

“逆周期因子”决定了人民币汇率走势吗？

庄太量 何青 郭泳秀

研究专论第六十一号

二零一七年十二月

香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

鸣谢

刘佐德全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠
对我们的支持 (以英文字母顺序):

捐助人及机构

查懋德	雅居乐集团控股有限公司
郑海泉	亚洲金融集团有限公司
蔡冠深	中国银行(香港)有限公司
胡祖六	银联金融有限公司
江达可	中国概念(咨询顾问)有限公司
刘佐德及刘陈素霞	第一东方投资集团
刘遵义	四洲集团有限公司
利乾	恒隆地产有限公司
梁锦松	恒基兆业地产有限公司
李伟波	香港交易及结算所有限公司
吕耀东	弘毅投资
黄志祥	中国工商银行(亚洲)有限公司
孙少文	丽新发展有限公司
王庭聪	刘佐德基金有限公司
荣智权	敏华控股有限公司
盛智文	星岛新闻集团有限公司
	新鸿基地产发展有限公司
	大生银行有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司
	The Lanson Foundation
	永隆银行有限公司

活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行(香港)有限公司
方方	中国银行金边分行
方正	北山堂基金
冯国经	国家开发银行
李伟波	金陵华软
黄桂林	厚朴投资管理公司
	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	The Santander-K Foundation
	银联国际

“逆周期因子”决定了人民币汇率走势吗？[§]

庄太量* 何青** 郭泳秀***

2017年12月

2017年5月末，人民币中间价形成机制中引入“逆周期因子”，消息一出，人民币汇率迅速翻转，扭转了“811”汇改以来的单边贬值趋势，开启了持续至今的升值走势（图一阴影部分）。从图一可以看出，自2015年“811”汇改以来，人民币汇率开启了长期的单边贬值走势。2015年8月13日至2017年5月26日，人民币汇率从6.4贬值至6.87，贬值幅度达到6.82%。而自货币当局2017年5月26日引入“逆周期因子”以来，截至2017年10月20日，人民币汇率已累计升值3.94%。直观来看，“逆周期因子”似乎对于人民币汇率走势有着重大的影响。那么，“逆周期因子”决定了人民币汇率走势吗？

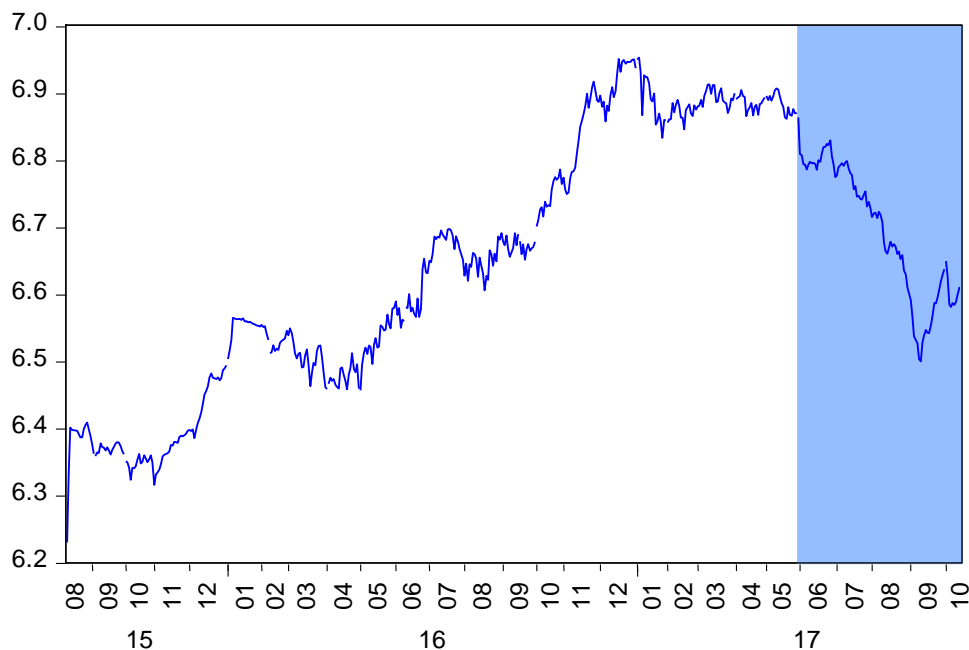
[§] © 2017 香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所

* 香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所常务所长。本文仅代表作者个人意见，并不代表本所的观点。

** 中国人民大学国际货币研究所特约研究员

*** 中国人民大学财政金融学院助理研究员

图一：引入“逆周期因子”前后人民币汇率中间价走势
(2015年8月11日至2017年10月20日)¹
USDCNY



1. 为什么引入“逆周期因子”

引入“逆周期因子”，是进一步完善人民币汇率中间价形成机制的重要一步。近年来，人民币汇率中间价形成机制不断完善。2015年8月11日中国人民银行宣布实施人民币汇率形成机制改革，“811 汇改”强调前一日参考收盘价决定第二天的中间价，意在通过收盘汇率反映市场供求。2015年12月11日，为避免人民币单一钉住美元汇率，更充分地反映人民币价值相对于世界主要货币的变动，提出加大参考一篮子货币汇率变化的力度，初步形成了“收盘价 + 一篮子货币汇率变化”的中间价形成机制。2017年2月，外汇市场自律机制对人民币兑美元汇率中间价进行“技术性调整”，将中间价对一篮子货币的参考时段由报价前24小时调整为前一日收盘后到报价前的15小时，避免了美元汇率日间变化在次日中间价中重复反映，这一举措使人民币中间价定价机制更为合理。2017年5月末，货币当局透露在人民币汇率中间价形成机制中加入“逆周期因子”，形成“收盘汇率 + 一篮子货币汇率变化 + 逆周期因子”的定价机制，“逆周期因子”由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定，中国

¹ 数据来源：中国货币网。

外汇交易中心收到做市商报价后，去掉最高和最低的部分报价然后取平均，得到当日人民币兑美元汇率中间价。

引入“逆周期因子”，是“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”的重要一环。2017年10月，在党的十九大报告中，强调要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。所谓“宏观审慎政策”，主要是指逆周期的政策措施，从而防范宏观风险。“逆周期因子”作为“宏观审慎政策”中的一环，在调节市场交易行为顺周期性中发挥重大作用。

引入“逆周期因子”主要有如下两个目的。一是使汇率更好地反映国内基本面。2017年以来，我国国内经济基本面趋好，同时美元汇率持续走弱，且同期国际主要货币相对美元都有一定幅度的升值。反观人民币兑美元汇率，却只有小幅升值，这与经济基本面不符。在收盘汇率和一篮子货币汇率变动的基础上，加入“逆周期因子”，修正原来定价机制对经济基本面反映不足的问题，使中间价与经济基本面更贴合。二是对冲市场情绪的顺周期波动。长期以来，人民币兑美元汇率走势存在明显的单边升值、单边贬值的趋势，这是由于外汇市场交易者的交易行为存在一定的顺周期性，容易引发“羊群效应”，从而易造成人民币兑美元汇率的单边升值或单边贬值。引进“逆周期因子”，意在扭转市场交易者对于汇率的单边预期，缓解外汇市场的“羊群效应”，使汇率逐步实现双向波动。

2. “逆周期因子”对人民币汇率走势的影响

第一，“逆周期因子”对于汇率走势的影响，主要通过扭转交易者单边预期实现。经济基本面是周期性的，而人的思维是线性的，因而存在汇率长期逆周期性和市场情绪短期顺周期性的矛盾。市场交易者容易放大并强化单边预期，且这种单边预期明显滞后于经济基本面的变化，造成短期汇率与经济基本面的偏离。引入“逆周期因子”，传导出强烈的增强人民币兑美元汇率双向波动的政策意图，给市场交易者释放出人民币兑美元汇率将改变单边升值或单边贬值的路径，并更加贴近经济基本面的信号，从而扭转交易者的单边预期，引导市场交易者根据经济基本面变动进行交易决策。交易者预期的改变进一步推动交易行为的改变，从

而遏制人民币兑美元汇率的单边波动路径，增强双向波动。

第二，“逆周期因子”主要影响短期汇率走势，对于长期汇率作用甚微。人民币兑美元的长期汇率，主要由两国经济基本面和外汇市场上的供求关系决定。引入“逆周期因子”并不会对经济基本面产生实质影响，也不会持续地改变外汇市场上的供求关系，因而“逆周期因子”并不会对人民币兑美元的长期汇率产生影响。人民币兑美元的短期汇率，则主要受短期市场供求关系和交易情绪的影响。市场供求关系主要由前一日收盘价反映。“逆周期因子”则主要通过短期内扭转市场交易者对于汇率的单边预期，对冲短期市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场的“羊群效应”。

第三，从长期来看，“逆周期因子”不会是决定人民币汇率的主要因素。在短期，“逆周期因子”能够有效对冲市场情绪的顺周期波动，扭转市场的单边预期，增强汇率双向波动，同时使短期汇率更好地反映经济基本面。因而，短期来看，“逆周期因子”会一定程度影响人民币汇率走势。然而，从长期来看，随着外汇市场定价机制和交易机制的进一步完善，外汇市场交易者逐步成熟，人民币汇率的双向波动会逐渐成为常态。此时，外汇交易者的单边预期得到根本扭转，市场会自发扭转单边预期，实现双向波动，同时交易者的交易行为也会自发地与经济基本面保持一致。换句话说，此时“逆周期因子”对人民币汇率的影响空间有限，因为市场已经自发地对汇率进行了逆周期调整。

3. 从人民币汇率的决定因素看未来人民币汇率走势

目前，人民币中间价已经形成了“收盘汇率 + 一篮子货币汇率变化 + 逆周期因子”的定价机制。其中，“收盘汇率”反映市场供求关系；“一篮子货币汇率”变化反映人民币相对于国际主要货币的价值变动，因而人民币汇率反映的是人民币购买力相对于国际购买力的变化，而不再仅仅是单一地相对于美元的价格；“逆周期因子”调节短期市场情绪的顺周期性，修正汇率在短期内对于经济基本面的偏离，促进人民币汇率的双向波动。

可以看出，市场供求关系和人民币相对于国际货币的价格变动，无论在长期还是短期，都是对经济基本面的直接反映，两者是决定人民币汇率走势的主要因素。

而顺周期的市场情绪对人民币汇率的影响，是短期的和暂时性的，主要影响短期汇率波动，且在目前外汇市场交易者非理性、单边预期的情形下影响较大。而随着外汇市场机制和外汇市场交易者的进一步成熟，随着人民币汇率中间价定价机制的进一步市场化，“逆周期因子”对人民币汇率的影响空间有限。因而，“逆周期因子”在短期内会一定程度地影响人民币短期汇率的走势，而在长期不会是决定人民币汇率走势的主要因素。

那么，未来人民币汇率的走势如何呢？基于人民币汇率主要由市场供求关系和一篮子货币汇率变化决定，可以判断，随着中国经济的稳步发展，随着中国资本市场的逐步放开，长期人民币汇率将会比较坚挺。同时，基于“逆周期因子”能够扭转市场交易者的单边预期，未来人民币汇率短期双向波动将会强化。