

肖立晟

nkxls@126.com

张潇

cloverclara@126.com

## 人民币汇率的逆周期性\*

2017年5月，人民币汇率中间价形成机制引入“逆周期因子”，人民币汇率周期性问题开始引发大家关注。中国外汇交易中心公告明确表示：“汇率根本上应由经济基本面决定，…当前我国外汇市场可能仍存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”，增大市场汇率超调的风险。”

周期性，是描述一个经济量与经济波动之间呈正（负）反馈关系的概念，在经济出现增长或衰退时，强化趋势的经济变量具有顺周期性，反之则是逆周期性。

从外汇交易中心公告中可以发现，对外汇市场顺周期的理解分为两个层次：第一，人民币汇率实际上是逆周期变量。人民币汇率应该由基本面决定，反映国内外经济形势，经济数据超出预期，人民币汇率会升值，反之则相反。汇率升值会抑制出口，贬值会促进出口，均与经济周期方向相反，所以汇率本身是逆周期变量。第二，市场情绪是顺周期变量。在经济下行期间，外生冲击导致市场情绪高涨，放大单边市场预期，引发资本大幅外流，进一

---

\* 肖立晟：中国社会科学院世界经济与政治研究所，副研究员。张潇：南开大学金融学院，博士研究生。本文已发表于《中国金融》。

步恶化经济基本面，市场情绪与资本外流形成正反馈机制，呈现顺周期性。

本文重点考察人民币汇率是否存在逆周期性。在具体讨论人民币汇率周期性因素之前，本文首先从理论层面，分析汇率周期性的来源和新兴国家的历史经验。

一个新兴市场国家，如果采用浮动汇率制度，汇率将会作为宏观经济的稳定器，具备显著的逆周期特征。经济繁荣时汇率会升值，抑制出口，降低经济增速。经济衰退时汇率会贬值，促进出口，缓解经济衰退。

一般而言，汇率呈现逆周期性的国家对出口依赖程度较大。当出口商品的需求和价格更高时，商品出口国的增长更快，导致汇率升值，汇率呈现逆周期性。

除了商品出口外，汇率逆周期也和跨境资本流动的顺周期性密切相关。新兴市场国家资本流动表现出很强的顺周期性——经济状况好时国际资本涌入，新兴市场国家汇率升值。经济状况不好时资本流出，新兴市场国家汇率贬值。发达国家则有所不同——发达国家的资本流动周期性指数接近于零，安全投资转移的考虑削弱了发达国家的资本流动的顺周期性，甚至有的发达国家资本流动表现为逆周期。

尽管汇率逆周期性有助于维持经济稳定，但是，外汇市场波动可能会脱离经济基本面，出现汇率超调。经济繁荣时汇率过度升值，经济衰退时汇率过度贬值。尽管汇率贬值有助于促进出口，但是过度贬值可能会引发大规模资本外流，不利于经济增长。因此，新兴市场国家往往会通过选择合适的政策工具降低汇率逆周期波动，稳定外汇市场。

新兴市场国家干预汇率周期性最直接的方式是降低资本账户的开放程度。由于资本流动的顺周期性和汇率的逆周期性之间存在显著的正向关系，一旦资本流动的顺周期性受到限制，汇率的逆周期性会随之减弱，汇率趋于稳定。新兴市场国家干预汇率逆周期性的另一种方式则是选择弹性较小的汇率制度。这是通过影响资本流动与汇率的周期性程度二者之间的关系来实现的。已有研究表明，当汇率制度更有弹性时，资本流动与汇率的

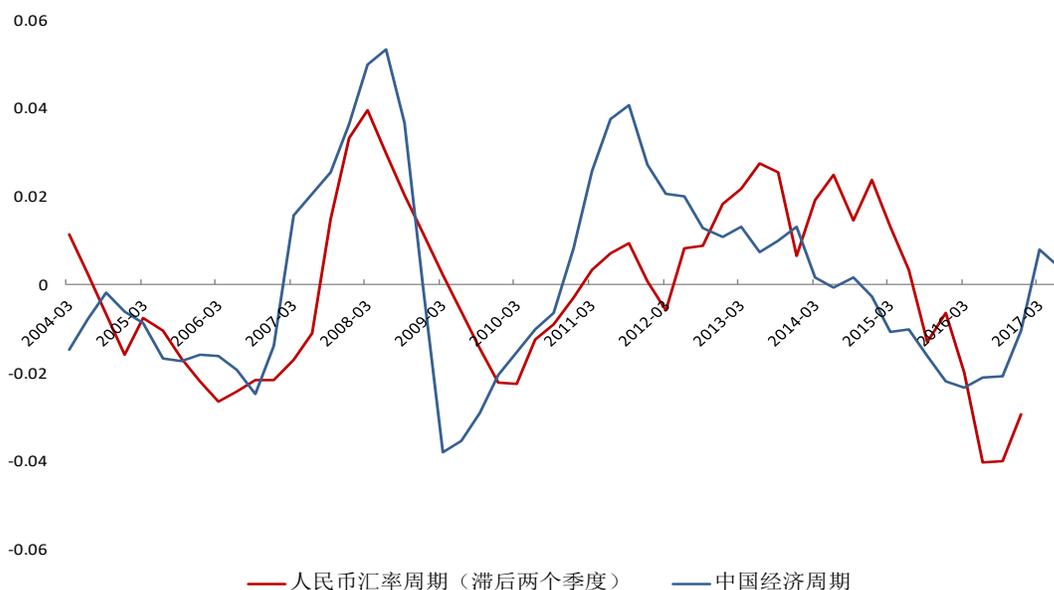
周期性间的正相关性更加显著。汇率制度弹性小时，资本流动与汇率周期性间的相关性不显著。因此，新兴市场国家通过选择弹性较小的汇率制度，可以使汇率的顺周期性降低，汇率趋于稳定。

新兴市场国家为了克服汇率逆周期性，也可以实施顺周期的货币政策。顺周期货币政策意味着在经济形势好的情况下实施宽松的货币政策，在经济形势不好的情况下实施紧缩货币政策。汇率逆周期的新兴市场国家倾向于选择顺周期的货币政策来降低汇率的逆周期性。在经济低迷时，央行会提高利率，资本边际报酬增加会导致资本流入，降低资本流动的顺周期性，进而减小汇率的逆周期性。新兴市场国家通过实施顺周期的货币政策，来减弱汇率的逆周期性，进而稳定汇率。

值得注意的是，近年来，随着新兴市场国家开始增强汇率制度弹性，货币政策和汇率的周期性之间的相关性显著减弱甚至不再相关，由此可见，汇率逆周期的国家对于汇率“浮动”的恐惧减小。出现这种现象的原因在于随着经常账户改善，新兴市场国家持有更多的外汇储备、净外汇持有由债务转为资产。当汇率是逆周期且持有的净外汇是负的国家，经济下行时由于汇率下降，外债增加，因此该国会采取干预——资本账户管制、紧缩性的货币政策来避免汇率贬值。但随着持有的净外部资产得到改善，新兴市场国家对汇率顺周期的干预减少，表现出对汇率“浮动”的恐惧减少。

为了刻画人民币汇率周期与经济周期之间的关系，我们提取了人民币对美元双边汇率（间接标价法，上升代表升值）和 GDP 季度增长率（也可以选择中美 PMI 之差，并不影响分析结果）的周期性成分。首先，获得季度 GDP 总量和人民币汇率的时间序列数据。然后，对其取对数、做季节调整（仅对 GDP 数据）、并剔除 HP 滤波的趋势项。最后，获得中国经济周期和人民币汇率周期变量。二者关系见图 1。

图 1 人民币汇率周期与中国经济周期



数据来源：Wind 数据库和作者计算结果。

2006 年至今，中国经济周期可以被划分为两轮经济波动。第一轮经济周期是 2006 年 9 月至 2009 年 3 月，这一轮波动完全是基于全球金融危机的外生冲击（当然，如果把时间拉得更长，经济周期的起点可以追溯至 2000 年），相对应人民币汇率周期也有相似波动。第二轮经济周期是从 2009 年第二季度至 2016 年第一季度，此时，人民币汇率周期与经济周期的波长虽然基本一致，波峰出现的时间却有较大差异。人民币汇率周期在 2013 年底才达到波峰。

人民币汇率周期与中国经济周期相比有两大特征。

**第一，人民币汇率周期调整速度滞后于中国经济周期约两个季度。**在图 1 中，笔者已经将人民币汇率数据调整为滞后两个季度的数据，此时人民币汇率周期与中国经济周期的数据才基本匹配。这表明，人民币汇率存在较强的交易惯性，即使经济周期已经出现拐点，但是人民币汇率依然延续此前的交易路径。这在一定程度上表明我国外汇市场效率较低，不能及时响应经济基本面的变化。

**第二，面对经济周期变化，外汇市场的压力可以累积很长时间。**中国

经济周期在 2012 年初就已经开始掉头向下了，然而，人民币汇率却在 2012 年底启动了一轮逆市升值。即使中国经济在 2014 年出现大规模资本外流，人民币汇率依然在高位盘整。这表明，我国外汇市场可以逆周期运行较长时间。但是，外汇市场失衡只是被压制，并没有消失。根据外汇占款数据，在 2012 年下半年，央行已经逐步淡出了常态式外汇市场干预，当时外汇市场供求趋于平衡。但是，此后相反的中美经济周期走势导致外汇市场压力迅速累积，最终在“811 汇改”期间引爆单边贬值预期。

**人民币汇率周期与经济周期的关系并不稳定。**从中长期来看，人民币汇率与宏观经济的走势基本一致。短期来看，由于存在持续的外汇市场干预，外汇市场能够在逆周期状态下运行较长时间，与经济基本面暂时脱钩。但是，外汇市场的压力一直在内部持续累积，一旦闸口出现松动，就可能出现重大风险。

总体而言，新兴市场国家的汇率变动与经济周期的变动一致，呈现出汇率的逆周期性。新兴市场国家为了避免汇率的过度升值或贬值往往会通过资本账户管制、选择弹性较小的汇率制度、实施顺周期的货币政策来降低汇率的逆周期程度。但是随着持有的净外部资产状况得到改善，新兴市场国家对汇率逆周期性的干预有所减少。由于存在资本管制和外汇市场干预，过去人民币汇率与经济基本面之间的关系并不显著，所以高涨的市场情绪才会进一步放大单边预期，引发羊群效应。与其他国家相比，人民币汇率自身的逆周期性并没有发生经济稳定器的作用，反而由于单边预期放大了跨境资本流动冲击。现阶段，中国跨境资本流动的波动性与其他新兴市场国家基本相当，人民币汇率弹性却仅仅相当于新兴市场货币 50% 水平，二者存在较大的不对称性。未来应继续增强人民币汇率弹性，发挥汇率自身的逆周期性，降低资本流动和市场情绪的顺周期性。

（作者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、