

逆周期因子重啓 收窄人民幣匯率波幅



▲分析預計，如果未來美元指數出現較為強勁的升值，逆周期因子在完全對沖收盤價影響之外，還會對沖一部分籃子貨幣的影響



立筆直書

由於逆周期因子對沖了一部分收盤價的影響，人民幣匯率的波幅將再度收窄，不會再出現今年6至8月大幅貶值的情況。人民幣匯率將會圍繞美元指數上下波動。

中國社科院世經政所副研究員、太平洋證券首席宏觀研究員 肖立晟

2018年8月24日，中國外匯交易中心公布，近期受美元指數走強和貿易摩擦等因素影響，外匯市場出現了一些順周期行爲。基於自身對市場情況的判斷，8月份以來人民幣兌美元匯率中間價報價行陸續主動調整了「逆周期系數」，以適度對沖貶值方向的順周期情緒。

什麼是逆周期因子？2017年8月，中國人民銀行在《2017年第二季度中國貨幣政策執行報告》中，簡單描述了逆周期因子的計算過程。報告指出：計算逆周期因子時，可先從上一日收盤價較中間價的波幅中剔除籃子貨幣變動的影響，由此得到主要反映市場供求的匯率變化，再通過逆周期系數調整得到「逆周期因子」。逆周期系數由各報價行根據經濟基本面變化、外匯市場順周期程度等自行設定。

做市商發起 自下而上遞資訊

上面這段話表明，中間價的調整規則與「811匯改」之前有所變化。「811匯改」之前，中間價基本由人行主觀設定。市場供求對中間價的影響非常有限，導致外匯市場無法出清，而且匯率價格也不連續，很多衍生品無法有效定價。逆周期因子是由做市商發起，自下而上傳遞資訊的過程。做市商通過逆周期因子向人行傳遞市場供求的變化，人行再根據逆周期因子調節中間價。與「811匯改」之前相比，這種定價規則在一定程度上有助於人行及時掌握外匯市場供求的情況。

但是，逆周期因子與「811匯改」之前人行調整中間價的措施，沒有本質的區別。中間價最後的決定權仍然在人行手中。逆周期因子的本質，只是爲人行提供了市場供求資訊。究竟如何使用資訊，取決於人行對外匯市場的判斷。如果認爲人民幣匯率貶值的壓力脫離了基本面，人行就會使用逆周期因子調升人民幣匯率。如果認爲市場升值的壓力脫離了基本面，人行則會使用逆周期因子調降人民幣匯率。

無論是哪種情況，中間價原本蘊含的市場供求資訊都會被逆周期因子對沖。

當人行啓動逆周期因子之後，收盤價的作用被大大削弱，籃子貨幣的作用就被凸顯出來了。分析上一輪人行啓動逆周期因子的情況（2017年5月26日至12月31日），可以從中發現逆周期因子是如何對沖收盤價的影響。

2017年5月26日至12月31日，人民幣匯率中間價升值約3400個基點。其中，收盤價相對中間價貶值約3600個基點，籃子貨幣升值約700個基點，逆周期因子升值約6300個基點。逆周期因子不僅完全對沖了收盤價的影響，還超出2700個基點，是人民幣匯率升值重要的支撐力量。

中國外匯交易中心的公告指出，2018年8月份以來，人民幣兌美元匯率中間價報價行陸續主動調整了「逆周期系數」。我們可以進一步計算8月份逆周期因子對中間價定價的影響。8月1日至8月

27日，人民幣匯率中間價貶值約340個基點。其中，收盤價相對中間價貶值約1180個基點，籃子貨幣升值約220個基點，逆周期因子升值約1000個基點。逆周期因子基本對沖了收盤價的影響，籃子貨幣對中間價變動的貢獻率達到65%。

2017年5月26日至2018年1月10日，逆周期因子與收盤價走勢基本上呈現負相關性。當人民幣匯率面臨貶值壓力時，逆周期因子一直在支撐人民幣匯率升值。市場供求的資訊大部分被逆周期因子過濾，難以反映到中間價。中間價主要反映籃子貨幣的波動，在此期間人民幣籃子貨幣CFETS指數的上下幅度只有2.5%。

再現「窄幅盯籃子貨幣」體制

下一階段，人民幣匯率的波動又會重新進入「窄幅盯籃子貨幣」的匯率體制中。由於中間價主要反映籃子貨幣的資訊，人民幣匯率制度事實上成爲窄幅盯住一籃子貨幣匯率制度。此時，人民幣匯率的決定權在很大程度上又和美元指數掛鉤。美元指數上漲，人民幣匯率會出現貶值壓力，美元指數下跌，人民幣匯率會出現升值壓力。

根據上文分析，可以有兩個判斷：

第一，CFETS人民幣匯率指數基本已經到達底部，未來會呈現小幅升值趨勢。人行指出逆周期因子的作用是對沖外匯市場的順周期性，而目前外匯市場有貶值的順周期性，所以逆周期因子會對沖收盤價的貶值壓力，但是不一定會對沖收盤價的升值壓力。未來CFETS人民幣匯率指數易升難貶，有小幅升值的壓力。

第二，人民幣匯率將會圍繞美元指數上下波動。由於逆周期因子對沖了一部分收盤價的影響，人民幣匯率的波幅將再度收窄，不會再出現今年6至8月大幅貶值的情況。根據過去的經驗，美元指數上漲10%，會帶動人民幣匯率貶值5%左右。目前，美元指數處於95的位置，下一階段有可能繼續升值，也可能陷入貶值。在這兩種情況下，人民幣匯率會出現不同走勢，但是CFETS仍然會保持升值趨勢。

如果今年美元指數從95下跌至90，人民幣匯率將會從6.85升值至6.60至6.67左右，CFETS略有升值。

如果今年美元指數從95上漲至100，人民幣匯率將會從6.85貶值至接近7。原本按照定價規則，人民幣匯率應該貶值至7.02。但是「7」這個整數點位容易引發市場波動，人行會運用逆周期因子，對沖美元指數對中間價的貶值壓力，讓

新興市場動盪 中國政策轉向

瑞銀財富管理亞太區投資總監及首席中國經濟學家 胡一帆



非凡觀點

在美國不斷收緊政策之際，阿根廷經濟陷入困境，土耳其經濟也出現動盪，這引發了新興市場風險是否會蔓延的憂慮。中美貿易爭端可能會重塑全球貿易格局，這已促使中國的政策立場短期內轉向寬鬆，這一政策轉變應有助於防止經濟急劇放緩。此外，鑒於基本面穩健，亞洲應不會受到新興市場困境的衝擊。

脆弱新興市場（最近是土耳其）的動盪市況愈演愈烈，導致亞洲新興市場的前景存疑。整體出口增長已放緩至趨勢水準，但仍呈現漲勢。亞洲新興市場的實際增長第二季度有所放緩，但相對於其他新興市場而言依然強勁。並且與其他新興市場不同，多數亞洲新興市場的國際收支呈現順差（平均佔國內生產總值GDP的2%，而整體新興市場爲負0.5%），官方外匯儲備穩健且外債水準相對較低（平均佔GDP的34%，而整體新興市場爲59%，土耳其爲53%）。

不過，亞洲新興市場也存在一些軟肋。其中，馬來西亞的外債風險較高，佔GDP的69%；但該國經常帳戶順差佔GDP的比重達3.7%帶來了充足的緩衝，並且該國的新政府也竭力控制債務。其他有外部赤字的主要亞洲新興市場，比如印度、印尼和菲律賓，平均赤字水準佔GDP的比重僅爲負1.6%。雖然從外債角度來看，亞洲新興市場並不脆弱，但在通脹高企的環境下（平均爲4.4%，亞洲新興市場爲3.1%），近期動盪對該區域的貨幣走勢造成拖累。雖然我們預計不會出現危機，但在貿易逆差回穩之前，這些國家可能受政策利率上調影響較大。

逆風加劇中國寬政策

影響亞太經濟穩定的一個重要因素是中國面臨的政策挑戰。爲應對出口放緩和信貸增長周期性減緩導致經濟突然放緩的風險，近期中國的政策基調從緊縮轉向寬鬆，市場流動性增加，並緩和了市場情緒。中國此前的去槓桿政策和加強監管的影響仍有利於經濟增長長期向好，但短期有壓力。另一拖累經濟

因素來自於中美貿易摩擦升級，繼美國對500億美元的中國商品加徵25%的關稅後（其中340億美元於7月6日生效，其餘8月23日生效），又於8月2日提議對2000億美元中國商品的關稅從10%上調至25%。中國隨即於8月3日提議對600億美元的美國商品徵收5%-25%的關稅。此前，中國已對美國的第一輪關稅措施予以同等規模的反擊。

爲應對貿易衝突升級，中國政府於7月份的國務院常務會議和政治局會議上決定調整政策立場，下半年轉向積極寬鬆。會議提出了一系列促進增長的措施：

貨幣政策立場從此前的「審慎中性」調整爲「穩健」。去槓桿將更爲溫和且有序地推進。資管業務規則已經放寬，主要涉及非標資產、理財產品和估值方法，以緩解信貸增長放緩的影響。此外，我們認爲「合理充裕」的流動性意味着政府將通過央行注入更多流動性和進一步降準來繼續放寬貨幣政策。

下半年的財政政策也將變得更加積極。地方政府專項債券將加快發行以支持在建基礎設施專案，2018年上半年只發行了大約4000億元人民幣，遠低於年度額度1.35萬億元人民幣。政府也敦促銀行更多地支持基礎工程。

信貸政策將更加有利於小微企業。政府將設立國家擔保基金，爲小微企業提供信貸擔保，實現每年新增支持15萬家小微企業和1400億元貸款目標。政府還調整多項政策以鼓勵銀行擴大貸款投放，比如中期借貸便利（MLF）的抵押品範圍擴大至評級較低的債券，放寬對銀行的宏觀審慎評估要求並降低債轉股的風險權重。

政府強調將進一步開放市場。先前的承諾包括降低汽車和消費品關稅；放寬對外資在金融和某些製造業部門的限制和准入門檻；加快區域自由貿易談判，促進與盟友國的友誼與合作，包括區域全面經濟夥伴關係和中日韓自由貿易協定。

總體而言，鑒於去槓桿持續推進與貿易緊張局勢升級帶來挑戰，我們預計下半年中國經濟將進一步放緩。不過，在政府政策的大力支持下，我們仍預期2018年中國GDP增速仍將達到6.5%，略低於2017年的6.9%。

空置稅貿戰 造就低吸時機

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

空置稅、貿易戰、本港銀行輕微提高按息、新興市場貨幣大跌引致全球股市急劇波動，均令本港樓市降溫，樓價變得牛皮，爲置業人士提供低吸入市的機會。

一直以來，本港很多人都埋怨樓價太高，無法達成置業夢想。樓價屢創新高，也有不少人表示過回落的話便要趁低吸納，因爲他們錯過了亞洲金融風暴及沙士、環球金融海嘯等樓市暴跌入市時機。希望樓市稍爲停止上升，他們就有機會達成買樓目標。

行政長官林鄭月娥月前發表的六招樓市新方案，其中一招是向發展商實施空置稅。據筆者所知，這一招數並非局外人所估計的「無利到」，對於發展商而言其實是很辣的招式，原因是稅項足以影響到發展商的業績，稅額不是小數目。

空置率計劃發表之後，發展商立即認真對待，推售樓盤步伐明顯加快，以避免貨尾成爲空置稅對象

。因不少發展商都採取加快賣樓手法，各不相讓，造成各個發展商都不敢明顯提價，以免被同業乘虛而入，搶走生意，禍及業績。所以，各個發展商都只求順利的地銷貨，賣樓策略不敢再過分保守。

加上美國向中國挑起的貿易戰步步進逼，再加上近期本港銀行界紛紛輕微提升按息，以及新興市場股匯齊跌拖累全球股匯急劇波動，香港亦不能獨善其身，招招都對置業人士產生負面心理影響，減慢他們的入市意欲。

但中國採取定向寬鬆以及加大基建投資，實際上都有利本港經濟以至樓市，另外，中國也某程度上放鬆對人民幣貶值的範圍，有助刺激出口，都能抵銷美國的加徵關稅壓力，皆屬正面消息。因太多好淡消息衝擊，很難計算出得失，所以，二手樓市顯得一片平淡，一手樓因發展商採用靈活應變手段，賣樓價錢具備彈性，使到部分置業人士態度依然積極。

最近政府宣布公屋輪候時間由5.1年加時至5.3年，根本顯示出政府暫時在土地供應方面繼續無突破。假如貿易戰緩和、新興市場股匯回穩，置業人士買樓可能要支付更高的溢價才可如願。

人民幣匯率在6.9至7盤旋一段時間，延遲「破7」的時間。儘管這有助於穩定即期市場，人民幣匯率卻會出現高估，抬升CFETS指數。所以，如果未來美元指數

出現較為強勁的升值，逆周期因子在完全對沖收盤價影響之外，還會對沖一部分籃子貨幣的影響，導致CFETS指數有較大幅度升值。

