

专题报告

2022年9月1日星期四

央行重启了逆周期因子？

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要：

在汇率总体趋弱的背景下，在有管理的浮动体系下，观察央行的举动是研判汇率走向的一个重要方面，尽管央行近期对汇率调整采取了开放的态度，但是央行如重启逆周期因子以确定中间价的话，试图消除美元指数上涨等因素对人民币汇率的顺周期影响，减轻汇率大幅波动对宏观经济的短期冲击。

正文

近日，人民币兑美元汇率因为出现明显下行而受到市场关注。人民币兑美元汇率下行是受到中国经济下行及其预期，加上美元指数因地缘政治和美元升息所致，央行以我为主的货币政策，并希望增强汇率弹性，以发挥汇率在调节内部平衡和外部平衡中的经济杠杆作用。

早在 2020 年四季度，央行因此而退出了逆周期因子对中间价的决定作用，即当日中间价根据昨日 1630 的收盘价，并参考 16:30 到第二天 07:30 一篮子货币的变动，实际上主要是参考该时段美元指数走势的变动进行一定的调整而最终得以确定。即如该时间段美元指数回落，第二天的中间价相对于昨天的人民币兑美元收盘价向上调整，反之，当该时间段美元指数回升，第二天的中间价相对于昨天的人民币兑美元收盘价向下调整，经过笔者观察，近 2 年来，基本遵循了这一规则。

但是，笔者注意到，8 月 30 日的中间价格的确定出现了明显的变化，8 月 29 日，外汇交易中心的收盘价是 6.921 元，但是，30 日公布的中间价却报 6.8802 元，价差达到-408 个基点。而当晚的美元指数在 16:30 到第二天 07:30 的时间段内仅仅是出现了微幅调整，29 日的 16:30（美国时间 29 日 0430）报 109.3731，30 日 0730（美国时间 29 日 19:30）报 108.7566），下浮了 0.6165 点，变动并不大。29 日，美元指数则全天上升 0.04 点。在美元指数在规定时间内仅仅出现小幅下浮的背景下，当日中间价却较前日收盘价出现大幅调高 408 个基点，这可能意味着逆周期因子在退出 2 年后得到重启。

表 1：近日美元指数、中间价和前日收盘价及其价差

日期	中间价	昨日收盘价 (16:30)	美元指数	当日涨跌	当日中间价格和昨日收盘价价差

2022-08-08	6.7602	6.7695	106.3827		0.01879999999999970
2022-08-09	6.7542	6.7584	106.3112	-0.0715	-0.00180000000000025
2022-08-10	6.7577	6.7612	105.2230	-1.0882	0.00699999999999967
2022-08-11	6.7386	6.7324	105.1061	-0.1169	-0.02529999999999970
2022-08-12	6.7349	6.7413	105.6788	0.5727	0.00269999999999992
2022-08-15	6.7632	6.7410	106.5155		0.00609999999999999
2022-08-16	6.7919	6.7730	106.4602	-0.0553	0.00979999999999936
2022-08-17	6.7757	6.7863	106.6483	0.1881	-0.00560000000000027
2022-08-18	6.7925	6.7802	107.5170	0.8687	0.00450000000000017
2022-08-19	6.8088	6.8065	108.1102	0.5932	0.01399999999999930
2022-08-22	6.8384	6.8198	108.9728		0.01100000000000010
2022-08-23	6.8510	6.8523	108.5394	-0.4334	0.01389999999999960
2022-08-24	6.8654	6.8388	108.6456	0.1062	-0.01220000000000000
2022-08-25	6.8503	6.8536	108.4253	-0.2203	-0.01180000000000000
2022-08-26	6.8621	6.8486	108.8564	0.4311	-0.00169999999999959
2022-08-29	6.9210	6.8698	108.7816		0.00769999999999982
2022-08-30	6.8980	6.8802	108.8249	0.0433	-0.04079999999999990
2022-08-31	6.8905	6.8906	108.6796	-0.1453	-0.00739999999999963
2022-09-01		6.8821			-0.00839999999999996

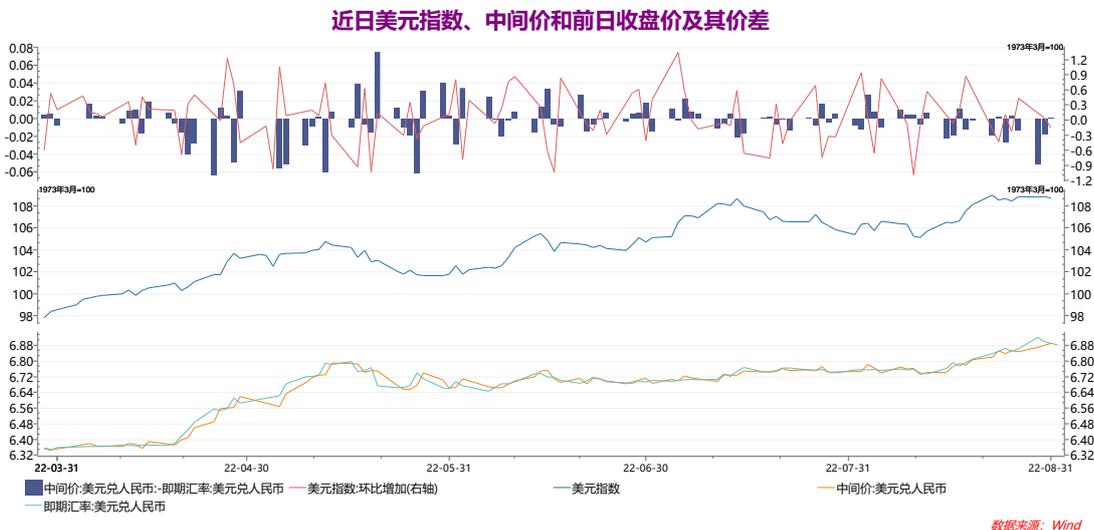
图 1：近日美元走势分时（半小时）走势图（一）



图 2：近日美元走势分时（半小时）走势图（二）



图 3：近日美元指数、中间价和前日收盘价及其价差



数据来源: Wind

注：本图价差并不准确，不是当日中间价和当日收盘价之差，而是当日中间价和昨日收盘价之差，价差仅供参考。

以上迹象，可能意味着央行已经重新启动了逆周期因子，以确定中间价。值得进一步关注。笔者注意到近期中金报告也注意到了这一点。

其实，除了逆周期因子以外，央行在汇率管理方面还是有不少工具的，至少其

可将 2020 年 4 季度以来采取的减缓货币升值的措施重新调整归位。而到目前为止，央行只是在 4 月调回了外汇存款准备金一个百分点。

表 2：央行 2020 年四季度以来对汇率进行的间接调节

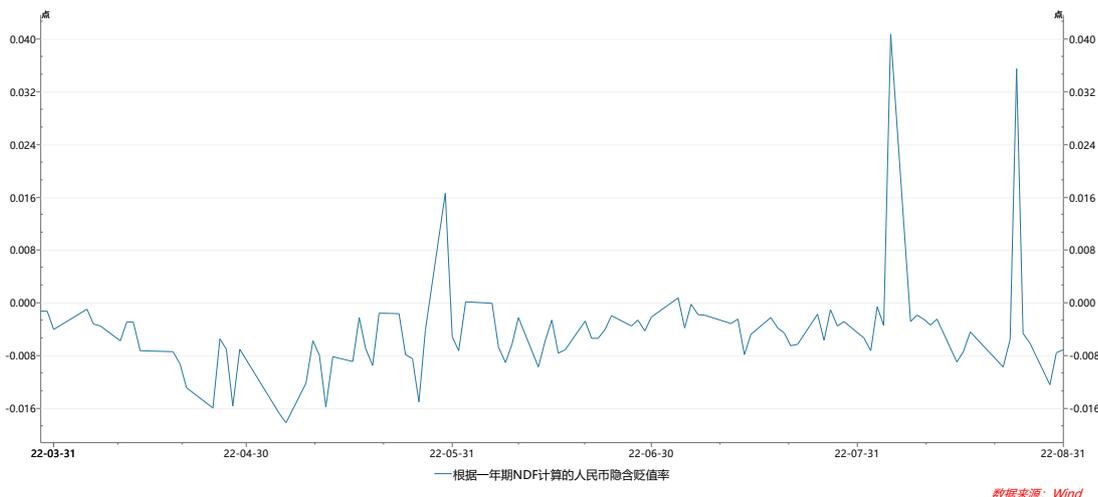
日期	措施
20201010	将银行远期售汇保证金从 20% 下调到 0:
20211030	逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响
20201211	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20201231	按照贸易格局调整 CFETS 人民币指数的外币权重
20210104	颁布《关于进一步优化人民币跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》
20210105	将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5
20210107	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20210531	提升商业银行外汇存款准备金从 5% 到 7%
20210602	发放新一轮 QDII 额度 103 亿美元
20211209	提升商业银行外汇存款准备金从 7% 到 9%

在汇率总体趋弱的背景下，在有管理的浮动体系下，观察央行的举动是研判汇率走向的一个重要方面，尽管央行近期对汇率调整采取了开放的态度，但是央行如重启逆周期因子以确定中间价的话，试图消除美元指数上涨等因素对人民币汇率的顺周期影响，减轻汇率大幅波动对宏观经济的短期冲击。

从市场面看，从根据一年期 NDF 计算的人民币隐含贬值率看，基本可控，并没有出现恐慌情绪。8 月 29 日达到 -1.24%，低于 4 月的 -2%。

图 4：根据一年期 NDF 计算的人民币隐含贬值率

根据一年期NDF计算的人民币隐含贬值率



但一方面是人民币汇率调整基本可控，另一方面，7元应该只是一个心理关口，而7.2元的观察价值远高于7元。央行重新启用逆周期因子将促进人民币汇率的有序调整。但对企业而言，做到汇率中性依旧十分必要。

(研究所 20220901)

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799