

## 如何理解人民币中间价的波动

--金融高频数据周报（2024年1月1日-1月5日）

### 核心观点：

2024年1月3日，人民币兑美元中间价报7.1002，贬值232个基点，幅度为2023年6月26日以来最大。

**人民币兑美元中间价如何形成？**中国采取的汇率制度是有管理的浮动汇率制度。根据央行公告，2015年8月11日起，人民币兑美元汇率中间价的报价机制进一步完善，报价模型为“收盘价+一篮子货币汇率变化”。2017年5月，“为了适度对冲市场情绪的顺周期波动”，报价模型引入“逆周期因子”，调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。2018年1月，跨境资本流动和外汇供求趋于平衡，报价行基于自身对经济基本面和市场情况的判断，陆续将“逆周期因子”调整至中性。

### 如何理解1月3日人民币兑美元中间价贬值232个基点？

11月以来人民币兑一篮子货币贬值。中间价的报价机制不只是盯住美元，也参考一篮子货币汇率的变化。11月以来美元指数快速回落4.01%至102.4，非美货币升值。但期间反映人民币兑一篮子货币的CFETS人民币汇率指数下行1.9%。

**“逆周期因子”可能再次调整至中性，汇率双向波动，弹性增加。**2023年9月15日-11月15日，人民币中间价一度在7.17-7.18非常窄的波动区间震荡，弹性相对较小并非常态，在这一阶段可能再次启动“逆周期因子”对冲单边预期。现阶段美联储释放紧缩周期结束的信号，中美利差倒挂程度缓解，人民币汇率压力的阶段性缓解使得“逆周期因子”不必再扮演对冲顺周期行为的角色，可能再次回归中性，意味着人民币汇率双向波动弹性增加。增强中间价的市场化程度，有利于维护中间价的市场基准地位和权威性，稳审推进人民币国际化。

**7.15可能是重要的技术点位。**2023年9-11月人民币汇率面临较大压力时，中间价一直保持在7.17-7.18的狭窄范围波动，按照最大2%的波动幅度，其对应的在岸人民币汇率的交易上限为7.31-7.32。同时，7.15可能是重要的技术点位，近期反复出现多空力量争夺。

**避免市场产生人民币升值的单边预期，人民币升值速度过快将不利于出口保持竞争力。**中间价作为基准汇率对于引导市场预期、稳定市场汇率有重要作用，特别是市场预期较为单边的时刻。汇率预期有两个很好的观测指标：1年期NDF隐含的汇率预期和风险逆转期权的波动率，均显示近期人民币升值预期明显。当下美联储尚未正式宣布紧缩周期结束，我们预期2024年2季度其会开启降息周期。人民币在此时过快升值将影响后续的政策空间。2023年前11个月人民币实际和名义有效汇率指数分别累计贬值6.03%和1.51%，单边的过快升值可能会偏离基本面，影响出口竞争力和国际收支平衡。

### 本周利率与汇率市场观察：

公开市场操作净回笼24230亿元，回笼年末投放的流动性。

货币市场利率回落至政策利率下方，流动性合理充裕：本周SHIBOR007和DR007分别收于1.7700%、1.7833%。但GC007本周小幅上行至2.2750%（+2BP）。

银行间质押式回购日成交量快速上行：从上周的约5万亿快速上升至约8万亿。

国债收益率曲线继续下移，长端回落更快，利差缩小：10年期国债收益率回落至

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

### 风险提示

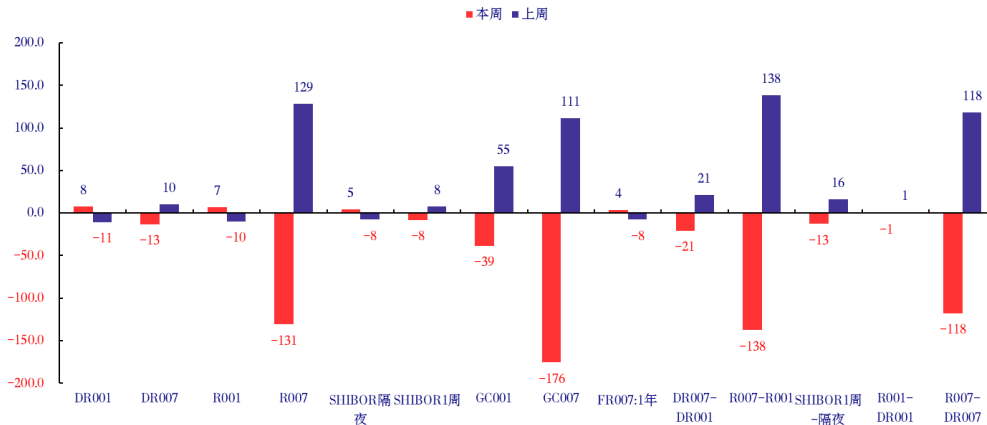
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

2.52% (-4BP)，接近 MLF 利率；1 年期回落至 2.08% (-1BP)。

**同业存单发行利率保持在 MLF 利率下方：**本周 1 年期国有银行发行利率回落至 2.46%，股份制银行上行至 2.47%。

**美元指数快速上行 1.05%至 102.4，非美货币贬值：**人民币本周贬值 0.90%，即期汇率收于 7.1566 (较上周+646pips)。日元快速贬值-2.5%、欧元-0.86%、加元-0.82%、澳元-2.08%、英镑-0.13%。

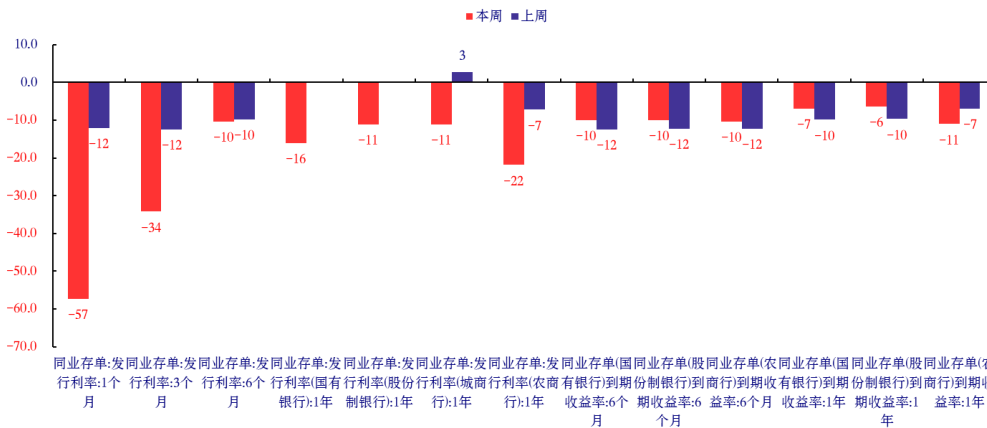
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：1月2日-1月5日，上周：12月25日-12月29日，上上周：12月18日-12月22日

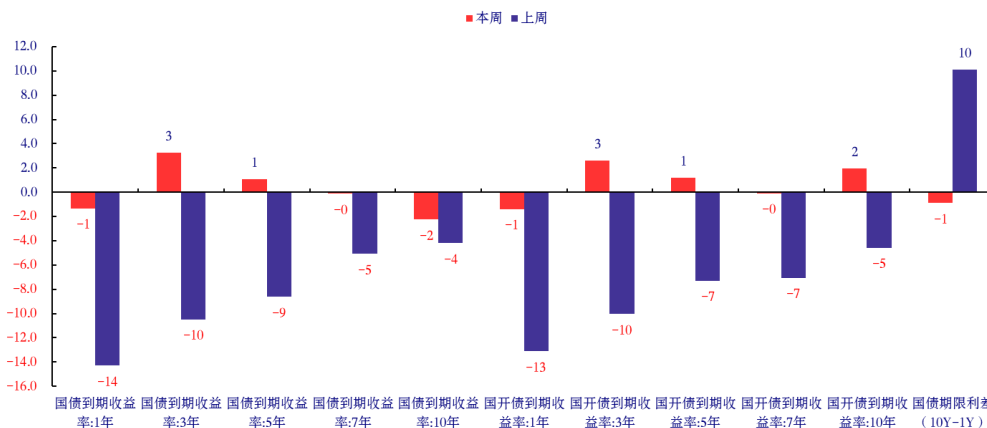
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：1月2日-1月5日，上周：12月25日-12月29日，上上周：12月18日-12月22日

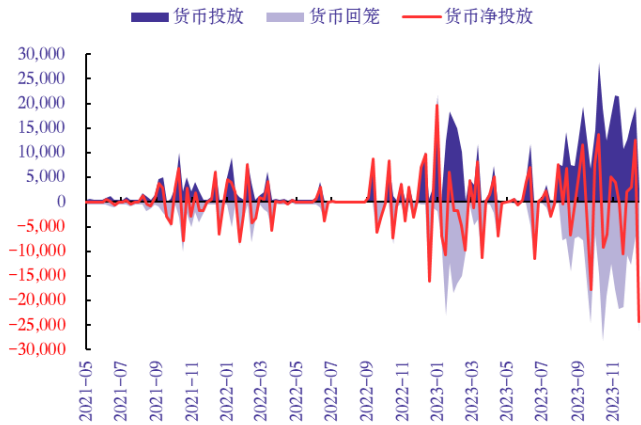
图3：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

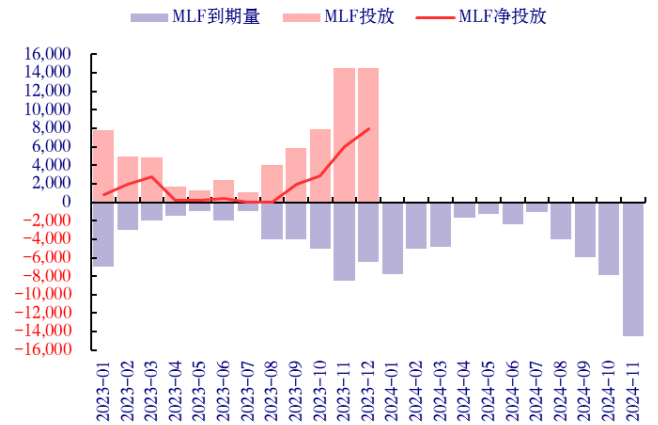
本周：1月2日-1月5日，上周：12月25日-12月29日，上上周：12月18日-12月22日

图4: 央行公开市场净回笼 24230 亿元 (仅逆回购) (亿元)



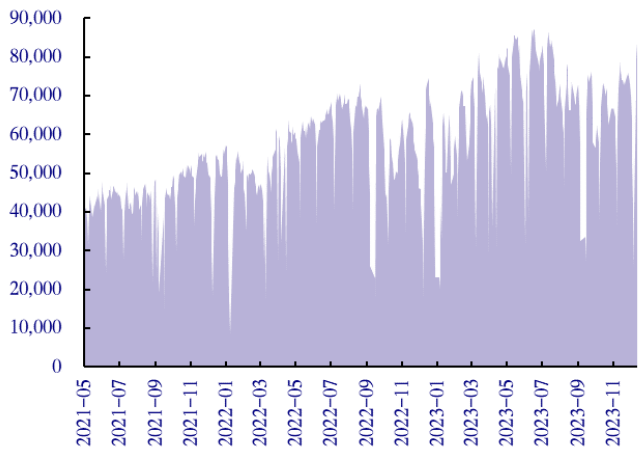
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 1 月 MLF 到期量 7790 亿 (亿元)



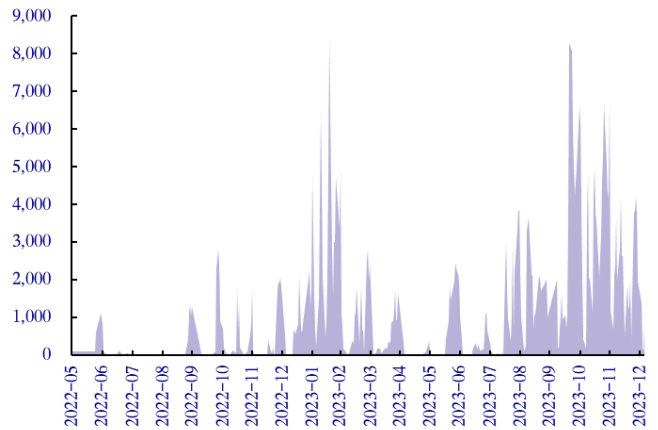
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 银行间质押式回购日均成交量快速升至约 7.93 万亿 (亿元)



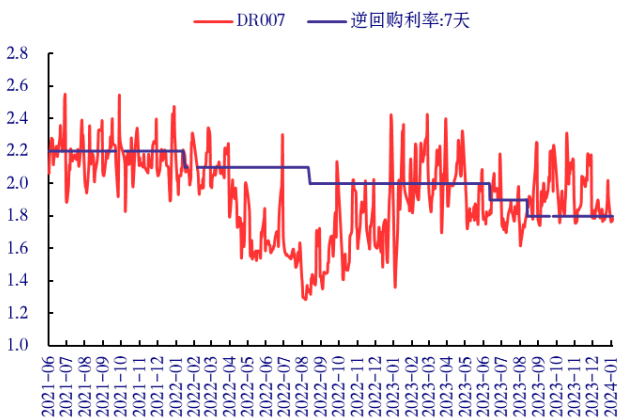
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 7 天逆回购规模本周合计 2410 亿 (亿元)



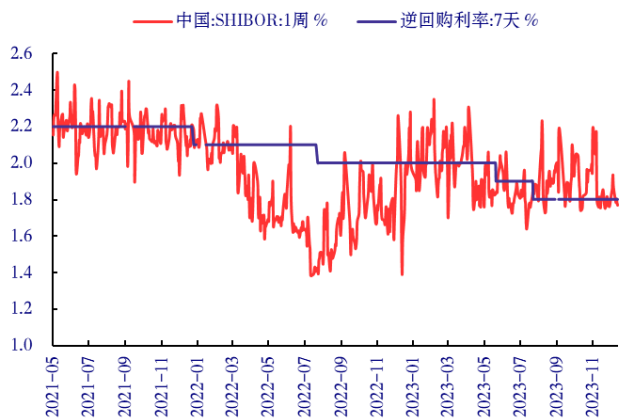
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: DR007 回落至 1.7833% (%)



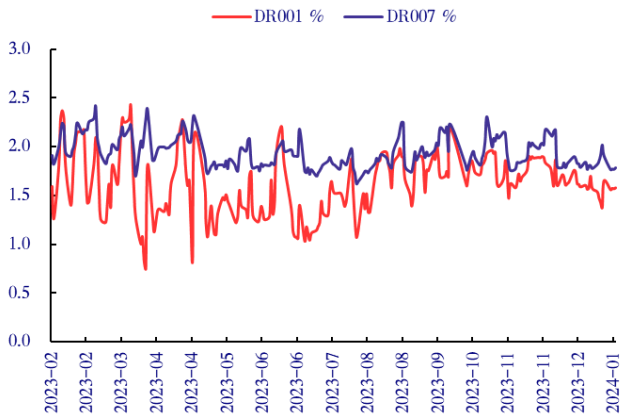
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SHIBOR007 收于 1.7700%



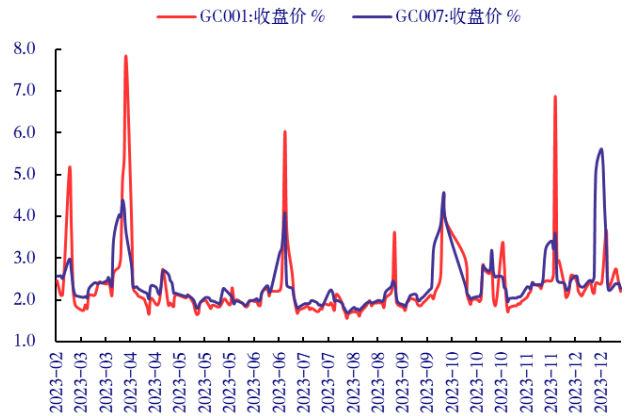
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差上行后回落至 20BP



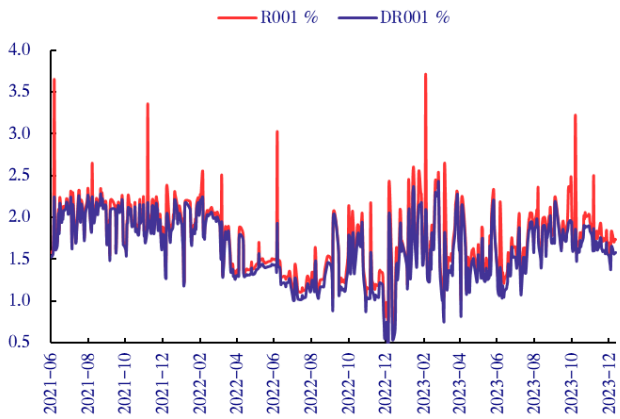
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上证所国债回购利率



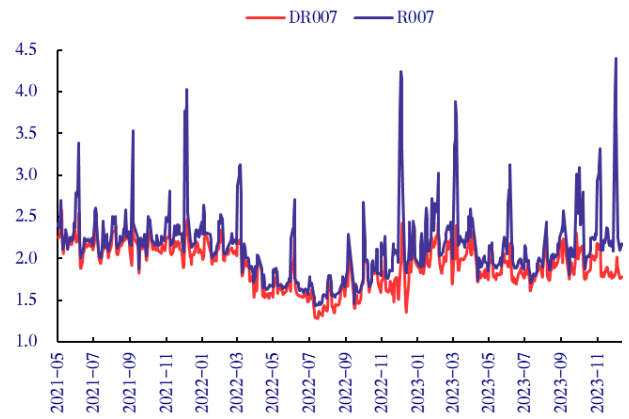
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差扩大 (%)



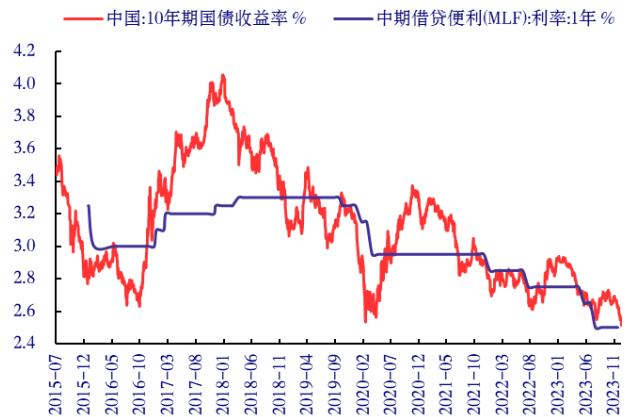
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



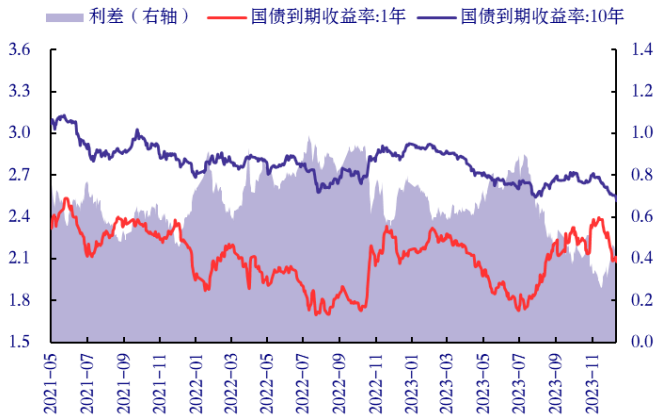
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率



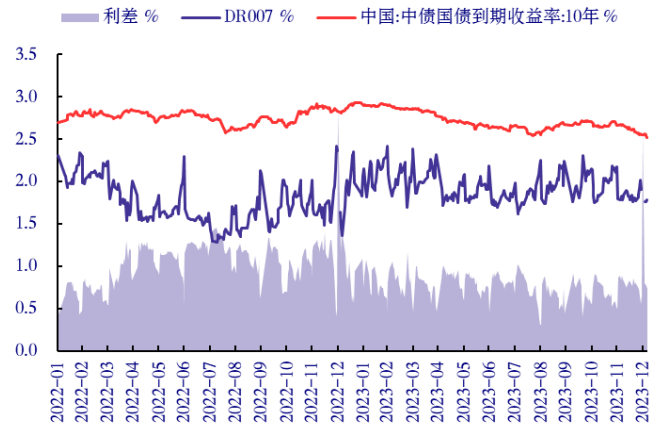
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率利差缩小(%)



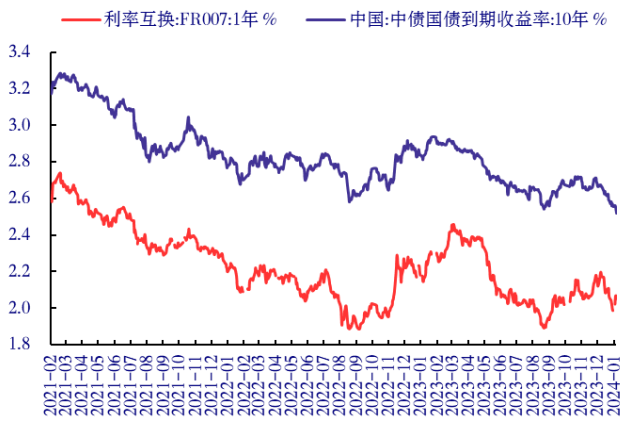
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与DR007利差扩大至73BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期FR007利率与10年国债收益率利差缩小



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期FR007上行



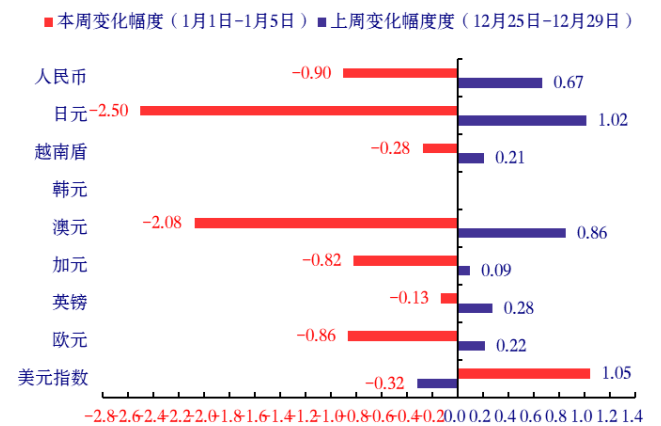
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数上行至102.4



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

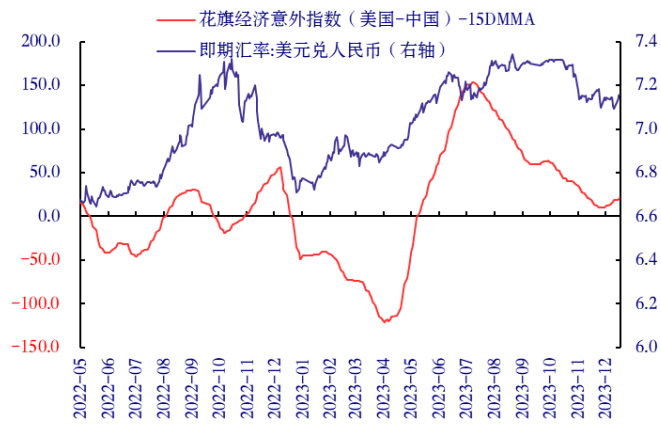
图21: 非美货币(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



图22: 花旗经济意外指数差值扩大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.75%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP) .....	3
图 2: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP) .....	3
图 3: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP) .....	3
图 4: 央行公开市场净投放 3060 亿元 (仅逆回购) (亿元) .....	4
图 5: 12 月 MLF 净投放 8000 亿 (亿元) .....	4
图 6: 银行间质押式回购日均成交量小幅汇率至约 7.5 万亿 (亿元) .....	4
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 6720 亿 (亿元) .....	4
图 8: DR007 回落至 1.7758% (%) .....	4
图 9: SHIBOR007 收于 1.7620% .....	4
图 10: DR007 与 DR001 利差基本持平至 20BP .....	5
图 11: 上证所国债回购利率快速上升 .....	5
图 12: R001 和 DR001 利差小幅扩大 .....	5
图 13: R007 和 DR007 利差回落 (%) .....	5
图 14: 同业存单发行利率与 MLF 利率 .....	5
图 15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率 .....	5
图 16: 国债收益率利差基本持平 (%) .....	6
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 81BP .....	6
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差缩小 .....	6
图 19: 一年期 FR007 下行 .....	6
图 20: 美元指数下行至 101.7 .....	6
图 21: 非美货币 (%) .....	6
图 22: 花旗经济意外指数差值扩大 .....	7
图 23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.62% .....	7



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

**许冬石 宏观经济分析师。**英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐 宏观经济分析师。**厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn