

近期人民币大幅升值的解析

人民币在6月的最后一周，开启了大幅升值。自6/27日开始，在短短的四天时间，在岸美元/人民币汇价由6.8440一度跌至6.76附近，人民币升值幅度超过800点。

人民币本轮升值的诱发因素是什么？人民币升值的持续性如何？我们就上述问题做出讨论。

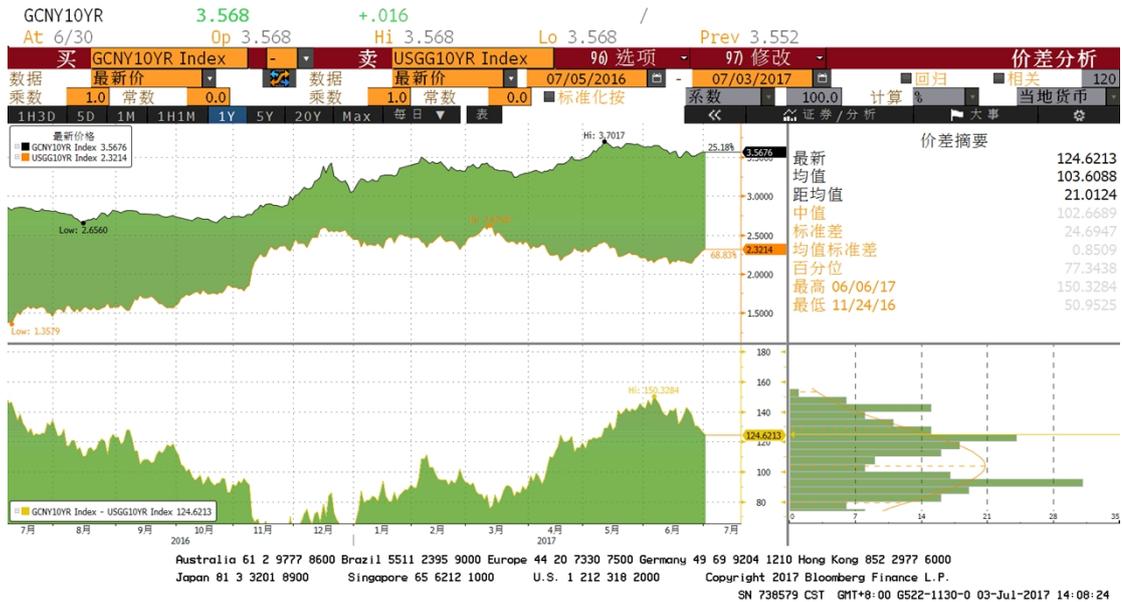
一、逆周期因子叠加美元走软，放大了人民币的升值效果

1、逆周期因子的效果

5月26日表示在人民币中间价机制中引入“逆周期调节因子”，美元兑人民币中间价取决于以下三项决定，前一交易日收盘价、前夜美元兑CFETS一篮子货币汇率的变化，以及新引入的逆周期调节因子。

测算“逆周期因子”可以发现，如果市场价明显低于中间价，在第二日的中间价中，会剔除过度反应供求的部分，即对冲顺周期的部分，使中间价在平稳轨道上运行，在定价机制上修正了螺旋贬值压力。

逆周期因子所指的周期目前来看，是针对人民币贬值的周期，市场或已感受到监管的意图。结合今年金融强监管明显提升了人民币资产收益率，中美国债利差保持高位，监管层对购汇真实性审查以及规范对外投资等一系列举措，大幅缓和了资金外流压力。在央行抛出逆周期因子的改革后，人民币积累的升值动力开始体现。



附件一：中美债券利差保持高位，支撑了人民币汇率

再谈下美元的情况，我们认为美元的疲软并非本轮人民币升值的诱导因素，但与人民币前期走势的偏离，放大了人民币升值的效果。从去年底市场压注特朗普交易到特朗普交易最终落空，美元指数在17年开启了持续跳水的模式，但人民币在此区间保持了盘整，与美元走势偏离，人民币累积了升值的压力，这种压力在人民币启动升值后加速释放。



附件二：人民币与美元指数脱钩积累了升值动力

2、离岸人民币并未出现紧张

离岸人民币市场市监管层常用武器，其流动性变化也一直是观察监管层“是否出手”的极佳窗口。2015年8.11汇改以来，离岸人民币流动性经历了四次收紧，无一例外的成功将离岸人民币空头挤出市场，使离岸CNH快速反弹，并带动在岸人民币汇率升值。

但6月最后一周香港离岸人民币同业拆借利率一直处于低位，另外反映掉期成本的离岸CNH短端掉期点差报价也非常低，离岸人民币流动性极为充裕。

本轮人民币急升始于6月的27日下午两点前后，在岸人民币率先发力，离岸CNH紧随其后，升值幅度均超200点，之后叠加晚间欧洲央行紧缩意图的讲话提振欧元多头人气，美指加速下行，人民币先于美元指数下跌而升值，也并未通过离岸人民币紧张而拉动人民币升值，表明市场预期可能开始有了一些反转。

二、 贬值动力消散，市场转入常态波动

一季度国际收支双顺差、央行对汇率市场精细化管理以及“紧平衡”的货币政策引导下，市场对人民币贬情绪明显淡化。如果本次人民币升值幅度保持，则可能继续提升市场结汇预期，结汇盘增加，结售汇逆差也可能在未来几个月内终结，则人民币进一步结束贬值预期，进入常态波动。

未来对人民币来说，“双边常态波动”仍是最优选择，避免由于形成单边预期导致的市场“羊群效应”引发金融风险，这也使“逆周期因子”的意义所在。在此预期下，在目前6.76附近的点位追高人民币风险较高。在17年人民币市场高波动性、人民币宽幅波动的背景下，结汇交易应选择在反弹的交易机会时点进行。

第三季度，关注人民币货币市场流动性是否宽松、外部市场美元走势情况、国内人民币结售汇顺差改善情况等，作为对人民币趋势的重要指引因素。

金融市场部 交易中心

2017/7/3