

逆周期因子尚未使用

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年06月11日

投资摘要:

我们考察了今年以来的美元兑人民币汇率中间价，逆周期因子并未投入使用。在今年2月以来的人民币贬值周期中，央行对待汇率的态度相比去年更为“佛系”。在人民币不存在长期贬值压力，以及汇率工具尚未使用的背景下，我们认为汇率或不会成为未来降息的掣肘，或者说央行倾向于在降息后如有必要再对汇率进行引导。

人民币兑美元短期仍有贬值压力 2022年8月以来，随着联邦基金目标利率的不断走高以及我国国内经济基本面的变化，人民币经历了两轮贬值周期。在这两轮贬值周期中，我们认为汇率的核心驱动因素为中美利差。

- **第一轮：2022年8月中旬-11月上旬。**以央行降息为标志，美元兑人民币汇率开始迅速上行。彼时美联储仍在加息途中，美国通胀仍未见到下降拐点，市场在本轮人民币贬值周期中对联邦基金目标利率的高点未有清晰判断，中美两国利差预期随通胀的发酵不断走阔，成为了推动人民币兑美元贬值的最大的动力。
- **第二轮：2023年2月初至今。**在本轮人民币兑美元的贬值周期中，我国经济基本面成为了带动中美利差走阔的关键因素。1月后各项指标以及资产价格显示我国经济复苏的高度并未达到市场的预期。在这种情况下无论是信贷收缩带来的市场利率下行或是基本面偏弱增加的降息可能均在指向国内更低的利率环境。而同时美国整体CPI开始下降，叠加长短端利率倒挂引发的风险事件，市场对联邦基金目标利率的高点判断趋于一致。

人民币兑美元长期不存在贬值压力，资本流动带来的短期波动不可避免。我们认为对人民币汇率的分析依然遵从“长期看一价定律，短期看资本流动”。在该框架下，现阶段我国制造业仍保持稳定的生产能力，由此带来可贸易品价格在国际市场相对较强的竞争力，在这样的背景下，人民币长期仍有升值空间。而短期汇率的影响因素主要取决于金融资本的流动，但无论是资本流动规模还是我国的汇率管理工具均可使市场无需过度担忧人民币贬值。

- 由于国内经济基本面的复杂程度，以及外贸在我国经济中的重要地位，“独立的货币政策+稳定的汇率”是我国在蒙代尔三角中的必要选择。
- 我国外汇储备仍处于较高的水平，长期贸易顺差也带来了较大规模的民间外汇留存。除此之外，外汇风险准备金率、逆周期因子等工具也使央行在平抑汇率波动方面游刃有余。

逆周期因子尚未使用

- 在最近一轮的人民币兑美元的贬值周期中，央行并未对汇率管理工具的使用给出指引。逆周期因子作为重要的预期管理工具，在投入使用时央行通常并不会给出明确信号，但可以借助对比每日美元兑人民币汇率实际中间价和中间价指导价来进行观察。
- 根据分析，我们认为在本轮人民币兑美元的贬值周期中，逆周期因子并未投入使用。

回顾美元兑人民币中间价形成机制

- **中间价指导价应反映市场供需，同时维持CFETS指数稳定。**在报告《还原汇率指数 捕捉逆周期因子》中我们根据央行的指引提炼了美元兑人民币汇率中间价的形成机制。与其他外汇相比，美元兑人民币汇率较为特殊，其中间价形成方式较为复杂。根据中国货币网的解释，做市商在报价美元兑人民币汇率时需“参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化”，结合央行在2016年1季度货币政策执行报告中给出的指引以及于2017年引入的逆周期因子，我们可以确定：逆周期因子=当日美元对人民币中间价-[上一日中间价+(上一日收盘价-上一日中间价)*权重a+(维持CFETS指数与上一日保持不变的美元兑人民币中间价-上一日中间价)*权重b]

- 其中我们将方括号内的部分称为“中间价指导价”，逆周期因子即为真实中间价与中间价指导价的差值。在报告《中间价形成机制隐含的汇率预测方法》

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

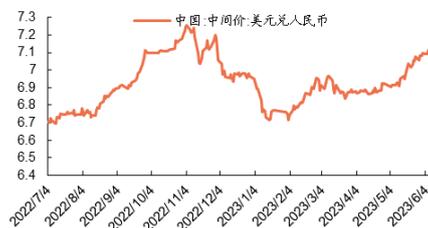
SAC 执业证书编号：S1660519040001

李起

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122090010

13716755997

2022年7月-2023年6月美元兑人民币
汇率中间价

资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《逐渐接近底部：宏观经济研究周报》2023-06-05
- 2、《5月环比继续收缩：宏观经济研究周报》2023-05-28
- 3、《内生动力较弱：宏观经济研究周报》2023-05-22
- 4、《部门一冷一热：宏观经济研究周报》2023-05-15
- 5、《环球同此凉热：宏观经济研究周报》2023-05-03

证券研究报告

中，我们通过试验进一步确定权重 a 为 0.85，权重 b 为 0.15。

- 我们计算了 2022 年 7 月初以来的美元兑人民币汇率中间价指导价，除人民币第一轮贬值周期，近期真实中间价与中间价指导价运行较为一致，其差值也围绕 0 轴波动。综合来看，我们并未观察到逆周期因子投入使用的信号。

风险提示：数据量不足导致的模型参数错误、制造业生产能力长期走弱、居民收入预期长期弱化、政策风险。

2023 年中国主要经济指标预测

| 指标 (%) | 2020A | 2021A | 2022A | 202305E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 实际 GDP 同比 | 2.2 | 8.4 | 3.0 | 6.7 | 5.0 |
| 固定资产投资同比 | 2.9 | 4.9 | 5.1 | 4.5 | 4.0 |
| 其中：基建 | 3.4 | 0.2 | 11.5 | 9.9 | 9.0 |
| 制造业 | -2.2 | 13.5 | 9.1 | 5.8 | 6.0 |
| 房地产 | 7.0 | 4.4 | -10.0 | -5.9 | -1.4 |
| 社会消费品零售总额同比 | -3.9 | 12.5 | -0.2 | 9.3 | 6.0 |
| CPI 同比 | 2.5 | 0.9 | 2.0 | 0.2 | 2.0 |
| PPI 同比 | -1.8 | 8.1 | 4.1 | -4.6 | -0.5 |
| 贸易顺差对 GDP 增速拉 | 0.6 | 1.8 | 0.5 | 0.2 | 0.3 |
| 10Y 国债收益率 | 3.1 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.9 |
| 美元兑人民币汇率中间价 | 6.5 | 6.4 | 7.0 | 7.1 | 6.8 |
| 社会融资规模 | 13.3 | 10.3 | 9.6 | 9.7 | 10.0 |

说明：实际 GDP 同比 202305E 为 2 季度预测值，贸易顺差对 GDP 拉动也同为 2 季度预测值；CPI 和 PPI 同比 2023E 为全年同比，202305E 为当月同比实际值；10Y 国债收益率和汇率取统计期最后一个交易日，为实际值。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

| | |
|---------------------------|---|
| 1. 人民币兑美元短期仍有贬值压力 | 4 |
| 2. 逆周期因子尚未使用 | 5 |
| 2.1 CFETS 指数权重调整 | 5 |
| 2.2 高频 CFETS 指数 | 6 |
| 2.3 回顾美元兑人民币中间价形成机制 | 6 |
| 3. 风险提示 | 8 |

图表目录

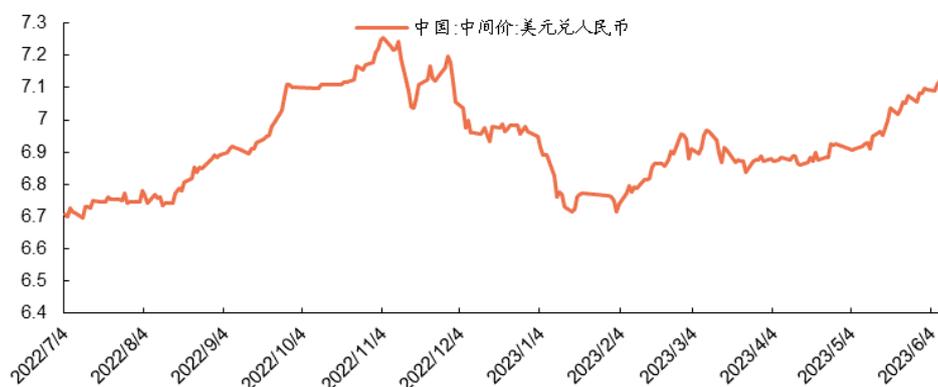
| | |
|--|---|
| 图 1: 2022 年 7 月-2023 年 6 月美元兑人民币汇率中间价 | 4 |
| 图 2: 2023 年 CFETS 真实指数与构造指数 | 6 |
| 图 3: 2022 年 7 月-2023 年 6 月美元兑人民币中间价和中间价指导价 | 7 |
| 图 4: 2022 年 7 月-2023 年 6 月美元兑人民币中间价和中间价指导价差值 | 7 |
| 表 1: 2022 和 2023 年 CFETS 指数各外汇权重 | 5 |

1. 人民币兑美元短期仍有贬值压力

2022年8月以来，随着联邦基金目标利率的不断走高以及我国国内经济基本面的变化，人民币经历了两轮贬值周期（图1）。在这两轮贬值周期中，我们认为汇率的核心驱动因素为中美利差。

- ◆ **第一轮：2022年8月中旬-11月上旬。**以央行降息为标志，美元兑人民币汇率开始迅速上行。彼时美联储仍在加息途中，美国通胀仍未见到下降拐点，市场在本轮人民币贬值周期中对联邦基金目标利率的高点未有清晰判断，中美两国利差预期随通胀的发酵不断走阔，成为了推动人民币兑美元贬值的最大的动力。这一趋势在10月的核心CPI开始下降后得到大幅的修正，人民币兑美元汇率也随即走出了一轮升值周期，最高接近6.7。
- ◆ **第二轮：2023年2月初至今。**在本轮人民币兑美元的贬值周期中，我国经济基本面成为了带动中美利差走阔的关键因素。1月后各项指标以及资产价格显示我国经济复苏的高度并未达到市场的预期。在这种情况下无论是信贷收缩带来的市场利率下行或是基本面偏弱增加的降息可能均在指向国内更低的利率环境。而同时美国整体CPI开始下降，叠加长短端利率倒挂引发的风险事件，市场对联邦基金目标利率的高点判断趋于一致。下阶段人民币兑美元汇率的走势取决于央行是否选择降息以及国内经济基本面的环比走势。

图1：2022年7月-2023年6月美元兑人民币汇率中间价



资料来源：Wind，申港证券研究所

人民币兑美元长期不存在贬值压力，资本流动带来的短期波动不可避免。我们认为对人民币汇率的分析依然遵从“长期看一价定律，短期看资本流动”。在该框架下，现阶段我国制造业仍保持稳定的生产能力，由此带来可贸易品价格在国际市场相对较强的竞争力，在这样的背景下，人民币长期仍有升值空间。而短期汇率的影响因素主要取决于金融资本的流动，但无论是资本流动规模还是我国的汇率管理工具均可使市场无需过度担忧人民币贬值。

- ◆ 由于国内经济基本面的复杂程度，以及外贸在我国经济中的重要地位，“独立的货币政策+稳定的汇率”是我国在蒙代尔三角中的必要选择。在这种情况下，自然无法兼顾资本的自由流动，目前我国对资本账户项下的兑换仍有较大限制。因此短期资本流动的规模有限。

- ◆ 我国外汇储备仍处于较高的水平，长期贸易顺差也带来了较大规模的民间外汇留存。除此之外，外汇风险准备金率、逆周期因子等工具也使央行在平抑汇率波动方面游刃有余。

2. 逆周期因子尚未使用

在最近一轮的人民币兑美元的贬值周期中，央行并未对汇率管理工具的使用给出指引。逆周期因子作为重要的预期管理工具，在投入使用时央行通常并不会给出明确信号，但可以借助对比每日美元兑人民币汇率实际中间价和中间价指导价来进行观察。我们试图分离可能投入使用的逆周期因子，并据此来识别央行对待近期汇率变动的态度。

根据分析，我们认为在本轮人民币兑美元的贬值周期中，逆周期因子并未投入使用，央行对汇率变动的态度相较 2022 年 10 月更为“佛系”。汇率或不会成为未来降息的掣肘，或者说央行倾向于在降息后如有必要再对汇率进行引导。

2.1 CFETS 指数权重调整

识别逆周期因子的核心仍在于对 CFETS 指数的确定。在报告《还原汇率指数 捕捉逆周期因子》中我们确定了 CFETS 指数的编制方法，我们将根据同样的公式计算高频的 CFETS 指数（中国外汇交易中心按周发布 CFETS 指数，周频数据无法帮助我们对每日汇率变动中的逆周期因子进行识别），并由此来计算逆周期因子。值得一提的是，外汇交易中心于 2022 年 12 月 30 日发布了 2023 年 CFETS 指数中的各外汇权重（表 1），我们也将依据最近权重计算高频指数。

表1：2022 和 2023 年 CFETS 指数各外汇权重

| 币种代码 | 币种 | 2023 年权重 | 2022 年权重 |
|------|---------|----------|----------|
| USD | 美元 | 19.8% | 19.9% |
| EUR | 欧元 | 18.2% | 18.5% |
| JPY | 日元 | 9.8% | 10.8% |
| HKD | 港元 | 3.6% | 3.5% |
| GBP | 英镑 | 3.0% | 3.1% |
| AUD | 澳元 | 6.1% | 5.7% |
| NZD | 新西兰元 | 0.6% | 0.6% |
| SGD | 新加坡元 | 2.5% | 3.0% |
| CHF | 瑞士法郎 | 1.2% | 0.8% |
| CAD | 加元 | 2.1% | 2.2% |
| MYR | 马来西亚林吉特 | 4.6% | 4.4% |
| RUB | 卢布 | 3.9% | 3.7% |
| ZAR | 南非兰特 | 1.4% | 1.2% |
| KRW | 韩元 | 9.5% | 9.7% |
| AED | 阿联酋迪拉姆 | 1.9% | 1.7% |
| SAR | 沙特里亚尔 | 2.3% | 2.3% |
| HUF | 匈牙利福林 | 0.4% | 0.4% |
| PLN | 波兰兹罗提 | 1.1% | 1.1% |

| 币种代码 | 币种 | 2023 年权重 | 2022 年权重 |
|------|-------|----------|----------|
| DKK | 丹麦克朗 | 0.5% | 0.5% |
| SEK | 瑞典克朗 | 0.5% | 0.6% |
| NOK | 挪威克朗 | 0.4% | 0.4% |
| TRY | 土耳其里拉 | 0.9% | 0.8% |
| MXN | 墨西哥比索 | 2.3% | 2.1% |
| THB | 泰铢 | 3.4% | 3.4% |

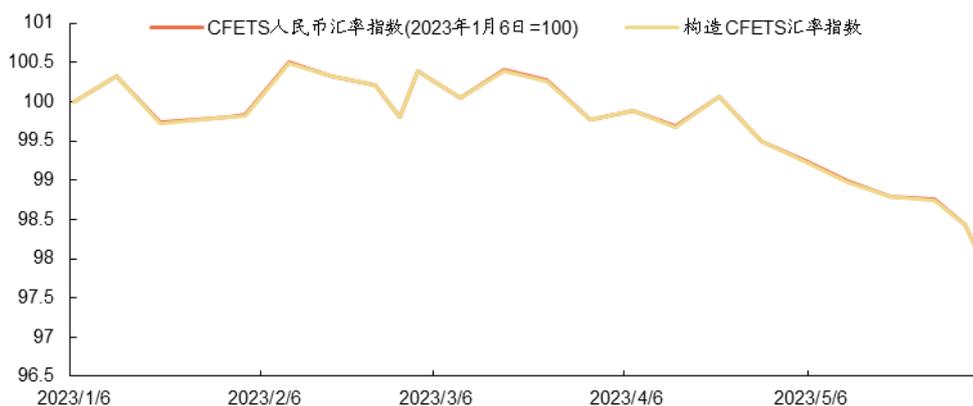
资料来源：中国货币网、申港证券研究所

2.2 高频 CFETS 指数

CFETS 指数的具体计算方法为：

- ◆ 取 2023 年 1 月 6 日以来 CFETS 指数中的外汇汇率，将其汇率中间价改为间接标价，即 1 元人民币兑换多少外币。
- ◆ CFETS 指数以 2014 年 12 月 31 日为基期，由于部分外汇暂无 2014 年末汇率，因此我们以 2023 年 1 月 6 日 CFETS 人民币汇率指数为 100（1 月 6 日为 2023 年 CFETS 指数的首个公布日）。
- ◆ 单独定基，以 2023 年 1 月 6 日指数中各外汇的间接标价汇率为基准，对各个货币汇率分别进行定基（当期人民币兑外币汇率/基期人民币兑外币汇率）。
- ◆ 按照最新公布的 2023 年 CFETS 汇率指数中各外汇权重，计算定基后各外汇汇率的加权几何平均数，即为构造的 CFETS 汇率指数。
- ◆ 与按周公布的真实 CFETS 指数（以 2023 年 1 月 6 日为基期进行定基后）进行比较。

图2：2023 年 CFETS 真实指数与构造指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

经过检验，构造指数与真实值吻合度较高。在核对了 CFETS 指数计算过程的基础上，我们将按照央行给出的汇率中间价确定指引来分离逆周期因子。

2.3 回顾美元兑人民币中间价形成机制

中间价指导价应反映市场供需，同时维持 CFETS 指数稳定。在报告《还原汇率指

数 捕捉逆周期因子》中我们根据央行的指引提炼了美元兑人民币汇率中间价的形成机制。与其他外汇相比，美元兑人民币汇率较为特殊，其中间价形成方式较为复杂。根据中国货币网的解释，做市商在报价美元兑人民币汇率时需“参考上一日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化”，结合央行在 2016 年 1 季度货币政策执行报告中给出的指引以及于 2017 年引入的逆周期因子，我们可以确定：

当日美元兑人民币汇率中间价-上一日中间价=

(上一日收盘价-上一日中间价) *权重 a+ (维持 CFETS 指数与上一日保持不变的美元兑人民币汇率-上一日中间价) *权重 b+逆周期因子

移项得：

逆周期因子=当日美元对人民币中间价-[上一日中间价+(上一日收盘价-上一日中间价) *权重 a+ (维持 CFETS 指数与上一日保持不变的美元兑人民币汇率-上一日中间价) *权重 b]

其中我们将方括号内的部分称为“中间价指导价”，逆周期因子即为真实中间价与中间价指导价的差值。在报告《中间价形成机制隐含的汇率预测方法》中，我们通过试验进一步确定权重 a 为 0.85，权重 b 为 0.15。

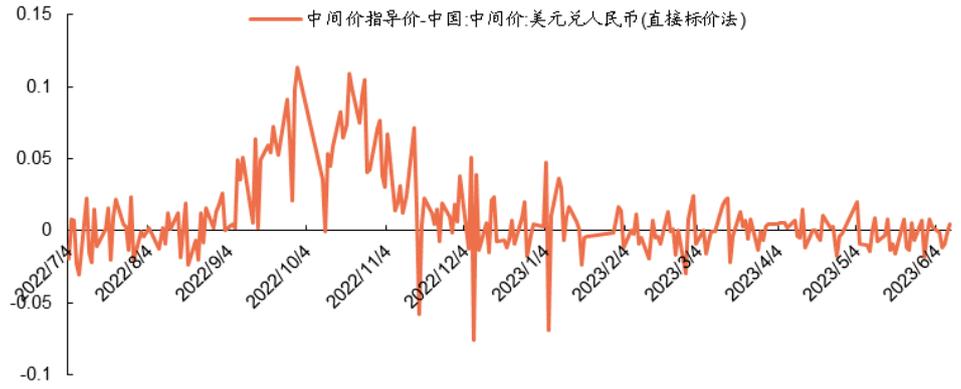
图3：2022 年 7 月-2023 年 6 月美元兑人民币中间价和中间价指导价



资料来源：Wind，申港证券研究所

我们计算了 2022 年 7 月初以来的美元兑人民币汇率中间价指导价。如逆周期因子投入使用，我们应该可以看到真实中间价与中间价指导价之间较为显著的差异。但除人民币第一轮贬值周期，近期真实中间价与中间价指导价运行较为一致，其差值也围绕 0 轴波动（图 3、图 4）。综合来看，我们并未观察到逆周期因子投入使用的信号。

图4：2022 年 7 月-2023 年 6 月美元兑人民币中间价和中间价指导价差值



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 风险提示

数据量不足导致的模型参数错误、制造业生产能力长期走弱、居民收入预期长期弱化、政策风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |