

## 再次强调人民币汇率的双向波动

### 报告要点

第十三届陆家嘴论坛再次传达出人民币汇率双向波动成为常态的政策意图，在人民币资产吸引力提供升值支撑、贸易顺差下降和外部国家货币政策收紧预期提供贬值支撑的双重因素影响下，人民币下半年双向波动预期加大。



### 利率衍生品团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

数据点	每周跟踪 [2021-6-7 至 2021-6-11]
1. 中间价分解	<ul style="list-style-type: none"> <li>USDCNY 6月11日中间价报 6.3856, 较6月4日<b>上调</b> 216点。</li> <li>跟踪期内, 各因素对中间价报价的贡献为: 收盘价调整贡献<b>升值</b> 45点, 隔夜一篮子货币调整贡献<b>升值</b> 223点, 逆周期因子贡献<b>贬值</b> 52点。</li> <li>6月7日至6月11日, 真实的中间价与彭博预期差异(中间价-预测)分别是: 32点、6点、0点、5点和9点。</li> </ul>
2. 成交持仓	<ul style="list-style-type: none"> <li>CUS2106 6月11日成交量 757手, 较6月4日<b>减少</b> 5799手</li> <li>CUS2106 6月11日持仓量 1277手, 较6月4日<b>减少</b> 2389手</li> <li>UC2106 6月11日成交量 7123手, 较6月4日<b>减少</b> 33892手</li> <li>UC2106 6月11日持仓量 7708手, 较6月4日<b>减少</b> 22967手</li> </ul>
3. 基差 (期货-CN)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CUS2106 6月11日基差-155 pips, 较6月4日<b>减少</b> 336 pips。</li> <li>UC2106 6月11日基差-155 pips, 较6月4日<b>减少</b> 356 pips。</li> </ul>
4. 展期	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月11日, CUS2106 空头展期至 CUS2109 的年化收益为 2.56%</li> <li>6月11日, UC2106 空头展期至 UC2109 的年化收益为 2.65%</li> </ul>

### 市场展望 再次强调人民币汇率的双向波动

上周, 美元兑人民币汇率小幅升值, 但整体仍在 6.4 一线附近纠结。我们曾在报告《外汇存款准备金调整政策解读》中指出, 政策信号释放之后, 人民币汇率的双向波动弹性打开, 而波动幅度和节点需要等到 8 月底的 Jackson Hole 会议和 9 月的议息会议。自 5 月 28 日之后, 人民币双向波动的预期得到验证。上周陆家嘴论坛对于人民币汇率双向波动成为常态的表述再度强化政策环境预期。基于此, 我们再看近期的经济数据或者政策表态, 都更加清晰的表明双向波动常态将在接下来的时间内维持。延续上周思路, 在人民币回落之后, 逐步缩小购汇方向敞口仍然是建议交易思路。结汇可等年中购汇高峰来袭, 以及未来美联储释放缩减购债信号后推动美元上行带来的结汇机会。

**操作建议** 缩小购汇方向敞口, 结汇可等待年中购汇高峰来袭

**风险因子** 1) 疫苗进展不畅; 2) 中美关系恶化

## 目 录

周度关注 .....	3
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量.....	5
二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解.....	6
三、外汇期货：成交持仓情况 .....	7
四、外汇期货：基差情况 .....	9
五、外汇期货：展期情况 .....	10
六、外汇期货：远期曲线结构 .....	11
七、外汇期权：隐含波动率与期权曲线.....	12
免责声明 .....	13

## 图目录

图表 1： 外汇储备增加 .....	4
图表 2： 陆股通持仓市值与人民币汇率.....	4
图表 3： 境外机构持债规模增速与汇率.....	4
图表 4： 进出口金额同比.....	4
图表 5： 人民币汇率走势及成交量.....	5
图表 6： 美元及人民币兑一篮子货币表现.....	5
图表 7： USDCNY 中间价定价分解.....	6
图表 8： USDCNY 中间价与市场预期差异.....	6
图表 9： CUS 非季月合约成交、持仓量.....	7
图表 10： CUS 季月合约成交、持仓量.....	7
图表 11： UC 非季月合约成交、持仓量.....	8
图表 12： UC 季月合约成交、持仓量.....	8
图表 13： CUS 合约基差 .....	9
图表 14： UC 合约基差 .....	9
图表 15： CUS 合约展期（正数表示空头展期有收益） .....	10
图表 16： UC 合约展期（正数表示空头展期有收益） .....	10
图表 17： CUS 合约远期曲线结构.....	11
图表 18： UC 合约远期曲线结构.....	11
图表 19： USDCNY 期权隐含波动率与期权曲线.....	12
图表 20： USDCNH 期权隐含波动率与期权曲线.....	12

## 1. 再次强调人民币汇率的双向波动

在近日举办的第十三届陆家嘴论坛上，潘功胜表示“人民币汇率的稳定性优于其他货币，汇率预期稳定，外汇市场交易理性有序。人民币汇率变化受内外部多重因素影响，中国经济稳中向好是汇率总体稳定的基础，但外部环境存在多重不稳定不确定因素。主要发达经济体与中国经济增长差距逐步收窄，美国通胀水平上升和通胀预期升温，美联储货币政策面临调整压力，国际金融市场资产价格高位运行、具有很强的脆弱性，这些因素对全球的外汇市场和跨境资本流动格局都会产生影响。总体看，人民币汇率双向波动将成为常态。”

我们曾在报告《外汇存款准备金调整政策解读》中指出，政策信号释放之后，人民币汇率的双向波动弹性打开，而波动幅度和节点需要等到 8 月底的 Jackson Hole 会议和 9 月的议息会议。自 5 月 28 日之后，人民币汇率从 6.35 上方回到 6.4 附近的波动区间，双向波动的预期得到验证。基于此，我们再看近期的经济数据或者政策表态，都更加清晰的表明双向波动常态将在接下来的时间内维持。

**升值支撑：人民币资产的吸引力。**不论是从陆股通资金对国内 A 股市场的青睐，还是从债券市场外资持续净买入的热情来看，在中国经济趋势整体平稳向好的基本环境之下，外资对人民币资产的关注度始终存在。虽然陆股通资金在今年年初因为汇率阶段性贬值出现下降，外资购债增速会在汇率贬值 1-2 个月之后出现跟随下降，但是从整体情绪来看，外资对人民币资产的流入并未因为外部疫情的缓解出现下降。目前陆股通持仓资金规模再次回升至 2.6 万亿上方，距前期高点仅一步之遥。而境外机构持有中国债券的规模超过 3.5 万亿，且其始终是债券市场净买入机构主力。同时，境外机构持有人民币资产的一个非常主要的特征是，即便因为估值、汇率等因素出现持有规模的短期波动，但优质的、估值偏低的股票类、债券类资产始终能够再次吸引资金重回市场。

同时，投资数据显示，1-5 月，全国新设立外商投资企业 18497 家，同比增长 48.6%，较 2019 年同期增长 12.4%；实际使用外资金额 4810 亿元人民币，同比增长 35.4%，较 2019 年同期增长 30.3%。

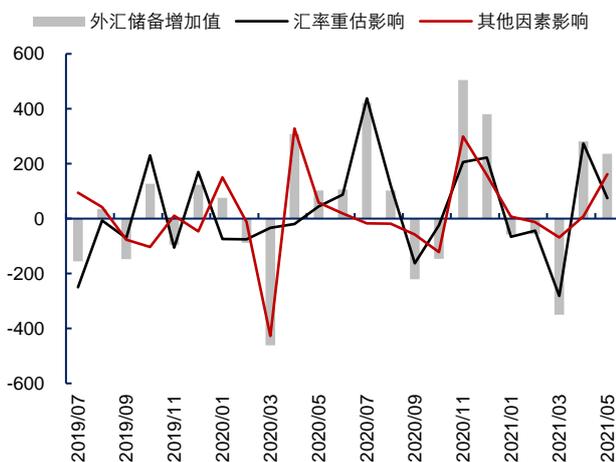
5 月份外汇储备环比增加 236.23 亿美元至 32218.03 亿美元，连续第 2 个月实现高增长。如果从增长因子剖解来看，汇率重估对外汇储备增加的贡献为 74.89 亿美元，较上月的 273.65 亿美元明显下降，而其他因素的贡献从 7.86 亿美元增长至 161.34 亿美元。我国外汇储备主要由贸易顺差、外国直接投资、外国贷款、资本流入等构成。可见，在汇率重估的贡献下降之后，在出口增速阶段性示弱的背景下，资本流入项的响应增大进一步体现了人民币资产的吸引力。

**贬值支撑：贸易顺差的边际示弱和外部政策的收紧预期。**5 月份中国出口同比增长 18.1%，预期增长 19.5%，进口增长 39.5%，预期增加 44.2%，贸易顺差 2960 亿元，同比减少 32.1%。5 月份出口数据的不及预期并不意外，5 月份 PMI 出口订

单也出现了超季节性的下降。随着国外疫苗推进的加速，下半年海外经济、供给恢复的预期之下，下半年我国出口形势将面临结构性的调整，此前高增长的出口商品讲逐渐放缓，而 2020 年整体出口不及预期的品类，如贵金属、鞋帽、通用设备、建材等将表现较好。因此，对于顺差的逻辑上，整体上将维持同比偏低的情况。

**最重要的，随着其他国家经济数据的乐观表现和货币政策收紧的预期提上日程，人民币在下半年将迎来考验。**上周我们已经强调过美联储货币政策和缩窄预期再 8 月底至 9 月份将有可能迎来窗口期，其次，近期欧洲央行上调 2021 年 GDP 增速预期值 4.6%，此前预期为 4.0%。上调 2022 年 GDP 增速为 4.7%，此前为 4.1%。2023 年 GDP 增速预期维持不变为 2.1%。上周俄罗斯央行将基准利率上调 50 个基点至 5.5%，本周欧元区、英国央行官员讲话、美联储 6 月利率决议公布等消息集中，预计人民币将在外部情绪的影响下波动增加。

图表1： 外汇储备增加



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2： 陆股通持仓市值与人民币汇率



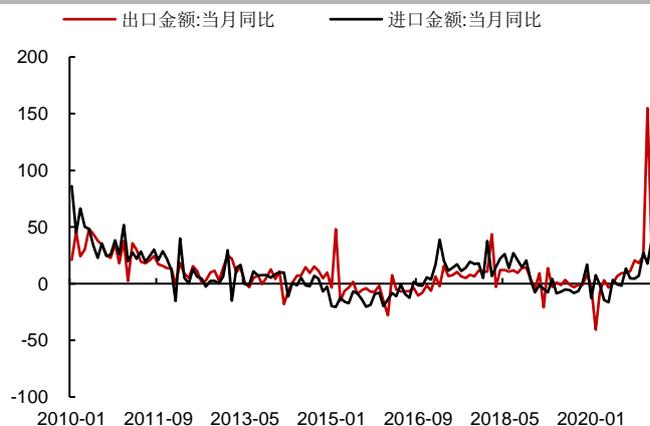
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3： 境外机构持债规模增速与汇率



资料来源：Wind 中信期货研究部

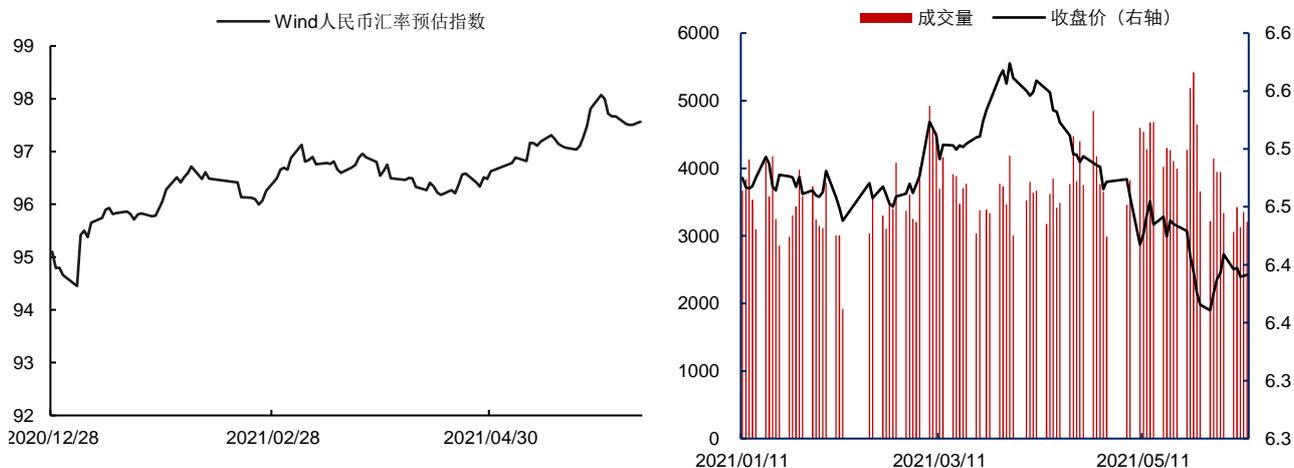
图表4： 进出口金额同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

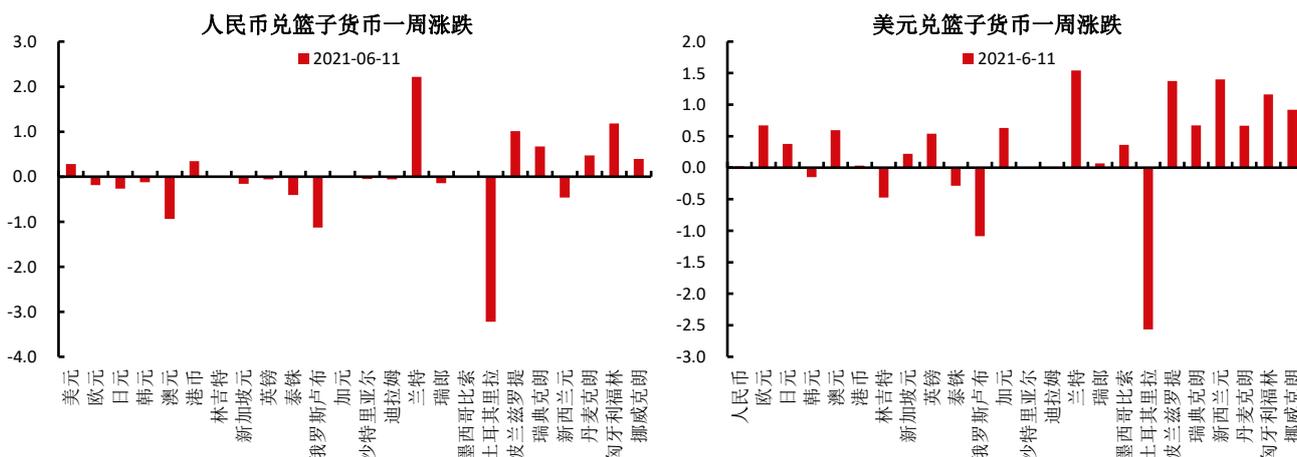
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量

图表5：人民币汇率走势及成交量

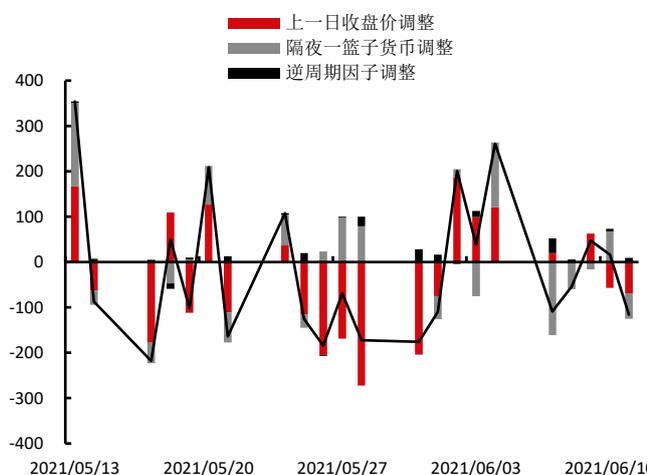


数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表6：美元及人民币兑一篮子货币表现



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

**二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解**
**图表7：USDCNY 中间价定价分解**


USDCNY 6月11日中间价报 6.3856，较6月4日上调 216 点。跟踪期内，各因素对中间价报价的贡献为：收盘价调整贡献升值 45 点，隔夜一篮子货币调整贡献升值 223 点，逆周期因子贡献贬值 52 点。

注：逆周期因子按真实中间价与彭博预测中间价差简单来计算。

数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

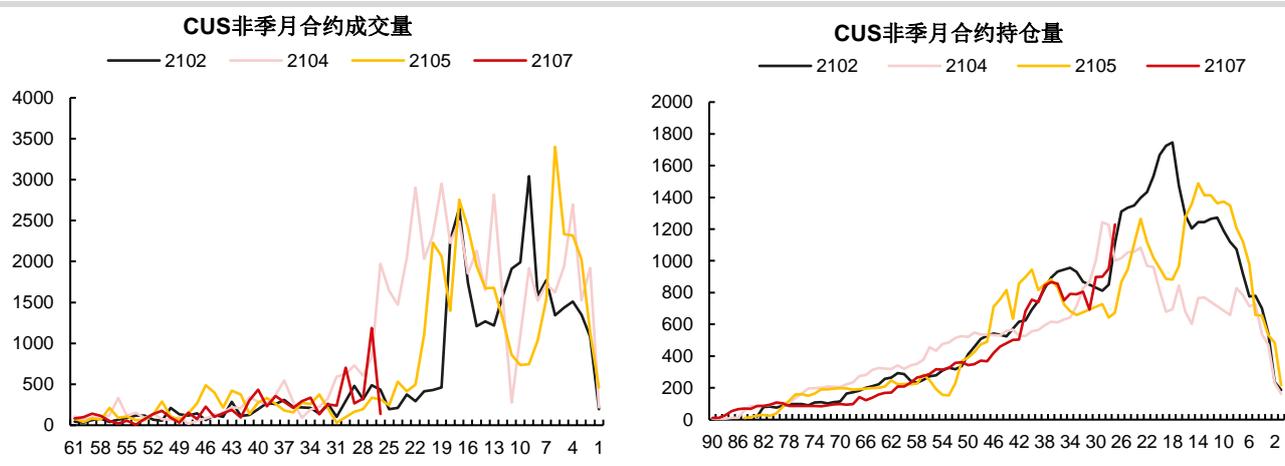
**图表8：USDCNY 中间价与市场预期差异**


6月7日至6月11日，真实的中间价与彭博预期差异（中间价-预测）分别是：32点、6点、0点、5点和9点。

数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

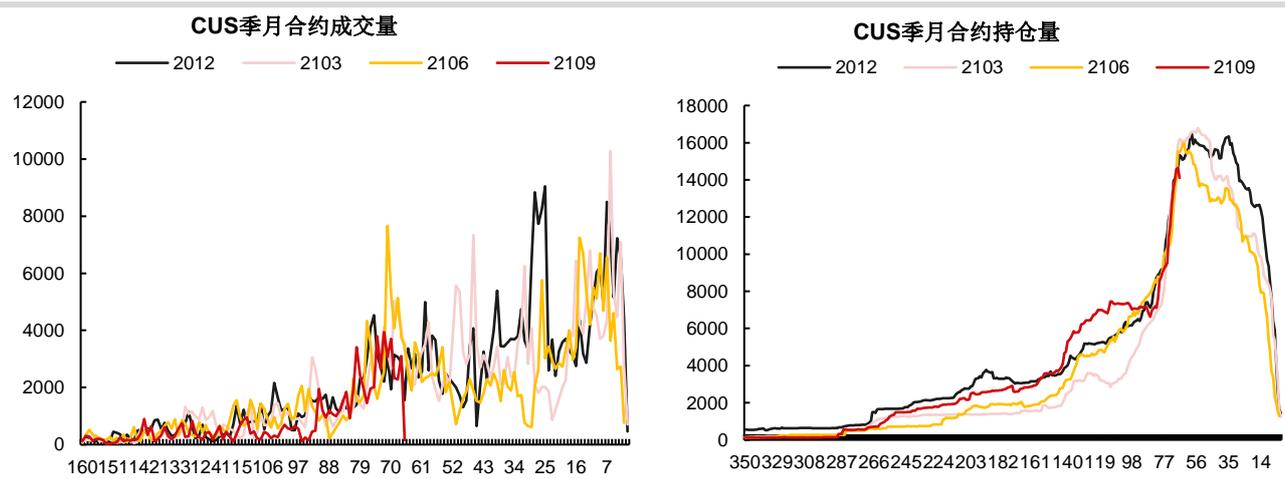
三、外汇期货：成交持仓情况

图表9：CUS 非季月合约成交、持仓量<sup>1</sup>



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

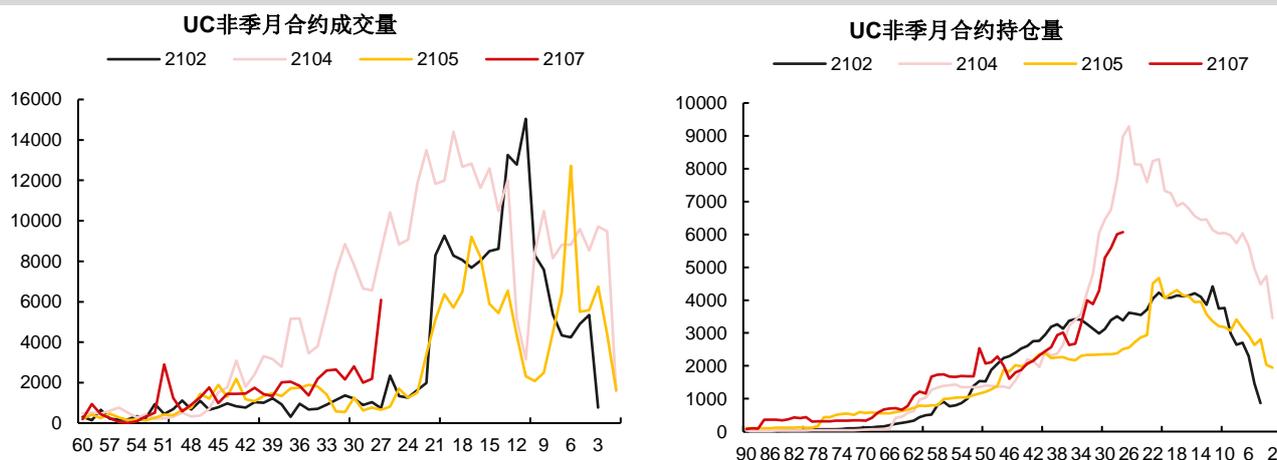
图表10：CUS 季月合约成交、持仓量



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

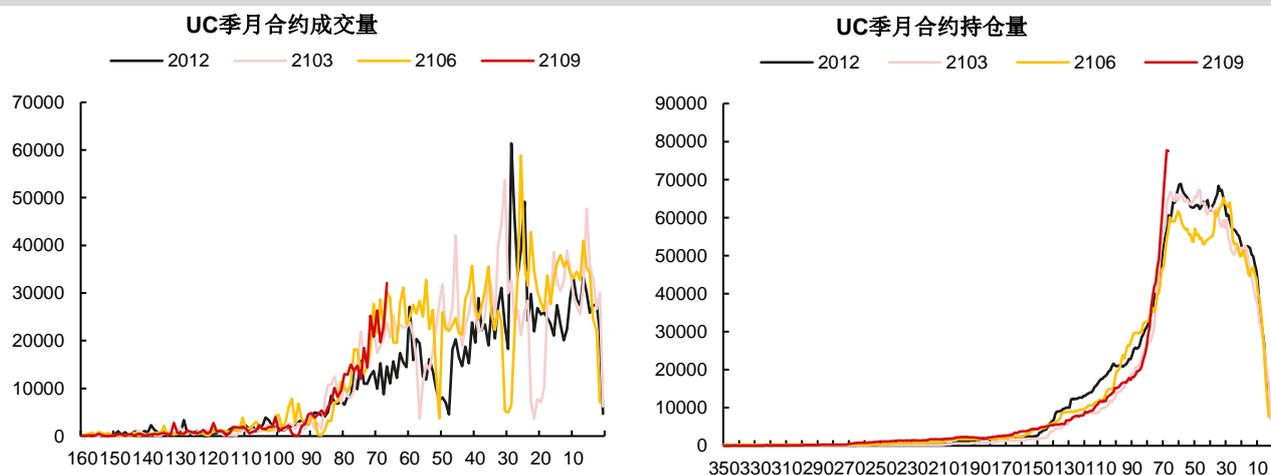
<sup>1</sup> 注：横坐标表示合约倒数第 N 个工作日，下同。

图表11: UC 非季月合约成交、持仓量



数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表12: UC 季月合约成交、持仓量



数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究部

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_20104](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20104)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>