

PDF-TN2019049

防范汇率“7”魔咒 ——逆周期因子的绝地反击¹

案例使用说明：

一. 教育目的与用途

1. 适用课程：本案例适用于《金融学》、《国际金融》、《金融理论与政策》等课程，在国际收支，外汇与汇率，汇率理论与学说等章节内容的教学。

2. 教学对象：本案例主要适用的教学对象为金融专业硕士（MF）、工商管理硕士学生（MBA）以及相关专业的本科生。

3. 教学目的：本案例以我国央行如何准确的运用汇率调控工具，来应对中美贸易战给我国人民币带来的汇率贬值冲击为例进行深入分析。有助于使学生掌握，思考和理解案例核心问题，达到以下教学目的：

(1) 培养学生根据实例内容，根据“背景—现象—效果”的逻辑对问题进行层次深入分析的能力。

(2) 通过分析中美贸易战下人民币贬值对我国经济造成的负面影响来反映汇率的重要性。

(3) 通过介绍央行调控汇率的工具——逆周期因子，加强学生对外汇调控工具调控机理以及过程的了解。

(4) 通过对“特朗普想给中国贴上汇率操纵国的标签”的事件进行分析判断，加强学生甄辩是非，独立思考的能力。

二. 启发思考题

1. “811”汇改前后，中国汇率的决定机制经历了怎样的演变？

2. 汇率对一国经济的重要性体现在哪些方面？人民币在贬值过程中会给中国

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。

带来什么影响？

3. 通过比较央行在中美贸易战中所使用的各种汇率调控工具，分析使用逆周期因子的形成原理、优势以及其局限性。并预测未来人民币汇率的走势。

4. 什么是汇率操纵国？中国是否是汇率操纵国？这是否是特朗普征收关税的真实缘由？

三. 分析思路

本案例主要介绍了在中美贸易战背景下，人民币汇率因为美国施加关税的影响而不断被迫贬值。央行为了维持汇率稳定而重启汇率调控工具——“逆周期因子”，最终使得汇率在短期内趋于稳定的过程。授课教师可以根据自己的教学计划来使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考。

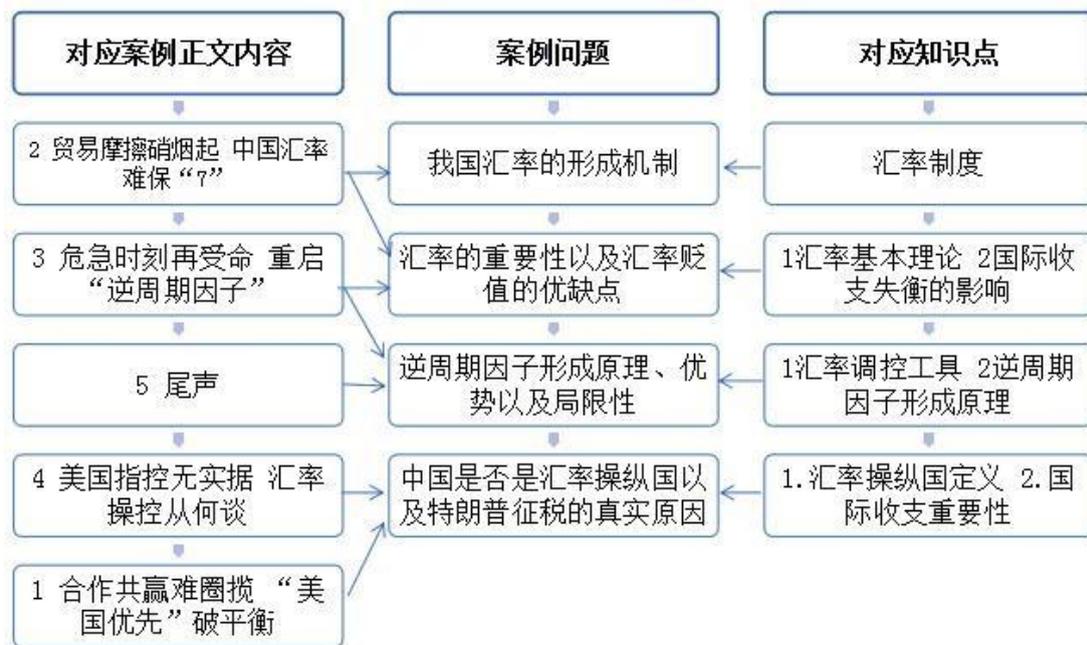


图 1 案例分析思路与步骤

首先中美贸易战属于国际金融领域，所以需要授课教师引导学生思考导致中美贸易战爆发的原因究竟是什么。以及讨论得出其核心特点，即美国是一个以贸易保护为传统的国家，且中国对美国持续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，民众就业率下降，对外贸易处于不利地位。

其次是在对中美贸易战的分析理解上，探讨并思考汇率作为其中一种至关重要的影响因素，其在中美贸易战中的作用主要发挥在哪里。这种作用是不是一把

双刃剑。是否在给中国带来优势的同时也带来了相应的风险。此外，汇率一味的贬值给中国经济带来了什么影响，汇率破“7”会给市场带来怎样的冲击？从而更清楚的了解汇率的性质与特点。

逆周期因子属于汇率调控工具的范畴，如今在宏观经济层面也是备受关注。试图探讨逆周期因子的产生原理和调控机制以及为减轻我国的汇率贬值压力带来了什么样的比较优势。

最后由于逆周期系数的构成机制不透明，使得特朗普指责中国是汇率操纵国。了解汇率操纵国的定义，讨论思考中国是否具有成为汇率操纵国的特征和必要性，并对中国汇率的未来走势与前景进行展望。

四. 理论依据及分析

（一）理论依据

1. 国际收支理论：

国际收支是指一个国家在一定时期内由对外经济往来、对外债权债务清算而引起的所有货币收支。它有狭义与广义两个层次的含义。狭义的国际收支是指一个国家或者地区在一定时期内，由于经济、文化等各种对外经济交往而发生的，必须立即结清的外汇收入与支出。广义的国际收支是指一个国家或者地区内居民与非居民之间发生的所有经济活动的货币价值之和。它是一国对外政治、经济关系的缩影，也是一国在世界经济中所处的地位及其升降的反映。国际收支状况通常是通过国际收支平衡表来反映，它是系统地记录该国在一定时期内国际收支项目及金融的统计表。这一统计表是各国全面掌握该国对外经济往来状况的基本资料，是该国政府制定对外经济政策的主要依据。

持续的、大规模的国际收支逆差对一国经济的影响表现为以下几个方面：

① 不利于对外经济交往。存在国际收支持续逆差的国家会增加对外汇的需求，而外汇的供给不足，从而促使外汇汇率上升，本币贬值，本币的国际地位降低。

可能导致短期资本外逃，从而对本国的对外经济交往带来不利影响。

② 如果一国长期处于逆差状态，不仅会严重消耗一国的储备资产，影响其金融实力。而且还会使该国的偿债能力降低，如果陷入债务困境不能自拔，这又会进一步影响本国的经济和金融实力，并失去在国际间的信誉。

持续的、大规模的国际收支顺差也会对本国经济带来不利的影响，具体表现在：

(1) 持续性顺差会使一国所持有的外国货币资金增加，或者在国际金融市场上发生抢购本国货币的情况，这就必然产生对本国货币需求量的增加。由于市场法则的作用，本国货币对外国货币的汇价就会上涨。不利于本国商品的出口，对本国经济的增长产生不良影响。

(2) 持续性顺差会导致一国通货膨胀压力加大。因为如果国际贸易出现顺差，那么就是意味着国内大量商品被用于出口，可能导致国内市场商品供应短缺，带来通货膨胀的压力。另外，出口公司将会出售大量外汇兑换本币收购出口产品从而增加了国内市场货币投放量，带来通货膨胀压力。如果资本项目出现顺差，大量的资本流入，该国政府就必须投放本国货币来购买这些外汇，从而也会增加该国的货币流通量，带来通货膨胀压力。

(3) 一国国际收支持续顺差容易引起国际摩擦，而不利于国际经济关系的发展。因为一国国际收支出现顺差也就意味着世界其他一些国家因其顺差而国际收支出现逆差，从而影响这些国家的经济发展。他们要求顺差国调整国内政策，以调节过大的顺差，这就必然导致国际摩擦。

可见，一国国际收支持续不平衡时，无论是顺差还是逆差，都会给该国经济带来危害。政府必须采取适当的调节，以使该国的国内经济和国际经济得到健康的发展。

2. 汇率基本理论

(1) 汇率的定义：

汇率是指一国货币与另一国货币的比率或比价，或者说是一国货币表示的另一国货币的价格。汇率变动对一国进出口贸易有着直接的调节作用。在一定条件下，通过使本国货币对外贬值，即让汇率下降，会起到促进出口、限制进口的作用；反之，本国货币对外升值，即汇率上升，则起到限制出口、增加进口的作用。

(2) 汇率制度：

① 固定汇率制度：是国家间货币采用固定兑换比率进行交换的制度。一国政府把本国货币的价值固定对应单一其他国家货币，或一揽子其他货币，或者另一种衡量价值，例如黄金。

② 浮动汇率制度：是指一国不规定本币与外币的黄金平价和汇率上下波动的界限，货币当局也不再承担维持汇率波动界限的义务。汇率随外汇市场供求关系变化而自由上下浮动的一种汇率制度。

人民币汇率制度：人民币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。自 2005 年 7 月 21 日起，我国开始采取有管理的浮动汇率制度。

表 1 人民币汇率制度的特点

特点总结	具体描述
1. 市场供求为基础	根据新的人民币汇率制度确定的汇率与当前的进出口贸易、通货膨胀水平、资本的输出输入等经济状况密切相连，经济的变化情况会通过外汇供求的变化作用到外汇汇率上。
2. 有管理的汇率	我国的外汇市场是需要继续健全和完善的，因而对人民币汇率进行必要的管理是必需的。主要体现在：国家通对外汇市场进行监管、国家人民币实施宏观调控、中国人民银行进行必要的市场干预。
3. 浮动的汇率	浮动的汇率制度就是一种具有适度弹性的汇率制度。中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。现阶段，每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍在人民银行公布的美元交易中间价上下 0.3% 的幅度内浮动，非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价 3% 的幅度内浮动率稳定。
4. 参考一篮子货币	一篮子货币，是指按照我国对外经济发展的实际情况，选择若干种主要货币，赋予相应权重，组成一个货币篮子。同时，根据国内外经济金融形势，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变化，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。但参考一篮子货币不等于盯住一篮子货币，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。这将有利于增加汇率弹性，抑制单边投机，维护多边汇率。

③ 汇率调控工具：

汇率调控工具是国家通过相应的手段方式和工具来管理汇率的波动，稳定市场对货币的预期。

表 2 中国人民银行调控汇率的六大工具

类 型	作 用 原 理
控制离岸的拆借利率	通过暂停上海自贸区分账核算单元的净流出公式的执行，并要求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，利用此举来收紧离岸人民币的流动性，增加做空人民币成本。
增加外汇衍生交易合约的保证金	直接提高外汇做空成本，增加外汇衍生交易合约的保证金。通过调高准备金率带来的远期购汇成本的上升，开始让市场参与者出现分化，央行也借此向市场传递出稳汇率的信号。
运用外汇储备	通过主动运用外汇储备来投放或收回美元，管理汇率走势。
通过远期合约做空掉期点	管理汇率预期，利用远期工具在市场锁定汇率风险，并根据汇率波动合理展期。
央行和商业银行进行掉期交易	将美元释放给商业银行，后者在即期市场抛售。使得央行和商业银行共同维持汇率的稳定。
开启或关闭逆周期因子	加强对中间价报价的掌控力，直接干预人民币兑美元中间价的形成。从而有效管理汇率预期

（二）案例分析：

“811”汇改前后，中国汇率的决定机制经历了怎样的演变？

“811”汇改前，人民币兑美元汇率定价由做市商询价确定，外汇交易中心保留调整权重的能力。2006年1月3日，央行发布公告，自2006年1月4日起，在银行间即期外汇市场上引入询价交易方式（以下简称OTC方式），同时保留撮合方式。人民币兑美元汇率中间价的形成方式改进为：外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向外汇市场做市商询价，并将全部做市商报价作为美元兑人民币汇率中间价的计算样本。去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价加权平均，得到当日美元兑人民币汇率中间价，权重由外汇交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。在做市商报价机制下，做市商可以通过结售汇、做市头寸和国际外汇市场等走势提出报价。加入自身预期，一定程度上反映了市场信息，使中间价能够更好反映外汇市场供求状况。同时，由于计算权重没有明确计算方法，外汇交易中心保留了对中间价一定的调控空间。

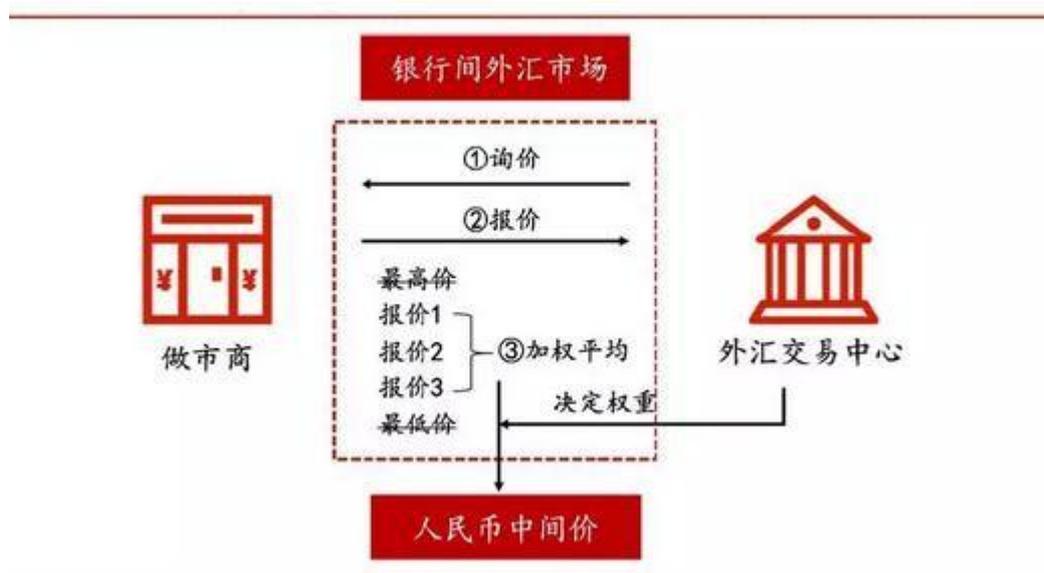


图 2 “811” 汇改前，人民币汇率定价机制

资料来源：公开资料整理

“811”汇改强调中间价报价要参考前一天收盘价，“收盘价+一篮子货币+逆周期因子”定价机制迈出改革第一步。为满足 SDR 对市场化、被国际接受的人民币汇率形成机制要求，人民银行调整人民币报价机制。自 2015年8月11日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，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向中国外汇交易中心提供中间价报价，即“811”汇改。“811”汇改为中间价增加了上日收盘价的参照价格，中间价形成更可预测。这意味着，市场供求因素可以更多反映到人民币定价机制中。

2015年12月，CFETS指数公布，“收盘价+一篮子货币+逆周期因子”定价的机制继续完善，搭起第二块“积木”。2015年12月11日中国外汇交易中心发布人民币汇率指数，旨在更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。进一步完善我国以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。为便于市场从不同角度观察人民币有效汇率的变化情况，中国外汇交易中心也同时列出了参考 BIS、SDR的人民币汇率指数。CFETS指数为市场转变观察人民币汇率的视角提供了量化指标。扭转过去市场过分关注美元兑人民币双边汇率走势的局面，有助于人民币汇率更加全面和准确地反映汇市变化。

2016年2月份至2017年5月底逆周期因子公布前，初步形成了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。“收盘汇率+一篮子

“货币汇率变化”是指做市商在进行人民币兑美元汇率中间价报价时，需要考虑“收盘汇率”和“一篮子货币汇率变化”两个组成部分。其中，“收盘汇率”是指上日16时30分银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率，主要反映外汇市场供求状况。“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度，主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。

为应对顺周期行为，更好反映基本面信息。人民币中间价报价模型中加入“逆周期因子”，“收盘价+一篮子货币+逆周期因子”的人民币定价机制正式搭建。2017年5月26日，人民币中间价报价模型在原有“收盘价+一篮子货币汇率变化”的报价模型中加入“逆周期因子”，以对冲市场顺周期波动、稳定市场情绪、缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。调整后，各报价行可以根据我国经济基本面和国际汇市的变化主动调控汇率预期，实现逆周期调节。

1. 汇率对一国经济的重要性体现在哪些方面？人民币在贬值过程中会给中国带来什么影响？

汇率除了反映了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。它不仅能被用来调节物价，增加商品的价格优势从而影响进出口。亦可以改善就业、优化资源配置以及影响某些储备货币的地位和作用，以此促进国际储备货币多元化的形成。

人民币贬值后可以削弱关税带来的贸易阻碍，推动我国的出口，有利于增加出口企业的利润。也可以促使国内销售市场的竞争减小，使得国产货物的销量增加从而造就就业岗位的增加。但人民币贬值更多带来的还是负面影响。它不利于进口，使得我国很多需要从国外获取的关键物资的进口成本大幅增加。同时，它会降低人们对未来人民币价值的预期，增强人们对人民币的悲观情绪。

如果最终人民币汇率没有坚守住“7”的底线，就会使得市场大肆唱空人民币，导致国际资本大量流出，中国经济受到严重损害。并给予做空机构可乘之机，做空人民币从而使得中国陷入经济危机，难有翻身之日。

2. 通过比较央行在中美贸易战中所使用的各种汇率调控工具，分析使用逆周期因子的形成原理、优势以及其局限性。并预测未来人民币汇率的走势。

① 逆周期因子形成原理：

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：

逆周期因子=市场供求因素/逆周期系数=(上日收盘价-上日中间价-一篮子货币日间汇率变化*调整系数) /逆周期系数

由此，我们可以比较清楚地看到逆周期因子的作用机制。简单来说，就是先通过数学处理提取出前一日人民币收盘汇率变动中的市场供求因素，然后对这一成分进行打折过滤。且确如央行所强调的，“‘逆周期因子’计算过程中涉及的全部数据，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。”

② 逆周期因子的使用优势：

逆周期因子的优势主要体现在以下两点：

其一，汇率作为本外币的比价，具有商品和金融资产的双重属性。部分投资者基于投机心态，希望在汇率波动中通过“追涨杀跌”获得收益。导致外汇市场出现顺周期波动，扭曲了真实的基本面逻辑，放大了汇市波动和外汇供求缺口。加入逆周期因子后，一定程度上可以对冲顺周期波动，过滤外汇市场投机的“羊群效应”。逆周期因子本身不会改变外汇供求的趋势和方向，而是在尊重市场的前提下促进市场行为更加理性。

其二，当不考虑逆周期因子作用时，“收盘价+一篮子货币汇率变化”形成的中间价，市场供求因素对汇率的决定因素较强，可能会更多的反映与预期方向一致的变化，而较少反映或不反映与预期方向相反的基本面变化，呈现出一定的非对称变动状态。加入逆周期因子后，可以有效校正这种“非对称性”，有助于人民币汇率更好的反映宏观经济基本面真实逻辑。

③ 逆周期因子的局限性：

逆周期因子并不能长期的解决汇率贬值的问题。如果市场上绝大多数人都坚定地认为人民币“破 7”是大概率事件，那么即使央行利用逆周期因子抬升人民币的价格，人们也会坚持地持有美元。并且会因美元价格的降低而顺势买入更多地美元。

长久下去，假如人民币仍有较大的贬值压力，央行迟早会因以较低的价格向市场抛售美元而耗光外汇储备。人民币也最终会在那个时刻“闪崩”，做空人民币的空头们就会大赚一笔。

3. 什么是汇率操纵国？中国是否是汇率操纵国？这是否是特朗普征收关税的真实缘由？

汇率操纵国是指一个国家人为地操控汇率，使它显得相对地低，令其出口价看似便宜，或会引起进口贸易伙伴批评它为汇率操纵国。由于产品较便宜，人们喜欢它的产品并减少购买本土产品。这将导致进口国就业流失。操纵国则牺牲别国利益而为本国创造更多就业机会及享受较高的国内生产总值。

中国不是汇率操纵国，其原因主要如下：

第一个标准符合（最近一年中美贸易顺差总额约3000亿美元），另外两个标准皆不符合标准。（2017年，中国经常账户盈余占GDP比重约为1.4%以及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。）因此中国并不能被称为汇率操纵国，甚至被列入汇率操纵国观察名单都差强人意。

汇率操纵国只属于特朗普对中国征税理由的一小部分。特朗普征收关税，开启中美贸易战的理由还包括如下几点：

① 美国有贸易保护主义和经济民族主义的传统。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，认为通过贸易保护可以保证本国经济的平稳健康发展。

② 美国国民经济去虚向实的需要。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。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，美国社会已接近“掠食者国家”。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”。

③ 迎合美国国内民粹情绪，兑现竞选时许诺。2016年特朗普上台前，其竞选的口号中有两句很有典型性，一句话是：美国第一，即所谓的美国优先原则。另一句话是把制造业带回来。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，把旧有的美国工业体系再度振兴起来。

同时，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。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。因此特朗普要向中国征收关税。

五. 关键点

关键点：本案例在中美贸易战正式开战后，我国汇率受到极大的贬值冲击的背景下，基于汇率调控工具的相关理论，选取了逆周期因子——这一创新型汇率调控工具对中国汇率进行调控。从逆周期因子对我国传统汇率调控工具的特征的继承与创新出发，阐述了逆周期因子的产生原理，对汇率的整体调节机制以及逆周期因子的调节作用。并以此分析思考这一政策工具所具备的优势与发展潜力，为减轻我国汇率的贬值压力，推进我国汇率未来的稳定发展带来积极的影响。

关键知识点：

- (1) 国际收支平衡理论；
- (2) 汇率基本理论；
- (3) 汇率制度；
- (4) 汇率调控工具。

关键能力点：

- (1) 汇率基本理论的应用思考能力；
- (2) 运用理论工具解决实例问题的能力；
- (3) 培养创新意识和独立思考能力。

六. 建议课堂计划

本案例内容丰富、信息量大，适用于专门的案例讨论课。授课教师可参考本案例使用说明，做好案例教学计划安排（如表3所示）。案例课堂教学时间建议控制在90分钟内。为了保证案例教学的质量，建议学员规模控制在30人以内，分为5个小组。

若授课教师拟将本案例用于课程中的教学辅助案例，建议要求学员提前熟悉案例内容、做好分组研讨，节约课堂时间。课堂上的案例讨论与分析主要围绕2至3个启发思考题展开。

中国金融专业学位案例中心

表 3 案例教学计划安排

案例教学计划	教学活动及内容	辅助手段	时间安排
1. 课前计划	<ul style="list-style-type: none"> 提前发放案例正文、启发思考题和背景信息，并请学员根据案例提前自行检索搜集有关中美贸易战以及人民币贬值等相关信息。 提前要求学员做好分组，建议划分为5个小组。 		课前1周
2.1 案例引入	<ul style="list-style-type: none"> 授课教师说明课程内容和案例讨论主题，说明案例讨论的教学目的、要求和安排等。 	PPT 投影	5分钟
2.2 案例回顾	<ul style="list-style-type: none"> 带领学生简要回顾案例正文。 	白板	5分钟
2.3 分组讨论	<ul style="list-style-type: none"> 开始分组讨论，各学员根据课前搜集的信息，围绕启发思考题进入深入讨论。 		20分钟
2. 课堂计划	<ul style="list-style-type: none"> 授课教师根据分析思路中给出的案例分析逻辑以及各启发思考题对应的引导性提问，与学员展开互动。 		
2.4 引导式提问与互动	<ul style="list-style-type: none"> 建议每个启发思考题随机抽选一个小组进行提问，并与其它小组展开互动。每个问题的提问和讨论时间建议控制在10分钟内。 授课教师在提问过程中穿插讲解理论依据和知识点。 	PPT 投影+ 白板	40~50分 钟
2.5 案例总结	<ul style="list-style-type: none"> 对案例正文的故事叙述、相关理论依据和知识点进行总结归纳，并适当延伸。 	PPT 投影+ 白板	10分钟
3. 课后计划	<ul style="list-style-type: none"> 布置课后作业：请学员根据课堂讨论，请学员结合目前中美贸易战的局势，判断未来人民币的汇率走势。 		

(案例使用说明字数：8749)