

PDF-CASE2019049

防范汇率“7”魔咒——逆周期因子的绝地反击¹

案例正文：

摘要：汇率是一个国家的货币折算成另一个国家货币的比率，对一国国际收支有着直接的调节作用。在中美贸易战的背景下，人民币对美元汇率受到了极大的贬值冲击。为了减轻人民币贬值对中国经济产生的负面影响，中国人民银行通过汇率调控工具——逆周期因子对中国汇率进行干预调节。本案例将围绕中美贸易战的来龙去脉进行介绍，并详细分析央行如何利用逆周期因子对遭受贬值的人民币进行调节。旨在促进学生从国际金融的角度剖析汇率对一国经济的重要性以及对汇率调控工具的了解，培养其对问题进行独立思考和深入分析的能力。

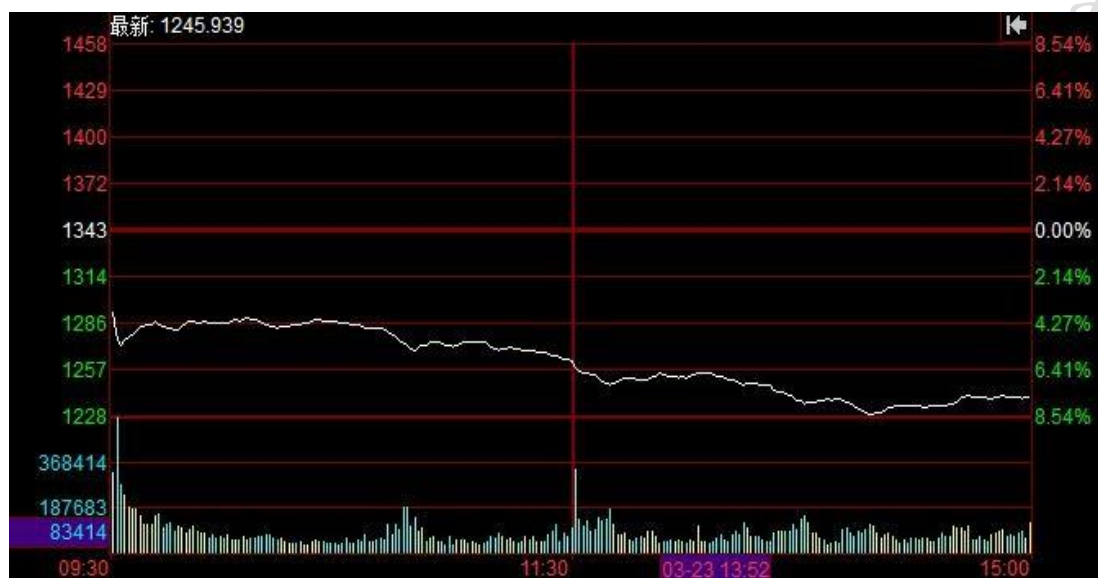
关键词：中美贸易战；汇率；逆周期因子；汇率操纵国

0 引言

2018年3月23日9时15分，股民小张就已经点开了股票交易软件，目不转睛的看着他之前购买的八一钢铁股票集合竞价的种种变化。就在今日，美国对进口的钢铁、铝分别征收25%和10%关税的条例正式生效。整个市场被笼罩在一种沉重的氛围内。即便是刚刚入门的小张也知道这对钢铁股而言是个极大的利空消息。果不其然，市场交易还未开始，八一钢铁的集合竞价就一路下跌，前两个月的整体涨幅荡然无存。多空双方来回周旋，最终使得开盘价定格在下跌7.08%的6.53上。9点30分开市后，八一钢铁经历一波短暂反弹之后继续向下。一笔又一笔的大单接踵卖出。小张按捺不住自己的恐惧心理，一边全神贯注的盯着股票的走势变化，一边不断调低着自己的卖出价位。终于在中午停盘之前看到自己委托交易的八一钢铁实现了成交。他长舒了一口气，瘫倒在电脑椅上，点燃了刚刚架在键盘上的烟，深吸了一口，吐出了烟雾缭绕。在一片朦胧之中，小张陷入了沉思.....

1. 本案例由合肥工业大学经济学院的晋盛武、张志鹏撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

那天，中国股市受到重挫，三大指数集体翻绿，整个市场绿肥红瘦。截至收盘，上证指数下跌3.39%。钢铁板块一泻千里，整体下跌7.75%，在所有314个板块中领跌。其中华菱钢铁下跌10.03%、柳钢股份下跌 9.94%、八一钢铁下跌 9.96%，超半数的钢铁股跌停。投资者的负面情绪已经相当明显。尽管情绪并不会影响到公司的经营状况，但会影响到投资者的交易。而导致这一切产生的缘由，就是美国对钢铝征收的关税。伴随着中国股市的支离破碎，中美贸易战缓



缓拉开了序幕.....

图 1 钢铁板块 3 月 23 日走势图

资料来源：同花顺股票交易软件

1 合作共赢难圈揽“美国优先”破平衡

1.1 反对多元 美国优先

一直以来，贸易保护主义和经济民族主义的传统都在美国人心中根深蒂固。美国建国后，通过的第一个法案是美国国徽，第二个法案便是贸易保护法案，即1789年通过的《美国关税法》。美国人骨子里流淌着贸易保护的血液，他们认为通过贸易保护可以保证本国经济的平稳健康发展。同时，自20世纪70年代以来，美国资本管制放松，金融资本主义引发的“去工业化”，导致美国老工业区面临破产，失业率倍增。美国制造业就业人数比例已连续65年呈下降趋势，从1953年的32%降至2017年的8.5%。目前，美国最富有的1%人群占有全国财富的38%，最贫穷的40%人群则仅占有全国财富的1%，整个国家中产阶级下层化等社

会问题持续得不到解决。在许多美国民众看来，美国力推的经济全球化和贸易自由化，非但没有使美国经济状况更好，反而出现了贸易赤字增加、制造业流失、失业率上升等一系列问题。因此美国的中下层民众普遍反感经济全球化进程，渴望重新借助贸易保护主义实行自强，实现美国国民经济的“再工业化”。

在此推动力下，2016年特朗普竞选总统时所做的承诺“美国第一”以及“把制造业带回来”迎合了美国人民当前迫切的需求，从而使他成功当选美国总统。他所描述的美国第一，就是一切以美国优先的原则。而把制造业带回来。则就是通过贸易战，发展国内工业体系，真正实现美国利益至上的信条，从而使得曾经的美国工业体系再度振兴。

1.2 巨龙崛起 合作共赢

反观中国，近年来发展迅速，同美国之间的差距正在日益缩小。一个直观的体现就在于GDP。2007年中国GDP仅为3.5万亿美元，而美国GDP超过14万亿美元，当时的中国GDP不及美国零头。十年后，2017年中国GDP达到12.4万亿美元，而美国GDP为19.4万亿美元，约为美国的64%。如果按现有两国经济增长速度，预计在2028年前后中国GDP将超过美国。而让美国感到危险的一个更重要的原因是中国科技创新明显加快。2013年以来，中国加快创新发展步伐，通过“中国制造2025”等计划，大力提升科技创新能力，从原料加工、仿制替代向创新研制转变，走高质量经济发展之路。同时，中国加强与国际社会合作，努力积极参与全球经济治理。提出共建“一带一路”和构建人类命运共同体等一系列倡



议亦让美国惶惶不安。

图 2 中美各年 GDP 对比图（美元）

资料来源：公开资料整理
中国在经济，科技和外交方面的不断崛起，使得美国产生明显的压力和焦

虑。同时，中国对美国常年保持的贸易顺差使得美国在国际贸易上举步维艰。外汇储备大量减少，商品国际竞争力削弱，对外贸易处于不利地位。而且，大量的贸易逆差将使国内资源外流加剧，外债增加，影响国民经济的正常有效运行。因此，为了解决美国的长久性逆差，逆转中美国际贸易中的相对优势，保护美国自身的最大化利益，同时为了阻碍中国逐步发展的进程，遏制中国相关领域的建树，打压中国在国际上的大国地位。美国出手了！

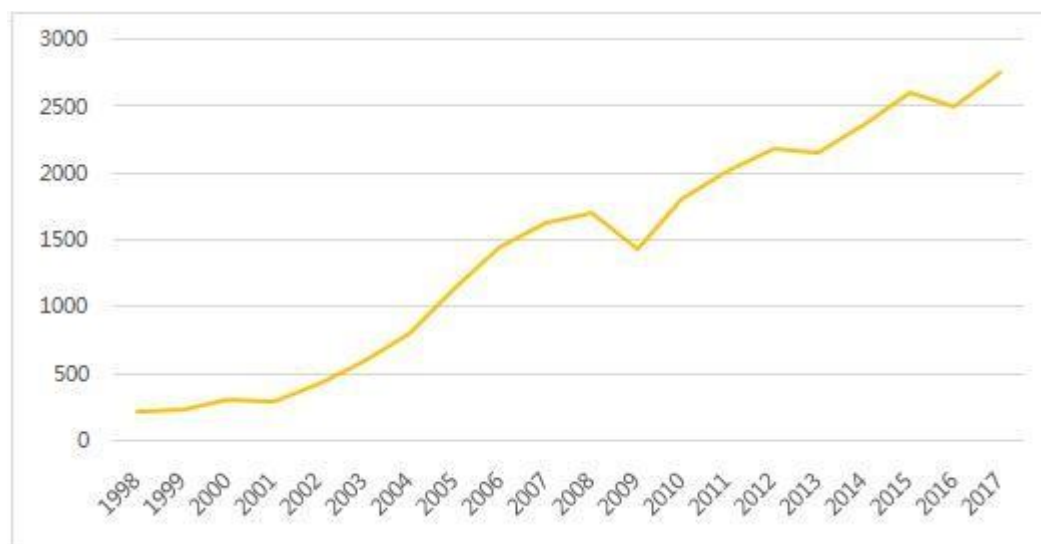


图 3 1998-2017 年中国对美货物贸易顺差变化图 单位：亿美元

资料来源：国家统计局网站

2 贸易摩擦硝烟起 中国汇率难保“7”

1.3 钢铝征税 美国宣战

2018年3月初，特朗普签署了一项法令，除了墨西哥和加拿大被暂时豁免外，对来自所有国家的钢铁和铝制品都征收进口关税。随后美国也透露出更多的消息，称“豁免的不仅是加拿大和墨西哥，其他的盟友国家都可能得到豁免权”，但中国等少数几个国家不会在豁免名单之列。2018年3月23日，美国总统特朗普在白宫正式签署了备忘录，宣布依据美国贸易代表莱特希泽自去年开展的“301调查”结果，将对从中国进口的1300种商品大规模征收关税。税率为25%左右，并限制中国企业对美投资并购，涉及征税的中国商品规模可达600亿美元，这是美国继3月初提升钢铝关税之后实施的又一次大规模单边贸易保护行为。

2018年4月3日，美国政府依据301调查单方认定结果，宣布将对原产于中国的进口商品加征25%的关税，涉及约500亿美元。在获知中国政府对该举措所做

出的反击后，强硬的特朗普在推特上又提出考虑再增加1000亿美元商品予以加征关税。

1.4 被迫征税 中国反击

对于美国步步紧逼的贸易战行为，中国被迫发起反击。2018年3月23日清晨，商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单，并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。该清单暂定包含7类、128个税项产品，按2017年统计，涉及美对华约30亿美元出口。第一部分共计120个税项，涉及美对华9.77亿美元出口，包括鲜水果、干果及坚果制品、葡萄酒、改性乙醇、花旗参、无缝钢管等产品，拟加征15%的关税。第二部分共计8个税项，涉及美对华19.92亿美元出口，包括猪肉及制品、回收铝等产品，拟加征25%的关税。

2018年4月4日，针对之前美国威胁对500亿美元进口商品征收25%的关税的消息。中国商务部发布关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告。公告称，中国政府依据《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%，涉及2017年中国自美国进口金额约500亿美元。

中方还是保持了善意和克制，希望双方通过协商而不是针锋相对的贸易战解决问题。外交部副部长郑泽光在2018年3月26日就美方宣布单方面发起对华301调查结果发表意见。并指出此举不符合世贸组织规则，有违两国工商界的合作意愿。也强调中方不想打贸易战，但也不怕打贸易战。



图 4 中国驻美国大使馆针对美 301 调查结果声明

资料来源：中国驻美国大使馆

1.4 制裁“中兴”步步紧逼

但事情的发展不是朝着渴望协商解决的方向发展。4月16日，美国商务部对中兴通讯施加最严厉的制裁措施——禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术长达7年，直到2025年3月13日。当美国宣布对中兴施加长达7年的制裁时，中国人民被震动了。因为长期以来中国在芯片领域的短板被暴露无遗。这样的制裁对于正在发展壮大中兴可以说是沉重的打击。芯片之于中兴产品，犹如脑之于人体，是通信产品的中枢。当各方积极寻求是否可能存在协商的途径时，美国商务部新闻官在接受记者采访时斩钉截铁地表示，这项禁令即时生效，没有扭转的余地或协商的空间。这再一次刺痛了中国人民：关键技术靠“买”将会永远受制于人。

虽然后来双方重新协商，中兴通过缴纳巨额罚款、改组董事会等解除了制裁禁令，但美国还是打响了贸易战的第一枪：美国于东岸时间7月6日凌晨零点零一分开始对340亿美元（约2271亿人民币）的中国进口货物征收25%的关税。中国被迫反击。至此，中美双方的贸易战序幕正式拉开。



图 5 中美贸易战美方征税时间轴

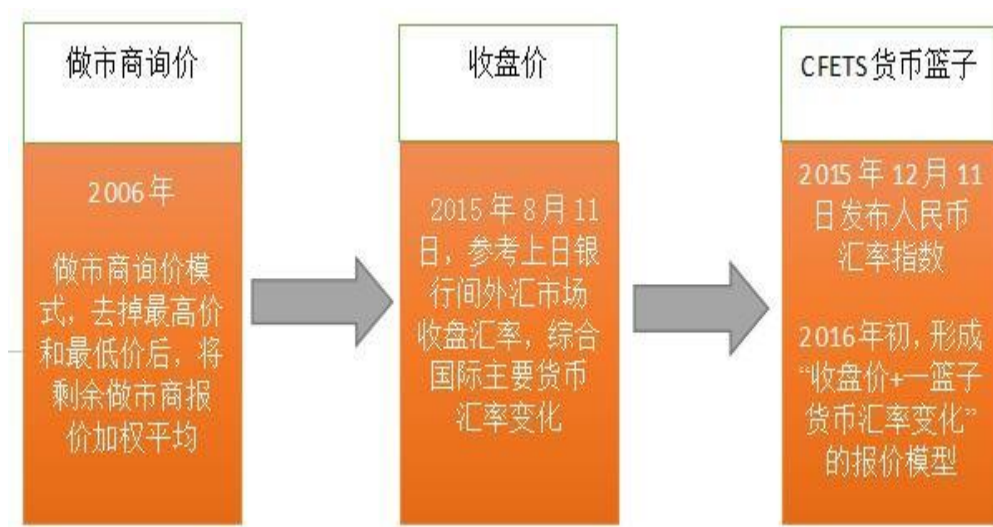
资料来源：公开资料整理

1.5 汇改生效 “7” 成临界

“7” 无论是在国内还是国外都是充满魔力的数字。一个星期有“7”天，音乐有“7”个音符，酸碱度检验中 $\text{PH}=7$ 意味着溶液中性，最为和谐。无论是机缘巧合还是有意安排，“7”这个数字总是跟我们的生活充满了不解之缘。而我们的人民币对美元汇率，也没有逃脱俗世的轮回，和“7”在一起体会谁是谁非。

2015年8月11日，我国央行实施了一项极具有代表性意义的汇率改革手段——“811”汇改。在此改革中，我国人民币汇率不再盯住单一美元，而是选择若干种主要货币，赋予相应的权重，组成一个货币篮子。同时，以市场供求为基础，参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基础稳定。但参考一篮子不等于盯住它，它还需要将市场供求关系作为另一重要依据，据此形成有管理的浮动汇率制。

表 1 人民币汇率定价机制的形成过程



资料来源：公开资料整理

“811”汇改后，我国汇率基本稳定在6.5的上下浮动范围内。尽管有时波动剧烈，但始终没有突破“7”的关卡。因此，对于中国人民而言，“7”仿佛成为了约定俗成的界限，只要能守住这最后一道底线，中国的汇率就依然蕴藏着无限的生机。如果汇率突破“7”，跨过既缺乏支撑位、压力位等基准，就容易引起破位后较大的贬值恐慌，激发市场对人民币的悲观情绪并对我国经济产生严重的负面影响。

1.6 破“7”渐进 汇率危机

7月6日中美贸易战正式开战后，人民币汇率遭到了极为严重的贬值冲击。特朗普一系列强硬的关税措施让市场开始产生对人民币看空的负面情绪，再加上在关税的威胁下中国的出口贸易受到抑制，中国需要通过人民币贬值从而使得出口商品的价格相对便宜进而推动贸易出口，降低关税所带来的负面影响。因此，本身就因为6月15日美联储加息从而被迫贬值的人民币再次雪上加霜。

7月10日，美国发布《关于301调查的声明》，并拟定一份针对中国2000亿美元商品加征10%关税的计划。这一消息直接便如当头一棒，在伤痕累累的汇率身上又划上了重重的一笔。自那天起，人民币汇率便开启长路漫漫的贬值之旅，从6.6173点开始飞流直下。期间又叠加了“美国白宫发表声明要把对中国的2000亿美元销往美国的商品加征关税税率由10%提高到25%。”、“美国贸易代表办公室（USTR）公布第二批对价值160亿美元中国进口商品加征关税的清单”等各种

负面消息。使得人民币汇率在接下来的一个月无一点回头的趋势。直接落至6.9348点。这一个月堪称人民币汇率的梦魇，无论是在岸还是离岸的外汇交易者皆谈及色变。



图 6 中美贸易战正式开战下汇率贬值趋势

资料来源：新浪财经

尽管凭借着人民币贬值，我国的出口并没有因为关税的施加而受到致命的影响。中国7月出口同比 12.2%，较前值（11.3%）依旧提升0.9个百分点。但可以明显看出，中国的进口受到了不小的冲击。相比于前几年进口同比的增长趋势，2018年7月的进口同比明显停滞。同时，由于中美贸易战的进一步深化以及美国公布拟对中国2000亿美元产品加征10%关税的清单的出台，使得中美商品贸易顺差不断的缩窄。使我国的国际贸易遭受了严重的打击。

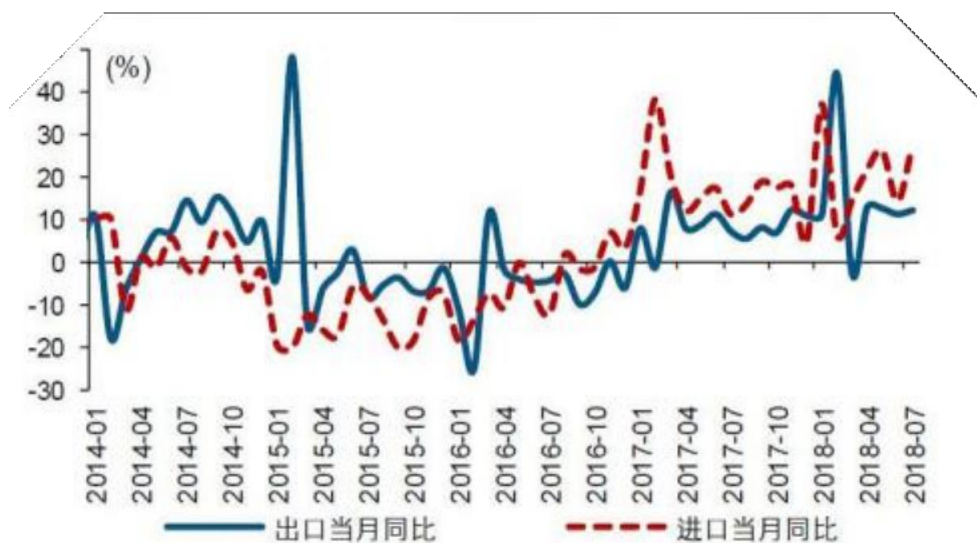


图 7 中国进出口金额当月同比增速

资料来源：Wind，长江证券研究所

鉴于“7”对人民币汇率的特殊性。市场上不少机构开始因为中美贸易战的缘由唱空人民币，认为其即将破“7”。降低大众对未来人民币价值的预期。有专家指出：如果最终人民币汇率没有坚守住“7”的底线，会给予做空机构可乘之机。并导致国际资本大量流出，中国经济受到严重伤害。

3 危急时刻再受命 重启“逆周期因子”

3.1 汇率不幸 失之国命

面对美国来势汹汹的关税制裁以及贬值愈发厉害的人民币汇率。中国央行自然不会坐以待毙，让多年在汇率上的所做的努力付诸流水。因为汇率除了反映某种货币的价格之外。它也是国家为了达到经济或政治目的而常用的金融手段。保

证汇率稳定是央行义不容辞的责任。为了防止人民币贬值继续给我国经济带来负面冲击，央行开始启用一系列汇率调节工具来稳定汇率。

一般而言，使用外汇储备管理汇率走势是一种直接有效的方式。但因为我国当前外债规模较高，如果直接动用外储，若发生急需债务赔偿则容易发生债务违约从而给国家带来不可预测的后果。因此，我国并没有大肆运用外汇储备，而是主要通过控制人民币的使用成本来稳定汇率。其中“控制离岸的拆借利率”和“增加外汇衍生交易合约的保证金”作为先锋，率先踏上了保卫汇率的征途。

8月3日，当天离岸人民币汇率跌破6.9重要关口，对此央行正式宣布，自2018年8月6日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%，主要是遏制企业远期售汇的顺周期“羊群效应”。宣布公告后，当天离岸人民币即升值至6.88，4个小时内变化7.54BP。

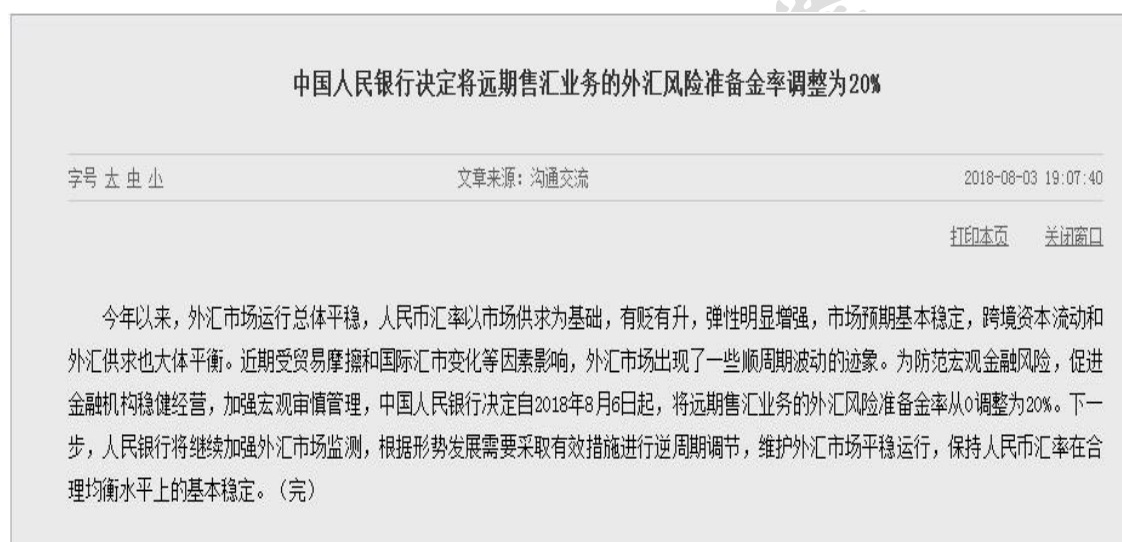


图 8 中国人民银行决定将远期售汇业务外汇风险准备金调整为 20%

资料来源：中国人民银行

然而，此后汇率并没有企稳，仅仅稳定了几日便继续回到了贬值的轨道上。到了8月15日夜间至16日凌晨，离岸人民币最高收盘6.9527。虽然16日我国外汇交易开盘后离岸人民币自动回落至6.8747，但是仍有破7危险。对此央行上海总部通知，鉴于近期离岸人民币价格波动较大，即日起，上海自贸区分账核算单元的三个净流出公式暂不执行。各银行不得通过同业往来账户向境外存放或拆放人民币资金，同时不得影响实体经济真实的跨境资金收付需求。此公告宣布后，离岸人民币一直稳定在6.86水平，上下波动在1BP范围内，不再有大幅快速

上涨。

然而，控制离岸的拆借利率并不是长久之计，过度的控制会使得离岸的人民币的流动性受到限制从而影响境外的融资需求。因此，该调控工具并不能长久的维持汇率的稳定，只能作为“大杀器”在人民币汇率走投无路时才能使用。此举换来了几天的祥和后，汇率还是因为贸易战的升级而继续在破“7”的路上渐行渐近.....

看似央行已经走投无路。其实不然，中华民族的智慧总是让全世界都为之惊叹。在汇率又经历一波贬值波浪后，央行的惊世之作——逆周期因子出手了！

3.2 “逆”来顺受 绝地反击

8月24日，中国外汇交易中心晚间公告称，人民币对美元中间价报价重启“逆周期因子”。用来防范宏观金融风险，促进金融机构稳健经营，加强宏观审慎管理。消息一出，人民币就急速飙升，目前已稳定在6.81附近。

The screenshot shows the official website of the China Foreign Exchange Trade Center (CFETS). The page title is "人民币对美元中间价报价重启‘逆周期因子’" (Restart of the 'anti-cyclical factor' for the RMB-USD intermediate price quotation). The notice is dated 2018-08-24 19:07. The text of the notice explains that in May 2017, to moderate the pro-cyclical fluctuations of the RMB-USD exchange rate, CFETS introduced the 'anti-cyclical factor' to the pricing model. This factor has effectively alleviated the pro-cyclical behavior and stabilized market expectations. As of August 2018, the RMB-USD exchange rate has shown some pro-cyclical behavior. Based on the current economic fundamentals and market conditions, CFETS has decided to restart the 'anti-cyclical factor' to moderate the pro-cyclical fluctuations of the RMB-USD exchange rate. The notice concludes that the 'anti-cyclical factor' will play a positive role in maintaining the stability of the RMB-USD exchange rate.

图9 中国外汇交易中心授权公布人民币汇率中间价公告

资料来源：中国外汇交易中心

逆周期因子究竟是何方神圣？要了解逆周期因子，我们得从以下两种不同的汇率制度——固定汇率制和浮动汇率制说起：

表 2 汇率制度的比较

汇率制度	定义
固定汇率	本币与某特定外币的汇率固定，并严格按照既定兑换比例，使货币发行量随外汇存储量联动的货币制度。
浮动汇率	汇率由市场供求决定的汇率制度。按照政府是否干预汇率，浮动汇率制还可以分为政府完全不加干预的自由浮动汇率制，以及政府采取有限干预措施、引导市场汇率向有利于本国利益方向浮动的管理浮动汇率制。

资料来源：公开资料整理

而人民币目前的汇率制度是“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。

逆周期因子是影响人民币中间价的一个参数指标，在计算时，通过对上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到“逆周期因子”。逆周期系数由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定。以中国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，建议将中间价报价模型由原来的“收盘价+一篮子货币汇率变化”调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。

逆周期因子的公式如下所示：

$$\text{逆周期因子} = \frac{\text{市场供求因素}}{\text{逆周期系数}} = \frac{(\text{上一日收盘价} - \text{上一日中间价} - \text{一篮子货币日间汇率变化} * \text{调整系数})}{\text{逆周期系数}}$$

此外央行强调，逆周期系数或取自市场公开信息，或由各报价行自行决定，不受第三方干预。由于逆周期因子的明确公式并不为市场所知，因此这也能够更好地反映央行态度。



图 10 “收盘价+一篮子货币+逆周期因子”的人民币定价机制

资料来源：中国外汇交易中心

3.3 初次使用 成果显著

逆周期因子的第一次投入使用是在2017年5月26日，美元指数从2017年4月7日的101.16高点开始震荡下行，至5月12日贬值至99.19点位，而与此同时，美元兑人民币汇率不仅未表现出升值，反而于4月13日起自6.8651震荡贬值至5月11日达6.9051。由于美元指数刚刚从高位开始走弱，此时，如果人民币汇率不能利用美元指数走弱时适当升值，那么参照2016年美元指数反转震荡走强的历史经验，一旦美元指数开始反转上行，人民币汇率又将面临较强的贬值预期。2017年5月，当时美元兑人民币汇率中间价已达到6.9附近，距离7.0的关键点位已没有多少贬值空间，市场对美元兑人民币汇率走势持较强的悲观预期，并认为随着美元反转走强，将很快突破7.0的关键点位。

另一方面，从2017年4月至5月底的汇率走势来看，美元指数震荡下行，而美元兑人民币汇率震荡趋贬，其背后反映的是市场供求因素带来的贬值力量占据主导地位，对冲掉了美元指数下行带来的升值作用，过强的贬值预期需要行之有效的政策工具来应对。为应对这种“单边市场预期自我强化”问题，畅通美元兑人民币升值途径，2017年5月26日，由工商银行牵头的外汇市场自律机制汇率工作组建议并决定在人民币对美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子。

逆周期因子通过对市场供求因素带来的贬值预期进行“过滤”，修正美元兑人民币汇率中间价无法有效升值的问题。自逆周期因子使用后，效果立竿见影，美元兑人民币汇率中间价明显升值，5月31日至6月1日两个交易日，美元兑人民币汇率中间价直接从6.8633跃升至6.8070。

到了2017年下半年，美元阶段性走弱，我国经济表现出较强韧性，美元兑人民币汇率内外环境有所改善，逆周期因子持续发挥作用。2017年末，人民币兑美元汇率开始出现修复性行情，银行结售汇逆差收窄并逐渐转向顺差，此前市场积累的延迟结汇规模也开始释放；资本流出压力得以缓解，外汇储备连续多月上涨逐步企稳，外汇占款下滑势头也相应得到控制，外汇市场整体供求趋于平衡。与此同时，汇市投资者的顺周期情绪逐渐收敛，对人民币的单边预期减弱；人民币兑美元汇率双向波动弹性增强，对一篮子货币汇率也基本保持稳定。进入2018年1月，基于对经济基本面和市场情况的判断，各报价行表现出向好预期，陆续主动将“逆周期因子”调为中性，逆周期因子得以暂停使用。



图 11 2017 年 6 月-2018 年 1 月人民币汇率走势图

资料来源：新浪财经

3.4 再次重启 未来可期

而目前，迫在眉睫的汇率形势使得中国再度拿出了逆周期因子这一杀手锏，逆周期因子一投入使用，人民币汇率马上产生了极大的反弹。人民币兑美元中间

价6.8071，较上一交易日6.8367大幅下调343点。创下了2016年1月以来最大的盘中涨幅。在接下来的几天内，人民币汇率一路水高船涨，截止到8月28日，人民币汇率已经到达6.7949，成功收复了6.8大关.....



图 12 央行重启逆周期因子后效果

资料来源：财资市场协会

4 美国指控无实据 汇率操控从何谈

逆周期因子的投入使用很大程度的缓解了我国汇率的短期贬值压力。它独特的调控原理赋予了汇率调控新的机制。然而，美国并不乐意见到这一工具发挥作用，亦不愿意给予中国缓和喘息的机会。特朗普在会议采访中大肆宣传中国内部操纵汇率，从而影响双方的贸易差额。并威胁要将中国纳入汇率操纵国。可惜事与愿违，这次连美国阵营内部都产生了分化。8月28日，美国财政部长姆努钦在接受媒体采访时表示，如果中国政府出手支撑人民币汇率，那不是操纵货币。如果中国让人民币贬值，不管是出于结构性原因，还是出于实际操作，都是操纵行为。

这句话无疑传达了两个信息，即美国财政部认为中国央行在中美两方陷入贸易战时干预人民币汇率使其升值是合适的做法。但如果人民币再陷入贬值，则很有可能背负上汇率操作的名声。这对中国而言不是一个好消息。毕竟市场目前对人民币汇率持看空的态度还占了大多数。尽管有逆周期因子缓解短期贬值的压力，

但长期看来，人民币还是会趋于贬值。而如果因此被赋予了“汇率操纵国”的头衔，美国就有理由对中国施加更多的制裁，例如更方便对中国进口商品征收更严重的关税，在政府采购上禁止采购该国商品以及在国际资本市场上对该国设置融资障碍等等。以此严重阻碍中国的国际贸易和经济增长进程，从而影响中国的发展。事实上，特朗普指责中国是汇率操纵国的言论由来已久。早在2017年，特朗普就曾经想给中国贴上“汇率操纵国”的标签。当时，时任央行副行长的易纲就给予回应：指出其不符合逻辑，人民银行已就此问题与美国财政部进行过充分的沟通：“在2015年，美国出台《2015年贸易便利与强化法》，提到所谓的‘汇率操纵国’需满足三个标准，我国曾满足其中两个标准，但近年只满足其中一个标准，而有这样情况的国家有五个。”

表 3 汇率操纵国评判标准以及中国在上述标准下的相关数据

汇率操纵国评判标准	中国在上述标准下的相关数据
(1) 对美贸易顺差至少200亿元	(1) 最近一年中美贸易顺差总额约3000亿美元
(2) 经常账户盈余超过国内GDP的3%	(2) 2017年，中国经常账户盈余占GDP比重约为1.4%
(3) 单项的外汇干预(即经济体通过买入外国资产促使本国货币贬值，且12个月购买量占该经济体GDP的2%)	(3) 2014年以来，我国银行结售汇市场总体保持逆差格局，同时外汇储备大幅度下滑，最高累计降幅约一万亿美元

资料来源：公开资料整理

5 尾声

逆周期因子的重启缓解了人民币这段时间以来的贬值压力，使得汇率稳定在6.8左右。然而，9月24日，随着美国对价值2000亿的中国商品征收的关税生效，人民币又一次开始冲击6.9的关口。逆周期因子似乎也不能挽留人民币汇率的去留。毕竟逆周期因子只能影响人民币的中间价，却管控不住市场人民认定人民币会破“7”的心！

窗外一阵春雷打破了小张的沉思。望着窗外淅淅沥沥的雨，小张思索着未来应该如何继续在股票市场上摸爬滚打。随着中美贸易战今后的不断加剧，汇率的

贬值趋势定会与日俱增，带给市场的波动亦会越来越大。未来中国股市是一蹶不振还是涅槃重生，小张拭目以待.....

（案例正文数： 8715）

中国金融专业学位案例中心

The curse of the exchange rate “7”—— Desperado of Inverse periodic factors

Abstract: The exchange rate is the ratio of the conversion of a country's currency to another country's currency, which has a direct adjustment effect on a country's international balance of payments. In the context of the Sino-US trade war, the exchange rate of the RMB against the US dollar has been greatly depreciated. In order to alleviate the negative impact of the RMB depreciation on the Chinese economy, the People's Bank of China intervened to regulate the Chinese exchange rate through the exchange rate regulation tool, Inverse periodic factors. This case will introduce the ins and outs of the Sino-US trade war, and will analyze in detail how the central bank uses the Inverse periodic factor to adjust the depreciated RMB. It aims to promote students' understanding of the importance of exchange rate to a country's economy and its understanding of exchange rate regulation tools from the perspective of international finance, and to cultivate its ability to conduct independent thinking and in-depth analysis of problems.

Key words: Sino-US trade war, Exchange rate, Inverse periodic factor, Currency manipulator