

中国央行观察

央行再次启用“逆周期因子”调节人民币中间价

央行再次启用“逆周期因子”调节人民币中间价。8月24日（周五）晚，央行在网站上宣布，8月以来人民币兑美元汇率中间价报价行陆续主动调整了“逆周期系数”。消息公布后，离岸人民币汇率明显走强，夜盘交易时段升值700~800个基点至6.80左右。公告所述与我们近期的观察一致，即近两周中间价报价相对“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的模型定价开始明显偏强（图表1），表明“逆周期因子”在发挥作用。回顾历史，这是央行第二次发布类似公告——2017年5月，央行首次提及在岸人民币（CNY）中间价公式中引入“逆周期因子”对报价进行微调，并表示加入“逆周期因子”的报价公式已经运行一段时间¹。此后，据我们观察，今年1~7月间，CNY中间价报价并未有明显加入“逆周期因子”调节的痕迹。

我们认为，再次启用“逆周期因子”调强人民币中间价表明央行并不希望人民币继续以此前的速度贬值。今年6月14日以来的两个多月间，人民币兑美元贬值7.1%，相对贸易加权的一篮子货币下跌5.1%，年化贬值速度较快。这虽然是受影响人民币短期供求的一系列因素驱动，但也反映了年初至今市场对中国经济增长和再通胀走势预期的持续降温²。值得注意的是，此次引入“逆周期因子”的宏观背景与2017年4~5月相比迥然不同。当时，虽然国内经济再通胀趋势确立（名义GDP同比增速从2016年1季度的6.9%加快至去年1季度的11.7%、而去年1季度PPI同比增速超过7%），而且央行在去年1季度累计上调公开市场操作利率20个基点，但人民币汇率仍延续之前贬值的“惯性”。汇率贬值与经济基本面的走势相背离，且贬值边际放松金融条件，与当时央行退出货币宽松的意图相矛盾——这个意义上，“逆周期因子”在当时的确起到逆周期调节作用，名至实归。相比之下，由于去年4季度以来金融条件急剧收紧，今年2季度中国名义GDP增速已明显放缓至9.8%。因此，这次重新启用“逆周期因子”可能重在阻止人民币汇率快速贬值及其可能触发资本外流所引发的“负反馈”机制。所幸的是，到目前为止，我们尚未观察到资本大规模外流的明显迹象。

短期内，我们注意到，当美元兑人民币汇率逼近6.90，央行相关政策“调整”的频率就会明显增加。因此，这个时点，人民币快速贬值的“阻力”已然明显上升。如图表2所示，自7月以来，央行更加注重在与市场交流时稳定人民币汇率预期，且在CNY较快贬值时，采取了频繁的政策“调整”以支持人民币汇率。具体看，7月3日，央行行长与外管局局长通过与市场沟通稳定人民币汇率预期；8月3日，央行宣布重新对金融机构远期售汇征收20%的风险准备金³；之后不久，央行要求上海自贸区银行不得通过同业交易向境外拆借人民币资金⁴等。同时，我们观察到离岸/在岸外汇市场可能几次出现短时间、小规模干预迹象。近期，在英国脱欧不确定性上升与新兴市场波动加剧的背景下，美元暂时走强加剧了短期人民币汇率的下行压力。再次启用“逆周期因子”是稳定人民币汇率与外汇预期的另一个政策工具，表明央行对6月中旬以来人民币的隐含年化贬值速度并不认可。鉴于人民银行在汇率管理上的“政策储备”、实力以及市场公信力，这个时点，人民币快速贬值的“阻力”已然明显上升。

接下页

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 降准助推货币乘数回升；外汇占款仍保持稳定 (2018.08.17)
- 宏观经济 | 内外需不确定性上升的环境下保持充裕流动性 (2018.08.13)
- 宏观经济 | 7月外储继续攀升，显示央行对汇率干预十分有限 (2018.08.07)
- 宏观经济 | 央行重新征收 20% 远期售汇风险准备金 (2018.08.04)
- 宏观经济 | 基础货币扩张但货币乘数下降 (2018.07.23)
- 宏观经济 | 外储小幅上升；资本流动总体平衡 (2018.07.09)

¹ <http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/38243352>

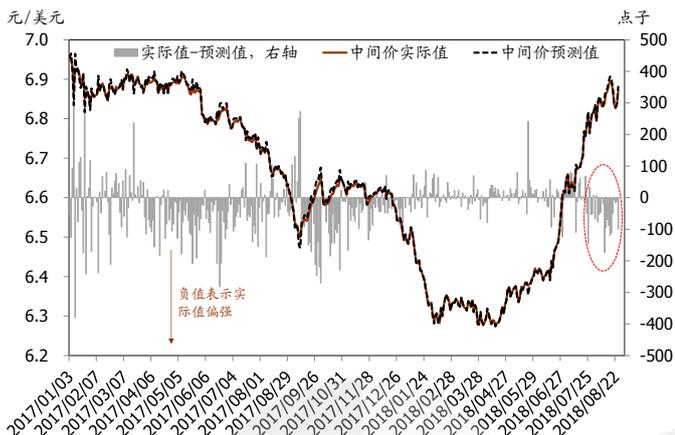
² 请参见我们2018年6月28日发布的中国宏观简评《如何看待近期人民币贬值有所加速的现象？》，以及2018年7月22日发布的中国宏观简评《近期人民币的“抛压”来自何方？——再谈如何看待人民币贬值有所加速的现象》。

³ 请参见我们2018年8月4日发布的中国央行观察《央行重新征收20%远期售汇风险准备金》。

⁴ <http://finance.caixin.com/2018-08-17/101315961.html>

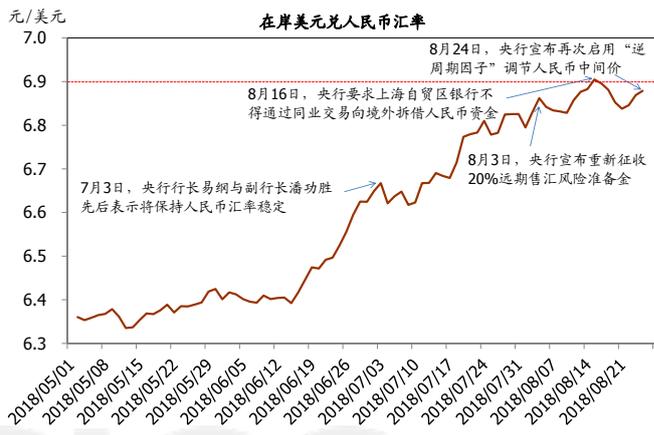
中长期看,对人民币汇率的根本支撑在于提高中国投资效率和降低投资风险溢价——稳增长才能稳汇率。我们认为,近期的政策微调可能有助于改变短期市场供求以提振人民币汇率,并对人民币“空头”有震慑作用。然而,正如我们在之前报告中反复强调的(图表3)⁵,对于中国这样的大型大陆性经济体,汇率的中长期走势最终取决于预期投资回报率和投资风险溢价。在这方面,支持人民币汇率更具可持续性的途径只能是稳定增长预期,并继续推进市场化改革以提高在中国投资的效率、政策透明度和可预测性。

图表1: 近期人民币中间价报价明显偏离不考虑“逆周期因子”的模型预测值



资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

图表2: 7月以来, 央行更加频繁地“微调”政策以稳定人民币汇率预期



资料来源: 人民银行, 万得资讯, 中金公司研究部

图表3: 从历史上看, 人民币汇率预期与中国名义增长和投资回报率密切相关



* 12个月人民币兑美元NDF隐含了市场预期人民币年度贬值幅度

资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

⁵ 请参见我们2017年9月3日发布的中国宏观专题报告《再谈“人无贬基”》。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司