

# “逆周期因子” 決定了人民幣匯率走勢嗎？

莊太量 何青 郭泳秀

研究專論第六十一號

二零一七年十二月

香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所  
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

# 鳴謝

劉佐德全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈  
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

## 捐助人及機構

查懋德	雅居樂集團控股有限公司
鄭海泉	亞洲金融集團有限公司
蔡冠深	中國銀行(香港)有限公司
胡祖六	銀聯金融有限公司
江達可	中國概念(諮詢顧問)有限公司
劉佐德及劉陳素霞	第一東方投資集團
劉遵義	四洲集團有限公司
利乾	恒隆地產有限公司
梁錦松	恒基兆業地產有限公司
李偉波	香港交易及結算所有限公司
呂耀東	弘毅投資
黃志祥	中國工商銀行(亞洲)有限公司
孫少文	麗新發展有限公司
王庭聰	劉佐德基金有限公司
榮智權	敏華控股有限公司
盛智文	星島新聞集團有限公司
	新鴻基地產發展有限公司
	大生銀行有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海滙豐銀行有限公司
	<b>The Lanson Foundation</b>
	永隆銀行有限公司

## 活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行(香港)有限公司
方方	中國銀行金邊分行
方正	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	<b>The Santander-K Foundation</b>
	銀聯國際

# “逆周期因子” 決定了人民幣匯率走勢嗎？<sup>§</sup>

莊太量\* 何青\*\* 郭泳秀\*\*\*

2017 年 12 月

2017 年 5 月末，人民幣中間價形成機制中引入“逆周期因子”，消息一出，人民幣匯率迅速翻轉，扭轉了“811”匯改以來的單邊貶值趨勢，開啓了持續至今的升值走勢（圖一陰影部分）。從圖一可以看出，自 2015 年“811”匯改以來，人民幣匯率開啓了長期的單邊貶值走勢。2015 年 8 月 13 日至 2017 年 5 月 26 日，人民幣匯率從 6.4 貶值至 6.87，貶值幅度達到 6.82%。而自貨幣當局 2017 年 5 月 26 日引入“逆周期因子”以來，截至 2017 年 10 月 20 日，人民幣匯率已累計升值 3.94%。直觀來看，“逆周期因子”似乎對於人民幣匯率走勢有着重大的影響。那麼，“逆周期因子”決定了人民幣匯率走勢嗎？

---

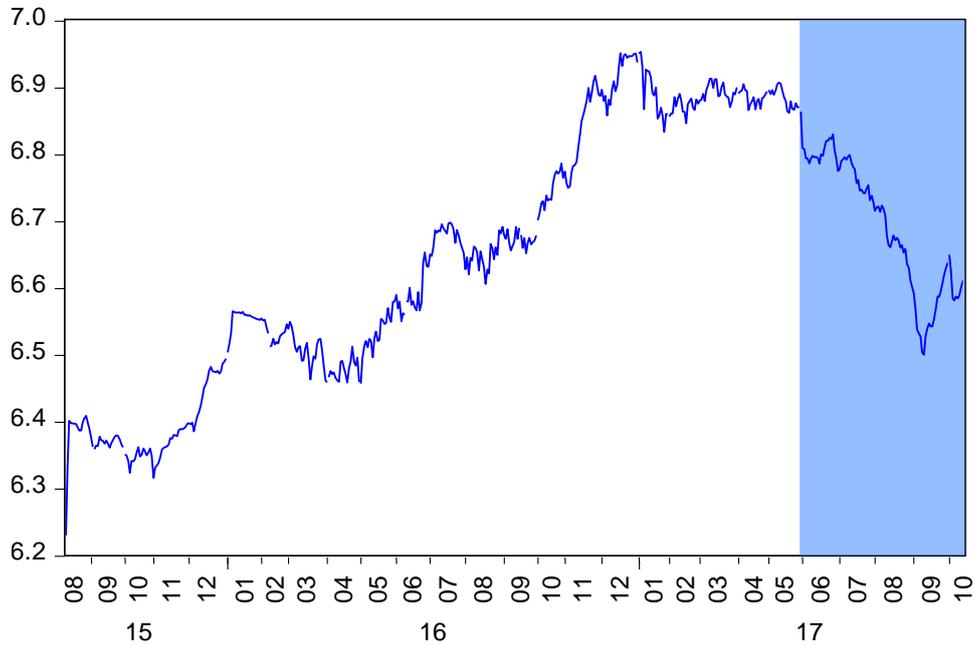
<sup>§</sup> © 2017 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所

\* 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所常務所長。本文僅代表作者個人意見，並不代表本所的觀點。

\*\* 中國人民大學國際貨幣研究所特約研究員

\*\*\* 中國人民大學財政金融學院助理研究員

圖一：引入“逆周期因子”前後人民幣匯率中間價走勢  
(2015年8月11日至2017年10月20日)<sup>1</sup>  
USDCNY



## 1. 為什麼引入“逆周期因子”

引入“逆周期因子”，是進一步完善人民幣匯率中間價形成機制的重要一步。近年來，人民幣匯率中間價形成機制不斷完善。2015年8月11日中國人民銀行宣布實施人民幣匯率形成機制改革，“811匯改”強調前一日參考收盤價決定第二天的中間價，意在通過收盤匯率反映市場供求。2015年12月11日，為避免人民幣單一釘住美元匯率，更充分地反映人民幣價值相對於世界主要貨幣的變動，提出加大參考一籃子貨幣匯率變化的力度，初步形成了“收盤價 + 一籃子貨幣匯率變化”的中間價形成機制。2017年2月，外匯市場自律機制對人民幣兌美元匯率中間價進行“技術性調整”，將中間價對一籃子貨幣的參考時段由報價前24小時調整為前一日收盤後到報價前的15小時，避免了美元匯率日間變化在次日中間價中重複反映，這一舉措使人民幣中間價定價機制更為合理。2017年5月末，貨幣當局透露在人民幣匯率中間價形成機制中加入“逆周期因子”，形成“收盤匯率 + 一籃子貨幣匯率變化 + 逆周期因子”的定價機制，

<sup>1</sup> 數據來源：中國貨幣網。

“逆周期因子”由各報價行根據經濟基本面變化、外匯市場順周期程度等自行設定，中國外匯交易中心收到做市商報價後，去掉最高和最低的部分報價然後取平均，得到當日人民幣兌美元匯率中間價。

引入“逆周期因子”，是“健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架”的重要一環。2017年10月，在黨的十九大報告中，強調要“健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架”。所謂“宏觀審慎政策”，主要是指逆周期的政策措施，從而防範宏觀風險。“逆周期因子”作為“宏觀審慎政策”中的一環，在調節市場交易行為順周期性中發揮重大作用。

引入“逆周期因子”主要有如下兩個目的。一是使匯率更好地反映國內基本面。2017年以來，我國國內經濟基本面趨好，同時美元匯率持續走弱，且同期國際主要貨幣相對美元都有一定幅度的升值。反觀人民幣兌美元匯率，卻只有小幅升值，這與經濟基本面不符。在收盤匯率和一籃子貨幣匯率變動的基礎上，加入“逆周期因子”，修正原來定價機制對經濟基本面反映不足的問題，使中間價與經濟基本面更貼合。二是對沖市場情緒的順周期波動。長期以來，人民幣兌美元匯率走勢存在明顯的單邊升值、單邊貶值的趨勢，這是由於外匯市場交易者的交易行為存在一定的順周期性，容易引發“羊群效應”，從而易造成人民幣兌美元匯率的單邊升值或單邊貶值。引進“逆周期因子”，意在扭轉市場交易者對於匯率的單邊預期，緩解外匯市場的“羊群效應”，使匯率逐步實現雙向波動。

## 2. “逆周期因子”對人民幣匯率走勢的影響

第一，“逆周期因子”對於匯率走勢的影響，主要通過扭轉交易者單邊預期實現。經濟基本面是周期性的，而人的思維是綫性的，因而存在匯率長期逆周期性和市場情緒短期順周期性的矛盾。市場交易者容易放大並強化單邊預期，且這種單邊預期明顯滯後於經濟基本面的變化，造成短期匯率與經濟基本面的偏離。引入“逆周期因子”，傳導出強烈的增強人民幣兌美元匯率雙向波動的政策意圖，給市場交易者釋放出人民幣兌美元匯率將改變單邊升值或單邊貶值的路徑，

並更加貼近經濟基本面的信號，從而扭轉交易者的單邊預期，引導市場交易者根據經濟基本面變動進行交易決策。交易者預期的改變進一步推動交易行為的改變，從而遏制人民幣兌美元匯率的單邊波動路徑，增強雙向波動。

第二，“逆周期因子”主要影響短期匯率走勢，對於長期匯率作用甚微。人民幣兌美元的長期匯率，主要由兩國經濟基本面和外匯市場上的供求關係決定。引入“逆周期因子”並不會對經濟基本面產生實質影響，也不會持續地改變外匯市場上的供求關係，因而“逆周期因子”並不會對人民幣兌美元的長期匯率產生影響。人民幣兌美元的短期匯率，則主要受短期市場供求關係和交易情緒的影響。市場供求關係主要由前一日收盤價反映。“逆周期因子”則主要通過在短期內扭轉市場交易者對於匯率的單邊預期，對沖短期市場情緒的順周期波動，緩解外匯市場的“羊群效應”。

第三，從長期來看，“逆周期因子”不會是決定人民幣匯率的主要因素。在短期，“逆周期因子”能夠有效對沖市場情緒的順周期波動，扭轉市場的單邊預期，增強匯率雙向波動，同時使短期匯率更好地反映經濟基本面。因而，短期來看，“逆周期因子”會一定程度影響人民幣匯率走勢。然而，從長期來看，隨着外匯市場定價機制和交易機制的進一步完善，外匯市場交易者逐步成熟，人民幣匯率的雙向波動會逐步成為常態。此時，外匯交易者的單邊預期得到根本扭轉，市場會自發扭轉單邊預期，實現雙向波動，同時交易者的交易行為也會自發地與經濟基本面保持一致。換句話說，此時“逆周期因子”對人民幣匯率的影響空間有限，因為市場已經自發地對匯率進行了逆周期調整。

### **3. 從人民幣匯率的決定因素看未來人民幣匯率走勢**

目前，人民幣中間價已經形成了“收盤匯率 + 一籃子貨幣匯率變化 + 逆周期因子”的定價機制。其中，“收盤匯率”反映市場供求關係；“一籃子貨幣匯率”變化反映人民幣相對於國際主要貨幣的價值變動，因而人民幣匯率反映的是人民幣購買力相對於國際購買力的變化，而不再僅僅是單一地相對於美元的價

格；“逆周期因子”調節短期市場情緒的順周期性，修正匯率在短期內對於經濟基本面的偏離，促進人民幣匯率的雙向波動。

可以看出，市場供求關係和人民幣相對於國際貨幣的價格變動，無論在長期還是短期，都是對經濟基本面的直接反映，兩者是決定人民幣匯率走勢的主要因素。

而順周期的市場情緒對人民幣匯率的影響，是短期的和暫時性的，主要影響短期匯率波動，且在目前外匯市場交易者非理性、單邊預期的情形下影響較大。而隨着外匯市場機制和外匯市場交易者的進一步成熟，隨着人民幣匯率中間價定價機制的進一步市場化，“逆周期因子”對人民幣匯率的影響空間有限。因而，“逆周期因子”在短期內會一定程度地影響人民幣短期匯率的走勢，而在長期不會是決定人民幣匯率走勢的主要因素。

那麼，未來人民幣匯率的走勢如何呢？基於人民幣匯率主要由市場供求關係和一籃子貨幣匯率變化決定，可以判斷，隨着中國經濟的穩步發展，隨着中國資本市場的逐步放開，長期人民幣匯率將會比較堅挺。同時，基於“逆周期因子”能夠扭轉市場交易者的單邊預期，未來人民幣匯率短期雙向波動將會強化。