

# 研究报告

## 中国：中国人民银行在定价模型中重启逆周期因子

2018年8月29日，星期三

全德健，CFA

[Suan.TeckKin@uobgroup.com](mailto:Suan.TeckKin@uobgroup.com)

郭志良

[Quek.SerLeang@uobgroup.com](mailto:Quek.SerLeang@uobgroup.com)

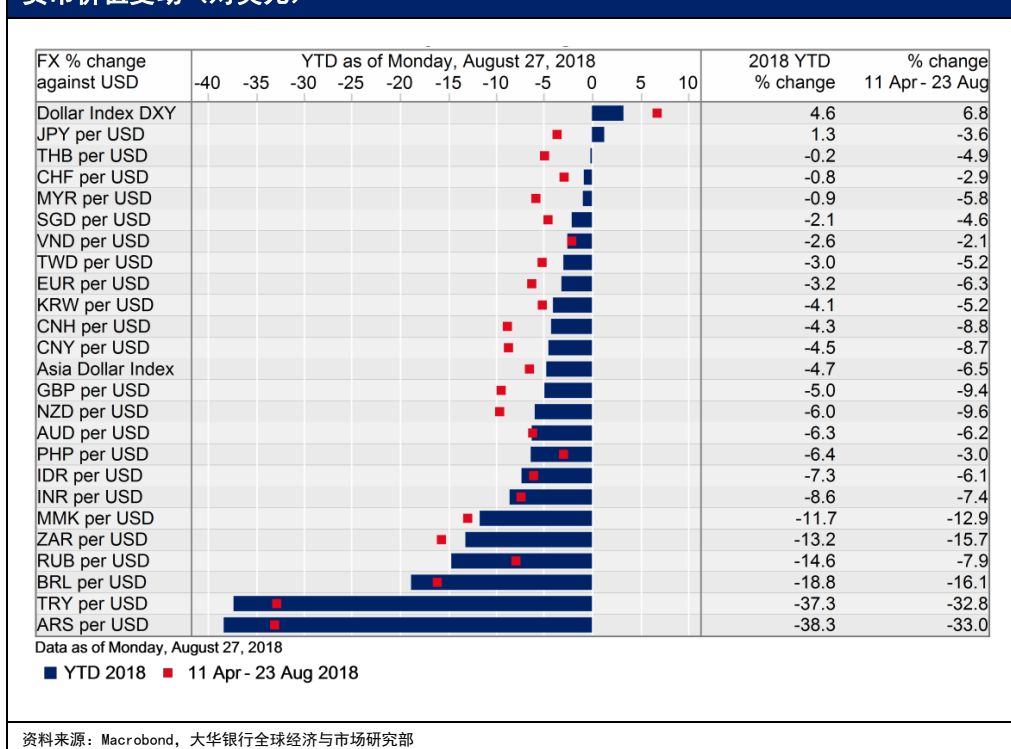
### 重启逆周期因子，消除“羊群效应”

上周五晚（2018年8月24日），中国人民银行宣布在人民币对美元汇率中间价报价模型中重启逆周期因子（counter-cyclical factor, CCF），从而应对根据监管者判断，数月以来越演越烈的人民币价值“羊群效应”。作为对这一消息的回应，离岸美元/人民币汇率当晚骤跌1.32%，创下自2016年1月以来美元单日最大跌幅，周五（8月24日）收6.8024。周一（8月27日）美元/人民币汇率略涨，收于6.8248，高于周五收盘汇率6.8105，说明美元仍然趋于坚挺。周一早上，美元/人民币中间价低于预期，从上周五的6.8710降至6.8508，跌202点，跌幅0.29%。定价与我们预期的下跌234点大致吻合。

在当前美元坚挺，中美贸易紧张不确定性环境下出现的“羊群效应”，使得人民币大幅贬值，而且跌幅超出其它货币。值得重视的是，中国人民银行对外汇市场的“羊群效应”一直在予以持续关注，之前外汇期货交易引入规定储备金等举措，也可能是基于对“羊群效应”的顾虑（详情请参考中国人民银行2017年第2季度货币政策报告，和我们2017年8月14日出具的报告“[中国：中国人民银行重申中立稳健的货币政策立场](#)”）。

如表格所示，与其它亚洲货币相比，人民币和离岸人民币对美元相对较弱。自4月11日创对美元汇率约6.27近期新高以后，人民币随着中美贸易关系紧张而暴跌。

### 货币价值变动（对美元）



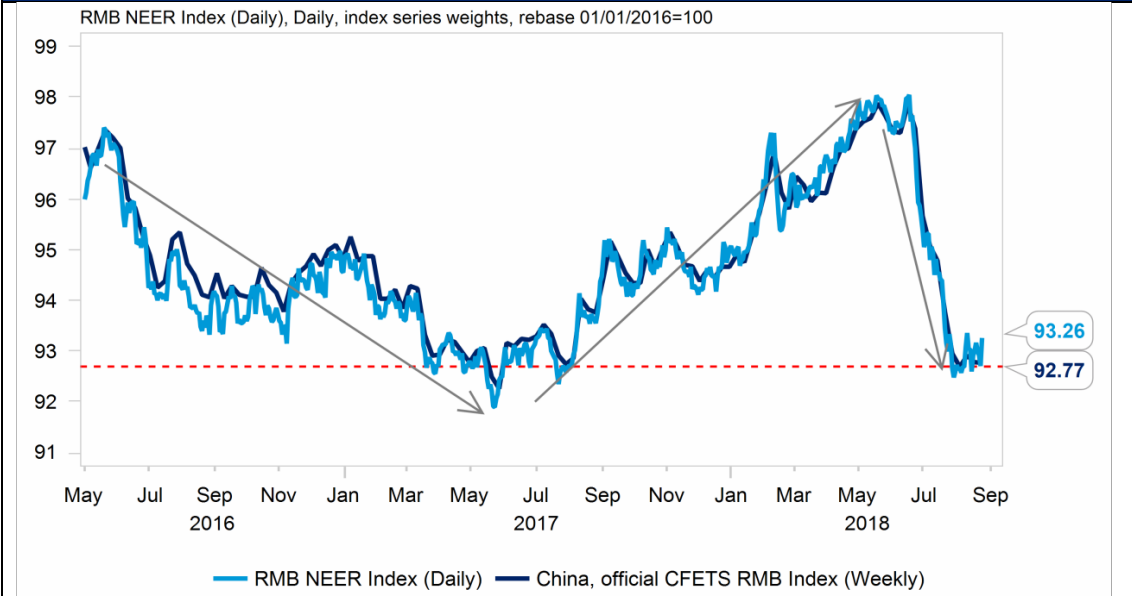
4月11日至8月23日（也就是宣布重启 CCF 的前一天）期间，人民币和离岸人民币对美元下跌近9%，同期，亚洲美元指数（ADXY）下跌6.6%，而美元指数（DXY）上涨0.8%。

人民币和离岸人民币下跌幅度较大，引起了监管者的关注。在不考虑基础经济因素的情况下，人民币在市场中可能处于劣势，进而在中美交易关系反复波动的条件下，导致暴跌。

### 人民币暴跌和人民币名义有效汇率敲响警钟

人民币单边升值或单边贬值的时期已经不复存在了，市场应该准备应对货币上下震荡的情况。虽然如此，如图表所示，4月到8月期间，人民币对美元汇率和贸易加权指数（人民币名义有效汇率）快速下跌更甚于以往。

### 中国：人民币名义有效汇率指数



资料来源：Macrobond，大华银行全球经济与市场研究部

### 中国：人民币对美元及美元指数



资料来源：Macrobond，大华银行全球经济与市场研究部

这一进程可能使监管者认为，尽管如上所述，中国基本面基本均衡，但市场仍对人民币过于悲观。如果这种过于悲观的情绪持续或者恶化，有可能会引发类似市场恐慌的情况和更大幅度的跌势及信心丧失的不良后果。

中国央行此次重启逆周期因子预期会：1) 使经济基本面在确定中间价中发挥作用，进而影响人民币走势；2) 帮助市场建立对货币未来价值的“理性”预期；以及 3) 优化中间价定价机制的透明度。

## 尽管重启逆周期因子，人民币仍承受着美元坚挺带来的压力

在中间价定价中重启逆周期因子后，中国人民银行得以在不直接干预外汇市场的情况下，灵活地影响货币价格。应该注意到，逆周期因子并不是要逆转货币价格趋势，而是旨在“缓解顺周期市场行为，稳定市场预期”，这一点，中国人民银行在 8 月 24 日的新闻稿中也提及过。

实际上，中国人民银行在声明中提到“我国经济稳中向好，经济结构调整取得积极进展，增长动力加快转换，增长韧性较强，人民币汇率有条件在合理均衡水平上保持基本稳定。”

因此，我们理解的是，中国人民银行认为，国内基本面没有出现恶化的现象，中国经济预期乐观，人民币会随美元坚挺而趋于疲软，但也仅此而已。因此，我们设想的是中国人民银行认为，人民币和离岸人民币近期下跌幅度过大，超出了预期和经济基本面，因此有必要重启逆周期因子，以引导市场预期，抵消“羊群效应”，及避免市场丧失信心。

如上所述，逆周期因子的重启不会逆转货币下跌趋势。因此，如果美元仍受到美联储紧缩货币政策、中美贸易关系持续紧张以及中国相对宽松货币政策的支持，那么人民币始终会承受压力。但是，随着逆周期因子的重启，可以预期的是人民币贬值速度会减缓。

### 中国外汇制度近期变化

日期	事件
2015 年 8 月 11 日	中国人民银行中间价机制改革
2015 年 12 月 11 日	引入人民币指数，作为中间价定价的一部分，即“一篮子货币的收盘价变动”。
2016 年 6 月 27 日	建立外汇市场自律机制
2016 年 8 月 15 日	远期售汇业务外汇风险准备金率调整为 20%
2017 年 2 月	中间价的基准时间从收盘前 24 小时缩短到 15 小时
2017 年 5 月	引入逆周期因子，进一步完善了中间价定价机制，包括：“收盘价+一篮子货币汇率变动+逆周期因子”
2017 年 9 月 11 日	将 2016 年 8 月 15 日设置的远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0%
2018 年 1 月 19 日	随着跨境资金流和外汇市场的供需趋于平衡，外汇市场自律机制将逆周期因子设定为“中性”。
2018 年 8 月 3 日	中国人民银行宣布远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0% 上调至 20%，于 2018 年 8 月 6 日生效；之前 2017 年 9 月 11 日外汇风险准备金率曾设定为 0%。
2018 年 8 月 24 日	中国人民银行宣布重启逆周期因子。

来源：中国人民银行、中国外汇交易中心、媒体报道、大华银行全球经济与市场研究部

**技术观点**（作者 Quek Ser Leang, [Quek.SerLeang@uobgroup.com](mailto:Quek.SerLeang@uobgroup.com)）

**美元/人民币：6.8115**

在上周二的更新报告中（参见 8 月 21 日外汇透视：美元亚洲周刊报），我们认为“美元/离岸人民币汇率短期走高”和“有进一步回调空间，但预计在 6.8035 将获强劲支撑”。我们补充道，“下一个主要支持点更接近 6.7400，很可能暂时无法达到这一水平”。美元随后反弹至 6.8958 的高点并在上周五暴跌 1.32%（这是自 2016 年 1 月以来的最大单日跌幅）。随后快速暴跌已跌破 6.8035 点支撑位，触及 6.7989 的低点，周二上午跌势持续延伸（撰稿时低点为 6.7818）。快速下跌已明显转移至 6.7400 这一下个支撑位，但下跌速度太快、耗时过短，我们仍然认为，至少在未来一周左右，不会达到这一水平。总之，美元/离岸人民币仍明显承受着压力，短期内，跌势会在 6.8700 点处遭遇“关键阻力”（6.8500 点处存在轻微阻力）。

Reference:

RMB/USD Central Parity Rate Quoting Banks Have Reintroduced Counter-Cyclical Factor, PBoC, 24 Aug 2018

<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3610729/index.html>

人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”，中国人民银行，2018 年 8 月 24 日

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3610722/index.html>

China's Monetary Policy Report for 2Q 2017, PBoC

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3360428/2017081120382279077.pdf>

## 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，包括进行行销、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。

公司注册编号 193500026Z