



美联储官员鹰声不断，人民币以稳姿态面对

主要观点

上周，由于美联储官员不遗余力地向市场表态美联储将竭尽所能抗击通胀，支持更大幅度的加息，且上周初请失业金人数好于预期，增强了市场对美联储快速收紧货币政策的预期，支撑美元指数小幅走高。而在上述背景下，人民币汇率有所承压，但并未大幅走弱，主要是受到美国豁免 352 项中国进口商品关税消息的影响，人民币汇率在周五企稳。整体来看，上周人民币汇率走势符合我们的预期，基本稳在 6.35-6.40 区间偏弱运行。

今年以来，为了应对高企的通胀，美联储开启了货币政策正常化的脚步，而我国则是不断释放稳增长的政策信号。在中美货币政策错位的背景下，十年期中美利差从年初的 1.1365% 缩窄至 3 月 25 日的 0.3202%，已经降到了历史相对低位¹。上周北向资金连续 5 天净流出，总计流出约为 31 亿元。我们认为，近期中美利差收窄较为迅速，需密切关注跨境资金流动对人民币汇率的影响，预计本周人民币汇率的运行区间为 6.335-6.415，建议有购汇需求的企业，提前锁定风险敞口，结汇可作适当等待。

风险提示：俄乌局势、全球疫情传播情况、各国货币政策转向进程、全球经济复苏进展

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

周骥

zhouji@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0017101

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

王映

wangying@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0016367

¹十年期中美利差历史分位数计算器起点为 2010 年 1 月 4 日。

目录

第 1 章 一周行情回顾及展望.....	3
1.1. 外汇市场行情回顾.....	3
1.2. 行情展望及操作建议.....	4
1.3. 风险提示.....	5
第 2 章 人民币市场观测.....	5
2.1. 政策工具跟踪-逆周期因子.....	5
2.2. 投资者情绪跟踪.....	6
2.3. 衍生品跟踪.....	7
2.3.1. 外汇期货.....	7
2.3.2. 外汇掉期.....	10
2.3.3. 外汇期权.....	11
第 3 章 重点关注数据及事件.....	12
3.1. 上周重点事件回顾及解读.....	12
3.2. 下周重点关注经济数据及事件.....	15
附：国际相关行情.....	16
主要国家汇率行情.....	16
大类资产联动.....	17
资金面.....	18
中美利差.....	19
人民币指数.....	19
免责声明.....	20

第1章 一周行情回顾及展望

1.1. 外汇市场行情回顾

上周(3月21日至3月25日), CFETS 下跌, BIS 和 SDR 指数均上涨; 截至北京时间 3 月 25 日 16:30, 美元指数较前一周周五上涨, 在岸人民币、离岸人民币、日元和欧元均相对于美元贬值, 英镑相对于美元升值。

表 1.1.1: 市场行情

上周汇率指数走势					
名称	3月18日价格	上周最高价	上周最低价	上周五价格	涨跌幅
美元兑人民币 中间价	6.3425	6.3739	6.3558	6.3739	0.495%
USDCNY	6.3484	6.3744	6.3595	6.3659	0.276%
USDCNH	6.3778	6.3890	6.3696	6.3781	0.005%
美元兑日元	118.90	121.61	119.20	121.61	2.279%
欧元兑美元	1.1066	1.1052	1.0982	1.1014	-0.470%
英镑兑美元	1.3149	1.3237	1.3158	1.3176	0.205%
美元指数	98.1670	98.8640	98.247	98.6330	0.475%
CFETS 人民币 汇率指数	105.27	—	—	105.17	-0.095%
人民币汇率指 数(参考 BIS 货 币篮子)	109.01	—	—	109.05	0.037%
人民币汇率指 数(参考 SDR 货币篮子)	102.14	—	—	102.16	0.020%

数据来源: Bloomberg 南华研究

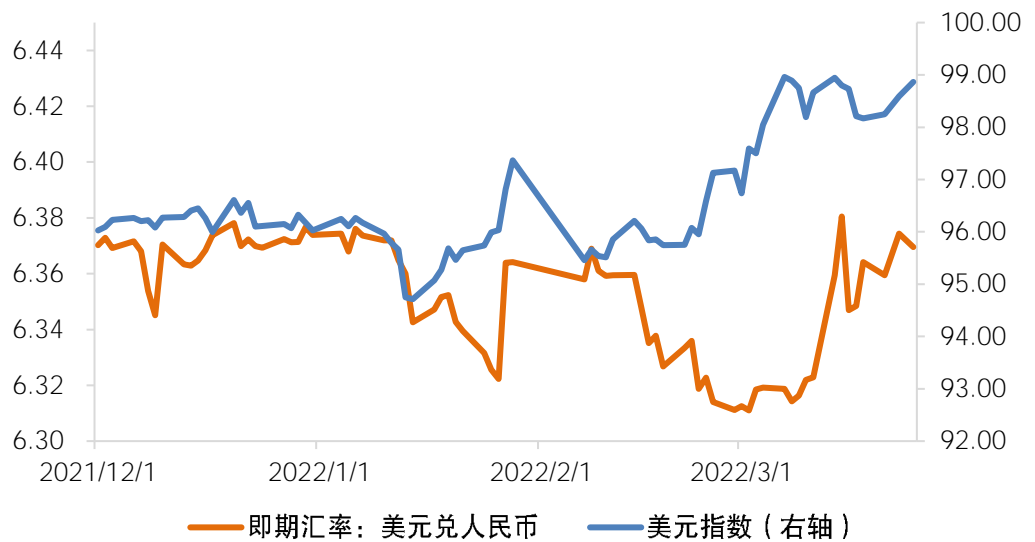
上周, 由于美联储官员不遗余力地向市场表态美联储将竭尽所能抗击通胀, 支持更大幅度的加息, 且上周初请失业金人数好于预期, 增强了市场对美联储快速收紧货币政策的预期, 支撑美元指数小幅走高。而在上述背景下, 人民币汇率有所承压, 但并未大幅走弱, 主要是受到美国豁免 352 项中国进口商品关税消息的影响, 人民币汇率在周五企稳。整体来看, 上周人民币汇率走势符合我们的预期, 基本稳在 6.35-6.40 区间偏弱运行。

图 1.1.1: 3 月 21 日至 3 月 25 日人民币汇率走势分时图



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.2: 美元指数与人民币汇率走势



数据来源: Bloomberg 南华研究

1.2. 行情展望及操作建议

今年以来,为了应对高企的通胀,美联储开启了货币政策正常化的脚步。我们认为控通胀仍是美联储短期最重要的目标,因此,美联储为在短期内遏制高企的通胀,大概率在今年 5 月或者 6 月加息 50BP。但考虑到美国经济虽尚未明显走弱,但见顶已经明确,面临一定的下行压力,美联储或会在通胀与经济之间寻求平衡,因此不排除美联储仍将以每次加息 25 个基点收场的可能。对于今年美联储全年加息的节奏,我们依旧维持之前“前疾后缓、相机抉择”的观点,即年中以前美联储倾向于更快更强的加息节奏

与力度，之后相对缓和，究其原因主要是：一、3月CPI同比大概率破8%，二季度维持在高位，但随着美国货币政策和财政政策趋紧，对通胀的遏制效果或逐步显现，以及供应链在下半年得到缓解，低基数效应的消失，美国通胀整体趋向于筑顶且有望在今年三、四季度放缓；二、下半年适逢中期选举，考虑到持续的大幅度加息或给予美国经济一定的下行压力，政策目标在中期选举背景下或让位于稳增长，从该角度来看，高强度的加息或许仅适合在上半年实施。未来需要关注美联储对于美国经济下行压力和政策收紧之间的平衡。反观我国，则是不断释放稳增长的政策信号，近期的两次重要会议坚定了货币政策“稳中偏松”的政策基调。在中美货币政策错位的背景下，十年期中美利差从年初的1.1365%缩窄至3月25日的0.3202%，已经降到了历史相对低位²。上周北向资金连续5天净流出，总计流出约为31亿元。我们认为，近期中美利差收窄较为迅速，需密切关注跨境资金流动对人民币汇率的影响。本周美国将公布2月PCE通胀数据和非农就业报告，不出意外的话，美国通胀将继续走高。

我们预计本周人民币汇率的运行区间为6.335-6.415。建议有购汇需求的企业，提前锁定风险敞口，结汇可作适当等待。

图 1.2.1：上周（3月21日-3月25日）北向资金连续5天净流出（单位：亿元）



数据来源：iFinD 南华研究

1.3. 风险提示

俄乌局势、全球疫情传播情况、各国货币政策转向进程、全球经济复苏进展

第2章 人民币市场观测

2.1. 政策工具跟踪-逆周期因子

上周五（3月25日）USDCNY中间价报6.3739，较前一周周五贬值314bp，各因

²十年期中美利差历史分位数计算器起点为2010年1月4日。

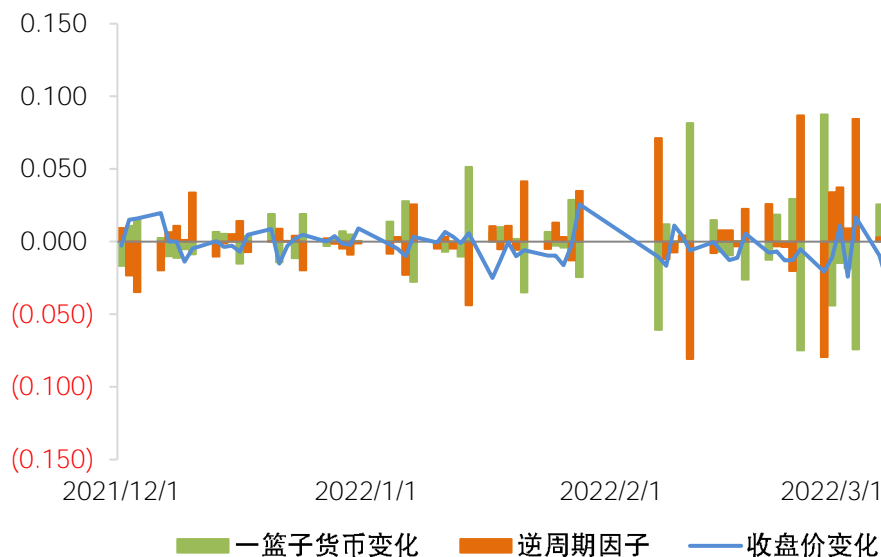
素对中间价报价的贡献为：

表 2.1.1：逆周期因子

	中间价变动	收盘价贡献	一篮子货币汇率贡献 ³	逆周期因子贡献 ⁴
上周	314	317	-308	305
上上周	119	-198	417	-100

数据来源：Refinitiv Bloomberg 南华研究

2.1.1：逆周期因子



数据来源：Refinitiv Bloomberg 南华研究

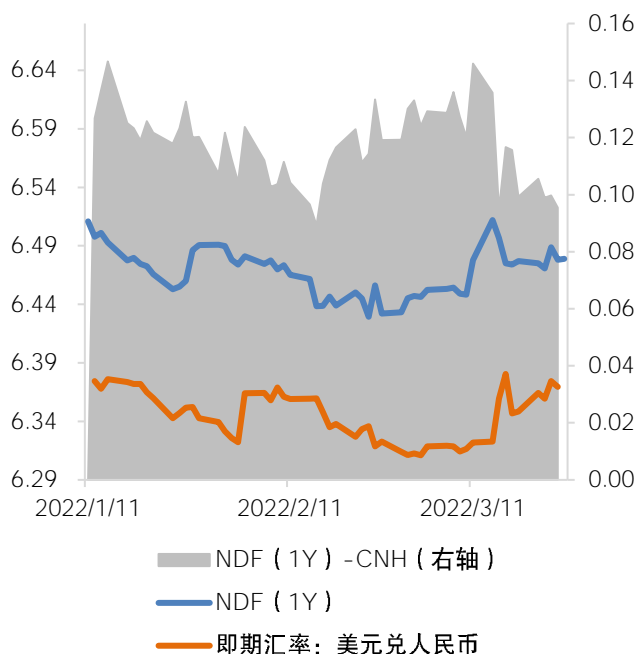
2.2. 投资者情绪跟踪

上周五（3月25日）离岸人民币一年期 NDF 收盘价为 6.4790，相较于前一周周五贬值 19bp。USDCNY 风险逆转期权指标（25Delta）方面，除 1D 及 1M 期限指标较前一周周五上涨外，其余指标均下跌，表明短期内市场对人民币的贬值情绪有所下降，但长期来看贬值情绪仍存。

³ “一篮子货币汇率贡献” 根据 Refinitiv 调整后数据计算

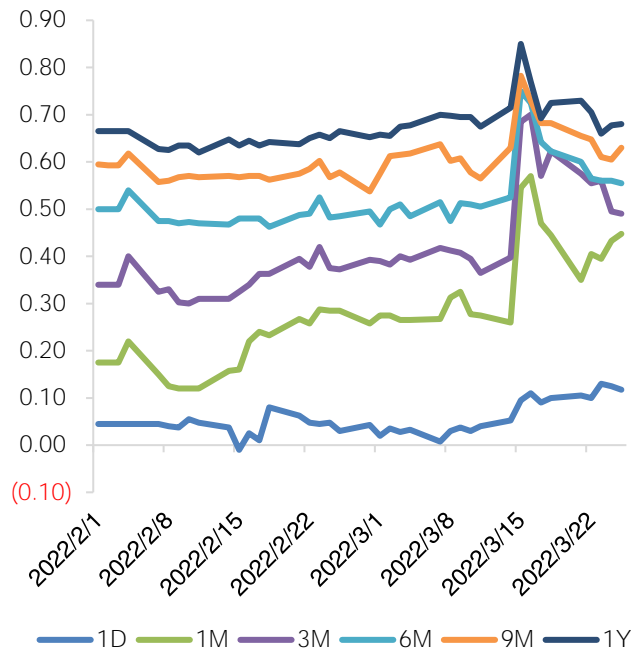
⁴ “逆周期因子贡献” 根据 Refinitiv 调整后数据计算

图 2.2.1: NDF



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.2.2: USDCNY 风险逆转期权指标 (25Delta) (单位: %)



数据来源: Bloomberg 南华研究

2.3. 衍生品跟踪

2.3.1. 外汇期货

目前, 港交所美元/离岸人民币期货主力合约 2206⁵, 新交所美元/离岸人民币期货的主力合约 2206。截至 3 月 25 日, 港交所主力合约的持仓量较前一周周五增加, 成交量减少; 新交所主力合约的持仓量和成交量均较前一周周五减少。

⁵ 2206 是指合约在 2022 年 6 月交割, 类比其它。

图 2.3.1: 港交所 CUS 非季月合约持仓量

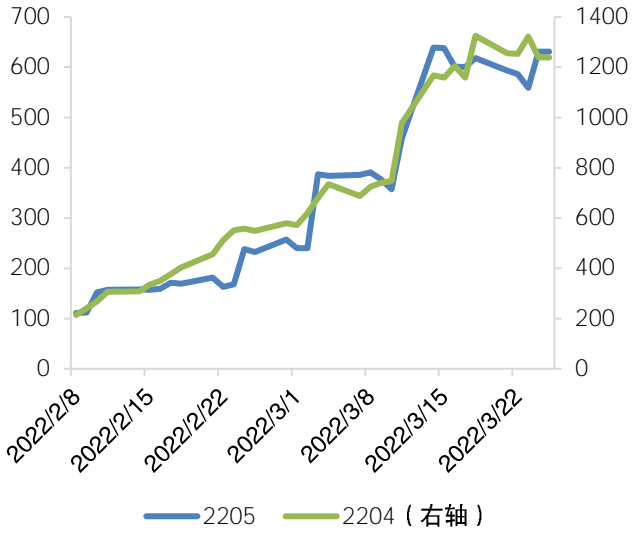
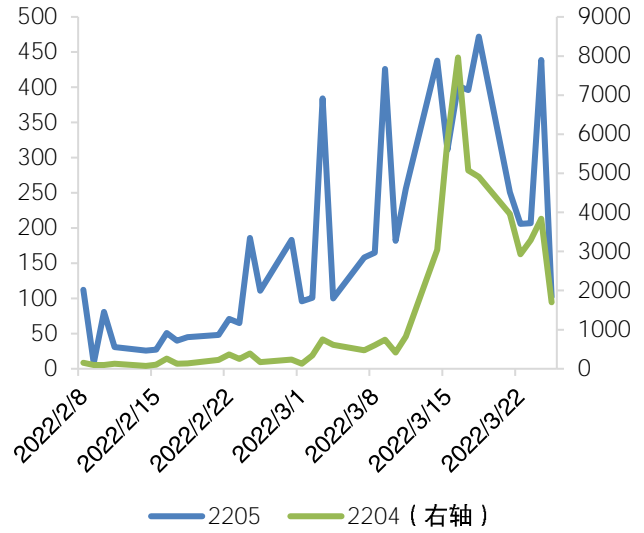


图 2.3.2: 港交所 CUS 非季月合约成交量



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.3: 港交所 CUS 季月合约持仓量

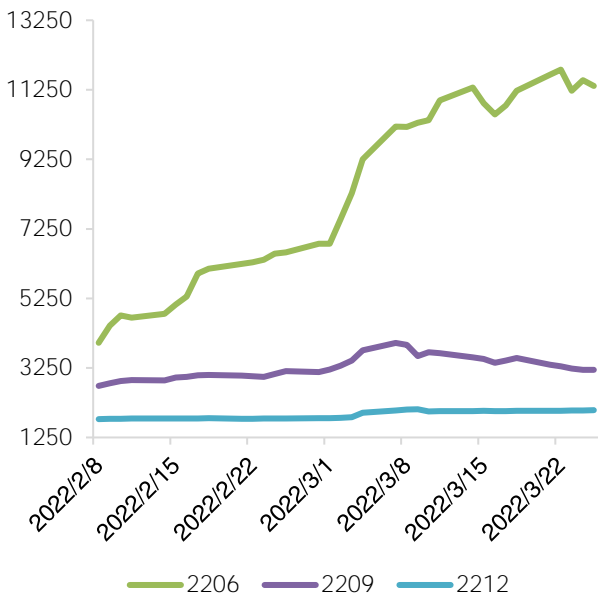
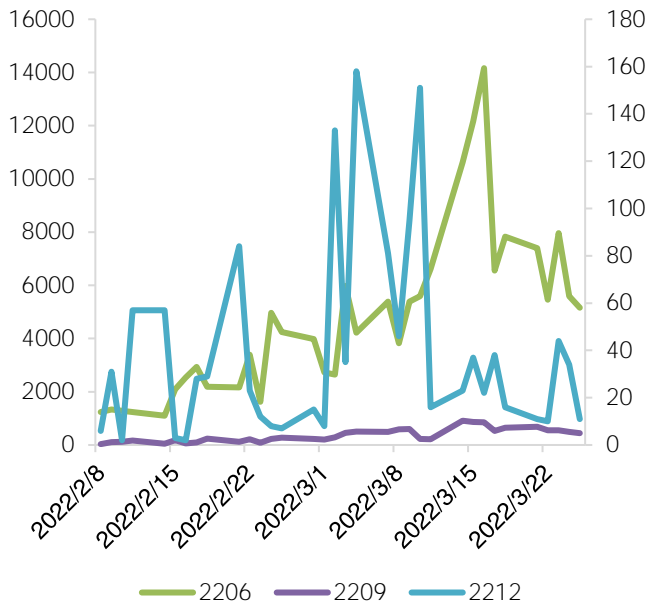


图 2.3.4: 港交所 CUS 季月合约成交量



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.5: 新交所 UC 非季月合约持仓量

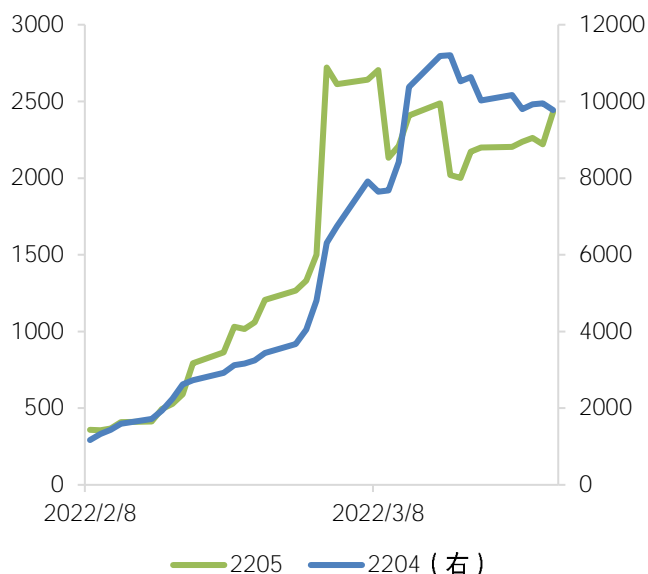
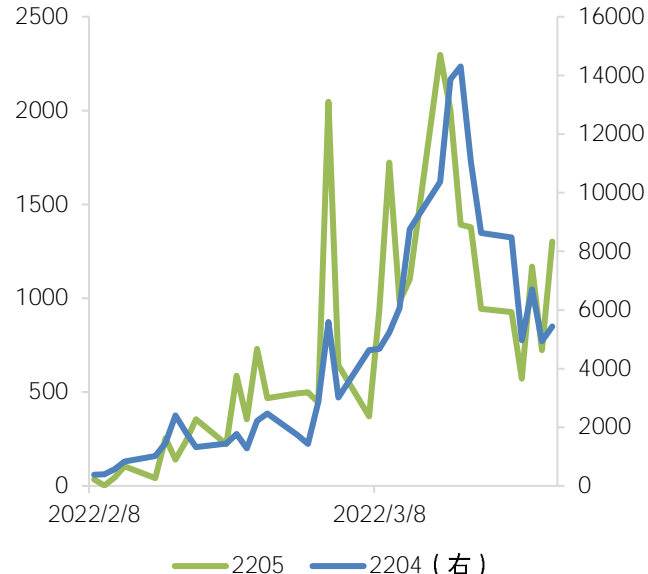


图 2.3.6: 新交所 UC 非季月合约成交量



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.7: 新交所 UC 季月合约持仓量

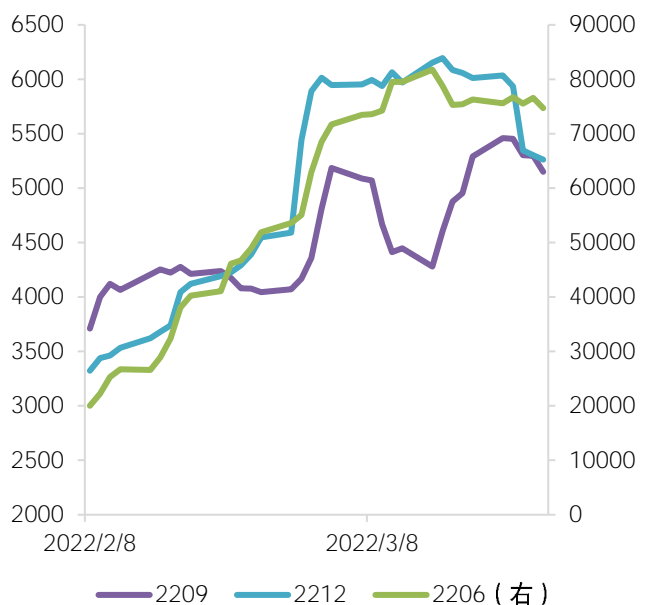
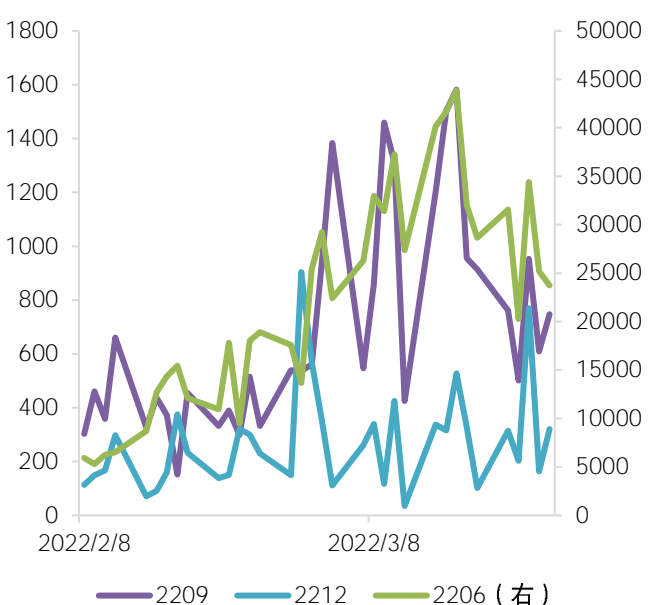


图 2.3.8: 新交所 UC 季月合约成交量



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

基差方面, 所有港交所美元/离岸人民币非季月合约和季月合约基差较前一周周五缩小。所有新交所美元/离岸人民币非季月合约和季月合约基差亦均较前一周周五缩小。

图 2.3.9: 非季月合约 (CUS-CNH) 基差 (单位: pips)

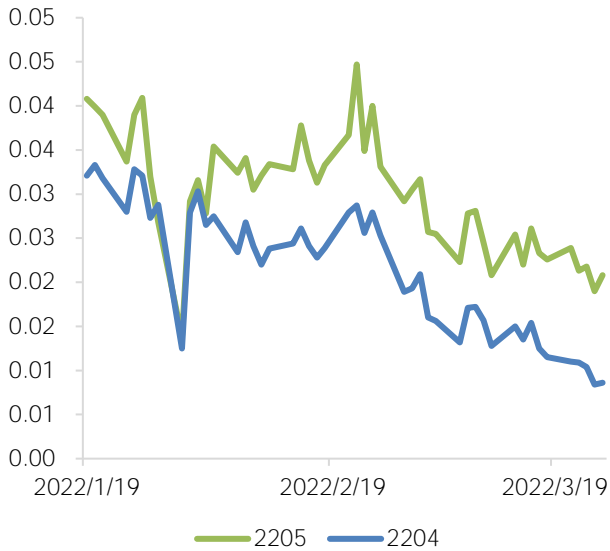
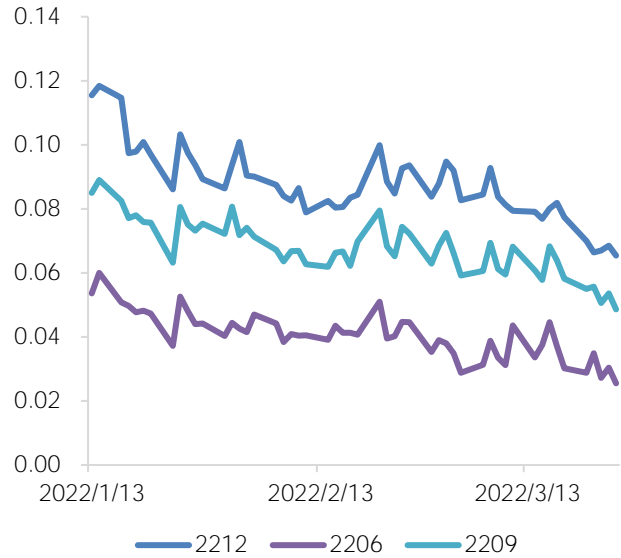


图 2.3.10: 季月合约 (CUS-CNH) 基差 (单位: pips)



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.11: 非季月合约 (UC-CNH) 基差 (单位: pips)

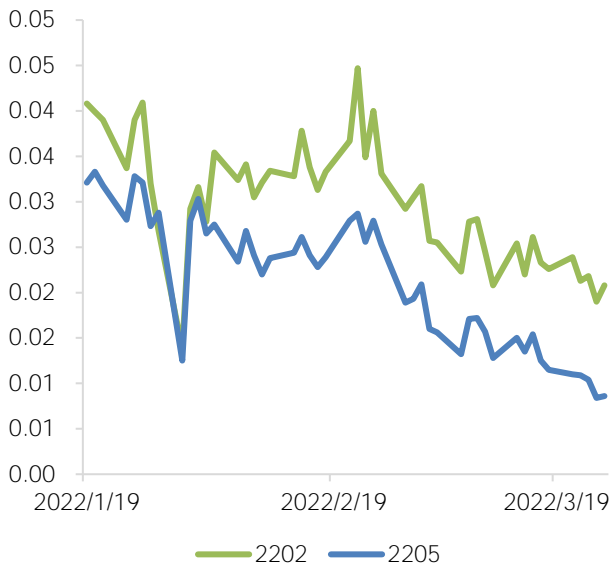
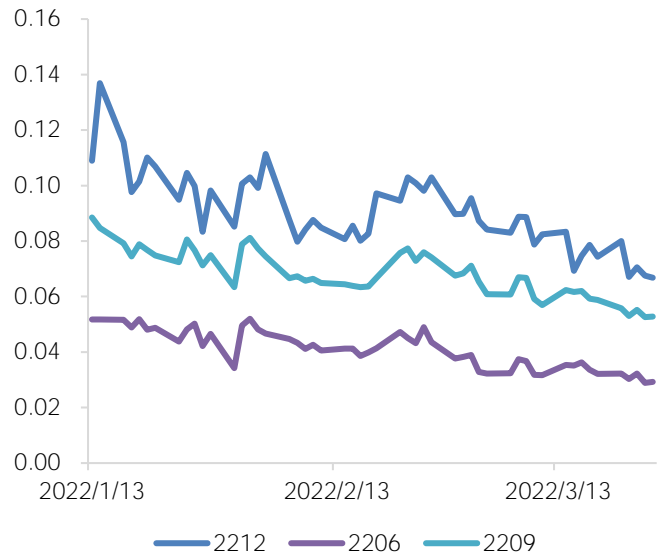


图 2.3.12: 季月合约 (UC-CNH) 基差 (单位: pips)



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

2.3.2. 外汇掉期

截至 3 月 25 日,境内方面,境内所有期限人民币掉期年化成本较前一周周五下跌;境外方面,所有期限的人民币掉期年化成本亦较前一周周五下跌。

图 2.3.13: 在岸外汇掉期年化成本

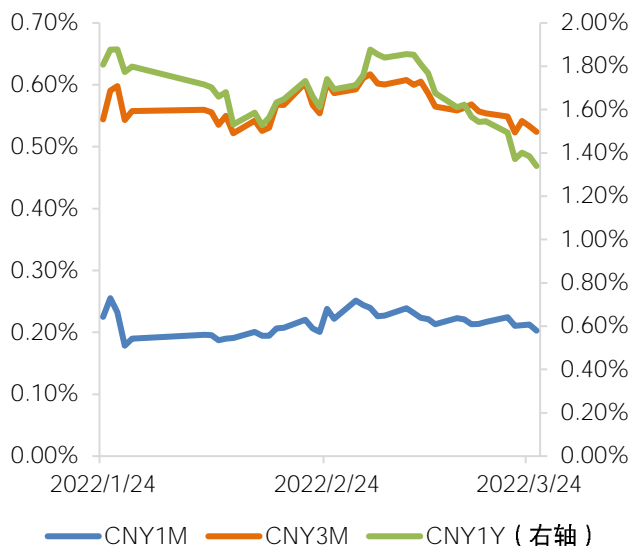
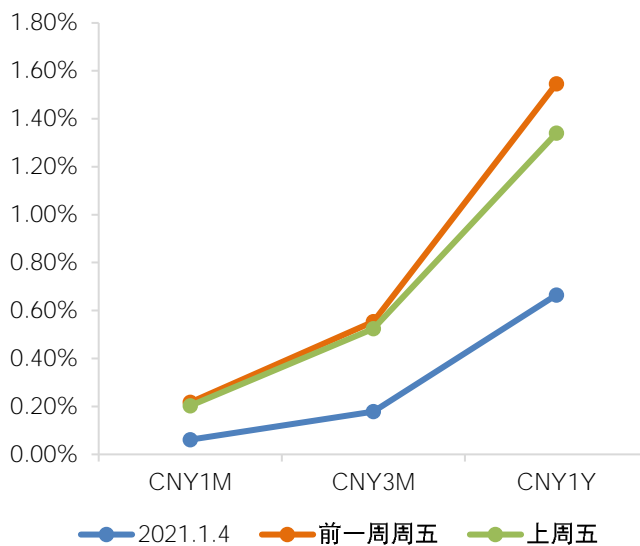


图 2.3.14: 境内外汇掉期曲线 (年化)



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.15: 离岸外汇掉期年化成本

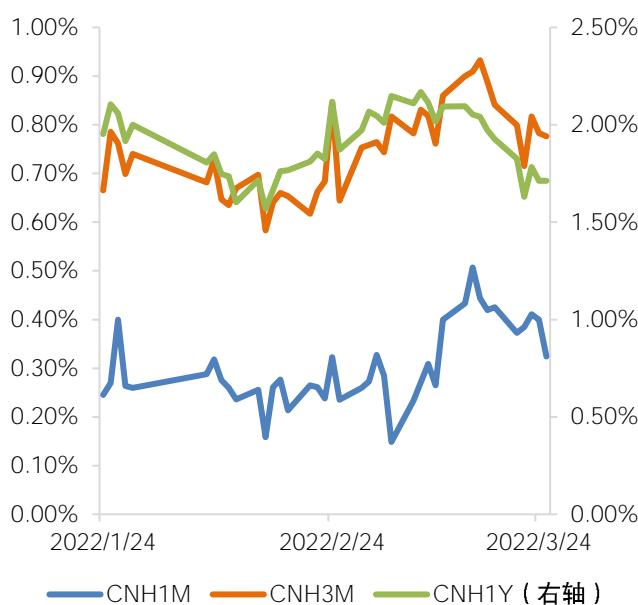
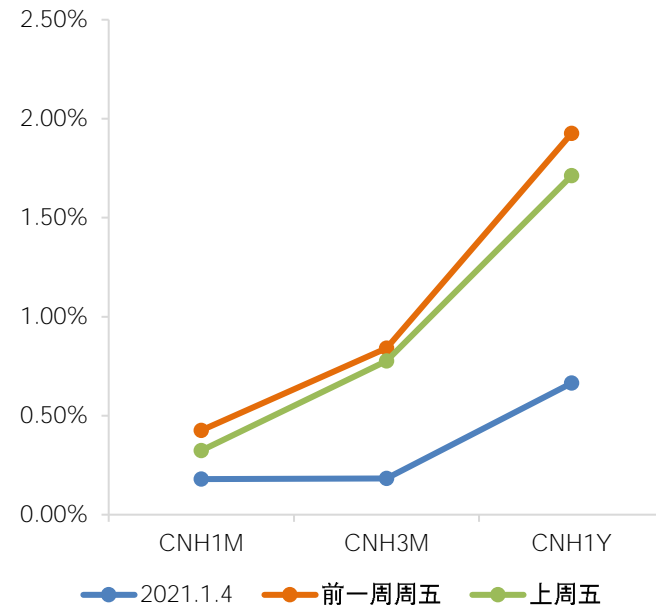


图 2.3.16: 境外外汇掉期曲线 (年化)



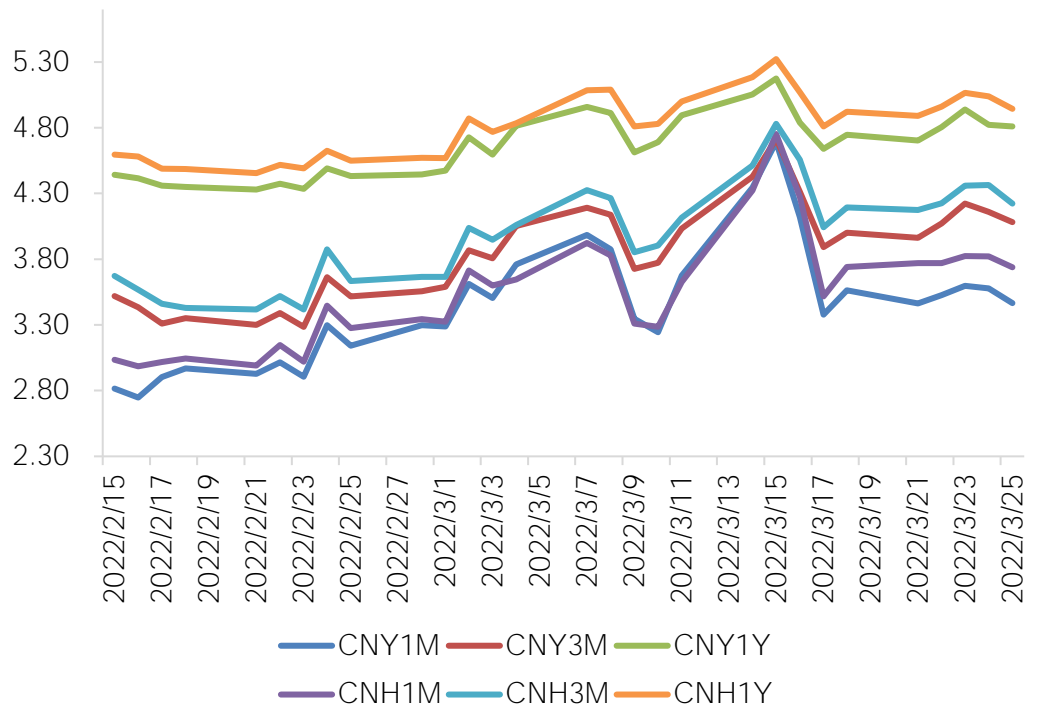
数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

2.3.3. 外汇期权

截至上周五(3月25日),除1M期限的在岸人民币期权隐含波动率指标较前一周周五下行外,其余期限指标均上行;离岸方面,除1M期限人民币期权隐含波动率指标较前一周周五下行外,其余期限指标均上行。

图 2.3.17: 在岸与离岸外汇期权隐含波动率 (单位: %)



数据来源: Bloomberg 南华研究

第3章 重点关注数据及事件

3.1. 上周重点事件回顾及解读

表 3.1.1: 重点事件及市场解读

国家	事件	解读
美国	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美联储主席鲍威尔表示, 美联储必要时将单次加息超过 25 个基点; 美联储将调整政策以实现目标; 长期通胀预期保持稳定; 美联储制定政策时必须着眼于通胀的实际进展, 而不是假设短期内供给侧出现重大缓解; 2. 美联储博斯蒂克预计, 今年将加息 6 次, 明年再加息 2 次; 控制通货膨胀是 2022 年首要任务, 美联储将“竭尽全力”; 美国有能力提高石油和小麦产量, 但这需要时间; 3. 美联储布拉德表示, 美联储应该“现在”开 	—

	<p>始缩减资产负债表, 还有很长的路要走。美联储可以比上次更快地缩减资产负债表; 如果有必要, 可以考虑稍后出售资产;</p> <p>4. 美联储梅斯特认为, 美联储今年需要进行数次 50 个基点的加息, 且需要尽早采取更积极的行动。梅斯特表示, 不担心加息会把美国经济推向衰退;</p> <p>5. 美联储埃文斯表示, 美联储最近的加息只是今年多次加息的第一次; 对每次会议加息 25 个基点感到满意。支持开始快速地缩减资产负债表; 经济放缓进入衰退的风险并没有那么高; 可以在同一次会议上开始削减资产负债表并提高利率;</p> <p>6. 美国将延长对来自中国的 352 种商品的关税豁免;</p> <p>7. 美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 58.5, 预期 56.3, 2 月终值 57.3; 服务业 PMI 初值 58.9, 预期 56, 2 月终值 56.5; 综合 PMI 初值 58.5, 预期 54.4, 2 月终值 55.9;</p>	
欧元区	<p>1. 德国央行表示, 德国第二季度经济反弹将远弱于预期; 由于俄乌冲突事件, 供应链问题将从 3 月份开始恶化;</p> <p>2. 德国 2 月 PPI 同比上涨 25.9%, 创历史新高;</p> <p>3. 欧元区 3 月制造业 PMI 初值 57, 预期 56, 2 月终值 58.2。德国 3 月制造业 PMI 初值 57.6, 预期 56, 2 月终值 58.4; 法国 3 月制造业 PMI 初值 54.8, 预期 55, 2 月终值 57.2。</p>	德国 2 月 PPI 同比涨幅创历史新高, 能源价格的上涨为推动 PPI 的主要推手。
中国	<p>1. 2022 年中央一号文件重磅发布, 提出全面推进乡村振兴重点工作;</p> <p>2. 央行 3 月 22 日在香港成功发行 50 亿元 6 个月期人民币央行票据, 中标利率为 2.6%;</p> <p>3. 外汇局表示, 2022 年将稳妥有序推进资本项目高水平开放, 扩大私募股权投资基金跨境投资试点, 扩大外债便利化试点范围;</p> <p>4. 外汇局公布数据显示, 截至 2021 年末, 我国全口径外债余额为 27466 亿美元, 较 2021 年 9 月末增加 501 亿美元, 外债增长主要源于境外投资者持续增持境内人民币债券。2021 年末, 我国外债负债率为</p>	本次发行投标总量超过 220 亿元, 约为发行量的 4.4 倍, 表明人民币资产对境外投资者有较强吸引力。

	<p>15.5%，债务率为 77.3%，偿债率为 5.9%，短期外债与外汇储备的比例为 44.5%；</p> <p>5. 外汇局发布数据显示，2021 年末，我国对外金融资产 93243 亿美元，对外负债 73410 亿美元，对外净资产 19833 亿美元。对外金融资产中，直接投资资产 25819 亿美元，证券投资资产 9797 亿美元，其他投资资产 23205 亿美元，储备资产 34269 亿美元。对外负债中，直接投资负债 36238 亿美元，证券投资负债 21554 亿美元，其他投资负债 15516 亿美元；</p> <p>6. 外汇局发布《2021 年中国国际收支报告》称，2022 年全球经济增长将有所放缓，主要发达经济体货币政策继续调整，外部环境存在较多不稳定不确定因素。但我国经济运行将保持在合理区间，金融市场改革开放稳步推进，外汇市场成熟度不断提升，有助于我国国际收支保持基本平衡，预计经常账户维持合理顺差格局，跨境资本流动保持平稳有序发展态势。</p>	
<p style="text-align: center;">英国</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 英国 2 月 CPI 同比上涨 6.2%，再创近 30 年来最高纪录，且高于经济学家预期值 6%。2 月 CPI 环比涨幅则扩大至 0.8%，创 2009 年以来新高； 2. 英国 3 月制造业 PMI 初值 55.5，预期 57，2 月终值 58；服务业 PMI 初值 61，预期 58，2 月终值 60.5；综合 PMI 初值 59.7，预期 57.8，2 月终值 59.9。 	<p>英国 2 月 CPI 同比上涨 6.2%，再创近 30 年来最高纪录，家庭能源支出为英国 2 月通胀上涨的最大贡献项。考虑到英国央行设定的通胀目标为 2%，目前的通胀水平仍远远高于此目标，因此我们预计英国央行大概率将在 5 月继续加息 25 个基点以应对通胀压力。但英国央行对高物价会影响消费者支出的担忧，以及英国经济面临衰退的风险，不排除英国央行将从今年三季度开始放缓收紧货币政策的步伐的可能。</p>
<p style="text-align: center;">其他</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 挪威央行将基准利率上调 25 个基点至 0.75%； 2. 匈牙利将一周存款利率上调 30 个基点至 6.15%； 3. 菲律宾央行将关键利率维持在 2% 不变； 4. 墨西哥央行加息 50 个基点至 6.5%，符合市场预期。 	<p>由于全球能源价格以及粮食价格的大幅攀升，导致各国面临着通胀问题，为此海外多家央行为解决高通胀问题不得不收紧货币政策。</p>

资料来源：Wind 南华研究

3.2. 本周重点关注经济数据及事件

表 3.2.1: 一周 (2022.3.28-4.1) 经济数据前瞻

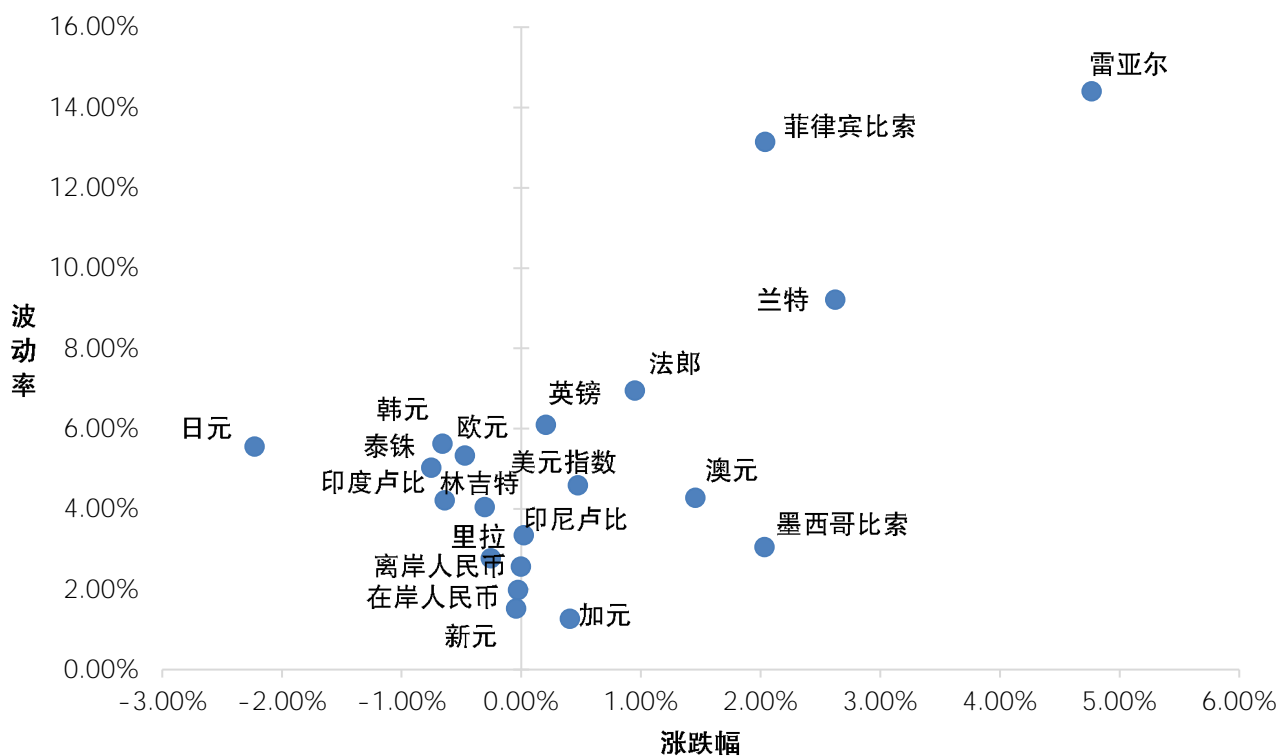
日期	时间	国家/地区	指标名称
3月30日	20:15	美国	3月ADP就业人数:环比:季调(%)
	20:30		第四季度GDP(终值):环比折年率(%)
	22:30		3月25日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)
3月31日	09:30	中国	3月官方制造业PMI
	15:00	德国	2月失业率:季调(%)
			2月失业人数:季调(千人)
	18:00	欧盟	2月欧盟:失业率(%)
			2月欧元区:失业率:季调(%)
	20:30	美国	2月个人消费支出:季调(十亿美元)
			2月核心PCE物价指数:同比(%)
2月人均可支配收入:折年数:季调(美元)			
3月26日当周初次申请失业金人数:季调(人)			
4月1日	15:55	德国	3月制造业PMI
	16:30	英国	3月制造业PMI
	17:00	欧盟	3月欧元区:制造业PMI
	20:30	美国	3月失业率:季调(%)
			3月新增非农就业人数:季调(千人)
22:00		3月制造业PMI	

资料来源: Wind 南华研究

附：国际相关行情

主要国家汇率行情

图 1：上周主要国家汇率涨跌幅（周度）和波动率（年化）

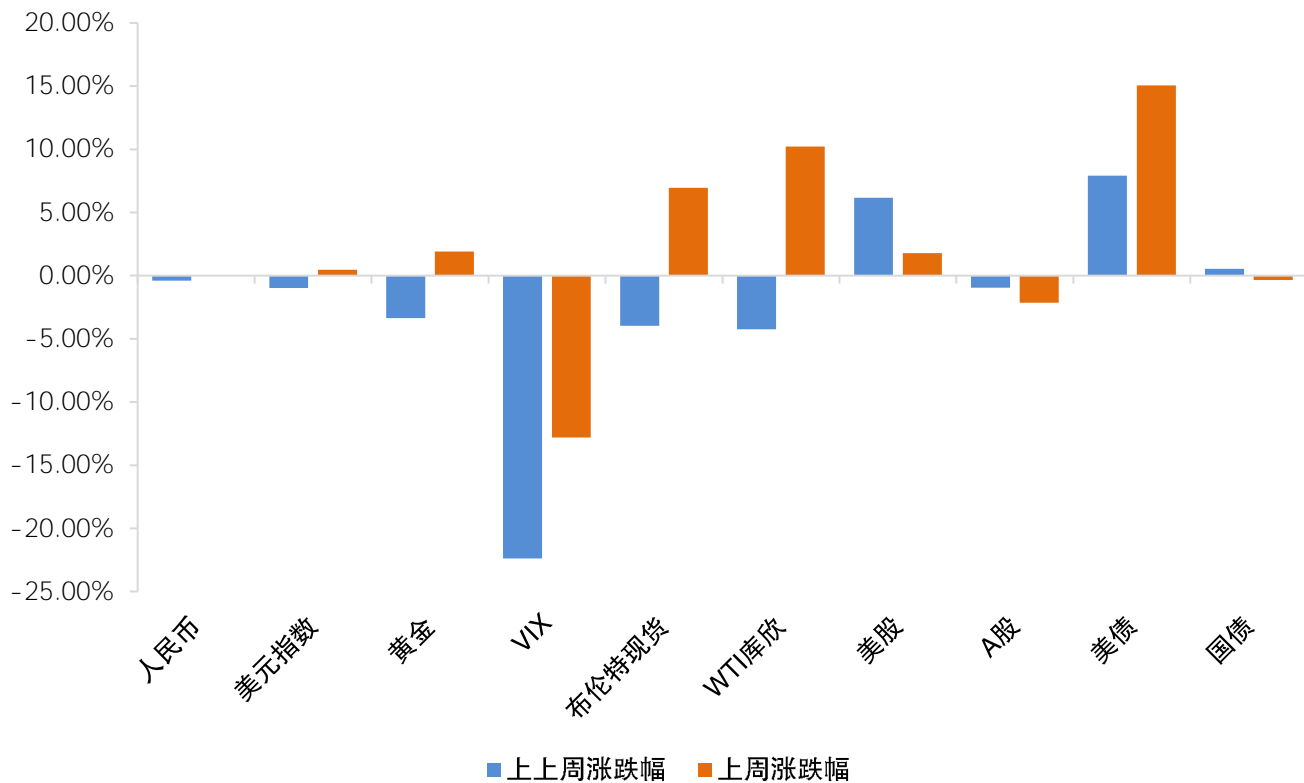


数据来源：Bloomberg 南华研究

注：除美元指数外，此处所有货币均采用非美货币兑美元的标价形式，正值代表非美货币升值，负值代表非美货币贬值

大类资产联动

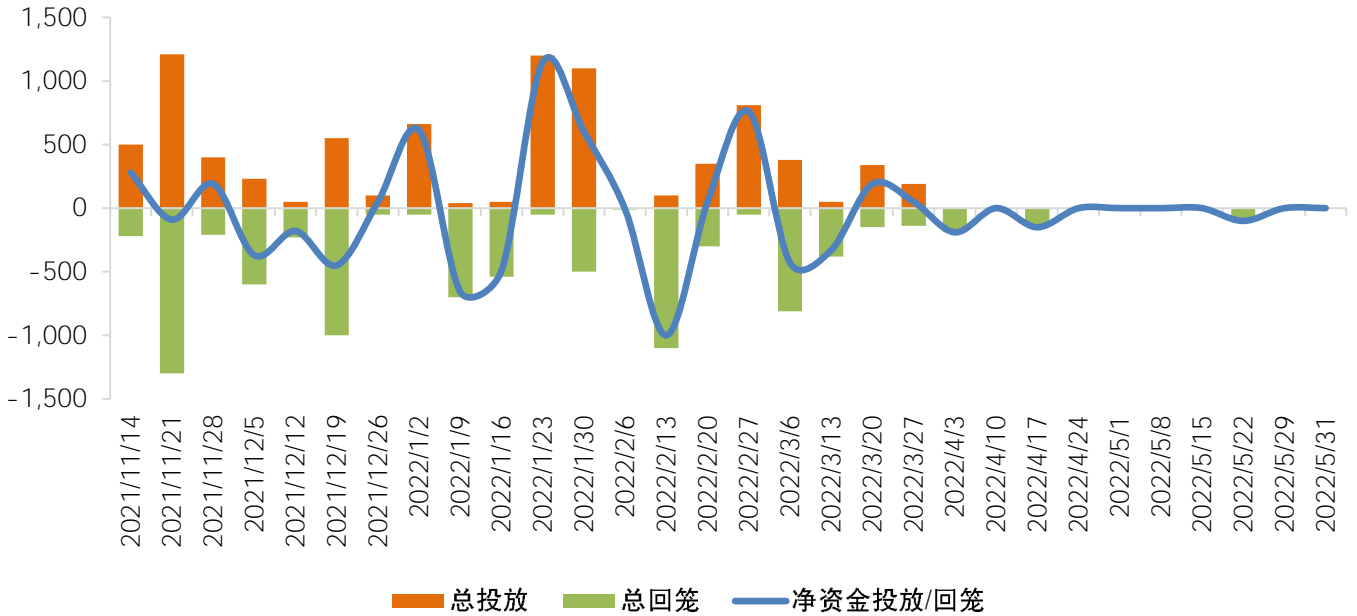
图 2：上周大类资产涨跌幅对比（%）



数据来源：Bloomberg 南华研究

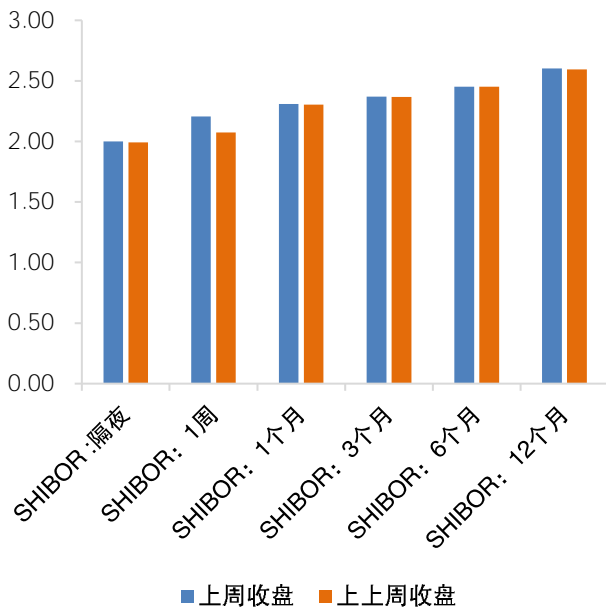
资金面

图 3：央行每周公开市场操作（单位：亿元）



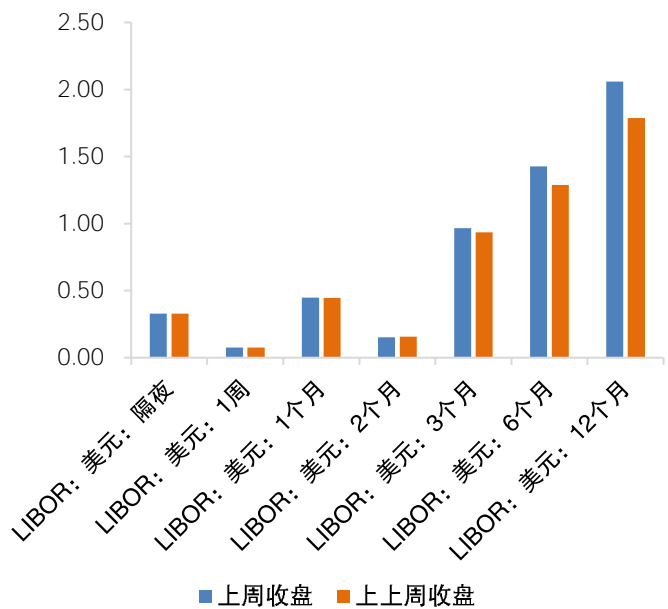
数据来源：Bloomberg 南华研究

图 4：Shibor 报价（单位：%）



数据来源：Bloomberg 南华研究

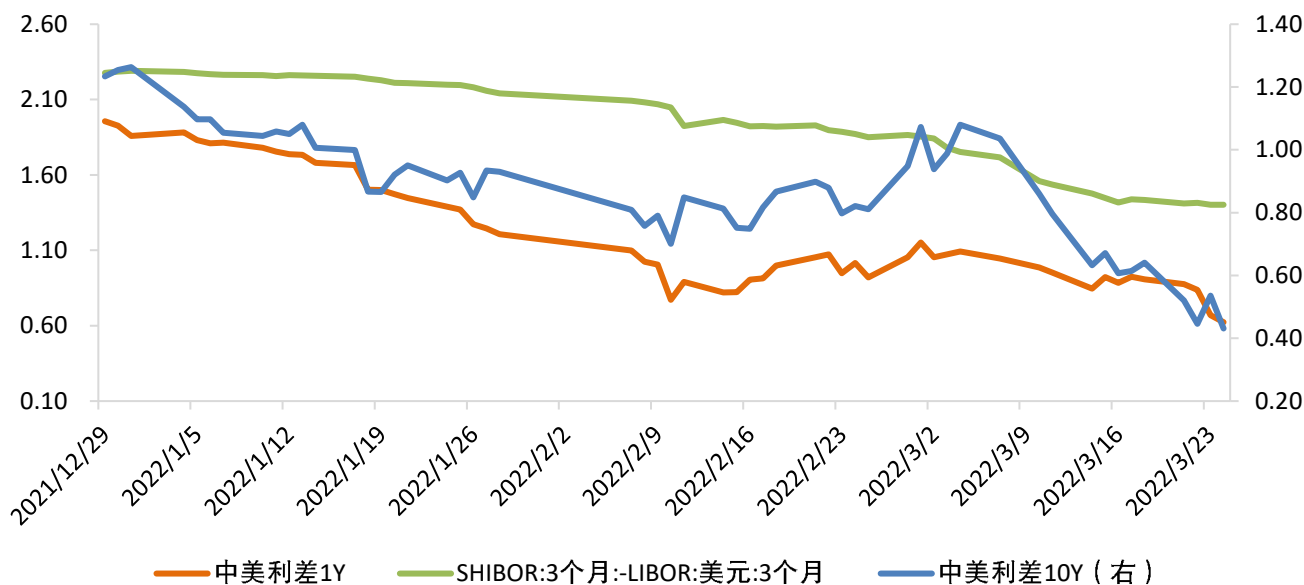
图 5：Libor 报价（单位：%）



数据来源：Bloomberg 南华研究

中美利差

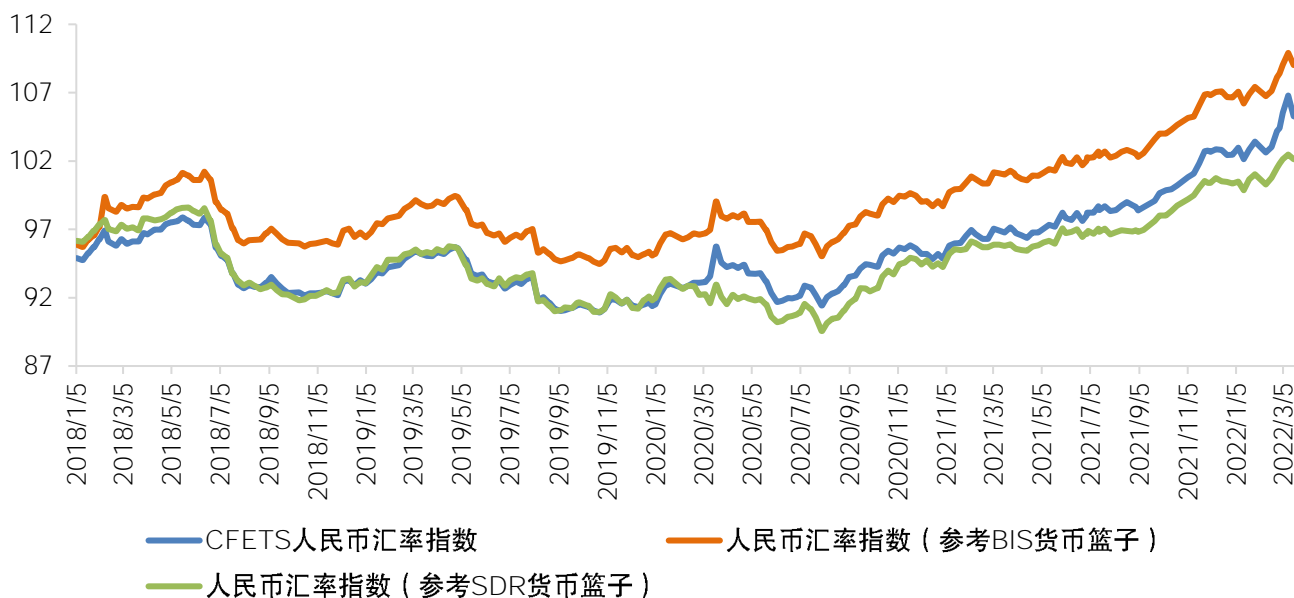
图 6: 中美利差 (单位: %)



数据来源: Bloomberg 南华研究

人民币指数

图 7: 三大人民币指数



数据来源: Bloomberg 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点