



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 97 期总第 1227 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 12 月 31 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
前 11 个月投连险市场回暖	1
税费优惠政策促进民营企业发展	1
调整部分商品进口关税税率税目	1
吉尔吉斯明年拟在香港发人民币及美元债	2
中东国家公共财政今明两年持稳	2
货币市场	3
第三方支付国际标准取得新突破	3
国际航协结算支持数字人民币交易	3
监管动态	4
公司登记管理实施办法发布	4
交易商协会全面加强自律管理	4
金融行业	4
A 股市场活跃投资者获得感增强	4
三大证券交易所修订专项债指引	5
重点产业	5
发布数据产业高质量发展指导意见	5
低空产业联盟工作会议在京召开	5
地方创新	6
重庆：推进国企“双欠”清零	6
广州：正式启动“科汇通”试点	6
深度分析	7
新广场协议未必，人民币升值或然	7



宏观经济

前 11 个月投连险市场回暖

12月29日,国家金融监督管理总局发布了人身险公司前11个月经营情况。其中,投连险独立账户新增交费累计为161亿元,同比增长25%,已超2023年全年投连险独立账户新增交费。投连险的投资账户分为多种投资组合,由投保人根据自身的风险偏好和投资目标等进行选择,并由投保人承担全部投资风险与收益,保险公司只收取相关管理费用。从近三年保费增速来看,在投连险保费连续下滑两年后,今年有所回暖。数据显示,自5月份起,投连险累计保费同比增速由负转正,前11个月同比增长25%。其中,5月份单月保费同比增速高达198.8%。而2021年至2023年,投连险独立账户新增交费分别为695亿元、221亿元、140亿元。就今年保费回暖的原因,中国精算师协会创始会员徐显琛告诉《证券日报》记者,投连险与资本市场的表现有较大关联。今年下半年,资本市场整体表现较好,投连险的相当一部分保费用于投资证券市场,因此其保费会有所增加。此外,其增速较高与投连险原本保费基数较低也有关联。

税费优惠政策促进民营企业发展

12月29日,记者从国家税务总局了解到,近年来,税务部门深入贯彻落实党中央、国务院决策部署,始终把支持民营企业发展作为重要职责抓紧抓实,注重从落实惠企税费政策、优化税费服务等方面为企业纾困解难,倾力服务民营经济发展壮大。税收数据显示,今年前11个月,民营企业新增减税降费及退税1万亿元,占比71.3%;享受研发费用加计扣除、先进制造业企业增值税加计抵减两项支持科技创新的主要税收优惠政策减税6991亿元,占比达71.2%;享受留抵退税金额2691亿元,占比70.4%。陕西巨丰投资资讯有限责任公司高级投资顾问朱华雷在接受《证券日报》记者采访时表示,民营企业获得惠企税费政策支持,不仅减轻了其资金压力,同时增强了企业的投资能力和市场竞争力,激发了民营企业的活力。相关惠企税费政策的不断落实,进一步支持了民营企业的可持续发展。

调整部分商品进口关税税率税目

12月28日,国务院关税税则委员会发布公告,公布了《2025年关税调整方案》(以下简称《方案》)。根据《方案》,自2025年1月1日起,我国将对部分商品的进口关税税率和税目进行调整。《方案》呈现出鲜明的主题:一是支持以科技创新引领新质生产力发展,二是在发展中保障和改善民生,三是推进绿色低碳发展,降低乙烷、部分再生铜铝原料的进口关税。此次调整的一大亮点是对935项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。此举意在增强国内国际两个市场两种资源联动效应,支持科技创新,优化国内产业升级。与降低部分商品关税相对,《方案》也对部分商品的进口关税进行了适度提高,主要集中在糖浆和含糖预混粉、氯乙烯以及电池隔膜等产品。在此次调整后,我国的关税总水平仍保持在7.3%,这一水平在全球范围内处于较低位置。专家认为,政策的落地实施,不仅将助力国内企业参与国际竞争,也为实现



“双碳”目标和产业绿色转型升级奠定坚实基础。

扩大互换便利参与机构范围

12月31日，中国人民银行发布《证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）招标公告〔2024〕第2号》称，将于近期开展第二次证券、基金、保险公司互换便利操作，互换期限1年，可视情展期，面向符合条件的证券、基金、保险公司开展操作，互换费率由参与机构招投标确定。即日起接受机构申报。同时，证监会发布消息称，中国证监会商中国人民银行在首批20家参与机构基础上，根据分类评价、合规风控等条件增选了20家参与机构，形成40家备选机构池。每批次操作时，根据意向参与规模筛选出20家左右的机构参与人民银行招标操作。第二次SFISF操作量预计将不少于500亿元。作为我国首个支持资本市场的货币政策工具，10月18日，中国人民银行公告创设了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）。证监会表示，工具实施以来，相关机构积极开展互换便利操作，根据市场情况稳步融资、投资，截至目前首批操作已全部落地，实际投放超过90%，发挥了互换便利工具维护资本市场稳定运行的积极作用。

吉尔吉斯明年拟在香港发人民币及美元债

12月30日，香港特区政府财经事务及库务局局长许正宇与吉尔吉斯共和国内阁第一副总理 Amangeldiev Daniyar，以及包括其财政部部长和国有银行管理层代表在内的十多位代表团成员会面，深入讨论双方在贸易及金融领域进一步合作的机遇。吉尔吉斯是“一带一路”倡议重要合作伙伴，也是香港在中亚地区的重要贸易伙伴。许正宇向代表团介绍香港作为国际化、多元化及市场化国际金融中心独特优势，并鼓励吉尔吉斯和当地企业充分利用香港资本市场平台，加强国际资金与吉尔吉斯项目对接。他强调，通过与香港开展深度合作，将为两地经济创造丰硕成果，携手开创互利共赢新局面。会上双方讨论了多项具体合作计划，包括吉尔吉斯计划明年在香港发行人民币和美元债券，并拟加强双边经贸往来，内阁主席也将出席下月中在香港举办的亚洲金融论坛。许正宇提到，2025年香港将继续举办一系列金融盛事，以更多元化的国际金融盛事、更深层次的合作机遇，向世界展示其无与伦比的吸引力与竞争力。

中东国家公共财政今明两年持稳

12月30日，据海合会统计中心的最新数据显示，在2023年实现20亿美元总盈余的基础上，该地区的财政前景依然乐观。海湾合作委员会（GCC）国家的公共财政近阶段有望保持稳定态势，预计2024年和2025年公共债务将稳定在国内生产总值的28%。海湾合作委员会（GCC）共有六个正式成员国，包括沙特、阿联酋、科威特、卡塔尔、阿曼、巴林。海湾合作委员会（GCC）国家在2022年实现了1340亿美元的财政盈余，占其GDP的6.1%。公共债务从2014年的1440亿美元增加到2023年约为6280亿美元，而债务与GDP的比率在2020年达到峰值40.3%，之后在2023年降至29.8%。本月早些时候，沙特成功过渡到《国际公共部门会计准则》，实现了公共财政管理的一个里程碑。此举与沙特为其公共部门金融实践现代化而做出的更广泛努力相契合，这是其“2030年愿景”议程的一部分。海合会统计中心表示，受本地和全球利率稳定或下降预测的推动，该地区各国的金融风险在短期内仍将保持较低水平。



韩国新任代总统崔相穆被警方立案调查

12月30日,韩国警方国家调查本部通报,因韩国市民团体此前举报韩国代总统崔相穆等人,指控其涉嫌谋划参与和协助实施内乱、滥用职权、渎职及违反《国家情报院法》等行为。目前,崔相穆等人已被警方立案调查。27日下午,韩国国会通过针对韩德洙的弹劾案后,任韩国经济副总理兼企划财政部长官的崔相穆代行总统一职。此次警方发起对崔相穆调查时,距离其从代行总统职权的韩德洙处接任代总统一职,仅过去三天。此外,韩国警方国家调查本部30日通报,警方在28日决定,要求国务总理韩德洙第二次接受调查,但警方没有透露要求韩德洙出席调查的具体时间。韩德洙本月早些时候应警方要求接受了非公开调查,他也是紧急戒严事件相关国务会议的参与者当中,首位被要求第二次接受调查的人员。当地时间12月27日,韩国国会举行全体会议,表决通过了关于弹劾代行总统职权的国务总理韩德洙的议案,韩德洙本次代行总统职权的时间仅维持了约14天。

货币市场

第三方支付国际标准取得新突破

12月30日,记者获悉,在中国人民银行和全国金融标准化技术委员会(“金标委”)的指导下,网联清算公司牵头制定的国际标准《第三方支付服务信息系统安全框架指南》(ISO/TS 9546)正式发布,这标志着我国金融标准化“走出去”取得新突破。2021年参与制定并发布国际标准《第三方支付服务信息系统的安全目的》(ISO 23195)后,网联清算公司牵头了第三方支付服务信息系统安全框架国际标准制定工作。作为我国牵头的第二个第三方支付领域国际标准,《第三方支付服务信息系统安全框架指南》(ISO/TS 9546)既是中国移动支付成功实践的总结,更充分展现了中国移动支付在国际上的领先地位。该标准对第三方支付服务的安全框架、设计原则、功能要求等方面进行了规范,其应用实施,将有助于增强信息系统安全、降低支付交易风险、保障用户资金安全,进一步便利跨境业务开展,促进支付行业健康发展。

国际航协结算支持数字人民币交易

12月30日,国际航空运输协会宣布,数字人民币在中国开账与结算计划(BSP)试运行顺利完成,标志着中国BSP能够支持航空公司和代理人之间的数字人民币双向交易,中国成为国际航协首个支持央行数字货币的结算市场。国际航协表示,这一里程碑举动为国际航协航空业结算系统的央行数字货币应用树立了标杆,同时将推动数字人民币在全球航空业的国际化进程。据了解,国际航协10月底时表示,随着越来越多的政府开发和推广使用数字货币,国际航协的行业财务系统必须适应这一市场环境,满足航空公司的需求。中国在数字货币应用方面位居全球前列,基于这一趋势,中国航空公司委员会提出将数字人民币纳入BSP。在相关测试进程结束后,国际航协12月30日正式在航空业财务结算系统中提供数字人民币交易。国际航协北亚区和亚太区(署理)副总裁解兴权表示,数字人民币的成功试运行标志着航空结算领域的创新突破,为国际航协在中国和北亚市场持续推动航空领域的数字化转型提供了战略机遇。



监管动态

公司登记管理实施办法发布

12月30日,市场监管总局发布《公司登记管理实施办法》,将于2025年2月10日起正式施行。实施办法明确调整认缴期限公司范围,强化登记规范指引。2024年6月30日前登记设立的有限责任公司,剩余认缴出资期限自2027年7月1日起超过五年的,应当在2027年6月30日前将其剩余认缴出资期限调整至五年内;剩余认缴出资期限自2027年7月1日起不足五年或者已缴足注册资本的,无需调整认缴出资期限。为便利股东依法进行出资,激发市场活力,实施办法列明股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权、股权、债权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资。在进一步加强公司登记管理和服务方面,实施办法明确中介机构责任,细化中介机构代理他人、以自己名义或者冒用他人名义从事虚假登记行为的法律责任。规范公司营业执照和统一社会信用代码的管理,明确公司营业执照应当载明的事项,规定公司统一社会信用代码具有唯一性。

交易商协会全面加强自律管理

12月30日,交易商协会组织部分市场投资机构召开座谈会,听取市场成员对促进金融市场健康规范发展的意见和建议。与会机构普遍认为,今年以来大量资金涌向债券市场,市场利率过快下行,利率风险逐步显现,但由于担心踏空错失交易机会,投资人“羊群效应”突出,需要监管部门和自律组织加强预期引导。有机构认为,当前债券市场对明年货币政策适度宽松预期存在过度透支,而更加积极的财政政策实施需要履行相应程序,建议加强政策协调和预期引导。有机构提出,银行间市场是合格机构投资者市场,目前入市的部分中小机构利率风险管理能力存疑,监管部门应加强监管。部分中小机构交易行为与其自身能力不匹配,背后与券商投顾业务服务不规范有关,也亟需加强监管。交易商协会表示,下一步,将全面加强自律管理,大力推动衍生品市场发展,促进市场规范健康发展。对于调查发现的部分公司治理不健全、风控能力不强的中小金融机构,将及时通报监管部门。

金融行业

A股市场活跃投资者获得感增强

12月29日,记者获悉,三季度末以来,有关部门、监管机构出台了一系列稳定经济、提振消费、呵护市场流动性、加快资本市场高质量发展的政策。在业内人士看来,这些政策的出台提振了投资者对A股市场的信心。“无论是资金面维持流动性宽松、财政政策向‘稳增长’倾斜,还是涉及资本市场领域的诸多改革措施陆续出台,均对修复投资者的悲观情绪、推动资金入市有重大意义。”中银证券首席策略分析师王君说。华福证券首席经济学家燕翔认为,未来一段时间,货币政策操作将进一步加大逆周期调控力度,以更好地促进稳增长。在宏观政策层面不断释放强信心信号的同



时，作为市场主体的上市公司，也在通过加大分红、回购力度等举措增强投资者获得感。数据显示，截至中国证券报记者 12 月 29 日发稿时，2024 年以来已有近 4000 家上市公司实施现金分红，分红总金额约为 2.40 万亿元，创历史新高；A 股上市公司完成回购金额逾 1650 亿元，刷新历史纪录。

三大证券交易所修订专项债指引

12 月 28 日，记者获悉，沪深北证券交易所修订发布专项品种公司债券指引。指引完善了科创债、绿色债、乡村振兴债、中小微企业支持债券、短债等专项品种融资制度。指引加强对科技创新的精准支持，支持开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业适用优化审核措施，适当拓宽科创债科创投资类、科创孵化类发行人主体范围等。同时，增强绿色债和乡村振兴债的制度适应性和包容性。延长绿色债募集资金用于置换绿色项目自有资金支出期限至 12 个月，支持注册在国家乡村振兴示范县的企业和涉农企业发行乡村振兴债用于乡村振兴领域。此外，指引支持最近两年信息披露工作评价结果均为 A 的上市公司公开发行业务短期公司债券，满足优质上市公司流动资金管理需求，并提高中小微企业支持债券募集资金使用灵活度。沪深北证券交易所表示，后续将持续优化公司债券相关制度规则，便利实体企业用好债券融资工具，完善债券市场产品功能，积极引导资金流向符合国家战略的关键环节和重点领域。

重点产业

发布数据产业高质量发展指导意见

12 月 30 日，国家发展改革委等六部门联合发布《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》。《意见》提出，到 2029 年，数据产业规模年均复合增长率超过 15%，数据产业结构明显优化，数据技术创新能力跻身世界先进行列，数据产品和服务供给能力大幅提升，催生一批数智应用新产品新服务新业态，涌现一批具有国际竞争力的数据企业，数据产业综合实力显著增强，区域聚集和协同发展格局基本形成。为此，《意见》从加强数据产业规划布局、培育多元经营主体、加快数据技术创新、提高数据资源开发利用水平、发展数据流通交易、强化基础设施支撑、提高数据领域动态安全保障能力、优化产业发展环境等八方面部署了一系列政策举措。国家发展改革委有关负责人表示，下一步，国家发展改革委将加强统筹协调，会同相关部门，充分调动地方的积极性，发挥企业的主体作用，加快繁荣数据产业生态，发展壮大数据产业和培育一批具备国际竞争力的数据企业，为培育全国一体化数据市场提供有力支撑。

低空产业联盟工作会议在京召开

12 月 30 日，低空产业联盟 2024 年工作会议在北京召开。工业和信息化部装备工业发展中心副主任、低空产业联盟秘书长刘法旺表示，低空产业是低空经济的物质载体，我国低空产业态势良好、未来可期。通用航空产业创新联盟于 2022 年 11 月成立，2024 年 7 月更名为低空产业联盟，秘书处设在工业和信息化部装备工业发展中心。工业和信息化部装备工业二司副司长王文军表示，低空经济是推进新型工业化的实践，



低空产业联盟作为有着众多成员单位的行业组织，担负着引领行业方向、促进产业发展、加强行业自律等重要使命。刘法旺做《低空产业联盟 2024 年度工作总结和 2025 年度工作计划》报告时强调，联盟将加强重大问题研究和行业管理支撑，扩大合作“朋友圈”，服务政府决策，助力产业安全规范发展。会上，新疆、东北、长三角、粤港澳大湾区分盟分别作工作报告；成立了低空标准化技术委员会、人才专业委员会、低空融媒专业委员会，并分别作工作报告。

地方创新

重庆：推进国企“双欠”清零

近日，重庆市国资委组织召开市属重点国有企业财务监管工作暨 2024 年度财务决算统计培训会。会议要求，要全面强化财务监管体系制度建设，为国有企业高质量发展夯基筑底。以更高的标准推动司库体系建设。把司库体系建设作为提质增效、加强监管重要抓手，做好资金保障，全面提速司库建设速度，构建市属重点国有企业司库体系“一盘棋”格局。以更实的管理大力整治财务虚假信息。坚守“不做假账、不出假数”的铁律和财务工作底线，加强中介机构合规管理，严格财务负责人履职评价，切实提升会计信息质量。以更大的决心深化止损治亏常态化治理。以更高的效率推进国企“双欠”清零。增强欠薪、欠款风险预警能力，坚持“应付尽付、一分不欠”的标准，切实保障农民工和中小企业权益。以更细的调度提升国企经济运行质效。更好发挥国有企业经济“顶梁柱”作用，定期开展主业经营业绩核算，加强主责主业运行评价，稳妥开展数据资产入表改善资产结构，大力提升市属重点国有企业运行质效。

广州：正式启动“科汇通”试点

12 月 30 日，记者获悉，南方财经全媒体记者从国家外汇管理局广东省分局获悉，该局于 12 月 26 日印发了《国家外汇管理局广东省分局“科汇通”试点业务实施细则》，正式在广州地区启动“科汇通”试点。“科汇通”试点允许境外科研开办资金直接汇入境内的外资非企业科研机构（即事业单位或民办非企业单位），解决了非企业科研机构境外汇入科研资金无法可依的难题，开创了科研资金入境新路径，为促进科技创新要素跨境流动和发展新质生产力提供有力金融支撑。据了解，试点落地后，广州地区符合条件的非企业科研机构，可直接在广州地区银行享受外汇登记、资金汇划、变更、注销等“一站式”服务，开办资金的账户开立和使用还可以参与资本项目收入支付便利化、境内再投资免登记等外汇便利化政策，通过提升科研资金使用效率与灵活性的方式，实现了科研机构全生命周期、全链条管理的优化。

深度分析

新广场协议未必，人民币升值或然

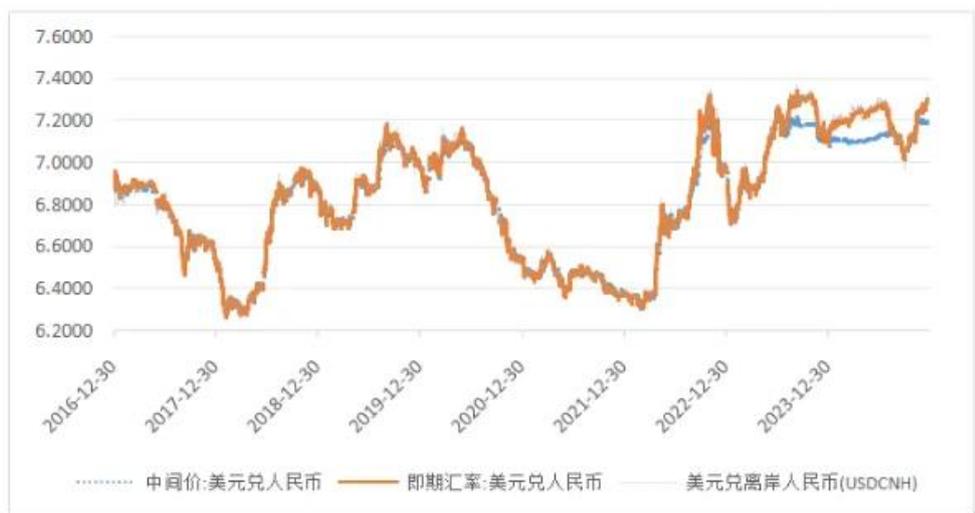
管涛（中国首席经济学家论坛理事，
中银证券全球首席经济学家）
来源：中国首席经济学家论坛

随着美国政府换届，中美关税摩擦升级风雨欲来。美国特朗普新政府对中国出口商品加征高关税的威胁属于极限施压，有可能以此为筹码，胁迫中国在其他方面做出让步。对此，市场憧憬，中美之间或会签订一个类似 20 世纪 90 年代中期的广场协议，施压人民币（对美元）汇率升值。然而，笔者以为，中美达成新广场协议的必要性、可行性不高，但人民币在对外经贸摩擦的逆风下升值仍是有可能的。

一、第一阶段经贸协议未要求人民币升值

特朗普 1.0 的 2018 年以来，中美关税冲突不断升级，人民币汇率总体承压。2019 年 8 月 5 日（指当地时间，下同），因中美经贸磋商再次陷入僵局，人民币应声跌破 7 比 1。随即，美国财政部宣布遵总统指令，将中国列入“汇率操纵国”名单。之后，随着中美重启经贸磋商，双方积极致力于达成第一阶段经贸协议，市场情绪逐渐改善。到 2019 年底，人民币又升回 7 以内（见图 1）。

图 1：2016 年底以来境内外人民币汇率走势（单位：元人民币/美元）



资料来源：中国外汇交易中心；万得；中银证券

注：即期汇率指境内银行间外汇市场下午四点半成交价

2020 年 1 月 13 日，美国财政部公布半年度《主要贸易伙伴宏观经济与汇率政策报告》，取消对中国“汇率操纵国”的认定。1 月 15 日，中美双方在华盛顿正式签署《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》（即《中美第一阶段经贸协议》，下称《协议》），按下了中美经贸摩擦升级的“暂停键”。市场信心得到提振，人民币最多升破 6.90（见图 1）。

《协议》文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率



和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。其中，第五章“宏观经济政策、汇率问题和透明度”涉及两国汇率政策协调的内容，具体从四个方面进行了约定：

一是在“总则”中指出：双方认识到，强劲的经济基本面、稳健的政策和具有韧性的国际货币体系对于汇率稳定至关重要，从而促进强劲、可持续的经济增长和投资；实行灵活汇率制度在可行的情况下能够起到吸收冲击的作用。双方应恪守各自在二十国集团（G20）公报中关于汇率的承诺，包括避免竞争性贬值、避免将汇率用于竞争性目的。

二是在“汇率政策”条款中提及：每一方确认接受国际货币基金组织（IMF）协定约束，避免操纵汇率或国际货币体系以阻碍国际收支的有效调整或获得不公平的竞争优势。每一方应该实现并维持市场决定的汇率制度，以及增强经济基本面，以巩固有利于宏观经济和汇率稳定的条件；双方应避免竞争性贬值，避免将汇率用于竞争性目的，包括对外汇市场进行大规模、持续、单向干预；双方将保持经常沟通，并就外汇市场情况、活动与政策进行沟通协商，并就 IMF 对各自的汇率评估进行沟通协商。

三是在“透明度”条款中明确：在 IMF 执董会议后四周内，公布 IMF 关于本方的第四条磋商报告，包括对本方汇率的评估情况。

四是在“执行机制”条款中提出：汇率政策及透明度出现的问题，应由人民银行行长或美国财长向双边评估和争端解决安排提交；如双方无法达成双方满意的解决方案，也可请求 IMF 在其职权范围内对另一方的宏观经济和汇率政策、数据透明度以及报告情况进行严格监督，或发起正式磋商并提供适当的意见。

由上可见，《协议》文本并没有明确要求人民币升值，而是肯定汇率灵活对吸收冲击的积极作用，强调避免竞争性贬值的中性提法，并明确由 IMF 评估各方汇率状况。同时，相关条款对于中美双方都有约束力，而非单方面的要求。总体上，前述承诺未超出 G20 关于国际汇率政策协调的基本范畴。值得一提的是，第一阶段经贸协议签订不久，因新冠疫情暴发并演变成全球大流行，2020 年 3 月份人民币再度跌破 7.0，但美方并未就此对中方提出异议。直到 2020 年 6 月初人民币止跌回升，走出了一波持续近两年时间的反弹行情（见图 1）。

二、当前中美签署新广场协议的概率较低

首先，特朗普 2.0 时代的弱美元政策不能“随心所欲”。特朗普偏好低利率、弱美元。特朗普第一个任期内曾多次公开批评欧元区通过实施负利率政策，引导欧元竞争性贬值，并建议美联储抄欧央行的“作业”。然而，在美元本位的国际货币体系下，美国不存在独立的汇率政策，美元强弱是国内经济政策执行的结果而非目标。特朗普 1.0 时期，美元指数确实从 100 附近跌至 90 附近，但这是“歪打正着”。根本原因是，2017 年特朗普新政推进不力、特朗普交易回潮，全年美元指数回撤 9.9%；以及 2020 年世纪疫情冲击，美国经济衰退，财政货币刺激火力全开，全年美元指数回撤 6.7%。2018 和 2019 年，受全球贸易局势紧张、市场避险情绪上升的影响，美元指数不跌反升，两年累计上涨 4.5%（见图 2）。特朗普 2.0 时期有可能推行的大幅减税、加征关税和限制移民等政策，将会增强美国通胀韧性，延缓美联储降息步伐，加之贸易摩擦刺激市场避险情绪，都有可能推高美元指数，而令非美货币（包括人民币）承压。事实上，受美联储宽松预期降温 and 特朗普交易回归影响，2024 年 10 月以来美元指数迭创年内新高（见图 2）。同期，人民币汇率也从 9 月底的 7.0 附近快速回撤，中间价跌至 7.20 附近，境内外交易跌至 7.30 附近，三个价格均迭创年内新低（见图 1）。

图 2：1980 年初以来美国痛苦指数与美元指数走势

(单位：%；1973 年 3 月=100)



资料来源：美国劳工部；洲际交易所（ICE）；万得；中银证券

注：痛苦指数=CPI 同比增速+失业率。

公众号·凭澜观涛

其次，美方对于放弃强美元可能“口是心非”。1985年9月22日，美国、日本、联邦德国（西德）、法国以及英国的财长和央行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有序贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。因协议在广场饭店签署，故该协议又被称为“广场协议”。这是20世纪70年代布雷顿森林体系解体后，再次重启国际汇率政策协调。其背景是，20世纪80年代初，美联储时任主席沃尔克以高利率反通胀，滋生了美元泡沫，美国财政贸易“双赤字”飙升，失业率居高不下，强美元因此饱受诟病（见图2）。

当前，尽管美元仍处于2011年4月以来启动的超级强美元周期，美国贸易失衡问题也依然严重，但失业率仅从低位温和反弹，就业市场保持强劲，强美元的负面影响并不明显，受到各界的非议较少（见图2）。而且，新提名的美国财长贝森特来自华尔街，本身偏好强势美元政策。强美元也可能受到美联储青睐，因为美元强势有助于其抗通胀。尤其是若加征关税后，人民币应声下跌，将有助于减轻高关税对美国国内通胀的传导。

再次，人民币汇率失衡并非美方的“眼中钉”。如前所述，中美第一阶段经贸协议肯定了保持汇率灵活性以吸收内外部冲击的必要性，同时强调了双方都要避免竞争性贬值的义务。2024年11月，美国财政部在最新的《主要贸易伙伴宏观经济和汇率政策报告》中没有将任何国家列为汇率操纵国。只是因为中国对美双边商品和服务贸易逆差较大，继续将中国列入“观察名单”，并再次质疑中国外汇政策的透明度。负责汇率政策国际监督的IMF也不认为人民币汇率存在明显失衡。2019年8月初人民币应声破7，美国将中国列入“汇率操纵国”名单时，IMF曾经仗义执言。北京时间2019年8月9日，IMF在正式发布的与中国第四条款年度磋商报告中确认，人民币实际有效汇率与中国基本面和可取政策所对应的水平基本一致，也就是说人民币既没有高估也没有低估。IMF还指出，2018年人民币虽然对美元贬值，但相对于货币篮子大体稳定，估计结果显示，中国人民银行几乎没有进行外汇干预。最近，IMF在与中国第四



条款 2024 年度磋商报告中继续认为,中国对外经济部门与基本面和可取政策所对应的水平基本一致。

最后,当前形势与四十年前大相径庭。其实,早在广场协议之前,日元已经开始了有节制的升值,广场协议则是确认和加剧了日元升值的趋势。据沃尔克和日本大藏省前副相行天丰雄在二人合著的《时运变迁》一书中回忆,当时,日元加速升值除了来自美方的压力外,也有日本主动配合美国经济再平衡的动机。日方甚至认为,这是美国有求于日本,日元升值一定程度上满足了日本人的虚荣心。现在,人民币汇率自 2015 年“8·11”汇改以后已经从单边升值转向双向波动,2022 年以来更是因中美经济周期和货币政策分化,总体上还面临回撤压力。可以预见的是,中美经贸关系再趋紧张,大概率人民币会进一步承压。但这种变化本身是对内外部冲击的正常反应,是汇率市场化的应有之义。从中方本身来讲,也不会主观刻意将贬值作为应对贸易摩擦的政策工具,因为这一方面是主动帮助美方减压,补贴美国消费者;另一方面可能导致市场抢跑,强化顺周期单边羊群效应。

三、在四种情形下人民币仍有可能升值

第一种情形,特朗普极限施压的关税威胁兑现不及预期。如果全部兑现特朗普竞选期间的关税威胁,相当于短期内将中国从全球产业链供应链中剔除出去,并大幅打压中国产品在美国市场的份额。这种做法,一方面难以达成;另一方面是即便达成了,美国也要付出惨重的代价。尤其是美国当前的通胀形势不允许特朗普采取如此疯狂的策略。因此,特朗普 2.0 只是部分兑现其关税威胁的概率不低,这将有助于缓解人民币面临的压力。特别是如果 2025 年中国外贸出口实绩好于预期的话,人民币有望获得支撑。

第二种情形,中美积极致力于对话解决经贸纠纷。从特朗普 1.0 时期的经验看,当中美经贸磋商取得进展时,外汇市场压力明显缓解;中美磋商陷入僵局时,则外汇市场压力重新加大。这在股票市场上反映更为明显:2018 年,在经贸摩擦交错升级的背景下,上证综指全年收跌 24.6%;2019 年,受益于中美磋商最终达成第一阶段协议,全年收涨 22.3%。特朗普重返白宫后,大概率将废弃拜登时期的中美经济金融对话机制。中方应迅速谋求与美方建立新的对话机制,尽可能缩短空窗期,通过对话求同存异,缓和经贸纷争。从最近的特朗普对华言论看,这方面的工作是有空间的。

第三种情形,特朗普交易回调或导致美元指数走弱。2024 年底,美元指数不跌反涨,迭创年内新低,部分反映了特朗普交易回归的影响。市场憧憬,特朗普重返白宫后,大幅减税和放松监管等政策,有可能进一步提振美国经济。而特朗普 1.0 时期也上演过类似的剧情。2016 年全年,美元指数收涨 3.7%,其中 11 月 5 日至年底累计上涨 5.7%。也就是说,当年美元强势主要受益于市场憧憬特朗普将成为伟大的美国总统。然而,2017 年,由于特朗普竞选承诺的各项改革议程进展不力,美元指数不涨反跌。特朗普 2.0 重蹈覆辙也并非不可能。

第四种情形,中国经济持续回升向好。应对外部冲击,关键是做好自己的事情。2024 年底中央政治局会议和中央经济工作会议针对防范化解外部冲击明确提出,2025 年将进一步全面深化改革,实施更加积极有为的政策(包括实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策),加强超常规逆周期调节,提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性,全方位扩大国内需求,推动标志性改革举措落地见效。如果相关政策举措逐步生效后,能够推动中国经济的负产出缺口快速收敛(表现为经济运行回归合理区间,物价温和回升),资产价格止跌企稳甚至反弹,则人民币汇率就有望获得支持。事实上,2024 年 10 月份以来,人民币再度快速下行,但境内交易价相对中间价的日均偏离(+0.61%,即偏贬值方向)较上半年(+1.55%)明显收敛,这部分反映了 9 月底政策转向以来,国内经济回升、市场预期改善的支撑作用。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。