



# 市场快讯

大华银行环球经济与市场研究部

2017年05月31日 星期三

 **UOB** 大华银行

誠摯如一 

# 中国：调整人民币对美元汇率中间价报价

## 人民币报价模型引入新因子，以补充市场因素

针对近期对人民币对美元汇率中间价报价模型发生潜在变化的猜测以及人民币对美元汇率中间价与日收盘价之间日益扩大的差距，中国外汇交易中心（CFETS）周五（5月26日）发布了“自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问”（见本报告末尾的链接）。

### 中国：人民币对美元汇率收盘价和中间价



在声明中，CFETS 表示，中国确实考虑在人民币对美元汇率中间价报价模型中引入“逆周期调节因子”。主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”和非理性预期的惯性驱使。针对这一问题，部分人民币对美元汇率中间价报价商通过一些具体的模型设置予以矫正，已在过去一段时间的中间价形成中有所反映。此次以工商银行为牵头行的外汇市场自律机制汇率工作组总结相关经验，并经进一步研究讨论，建议在中间价报价模型中增加“逆周期因子”，以更好地反映经济基本面的作用，补充目前的仅限于“市场因素”。

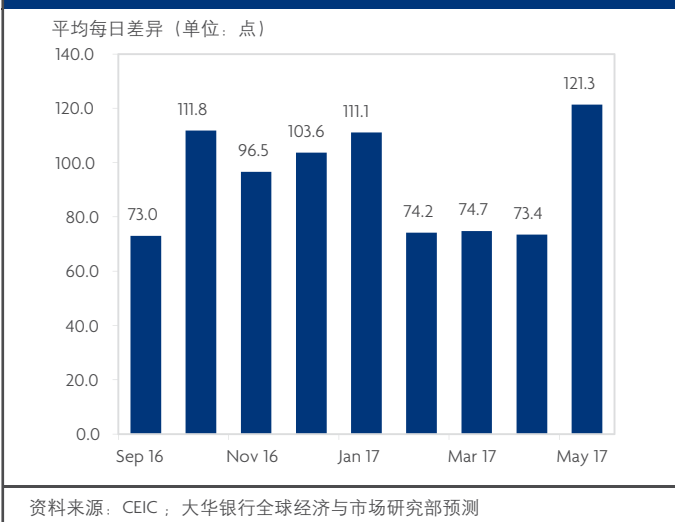
这一轮调整将是自 2015 年 8 月 11 日宣布完善中间价定价机制以来的最大变化之一，虽然当前官方没有正式公布何时会确实落实这一变化。从近期市场价格和每日中间价之间

不断扩大的差异来看，这个新因子明显已经被使用了好几个星期。

## 人民币未对美元走弱作出反应

目前参考前一日收盘价的安排确实存在缺陷，可能导致“周期性”的市场情绪行为。例如在今日人民币中间价走强的情况下，投资者对人民币持负面情绪 / 对美元持正面情绪，有可能会充分利用时机买入美元，从而使人民币收盘价下调。由于前一日的市场结果，次日的中间价报价可能被迫下调，周期重复。这是推出“逆周期调节因子”以抵消市场“顺周期”情绪的一个主要原因。

### 中国：人民币对美元汇率中间价与前一日即期收盘价之间的绝对差异



如图所示，尽管美元走软，特别是自 3 月份的 FOMC 会议之后，国内基本面普遍好转（例如，令人意外的稳健第一季度 GDP 报告），但人民币并未因此升值。也就是说，不管内外部发展如何，人民币对美元汇率实际波动幅度非常小。这种差异显然引起当局的关切。如果不加以控制和引导，人民币贬值倾向和非理性情绪确实可能会导致汇率过度调整的“失真”、信心丧失以及非常令人担忧的“羊群效应”，而这也近一步会引起对国内基本面的非理性担忧。

这个价格差异在近一个月显著的扩大。利用今日的中间价与前一交易日的收盘价计算得出的平均每日绝对差异创近 9 个月来的最大值，5 月份的日均差价为 121 点，比前 3 个月的平均水平高出 63%。而从近期市场价格和每日中间价之间不断扩大的差异来看，也印证了这个新因子明显已经被试用了好几个星期。

## 中间价机制的进一步演变

如图所示，自 2015 年 8 月 11 日中间价机制改革以来，人民币对美元汇率中间价机制经历了多次完善。随后，人民币对美元汇率中间价加入了对一篮子货币的参考，并缩短了参考时间段，以避免重复反映计算收盘价。

加入“逆周期调节因子”的这一最新变化是另一个旨在改善人民币对美元汇率中间价的形成，以更好地反映市场情绪和经济基本面的举措。

然而，这个因子的组成目前可能不那么明显，因为尚不清楚导出因子所需的考虑因素或组成部分。虽然经济基本面应该发挥其重要作用，但是国内数据只能在至少一段时间内才能获得，而且国内数据普遍缺乏实时性。这可能使最新因子的变量比其他因素的变量更主观。因此，还有待观察完善后的中间价形成机制将如何运作，而不确定性的程度实际上可能也会增加。显然，当局认为除了价格信号外，投资者还应该在评估人民币前景的过程中从经济基本因素中获取线索。

自 2015 年 8 月 11 日以来人民币对美元汇率中间价报价机制的演变情况



资料来源：chinamoney.com.cn；大华银行全球经济与市场研究部

## 人民币的下一步怎么走？

人民币中间价报价形成机制的最新潜在变化虽然尚未正式公布,但可以视为 2015 年 8 月 11 日以来的最大改革之一。然而,从近期市场收盘价与每日中间价差距日趋扩大的情况来看,我们可以假设新增的“逆周期调节因子”在一定程度上已经在运行。

很明显,当局担心人民币市场价对目前美元走弱和国内基本面好转有所背离。因此,改变中间价形成的最新举措应该在某种程度上可以改善人民币的市场情绪。还应该清楚的是,最新的举措大大减低了人民币大幅度贬值的概率。这是因为当局充分关注投资者对人民币的贬值预期,甚至单边市场预期的倾向进而导致市场供求出现一定程度的“失真”,增大市场汇率超调的风险。

另一方面,随着“逆周期调节因子”的加入,大家应该预期人民币出现双向波动的概率会更大,因为如果当局认为人民币被高估或低估的话,那么这个因子可以在相反的方向发挥其功能。

鉴于美元目前处于较疲惫的状态,而未来 6-12 个月也很可能会表现疲软,我们正在审查所有外汇预测,包括人民币。相较于我们目前的预测——人民币对美元汇率到 2017 年第二季度末为 7.02,到 2017 年末为 7.16,我们倾向于调高人民币对美元的预测。

可以肯定的是,加入较客观因子的人民币汇率将比以前更有可能出现双向波动的倾向,从而使对冲和管理外汇风险变为更为重要。

## 外汇技术展望 (分析师: Quek Ser Leang和Peter Chia)

以星期为基础单位,离岸人民币对美元汇率上周以 6.8194 收盘(5 月 26 日),下跌 0.77%。这是今年以来的第三大单周跌幅。大幅下跌似乎有可能进一步扩大至 6.7930 (二月份的低点)。在这个水平以下,下一个主要支撑位是 1 月初的 6.7835 日内低位。

在岸人民币和离岸人民币“追赶”其他货币肯定有空间,因为在此轮美元走软过程中,两者都大大落后于区域货币。因此,较目前的水平对美元升值 1% 也不足为奇。加上香港上周五(5 月 26 日)开始的资金挤压,离岸人民币的空头头寸可能会进一步受到压缩,从而导致离岸人民币对美元汇率大幅上升。

参考资料:

自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问 2017-05-26

<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/38244066>

## 免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行(中国)有限公司(“本行”)经授权予以发布。大华银行(中国)有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用,研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请,亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息(研究部和本行并未对其进行核实)而编制的,对于本文件及其内容的完整性和正确性,研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言,本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏(无论由于何种原因引起)负责,亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项(包括但不限于国家、市场或者公司)未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性,并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现,不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前,请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询,如果您决定不征求该等顾问的意见,您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品(“产品”)中可能享有权益,包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务,或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系,或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意,本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供,亦不得被用于其它用途。