

中间价信号显露之后市场走势分析

报告要点

本次中间价偏弱幅度属于近几年中最弱一次，且央行未启动其他政策协同调节，暗示央行态度相对温和。结合此前经验，人民币大概率进入震荡格局，后续走势需等待美元走出方向性选择。短期焦点在 11 月美联储会议，除非出现明显偏鸽声音，否则美元持续下行带动人民币汇率继续升值突破的概率有限。

数据点

每周跟踪 [2021-10-25 至 2021-10-29]

- | | |
|------------------|--|
| 1. 中间价分解 | 1. USDCNY 10 月 29 日中间价报 6.3907，较 10 月 22 日 上调 125 点。
2. 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 194 点，隔夜一篮子货币调整贡献 贬值 24 点，逆周期因子贡献 贬值 45 点。
3. 10 月 25 日至 10 月 29 日，真实的中间价与彭博预期差异（中间价-预测）分别是：8 点、11 点、3 点、8 点和 15 点。 |
| 2. 成交持仓 | • CUS2112 10 月 29 日成交量 3416 手，较 10 月 22 日 减少 75 手
• CUS2112 10 月 29 日持仓量 12395 手，较 10 月 22 日 减少 86 手
• UC2112 10 月 29 日成交量 31831 手，较 10 月 22 日 增加 489 手
• UC2112 10 月 29 日持仓量 73867 手，较 10 月 22 日 减少 5503 手 |
| 3. 基差
(期货-CN) | • CUS2112 10 月 29 日基差 82 pips，较 10 月 22 日 减少 174 pips。
• UC2112 10 月 29 日基差 75 pips，较 10 月 22 日 减少 172 pips。 |
| 4. 展期 | • 10 月 29 日，CUS2112 空头展期至 CUS2203 的年化收益为 2.86%
• 10 月 29 日，UC2112 空头展期至 UC2203 的年化收益为 2.93% |



固定收益团队

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

市场展望

中间价信号显露之后市场走势分析

上周，人民币汇率继续在 6.38 附近整固，中间价偏弱信号仍然在显露。结合我们对于近 2 年来中间价出现持续报价偏离特征的回顾，可知本次中间价偏弱幅度属于近几年中最弱一次来看，且央行未启动其他政策协同调节，暗示央行态度相对温和。结合此前经验来看，人民币大概率进入震荡格局，后续走势需等待美元走出方向性选择。考虑到在 11 月美联储议息会议之前，基于美联储政策收敛的博弈仍然将对美元构成支撑。此后方向取决于美联储行动选择，除非美联储出现明显偏鸽声音，如缩减购债速度慢于年中结束购债的基准预期，或者本次会议未出现缩减购债信号，否则美元出现持续下行的概率偏低，带动人民币汇率继续升值突破的概率有限。因此，我们依然提示后期积压结汇需求逐渐消化叠加出口创汇速度回落之后，结汇力量显著回落的风险。从人民币操作角度，购汇方向建议抓住机会逢低锁定风险敞口，结汇方向可不急于追涨适当等待为宜。

操作建议 购汇方向建议锁定风险敞口机会，结汇方向可不急于追涨，适当等待为宜。

风险因子 1) 疫苗进展不畅；2) 中美关系恶化

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

周度关注	3
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量	8
二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解	9
三、外汇期货：成交持仓情况	10
四、外汇期货：基差情况	12
五、外汇期货：展期情况	13
六、外汇期货：远期曲线结构	14
七、外汇期权：隐含波动率与期权曲线	15
免责声明	16

图目录

图表 1： 中间价调节阶段	3
图表 2： 2020 年 3 月至 5 月，中间价偏强调节阶段	4
图表 3： 2020 年 10 月至 2021 年 2 月，中间价偏弱调节阶段	5
图表 4： 2021 年 5 月至 2021 年 6 月，中间价偏弱调节阶段	6
图表 5： 2021 年 9 月至 2021 年 6 月，中间价偏弱调节阶段	6
图表 6： 人民币汇率走势及成交量	8
图表 7： 美元及人民币兑一篮子货币表现	8
图表 8： USDCNY 中间价定价分解	9
图表 9： USDCNY 中间价与市场预期差异	9
图表 10： CUS 非季月合约成交、持仓量	10
图表 11： CUS 季月合约成交、持仓量	10
图表 12： UC 非季月合约成交、持仓量	11
图表 13： UC 季月合约成交、持仓量	11
图表 14： CUS 合约基差	12
图表 15： UC 合约基差	12
图表 16： CUS 合约展期（正数表示空头展期有收益）	13
图表 17： UC 合约展期（正数表示空头展期有收益）	13
图表 18： CUS 合约远期曲线结构	14
图表 19： UC 合约远期曲线结构	14
图表 20： USDCNY 期权隐含波动率与期权曲线	15
图表 21： USDCNH 期权隐含波动率与期权曲线	15

周度关注：中间价信号显露之后市场走势分析

前两周我们曾在周报中指出，9月中旬以来，中间价偏弱信号再度显露，暗示央行对于汇率持续快速升值的过滤意愿在提升。这一信号在上周继续延续，全周来看，中间价相较于预期继续偏弱 45pips。受此影响，市场重新在 6.38 附近陷入整固，此前因美元下跌而引发的人民币快速升值动能再度冷却。那么，如何看待这一信号对于市场的影响以及持续性？本周，我们将重点回顾近 2 年以来中间价信号显露期间及之后市场的表现，供各位投资者参考。

此前我们曾反复强调，随着市场运行的不断成熟，央行更多通过向市场“递眼色”，而非传统入市干预的手段来进行汇率短时波动的过滤。与此同时，从调节力度看，当市场回归正常之后，监管信号会立刻回归平稳。这意味着大框架上监管依然延续了提高汇率波动容忍度、并给予市场更大的话语权的调控思路。因此，我们一方面关注中间价信号显露的情况，另一方面也重视信号退出后的市场表现。

回顾来看，2020 年以来，中间价出现类似持续向一个方向偏离的报价特征的情况共有 5 次。分别是：

图表1：中间价调节阶段



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

1) 2020 年 3 月，中间价“大幅偏强”、“调节偏短”

从汇率驱动逻辑来看，这一阶段汇率贬值压力主要来源于美元荒带来的美元快速走强，人民币汇率快速突破 7 关口。短期因市场情绪受强势美元带动，叠加国内疫情仍未得到有效控制，为防范羊群效应扩散，央行采用强势中间价报价的方式来稳定市场预期。

这一阶段的中间价的报价特征以“大幅偏强”、“调节偏短”为主。一方面，中间价日均偏强幅度接近 50pips，属于近年来相对强势的过滤幅度。另一方面，调节时间相对偏短，在市场脱离 7.1 高位之后，中间价信号迅速结束撤出，整个

调节周期约 10 天作用。

在中间价信号撤出之后，市场情绪并未立刻回归平稳，仍有几日呈现与美元表现的背离。此后，因美元指数重新快速回落，人民币汇率逐步脱离前期高位，回归稳定。

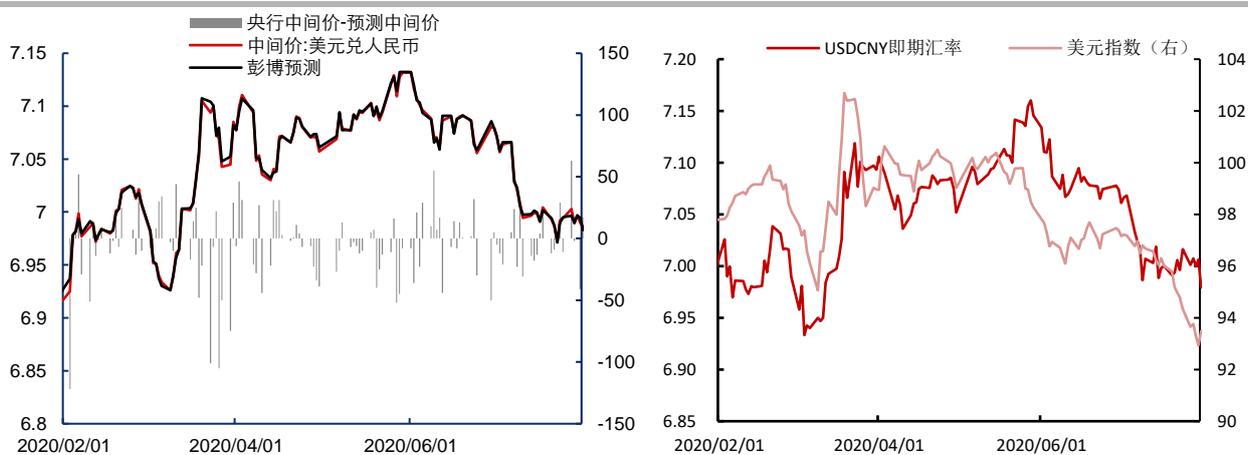
2) 2020 年 5 月，中间价“小幅偏强”、“调节偏长”

从汇率驱动逻辑来看，这一阶段汇率贬值压力主要来源于香港事件带来的悲观情绪，导致汇率再度快速向 7.1 关口迈进。在人民币汇率表现与美元已经出现背离的情况下，央行采用中间价报价偏强的方式来稳定市场预期。

这一阶段的中间价的报价特征以“小幅偏强”、“调节偏长”为主。一方面，中间价日均偏强幅度约 15pips，最大偏离幅度仅 52pips，相较于 3 月单日偏离超过 100pips 的情况明显温和许多。另一方面，调节时间相对偏长，除了持续偏强报价约 1 个月时间之外，在 6-7 月市场逐步消化负面冲击中间价报价结束持续偏强报价的特征之后，仍有个别阶段重新显露小幅过滤意愿。

在中间价过滤信号撤出之后，人民币汇率受美元指数快速回落的带动，迅速脱离前期 7.1 以上震荡高位，回归稳定。

图表2：2020 年 3 月至 5 月，中间价偏强调节阶段



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

3) 2020 年 10 月和 2021 年 1 月，中间价“小幅偏弱”、“调节偏长”

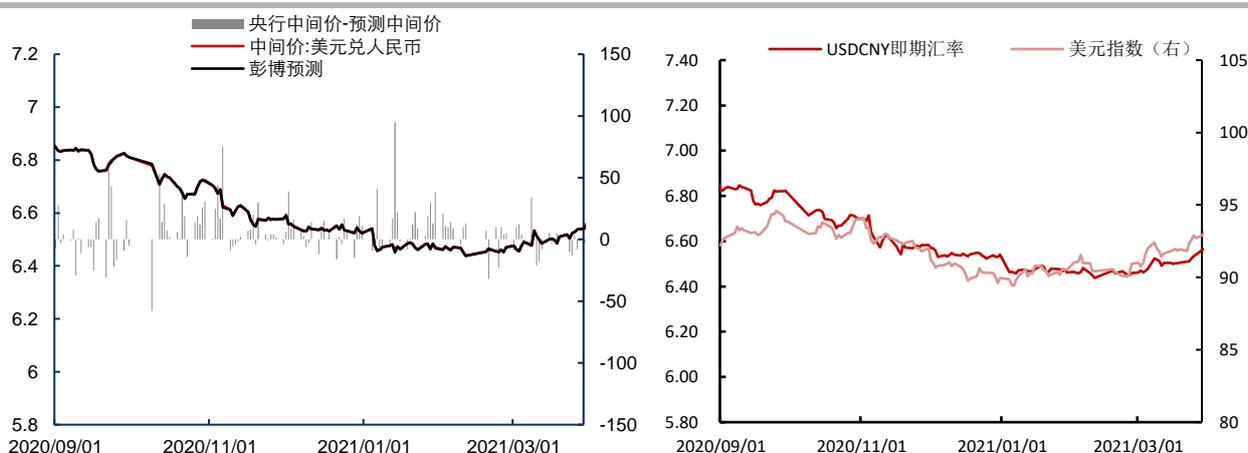
从汇率驱动逻辑来看，这两阶段均是在汇率出现持续升值不回头的行情，叠加美元指数阶段性企稳特征背景下显露的央行防范市场情绪走向极端的调节意愿。

这一阶段的中间价的报价特征以“小幅偏弱”、“调节偏长”为主。一方面，中间价日均偏弱幅度分别为 20pips 和 15pips，40 多个交易日期间，仅有 3 日最大偏离幅度超过 50pips，最大单日偏离幅度为 95pips，相较于 3 月单日偏离超

过 100pips 的情况仍然较为温和。另一方面，调节时间相对偏长，除了持续偏强报价的 10 月和 1 月之外，11 月和 12 月报价累积来看亦中性偏弱，日均偏弱幅度在 5pips 左右。也就意味着，虽然这一阶段央行信号偏离幅度明显减弱，但偏弱周期却非常持续，营造出一种“温水煮青蛙”的效应。除此之外，央行还配合调节跨境资本宏观审慎管理指标等手段来综合达到稳定市场、并放松干预的目的。

在这一阶段的组合调控之下，因美元始终在低位波动，人民币汇率更多呈现出结束此前强势升值后逐步转稳的表现，直至 2 月末之后美元指数显著走强带动汇率重新出现贬值动作。

图3：2020 年 10 月至 2021 年 2 月，中间价偏弱调节阶段



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

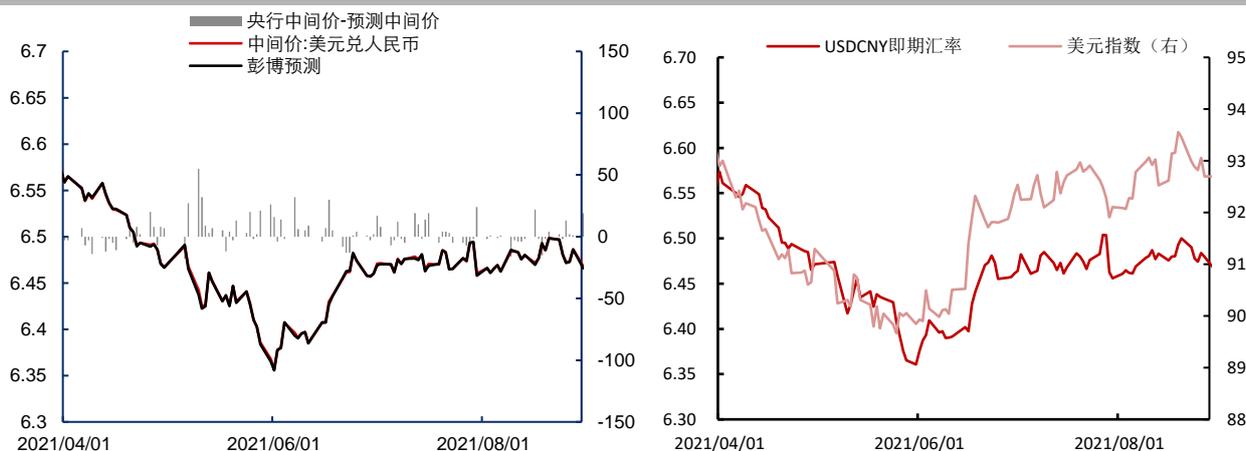
4) 2021 年 5 月至 6 月，中间价“小幅偏弱”、“调节偏长”

从汇率驱动逻辑来看，这一阶段汇率升值压力主要来源于市场对于“适度升值应对大宗商品涨价”的误读，叠加外资持续流入导致的阶段性升值情绪的自我强化。人民币汇率表现与美元再度出现小幅背离的情况下，央行采用中间价报价偏弱的方式来稳定市场预期。

这一阶段的中间价的报价特征以“小幅偏弱”、“调节偏长”为主。一方面，中间价日均偏弱幅度约 10pips，最大偏离幅度仅 55pips。另一方面，调节时间相对偏长，持续偏弱报价约 1 个月时间。除此之外，央行还配合调节外汇存款准备金率等手段来综合达到稳定市场目的。

在央行及时有效调控之下，特别是在外汇存款准备金率政策调节之后，市场预期被迅速扭转。在美元重新走强的带动下，市场迅速脱离 6.35 的低点。

图4：2021年5月至2021年6月，中间价偏弱调节阶段



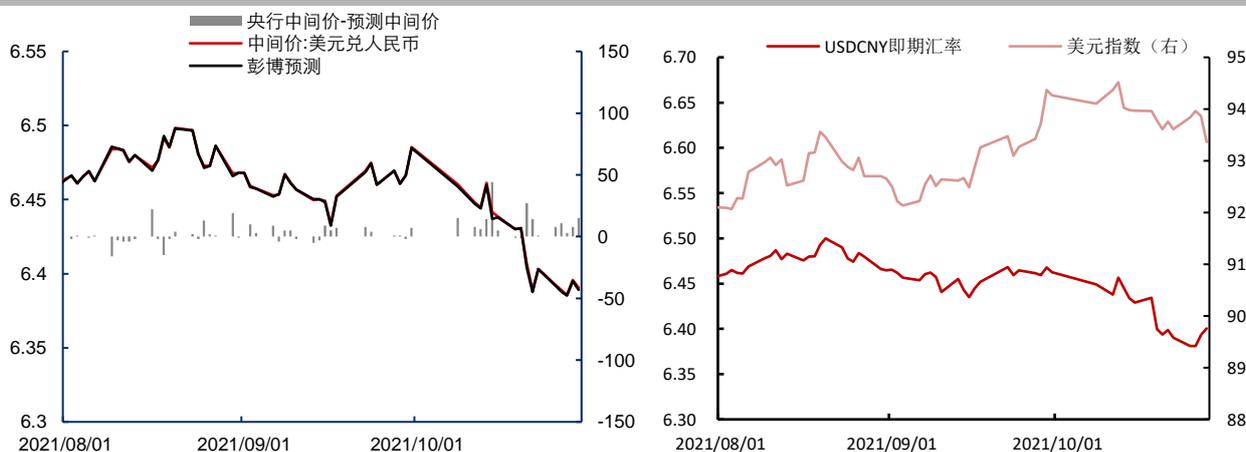
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

5) 2021年9月至今，中间价“小幅偏弱”、“调节偏长”

从汇率驱动逻辑来看，这一阶段汇率升值压力主要源自源源不断的结汇释放，叠加美元高位回落以及中美贸易磋商趋缓带来的情绪刺激。

这一阶段的中间价的报价特征基本符合前期“小幅偏弱”、“调节偏长”。中间价日均偏弱幅度不足 10pips，最大偏离幅度仅 44pips。调节时间从 9 月中旬来看，持续约 1 个月时间。不过，本轮央行并未进行其他政策方面的调节，仅仅通过央行官员与市场沟通“汇率双向波动将是常态”等来稳定市场预期。

图5：2021年9月至2021年6月，中间价偏弱调节阶段



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

综合前文所述，我们可以总结如下几个特征：

其一，央行中间价信号出现持续偏离报价特征一般隐含了对于汇率出现阶段性羊群效应的担忧，这一点在人民币汇率指数表现脱离基本面，或者与美元表现出现明显背离后更为明显。

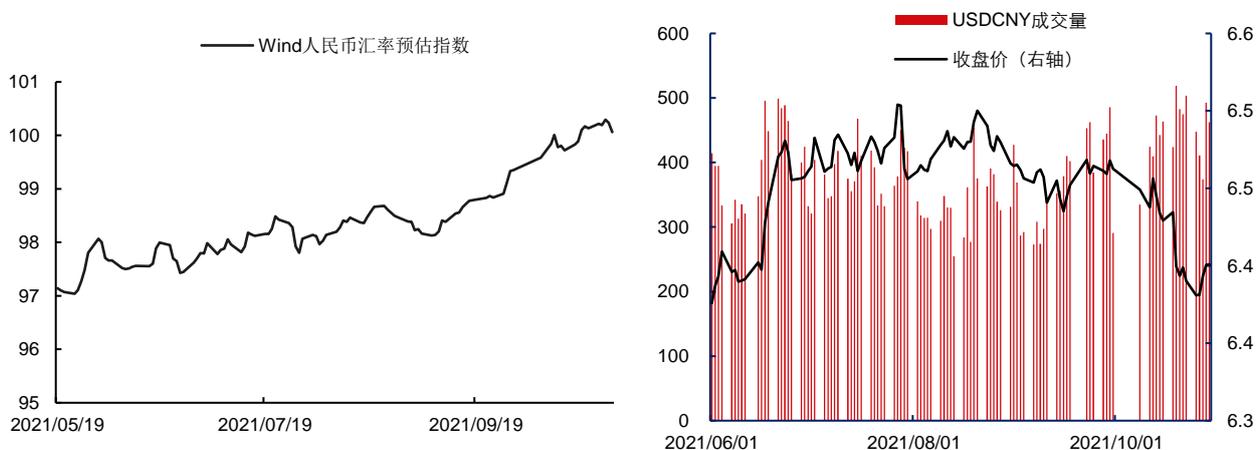
其二，除 2020 年 3 月因美元表现过于强势之外，多少情况下央行采用“温水煮青蛙”式过滤手段。中间价长时间呈现出持续集中向某一个方向小幅偏离的特征，但日均偏离幅度一般在 15pips 以内，最大偏离在 50pips 左右。

其三，中间价信号显露之后，汇率大概率进入区间震荡，直至美元出现阶段性走强或走弱带动市场重新选择方向。

因此，结合以上几个特征可知，近期中间价仍然维持偏弱报价暗示央行已经启动小幅过滤手段，但从中间价偏弱幅度属于近几次中最弱一次来看，且未启动其他政策协同调节，暗示央行态度相对温和。结合此前经验来看，人民币大概率进入震荡格局，后续走势需等待美元走出方向性选择。从目前情况来看，在 11 月美联储议息会议之前，基于美联储政策收敛的博弈，仍然将对美元构成支撑，此后方向取决于美联储行动选择。除非美联储出现明显偏鸽声音，如缩减购债速度慢于年中结束购债的基准预期，或者本次会议未出现缩减购债信号，否则美元出现持续下行的概率偏低，带动人民币汇率继续升值突破的概率有限。

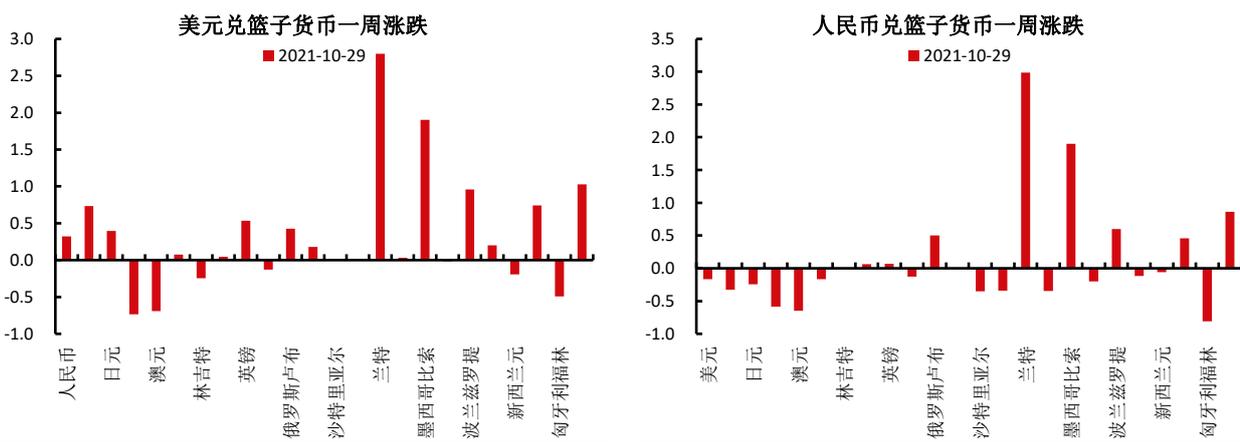
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量

图表6：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7：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

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_28585



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn