 2025 年，我国面临的海内外宏观背景将更为复杂。从国内来看**，市场预期今年将有更多增量逆周期调控政策出台，政策出台的规模是否达到市场预期、能否有效维护中国经济基本面的稳健增长对于汇率的后续走势至关重要。**从海外来看**，特朗普再次就任美国总统无疑使全球经贸格局变得更加动荡。特朗普上任后已宣称要从 2 月 1 日起对加拿大和墨西哥进口商品加征 25% 的关税。而在 1 月 24 日的达沃斯世界经济年会上，特朗普称“不在美国生产的企业面临数千亿甚至数万亿美元的关税”。

中美之间的摩擦也已不限于贸易领域，还包括美国对中国的科技封锁、TikTok 所属权的问题等。美国对中国在一系列议题上的政策变化可能会放大人民币对美元的汇率波动。

### 2. 中美货币政策分化，人民币汇率存在调整压力

通胀是中美货币政策底层逻辑的重要变量之一，而国债收益率是中美货币政策在金融市场的表现形式。

**从中国来看**，中国 CPI 同比增速自 2023 年 3 月起已连续 22 个月徘徊在 1% 以下。2024 年 12 月召开的中央经济工作会议明确提出要“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”。自 2024 年四季度以来，央行官员多次提出要“择机降准降息”，虽然政策的靴子还未落地，但市场的“抢跑”现象已较为明显，反映在大量资金聚集在国债市场。

**从美国来看**，在美国 CPI 同比增速降至 3% 以下后，通胀下降的速度明显放缓，并出现回升趋势，美联储对于后续货币政策的态度也出现反复。2024 年 9 月议息会议后公布的预测材料显示，美联储官员预期 2025 年将降息 4 次，累计降息幅度为 1 个百分点；而在 12 月会议之后，美联储官员预期 2025 年的降息次数下降至 2 次，累计降息幅度下降至 0.5 个百分点，在会后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔指出他们正将可能的关税影响纳入决策模型之中。

**中美货币政策在 2025 年可能出现分化。中国为了**

稳增长、就业和物价，可能会实施更大力度的货币宽松政策，以响应 2024 年 12 月中央政治局会议对“适度宽松的货币政策”的定调。美国则需要考虑更多未知的关税政策对本国消费品价格的影响，并对降息采取更加审慎的态度。

中美双方在通胀、货币政策上的分化最终将反映在中美利差的持续“倒挂”上，这也将成为 2025 年人民币对美元汇率调整的“压力源”。

### 3. 稳定人民币汇率短期看宏观审慎工具，长期靠积极有为的宏观政策

汇率是一个多方博弈的结果，中国作为一个资本项目半开放的经济体，汇率体系包含人民币对美元中间价、即期汇率、离岸汇率一系列汇率指标，三个指标反映了不同市场参与者对汇率的态度。其中，人民币对美元中间价由外汇市场做市商报价，其报价参考市场供求关系以及人民币对一篮子货币的汇率波动；即期汇率为在岸市场的实际交易价格；离岸汇率则为离岸市场的实际交易价格。三者参与者为不同主体，导致三个汇率往往呈现不同价格。从目前的市场趋势来看，人民币对美元中间价的稳定性更强，当即期汇率和离岸汇率出现“羊群效应”时，中间价汇率释放的信号能够起到抑制汇率市场超调的作用。

近期，央行针对人民币汇率的调控力度有所加大。2025 年 1 月 13 日，央行行长潘功胜在亚洲金融论坛上表示：“将坚决对市场的顺周期行为进行纠偏，

坚决对扰乱市场秩序的行为进行处置，坚决防范汇率的超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”从调控工具的具体使用来看，1 月 9 日，央行宣布在中国香港发行 600 亿元离岸人民币央行票据，创下历史最大单次发行规模，此举意在收紧离岸市场人民币流动性，遏制人民币贬值预期；1 月 13 日，央行和外汇管理局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，这一措施旨在增加境内企业和金融机构的跨境融资额度，提升境内美元流动性，缓解人民币贬值压力。

央行短期内的汇率调控已显现一定成果，自 2024 年 11 月至今年 1 月初，人民币对美元单边贬值压力有所缓解。截至 1 月 24 日，在岸即期汇率由 1 月中旬的 7.33 升至 7.24，离岸汇率由 7.36 升至 7.24。

宏观审慎工具在短期内有助于维护汇率稳定，而从中长期来看，人民币汇率的稳定依然要靠积极有为的宏观政策。2024 年 12 月底召开的中央经济工作会议已指出，当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。从今年的宏观政策来看，积极的财政政策和适度宽松的货币政策是保障我国经济运行稳健的宏观调控基础，扩大国内需求、推动科技创新和产业创新融合发展、防范化解重点领域风险、稳定市场主体预期、激发市场主体活力、推动经济持续回升向好是稳定人民币汇率的基石。

## 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。

如有疑问或需了解进一步内容，请联系：

yicairi@yicai.com

yujian@yicai.com



## 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最早的一批研究院。早期的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服务。

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，成为中国媒体（公司）智库中的佼佼者。

以媒体智库“四力”为基础的深入调研、权威数据分析和媒体平台传播便捷的综合优势是第一财经研究院的显著特点。第一财经研究院以独立的研究分析视角、建设性的愿景态度和扎实的一线调研，在经济金融、企业全球化、可持续发展、专精特新等领域为决策部门和企业提供专业观点，并承担了一系列政策咨询建言和政府课题研究工作。2023年，第一财经研究院发布的《跨越山海 | 中国企业全球化报告》引起社会广泛关注，成为热点议题。

做对现实能够产生影响力的报告——让研究服务于决策、让研究服务于社会。基于这样的理念，第一财经研究院将与各界携手前行，为建设更美好的社会共同努力。



## 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。

