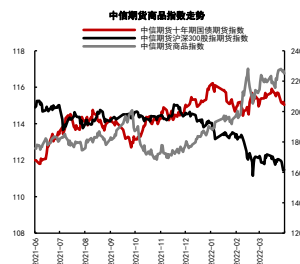


美元指数的上限在哪？兼论近期人民币走势

报告要点

历史上美联储加息周期并不能成为目前外汇市场的有效模板。近期美元指数强势主因市场注意力持续被美联储吸引叠加日元避险属性缺位。通过分析主导美元指数的两股力量，我们设定了美元指数上限的三种情形。映射到近期人民币汇率上，贬值主要由外资撤出驱动，随着出口的不利信号增多，人民币兑美元将逐渐进入贬值通道。



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

| 数据点 | 每周跟踪 [2022-4-18 至 2022-4-22] |
|------------------|---|
| 1. 中间价分解 | 1. USDCNY 4月22日中间价报 6.4596, 较4月15日 下调 720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 贬值 368点, 隔夜一篮子货币调整贡献 贬值 305点, 逆周期因子贡献 贬值 27点。 3. 4月18日至4月22日, 真实的中间价与彭博预期差异 (中间价-预测) 分别是: -16点、-10点、101点、1点、-49点。 |
| 2. 成交持仓 | • CUS2206 4月22日成交量 12535手, 较4月14日 增加 9084手 • CUS2206 4月22日持仓量 12289手, 较4月14日 增加 1139手 • UC2206 4月22日成交量 73667手, 较4月15日 增加 55904手 • UC2206 4月22日持仓量 74498手, 较4月15日 减少 4599手 |
| 3. 基差 (期货-CN) | • CUS2206 4月22日基差 105 pips, 较4月14日 增加 3 pips。 • UC2206 4月22日基差 203 pips, 较4月15日 减少 15 pips。 |
| 4. 展期 | • 4月22日, CUS2206 空头展期至 CUS2209 的年化收益为 1.3524% • 4月22日, UC2206 空头展期至 UC2209 的年化收益为 1.5764% |

| 市场展望 | 美元指数的上限在哪？兼论近期人民币走势 |
|--------------|--|
| 先贬后稳 波动放大 | <p>我们发现历史上美联储加息周期中的美元指数走势似乎并不能成为目前美元指数的有效模板。美元指数在加息落地后仍然强势似乎也不符合历史规律。我们认为造成上述结果的原因有二：一是目前市场注意力持续被美联储吸引，二是地缘政治下，日元避险属性的缺位没有给美元指数带来压力。落实到美元指数的上限，我们认为主要受到美联储超预期鹰派的空间和高通胀对欧元区经济的影响程度这两股力量的撕扯。根据对这两股力量的分析，我们假设了三种情形来预判美元指数的上限。映射到人民币汇率上，近期人民币贬值主要由外资撤出驱动，而货物贸易结汇是人民币汇率最后的支撑。后续，我们认为除非美联储实际加息路径不及预期鹰派且中国出口维持韧性，否则大概率通过人民币兑美元双边汇率贬值的路径完成中美汇率的收敛。</p> |
| 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 |

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 周度关注 | 4 |
| 一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量 | 17 |
| 二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解 | 18 |
| 三、外汇期货：成交持仓情况 | 19 |
| 四、外汇期货：基差情况 | 21 |
| 五、外汇期货：展期情况 | 22 |
| 六、外汇期货：远期曲线结构 | 23 |
| 七、外汇期权：隐含波动率与期权曲线 | 24 |
| 免责声明 | 25 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图表 1： 2003 年，美国房地产投资火热 | 5 |
| 图表 2： 互联网泡沫和“911 事件”对其他发达国家冲击较小 | 5 |
| 图表 3： 03 年，英央行和澳联储领先美联储加息，美指低迷 | 5 |
| 图表 4： 目前，英央行和加央行紧缩快于美联储，美指强势 | 5 |
| 图表 5： 1994 年，美联储大幅加息 50bp，美指走弱 | 6 |
| 图表 6： 当时平坦的收益率曲线也并不支持弱美元 | 6 |
| 图表 7： 1994 年，外资仍在流入美国证券 | 6 |
| 图表 8： 可能是全球的强劲增长造成美元吸引力下降 | 6 |
| 图表 9： 1994 年，美国产出缺口依然为负 | 6 |
| 图表 10： 即便在一个强美元周期中，我们还是看到了加息落地后美元的阶段性走弱 | 7 |
| 图表 11： 历史上，即便在全球下行周期中，美元指数也会呈现加息落地后阶段性走弱的特征 | 8 |
| 图表 12： 美元指数构成 | 8 |
| 图表 13： 欧元和日元可以解释美元指数的大部分波动 | 8 |
| 图表 14： 德美利差收窄带动欧元走弱 | 9 |
| 图表 15： 欧央行基本不会在 7 月加息，欧元短线下挫 1.08 | 9 |
| 图表 16： 面对美联储官员的鹰派发声，美元和美债均回吐了通胀数据发布后的跌幅 | 9 |
| 图表 17： 收益率曲线操作下，美日利差扩大带动日元贬值 | 10 |
| 图表 18： 日央行的收紧前提是一个工资-通胀的良性循环 | 10 |
| 图表 19： 能源价格上涨通过货物贸易项恶化日本经常项目收支 | 10 |
| 图表 20： 历史上发生地缘政治冲突时，日元作为避险货币会显示出一定的上涨动能 | 11 |
| 图表 21： 但面对本次的地缘事件，日元没有录得涨幅 | 11 |
| 图表 22： 背后的原因可能包括 2020 年后日本资金流出减少 | 11 |
| 图表 23： 海外利率下降，日元作为融资货币的属性减弱 | 11 |
| 图表 24： 以及日本外储流失的压力 | 11 |
| 图表 25： 目前市场对于 FOMC 利率指引的计价较为充分 | 12 |
| 图表 26： 仓位上看，市场对美元的减仓较为纠结 | 12 |
| 图表 27： 从仓位和市场情绪上看，欧元还难言反转 | 13 |
| 图表 28： 从 4 月 Markit PMI 初值看，欧元区经济仍处于景气区间，但德国环比下滑，法国环比上行 .. | 13 |

中信期货研究 | 固定收益周报（汇率）

| | |
|--|----|
| 图表 29: 本周, 人民币录得较大贬值..... | 14 |
| 图表 30: 驱动因素可能是近期资金流出股票市场的压力较大..... | 14 |
| 图表 31: 同时, 境外机构减仓中国债券力度较大..... | 15 |
| 图表 32: 这一点可以从离岸带动在岸人民币贬值得到印证..... | 15 |
| 图表 33: 从银行代客收支和结售汇数据看, 货物贸易仍有支撑, 证券投资项是主要拖累..... | 15 |
| 图表 34: 从出口同步指标看, 外需仍然稳定..... | 15 |
| 图表 35: 但结合我们对价格影响出口增速的测算, 不利于我国出口的信号进一步增加..... | 16 |
| 图表 36: 人民币汇率走势及成交量..... | 17 |
| 图表 37: 美元及人民币兑一篮子货币表现..... | 17 |
| 图表 38: USDCNY 中间价定价分解..... | 18 |
| 图表 39: USDCNY 中间价与市场预期差异..... | 18 |
| 图表 40: CUS 非季月合约成交、持仓量..... | 19 |
| 图表 41: CUS 季月合约成交、持仓量..... | 19 |
| 图表 42: UC 非季月合约成交、持仓量..... | 20 |
| 图表 43: UC 季月合约成交、持仓量..... | 20 |
| 图表 44: CUS 合约基差..... | 21 |
| 图表 45: UC 合约基差..... | 21 |
| 图表 46: CUS 合约展期（正数表示空头展期有收益）..... | 22 |
| 图表 47: UC 合约展期（正数表示空头展期有收益）..... | 22 |
| 图表 48: CUS 合约远期曲线结构..... | 23 |
| 图表 49: UC 合约远期曲线结构..... | 23 |
| 图表 50: USDCNY 期权隐含波动率与期权曲线..... | 24 |
| 图表 51: USDCNH 期权隐含波动率与期权曲线..... | 24 |

周度关注：美元指数的上限在哪？兼论近期人民币走势

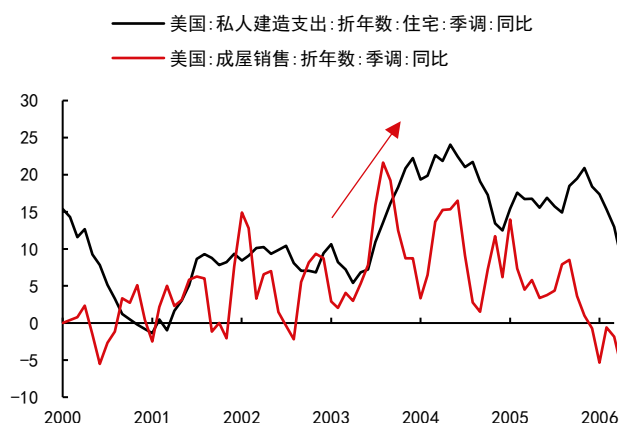
通过复盘，我们发现历史上美联储加息周期中的美元指数走势似乎并不能成为目前美元指数的有效模板。美元指数在加息落地后仍然强势似乎也不符合历史规律。为理解目前的美元指数，我们重点分析了目前欧元和日元的形势，发现造成上述结果的原因有二：一是在欧、日央行的货币政策态度和美联储形成鲜明对比下，市场注意力持续被美联储吸引，二是地缘政治下，日元避险属性的缺位没有给美元指数带来压力。落实到美元指数的上限，我们认为主要受到美联储超预期鹰派的空间和高通胀对欧元区经济的影响程度这两股力量的撕扯。根据对这两股力量的分析，我们假设了三种情形来预判美元指数的上限。映射到人民币汇率上，近期人民币贬值主要由外资撤出驱动，而货物贸易结汇是人民币汇率最后的支撑。后续，我们认为除非美联储实际加息路径不及预期鹰派且中国出口维持韧性，否则大概率通过人民币兑美元双边汇率贬值的路径完成中美汇率的收敛。

1. 历史上的美联储加息周期似乎并不能成为目前美元指数的有效模板

为理解和判断美联储加息大背景下的美元指数走势，我们复盘了和目前情况最像的 1994 年、2004 年和 2015 年美联储的加息周期。目前看来，历史似乎并不能成为目前美元指数的有效模板。

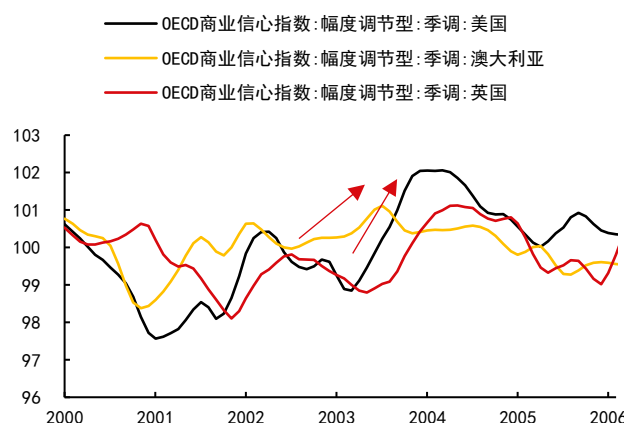
模板一：2004 年的美联储加息周期。我们曾在周报《美元指数为何下跌》指出，2004 年或是最适合今年的外汇模板，背后主要的原因是 2004 年全球主要央行的加息节奏和今年非常相似：2003 年 7 月，美联储结束了应对互联网泡沫破裂和“911”事件的降息周期，由于房地产投资的火热，美联储于 2004 年 6 月开始加息。由于互联网泡沫和“911 事件”对其他发达经济体的冲击远小于美国，英央行和澳联储均早于美联储加息。在此期间，美元指数表现低迷。映射到目前，我们也看到了其他主要央行领先于美联储加息，如英央行从去年 12 月开始已加息 3 次合计 65bp，纽央行从去年 10 月开始已加息 4 次合计 125bp（4 月加息 50bp，2000 年以来首次），加央行今年 3 月以来已加息 2 次合计 75bp（4 月加息 50bp，2000 年以来首次），并于 4 月开始缩表。但目前美元指数的表现却相当强势，和 1994 年大相径庭。

图表1：2003 年，美国房地产投资火热



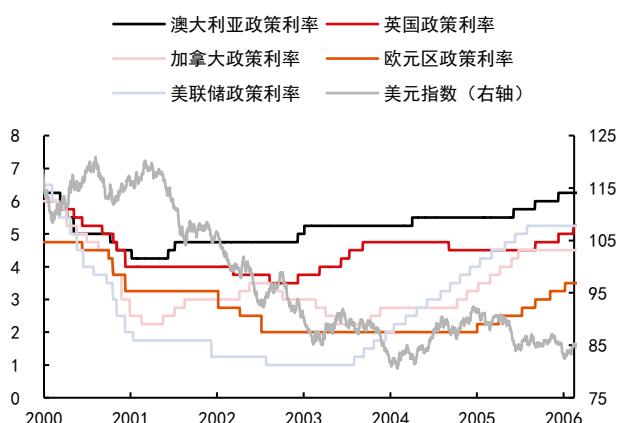
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表2：互联网泡沫和“911 事件”对其他发达国家冲击较小



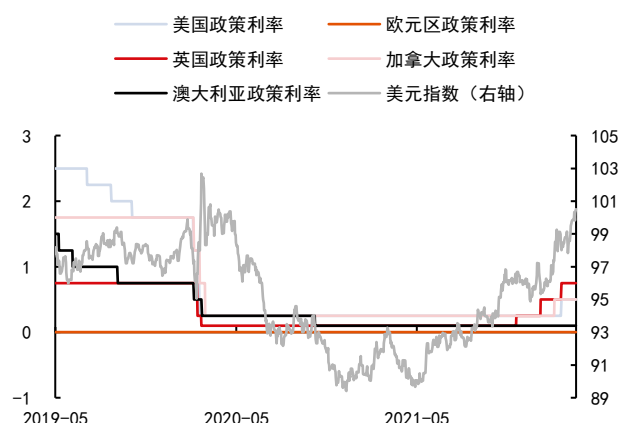
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表3：03 年，英央行和澳联储领先美联储加息，美指低迷



资料来源: Wind 中信期货研究所

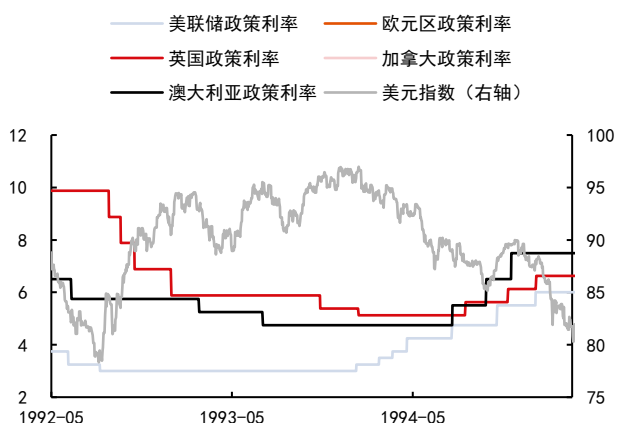
图表4：目前，英央行和加央行紧缩快于美联储，美指强势



资料来源: Wind 中信期货研究所

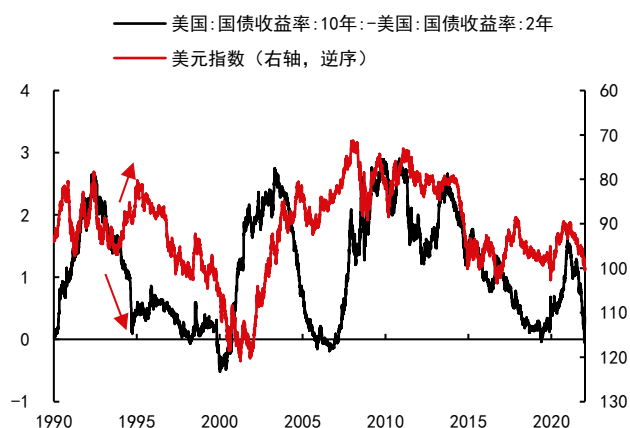
模板二：1994 年的加息周期。随着市场对美联储在今年 5、6 月各加息 50bp 的预期愈发强烈，1994 年的美联储加息周期被投资者越来越多地讨论。当时 FOMC 将政策利率提高 250 个基点至 5.5%，包括在 1994 年 5 月和 8 月各加息 50bp，在 1994 年 11 月加息 75bp。此外，我们也在 1994 年看到了非常平坦的收益率曲线。但意外的是，美元指数在 1994 年录得近 11% 的跌幅，这似乎并不是激进的加息节奏和平坦的收益率曲线应该对应的美元指数。一个较为合理的解释是，1994 年美国的经济并没有过热，甚至产出缺口仍处于负值。而美联储的加息更像是一次前瞻式的平滑，避免了技术革命带来的经济过度膨胀。彼时，全球经济的强劲增长全球增长的强劲造成加息下的美元的吸引力也有所下降。这样看来，1994 年的经验也并不适合今年的外汇市场：全球经济面临下行压力，世界银行将 2022 年全球增长预测从 4.1% 下调至 3.2%，但美国的经济依然强劲。

图表5：1994年，美联储大幅加息50bp，美指走弱



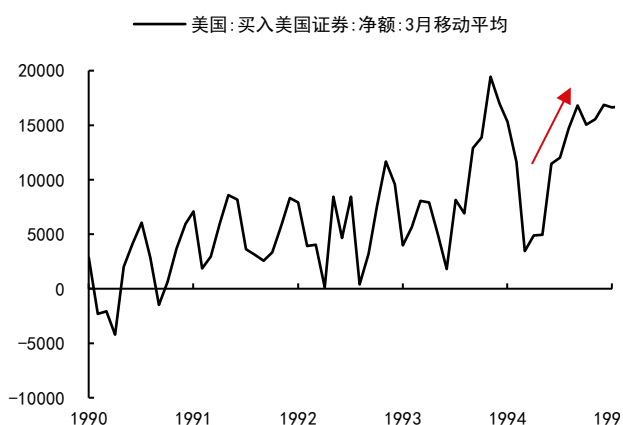
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：当时平坦的收益率曲线也并不支持弱美元



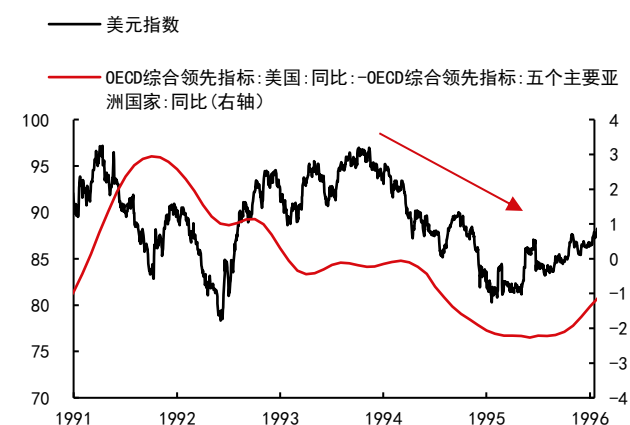
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：1994年，外资仍在流入美国证券



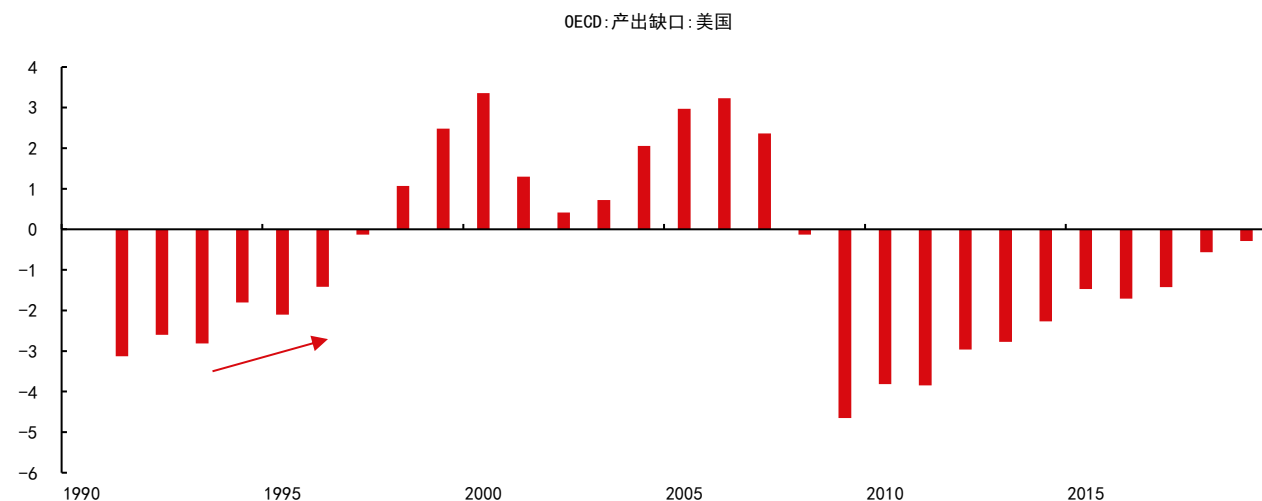
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：可能是全球的强劲增长造成美元吸引力下降



资料来源：Wind 中信期货研究所

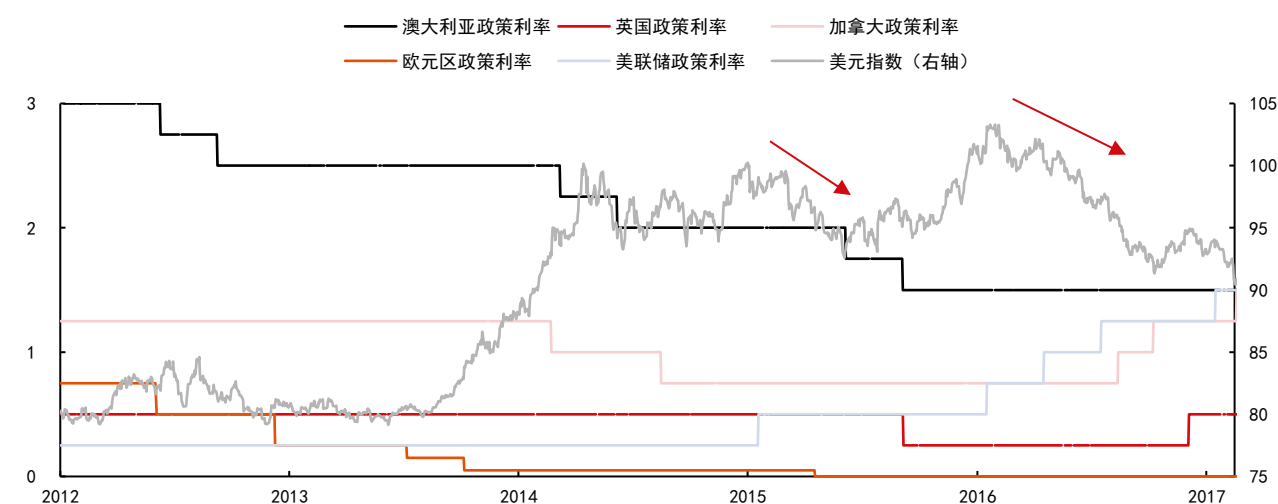
图表9：1994年，美国产出缺口依然为负



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

模板三：2015 年的加息周期。从全球主要央行的加息节奏来看，2015 年仿佛是最不适用于今年外汇市场的模板：美联储于 2014 年 10 月结束了 Taper，并于 2015 年 12 月首次加息，2016 年 12 月第二次加息，2017-2018 稳步加息 7 次。彼时，欧央行在 2014 年降息两次，宣布了为期两年的资产购买计划，在 2016 年降至负利率；日央行在 2014 年 10 月宣布扩大 QE 规模；英央行维持政策利率不变，并在 2016 年 8 月降息。货币政策的巨大差异给美元指数带来了强劲的上漲动能。我们关注这一阶段的主要原因是，即便在一个强美元的加息周期中，我们还是在 2015 年 12 月和 2016 年 12 月加息落地后，看到了美元指数的阶段性走弱。这一点似乎并不适用于目前加息落地后依然强势的美元指数。

图表10：即便在一个强美元周期中，我们还是看到了加息落地后美元的阶段性走弱

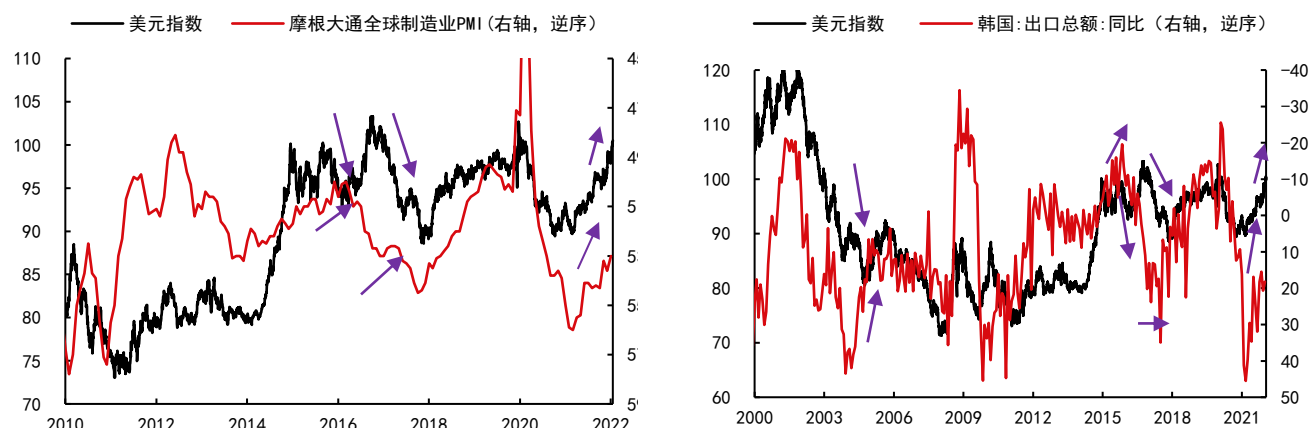


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

2. 如何理解目前强势的美元指数？

如果从总量的视角来看，似乎很难理解美元指数在 3 月加息落地后依然强势。美元作为全球的“无风险资产”之一，在趋势上和全球的经济增长呈现出典型的负相关。背后的逻辑是，全球经济向好时，风险偏好走高，更多资金流入新兴市场国家赚取收益，美元指数承压；全球经济下行时，避险情绪升温，更多资金流入美国寻找避险资产，美元指数升值。目前全球经济面临下行压力，理应对应一个走强的美元指数。但这个视角难以解决的是，为什么美元指数在加息落地后没有出现阶段性贬值？历史上来看，即便在全球经济下行周期中，美元指数也呈现出加息落地后阶段性贬值的规律。

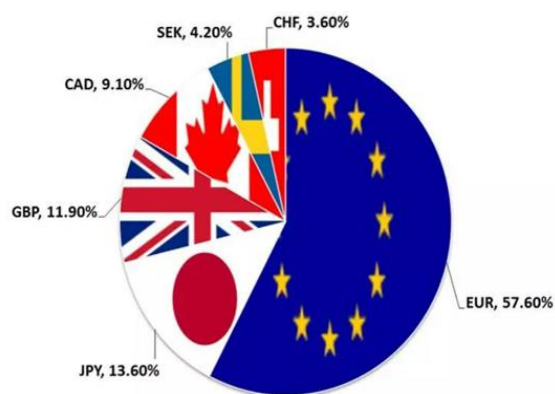
图表11：历史上，即便在全球下行周期中，美元指数也会呈现加息落地后阶段性走弱的特征



资料来源：Wind 中信期货研究所

因此，我们可能需要从一个更细致、结构性的视角来理解美元指数。美元指数本质上一篮子外币兑美元的几何加权平均值，前三大权重货币分别为欧元（权重 57.60%）、日元（权重 13.60）以及英镑（权重 9.10%）。因此，对美元指数更加细致的理解就落地到对欧元和日元的理解。

图表12：美元指数构成



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：欧元和日元可以解释美元指数的大部分波动

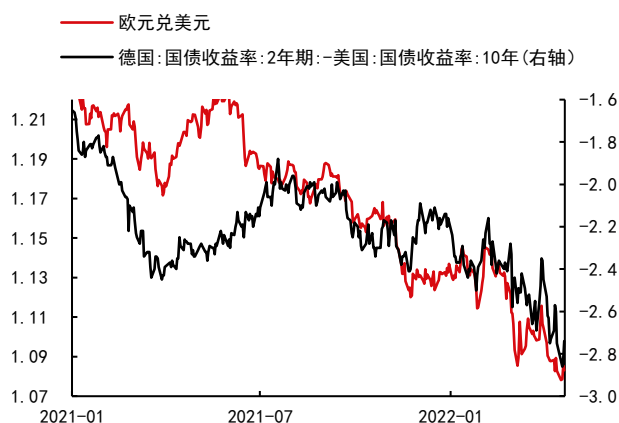


资料来源：Wind 中信期货研究所

欧元方面，欧央行虽在释放紧缩信号，但节奏基本符合市场预期，和美联储形成鲜明对比。欧央行在4月的议息会议上再次强调了今年三季度结束APP的可能性，并表示首次加息最早可能发生于APP在三季度结束后，这暗示加息最早会在9月落地。在此之前，市场曾预期欧央行最早会在今年7月落地。所以在发布会后，德债收益率下行，德美利差收窄，欧元一度下破1.08关键点位。此外，欧央行行长拉加德强调欧洲面临“更广泛的通胀压力”和“更大的经济下行风险”，所以认为欧央行的货币政策将会保持“渐进和灵活”。这样温和的措辞和美联储形成了鲜明的对比。在3月美国的CPI数据发布后，由于CPI环比符合预期、核

心 CPI 环比不及预期，市场开始交易通胀见顶，美债收益率开始走弱，但美联储官员及时发声，强调在年内将政策利率提升至中性利率以上的必要性，美债收益率再次上行，美元走高。

图表14：德美利差收窄带动欧元走弱



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：欧央行基本不会在 7 月加息，欧元短线下挫 1.08



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：面对美联储官员的鹰派发声，美元和美债均回吐了通胀数据发布后的跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

日元方面，日央行“鸽声依旧”，收益率曲线控制操作下，USD/JPY 已经十分接近“汇率干预”水平。目前为止，日央行和欧美央行对货币政策态度的分歧不断扩大：其一，日本仍在实施 YCC，以避免 10Y 收益率超过 0.25% 的水平。一旦超过，日央行或将被被动地实施“固定利率无限量购债操作”来压低收益率；其二，日本通胀也并不能促使日央行收紧。面对不断走高的能源价格，日本通胀也出现了加速上行的苗头，但日央行对此表示：持续实现物价上涨 2% 的目标，需要一个工资正增长和物价上涨的良性循环，成本推动型通胀压力只产生暂时性的影响；其三，日本作为大宗商品进口国，不断上涨的能源价格恶化了其国际收支，也会给日元带来较大的贬值压力。因此，我们看到 USD/JPY 的强势上涨，已经十分接近

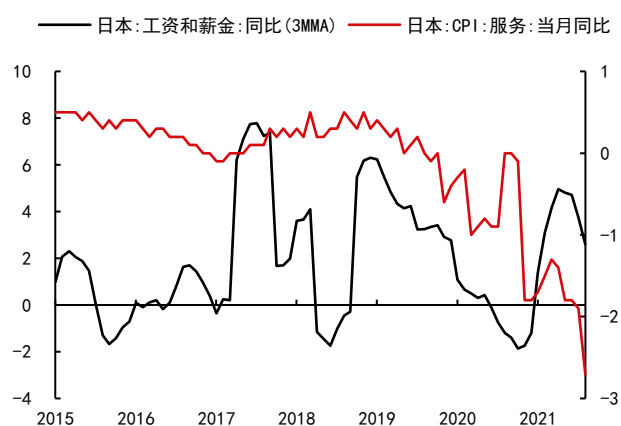
130 的“汇率干预”水平线。

图表17：收益率曲线操作下，美日利差扩大带动日元贬值



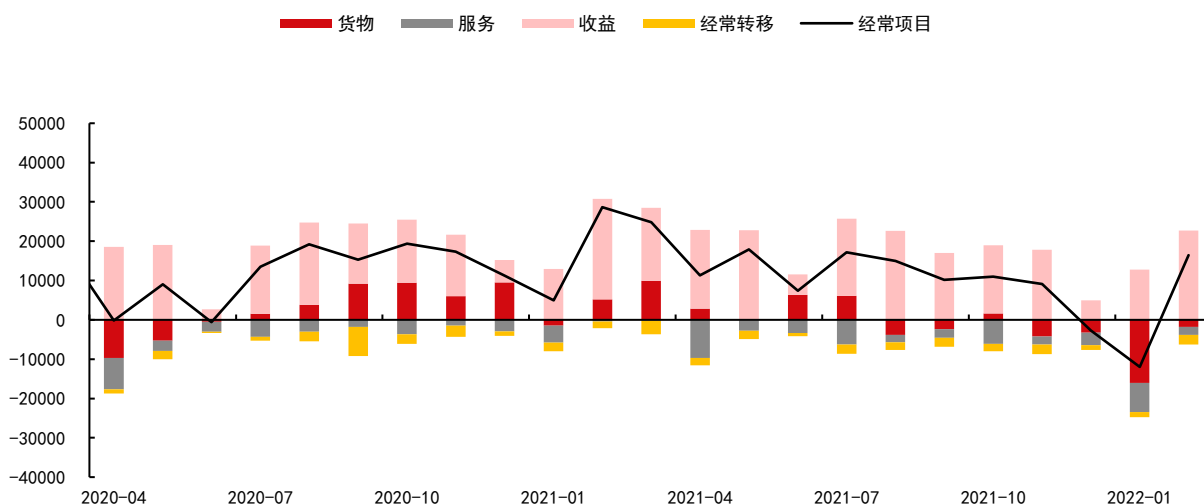
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：日央行的收紧前提是一个工资-通胀的良性循环



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：能源价格上涨通过货物贸易项恶化日本经常项目收支



资料来源：Wind 中信期货研究所

总的来说，美元指数在3月加息落地后表现依旧强势的原因有二：一是市场注意力持续被美联储吸引，二是日元避险属性的缺位。从第一点来看，由于欧央行货币政策基本符合市场预期，日央行仍在维持宽松，但美联储持续释放超预期的信号，市场注意力主要集中在美元方面，给美元指数较强的支撑；从第二点来看，历史上发生地缘政治冲突时，日元作为避险货币会表现出一定的上涨动能，进而给美元指数带来一定贬值压力，但这一点在目前表现并不明显。背后的因素可能包括一来是日本央行过于鸽派的立场；二来是疫情后全球政策利率同步下行，海外的高收益吸引力不再，日本对外资金流出减少，日元作为低息货币的融资属性也被削弱，造成对日元的融入减少；三是正如我们前文所述，地缘政治恶化

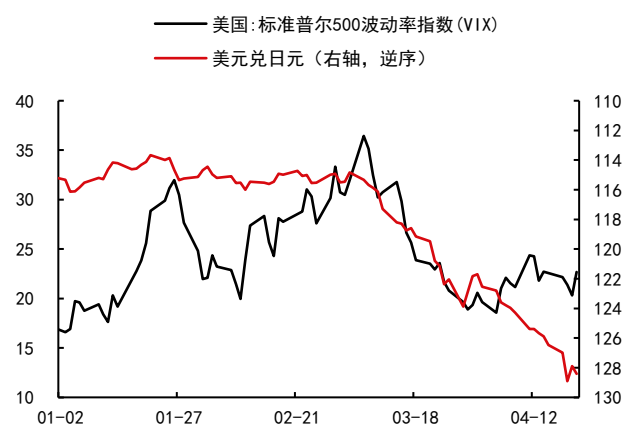
了日本的国际收支，造成其外储流失。

图表20：历史上发生地缘政治冲突时，日元作为避险货币会显示出一定的上涨动能



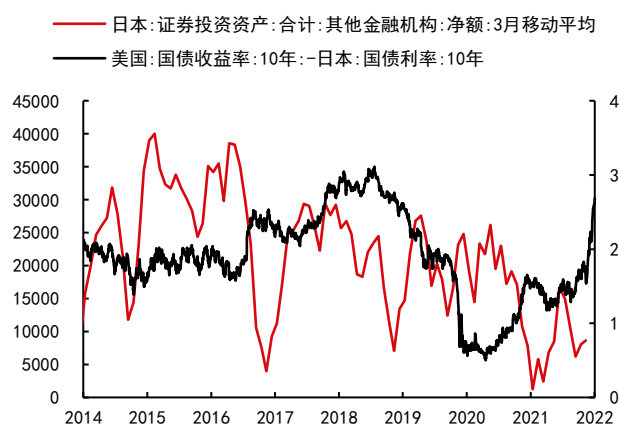
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表21：但面对本次的地缘事件，日元没有录得涨幅



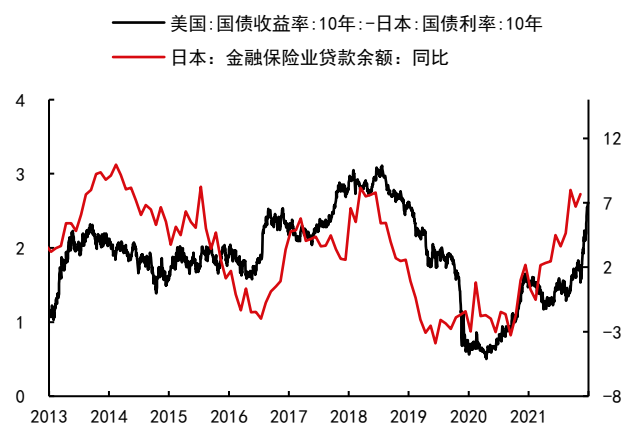
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：背后的原因可能包括 2020 年后日本资金流出减少



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：海外利率下降，日元作为融资货币的属性减弱



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：以及日本外储流失的压力



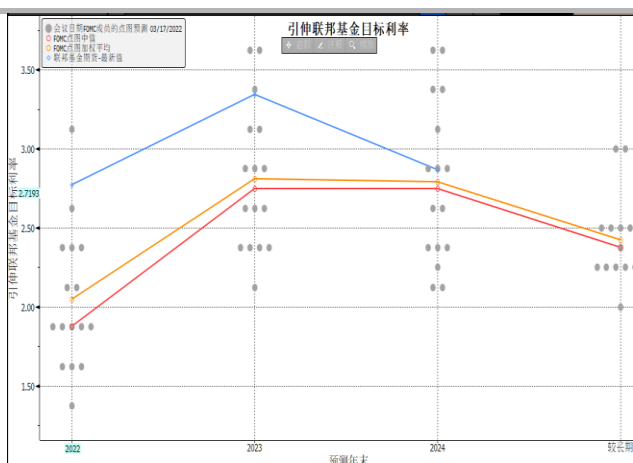
资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 美元指数的上限在哪？兼论近期人民币走势

在明确美元指数的上限之前，我们需要明确的是今年影响美元指数的三个核心变量：变量一，美联储超预期鹰派的空间；变量二，全球经济的走势；变量三，欧央行货币政策正常化的进程。具体来看，对于变量一，美联储超预期鹰派的空间越大，美元指数的上行动力越大；对于变量二，在一个全球经济下行周期中，美元指数将易涨难跌；对于变量三，欧央行货币政策正常化进程越顺利，美元指数下行压力越大。而落实到美元指数的上限，由于变量二的确性更高，变量一和变量三将起到决定性作用。

目前看来，市场对于变量一的博弈还未进入尾声。从利率期货定价看，市场对 FOMC 的点阵预测已经充分定价，甚至有些超调：联邦基金利率期货定价 2022 年底和 2023 年底的政策利率分别为 2.63% 和 3.21%，FOMC 点阵预测中值分别为 1.875% 和 2.75%。但目前，点阵预测的指引较弱，市场可能更为关注美联储官员的讲话。从仓位看，美元指数的持仓还不足以引发美元指数下行。历史上，美元指数进入下行通道往往需要其净持仓出现较为流畅的减仓，目前美元指数净持仓虽在下行，但较为纠结，还难以支撑美元指数进入下行通道。因此，市场对美联储加息路径的博弈还暂未进入尾声。此外，我们认为值得提示的是，在全球摆脱低通胀环境的背景下，美联储是否会有上调长期中性利率的可能（目前为 2.4%）。一旦上调，或为美债和美元指数都打开更大的空间。

图表25：目前市场对于 FOMC 利率指引的计价较为充分



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表26：仓位上看，市场对美元的减仓较为纠结

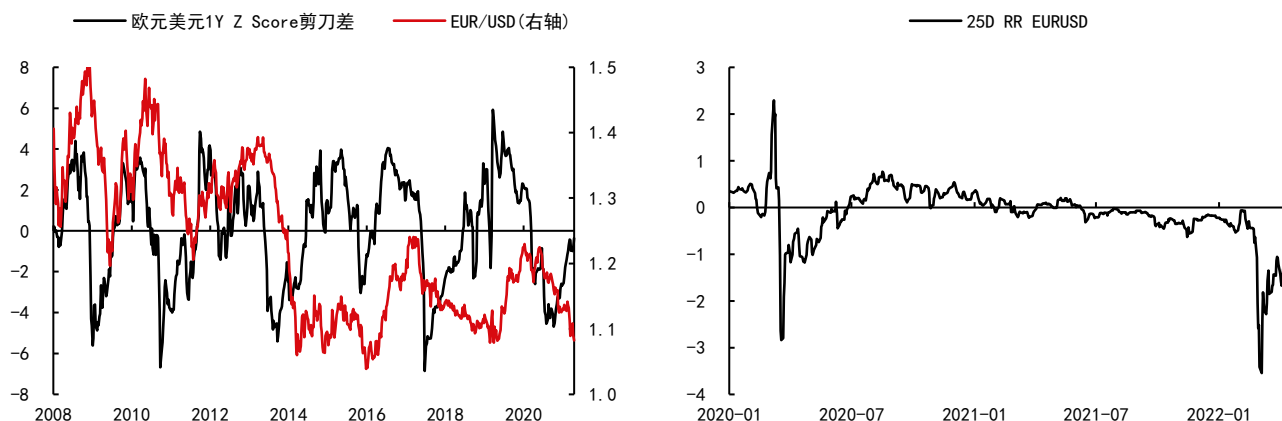


资料来源：Wind 中信期货研究所

变量三能够发力将取决于能源价格究竟会给欧元区经济带来多少负面影响。从欧央行的动作看，虽然欧央行在三季度结束购债的确定性较高，但将有关结束购债的具体决议推迟到 6 月的会议上，主要原因可能是需要届时更多的经济数据和预测作为指引。如果 4 月的经济数据显示能源价格没有给欧元区经济带来难以承受的负面冲击，那么预计欧央行将在 6 月公布三季度结束购债的具体决议，并于今年加息两次。在此情形下，叠加美联储的加息路径、地缘冲突和法国大选

等事件的进一步明朗，我们或许可以看到欧元在二季度完成触底反弹。从仓位看，历史上当欧元和美元的净持仓 1Y Z score 剪刀差处于正值时欧元上涨的确定性才较高，目前市场对于欧元多头的押注仍在缓慢爬升中，距离迎来欧元的触底反弹仍需时间。因此，变量三能否发力需观察后续欧元区的经济表现。

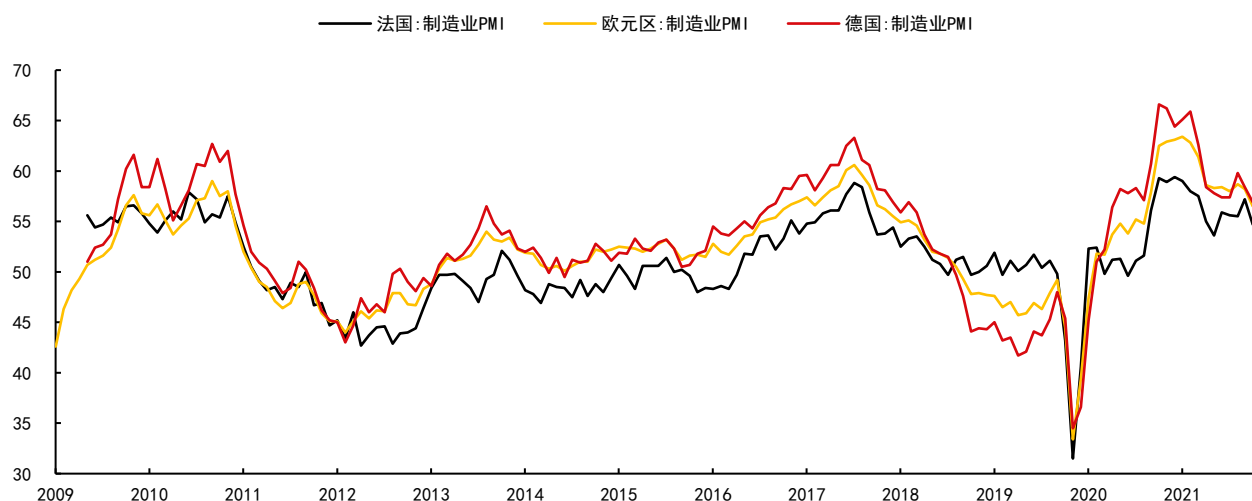
图表27：从仓位和市场情绪上看，欧元还难言反转



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：从4月Markit PMI初值看，欧元区经济仍处于景气区间，但德国环比下滑，法国环比上行



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

根据我们对变量一和变量三的分析，我们设定了三种情形下美元指数的上限供投资者参考。情形一（基准情形）：美联储分别在5、6月各加息50bp，6月开启缩表；欧央行在6月明确缩减购债的具体决议，欧元区经济没有陷入衰退，那么以2016-2017作为一个坐标，我们认为美元指数最高冲高至103-105，回落的拐点可能在6月中旬；情形二：在美联储比基准情形更加鹰派，欧元区经济陷入衰退的情形下，美元指数或将突破105；情形三：在美联储实际路径不及基准情形鹰派，欧元区经济没有陷入衰退的情形下，美元指数将难以触及103。

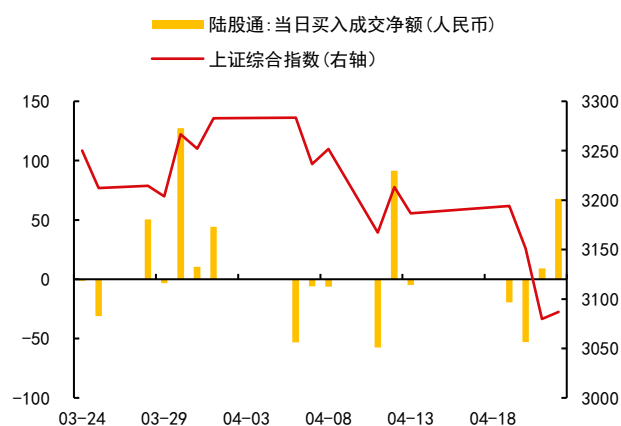
映射到人民币上，我们近期已经观察到人民币汇率承担了较大的贬值压力。本周，人民币汇率录得较大贬值，从 6.36 的波动中枢贬至 6.5 以上。从驱动因素看，可能因为近期市场对中国的经济状况和政策应对较为悲观，股债资金出现了大幅流出，这一点也可以从离岸人民币贬值压力大于在岸人民币得到印证。从 3 月的银行代客收支和结售汇数据看，货物贸易项的收入和结汇力量仍强，证券投资项的流出是主要拖累，或暗示一旦货物贸易的创汇能力走弱，人民币将面临更大的贬值压力。从出口的同步指标来看，4 月韩国前 20 日出口增速录得 16.95%，3 月前 20 日出口增速为 10.03%，3 月全月出口增速为 18.24%，暗示外需仍较稳定。但截至 4 月 22 日，SCFI 运价指数均值同环比均较前值出现了显著下滑。此外，根据中港协数据：4 月中旬，我会监测沿海主要枢纽港口货物吞吐量同比减少 5.2%，其中外贸货物吞吐量同比减少 4.9%，内贸同比增加 5.4%；沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比减少 5.7%。其中，外贸同比减少 4.1%，内贸减少 9.9%；长江枢纽港口吞吐量同比减少 10.2%，集装箱同比减少 9.9%。结合我们在周报《出口价格对汇率的支撑还能持续多久？》中对价格因素影响出口增速的测算，目前看来对出口的不利因素进一步增加。一旦出口失速，人民币将失去最后的支撑。结合我们在季度报告《分歧仍在，静待回归》和周报《出口价格对汇率的支撑还能持续多久？》中的分析，在上述美元指数的情形一和情形二下，中美汇率大概率会沿着人民币兑美元双边汇率贬值的路径完成收敛；在情形三下，如果中国出口仍能维持韧性，中美汇率可能会沿着 CFETS 人民币汇率指数贬值的路径完成收敛，否则，也将通过人民币兑美元双边汇率贬值的路径完成收敛。

图表29：本周，人民币录得较大贬值



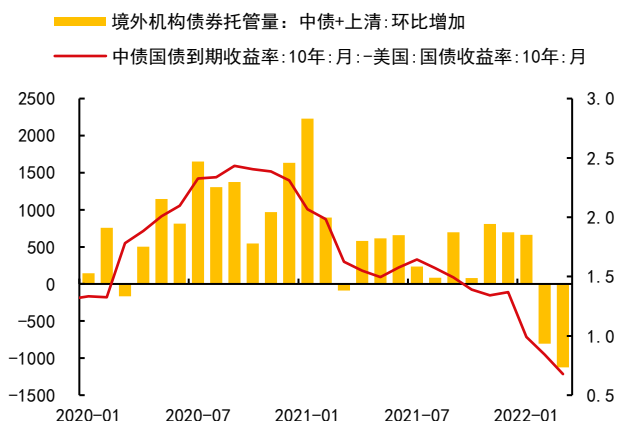
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表30：驱动因素可能是近期资金流出股票市场的压力较大



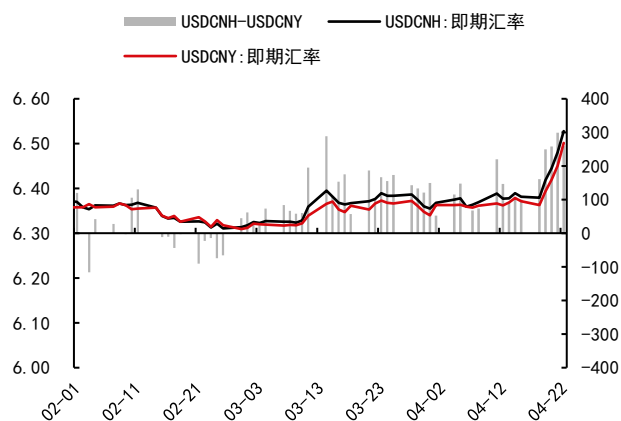
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31：同时，境外机构减仓中国债券力度较大



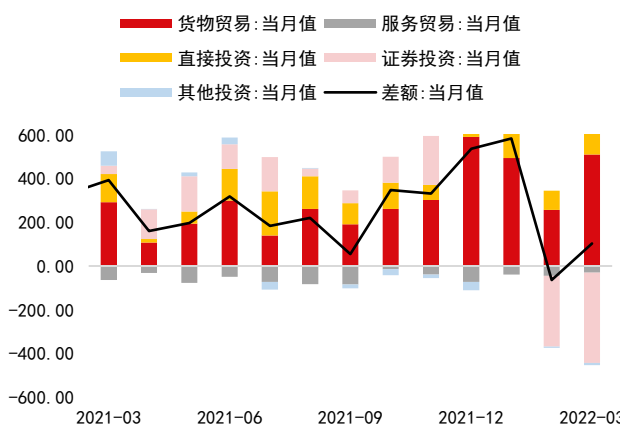
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表32：这一点可以从离岸带动在岸人民币贬值得到印证

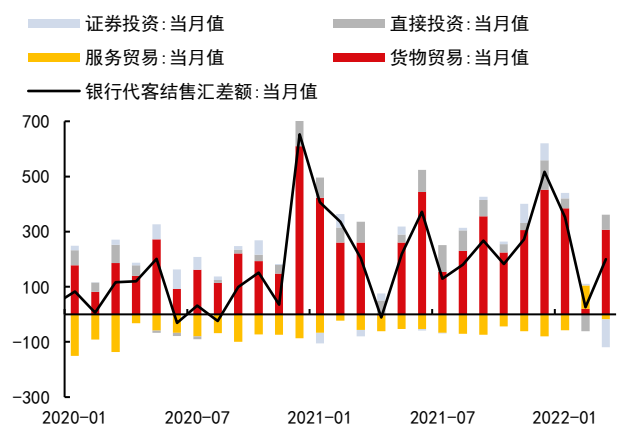


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：从银行代客收支和结售汇数据看，货物贸易仍有支撑，证券投资项是主要拖累

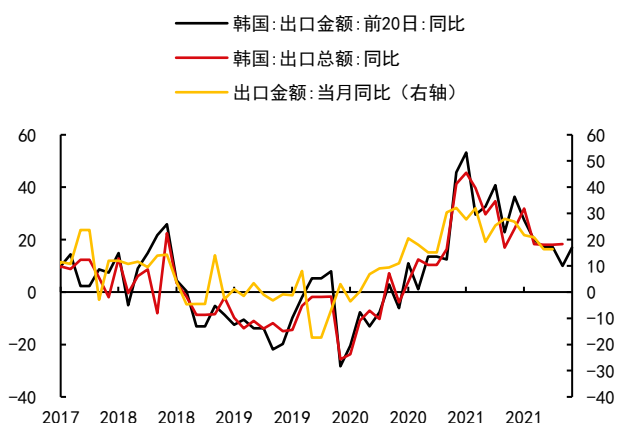


资料来源：Wind 中信期货研究所

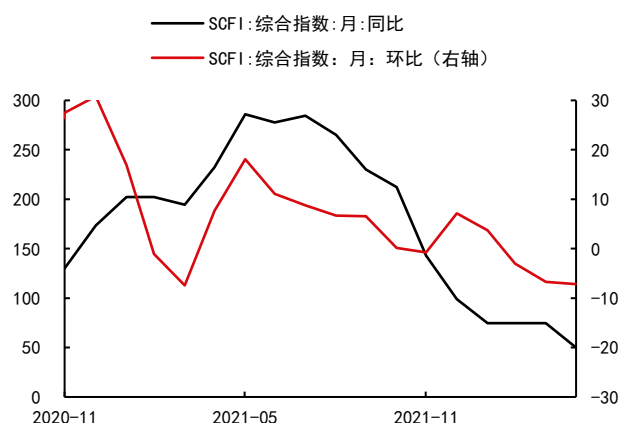


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表34：从出口同步指标看，外需仍然稳定

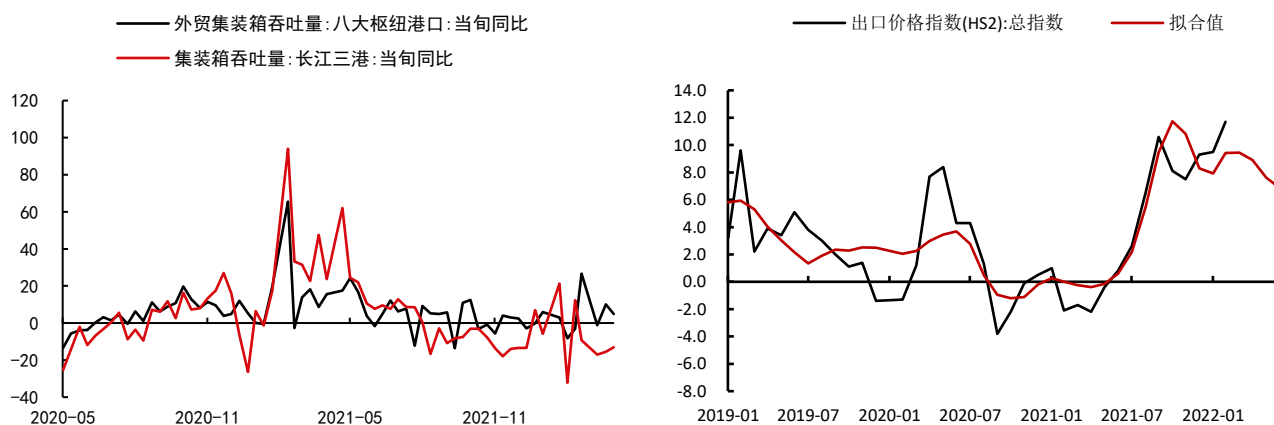


资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表35： 但结合我们对价格影响出口增速的测算，不利于我国出口的信号进一步增加

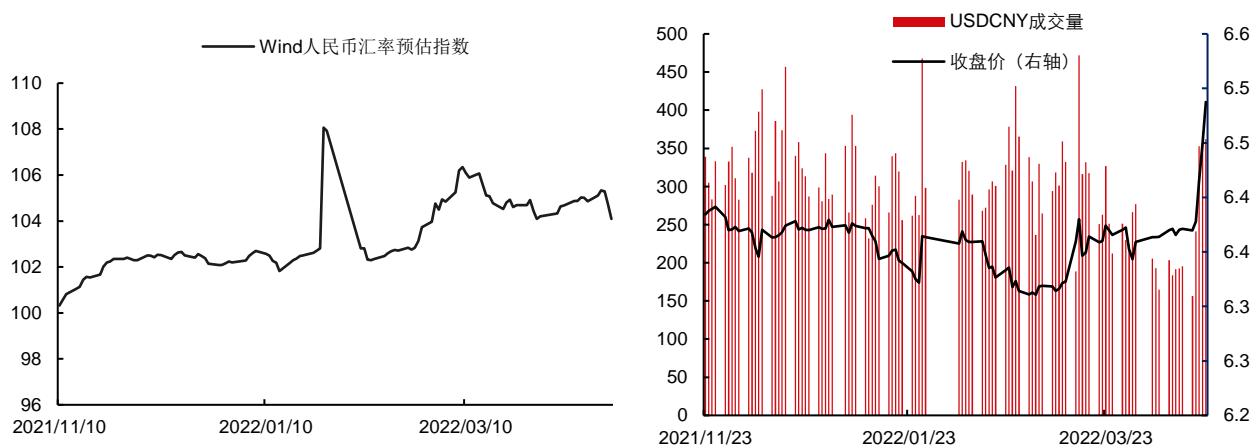


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

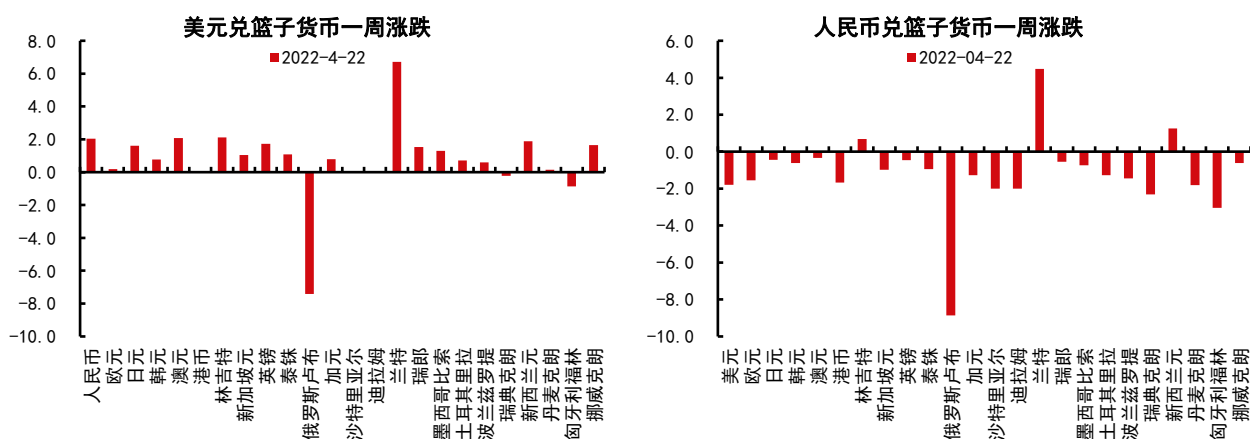
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量

图表36：人民币汇率走势及成交量



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

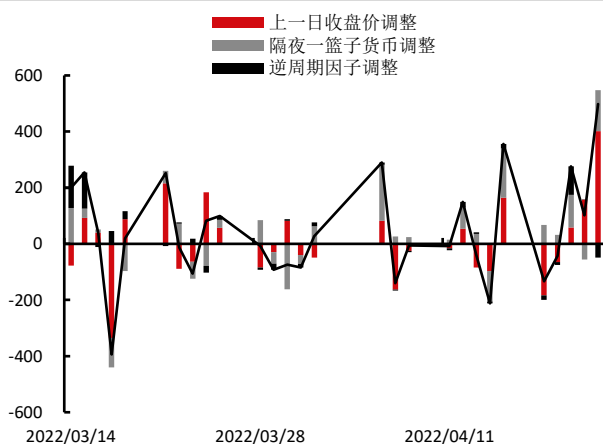
图表37：美元及人民币兑一篮子货币表现



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解

图表38：USDCNY 中间价定价分解

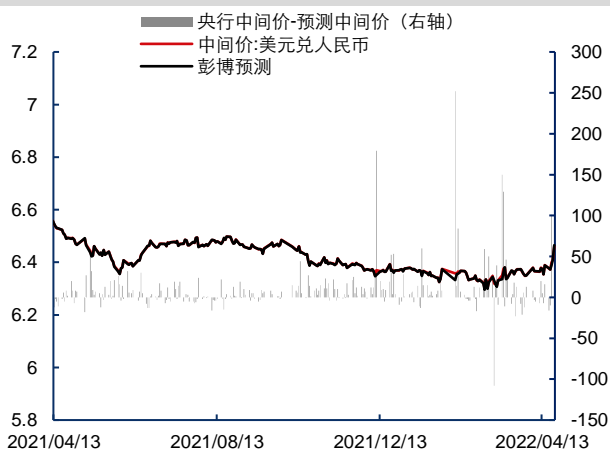


USDCNY 4 月 22 日中间价报 6.4596, 较 4 月 15 日下调 700 点。跟踪期内, 各因素对中间价报价的贡献为: 收盘价调整贡献贬值 368 点, 隔夜一篮子货币调整贡献贬值 305 点, 逆周期因子贡献贬值 27 点。

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 中信期货研究所

图表39：USDCNY 中间价与市场预期差异

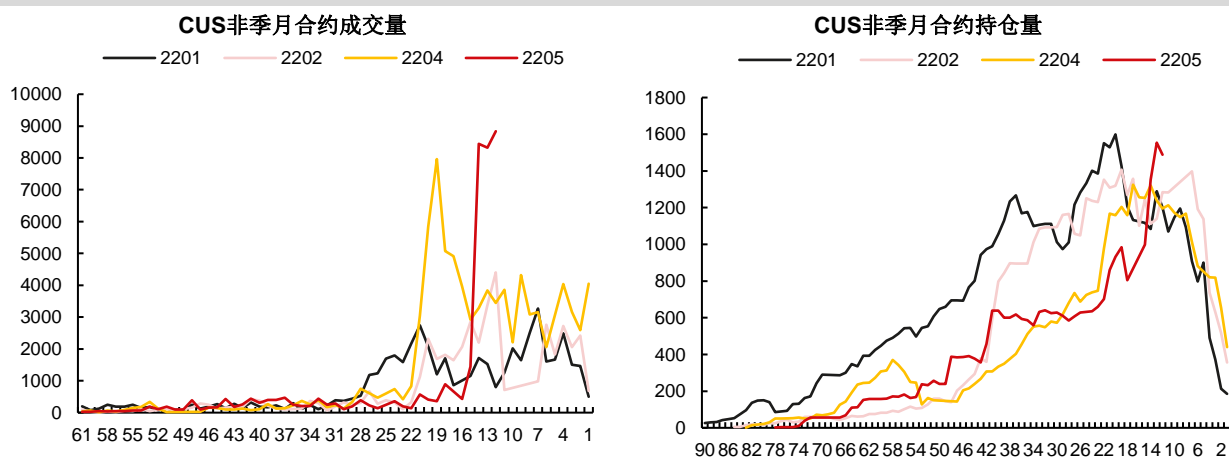


4 月 18 日至 4 月 22 日, 真实的中间价与彭博预期差异 (中间价-预测) 分别是: -16 点、-10 点、101 点、1 点、-49 点。

数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

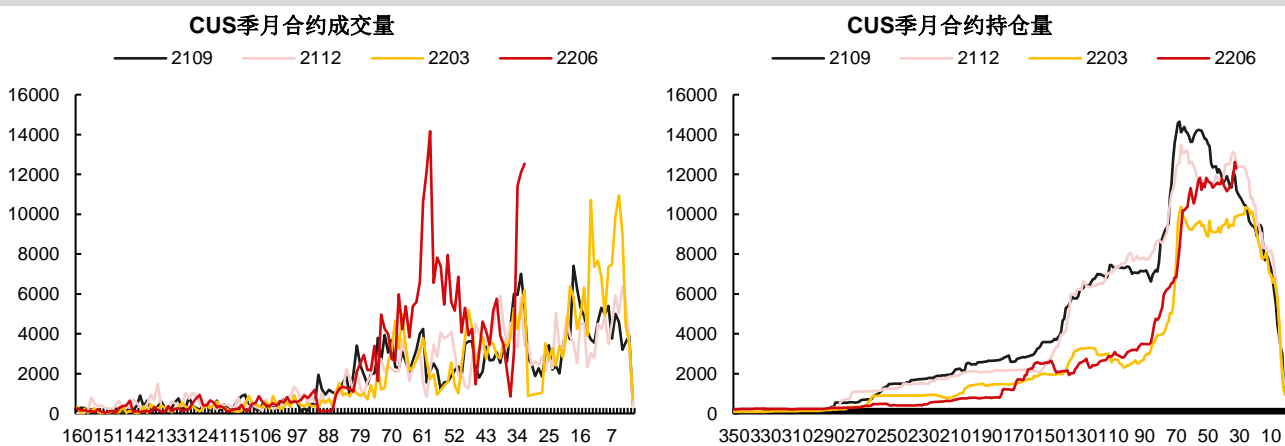
三、外汇期货：成交持仓情况

图表40：CUS 非季月合约成交、持仓量¹



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

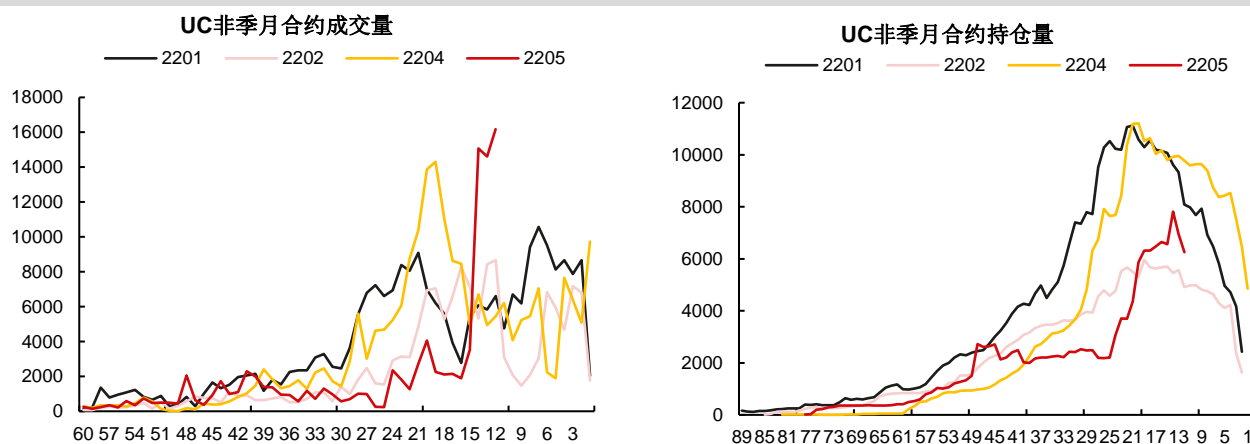
图表41：CUS 季月合约成交、持仓量



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

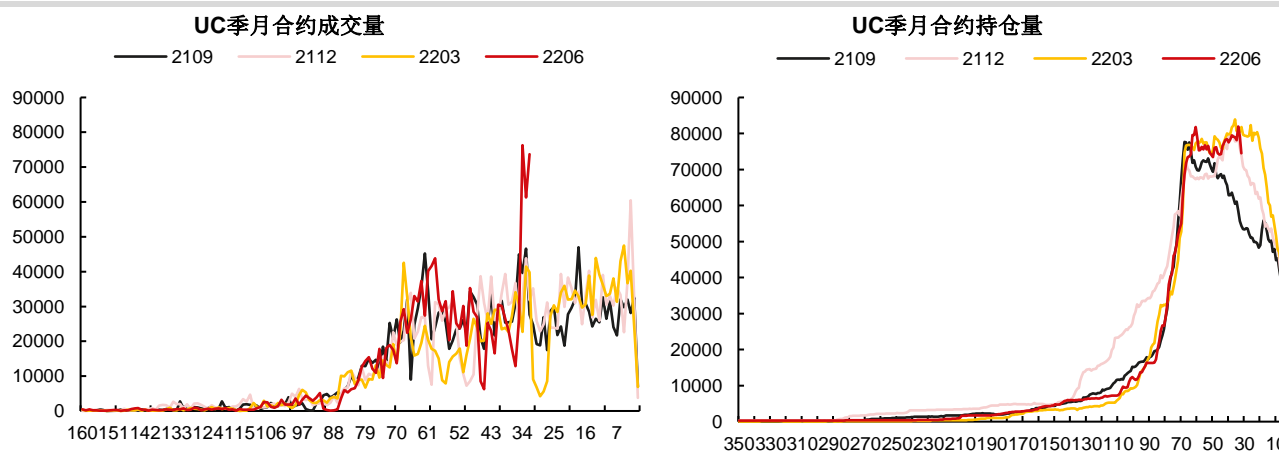
¹ 注：横坐标表示合约倒数第 N 个工作日，下同。

图表42：UC 非季月合约成交、持仓量



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

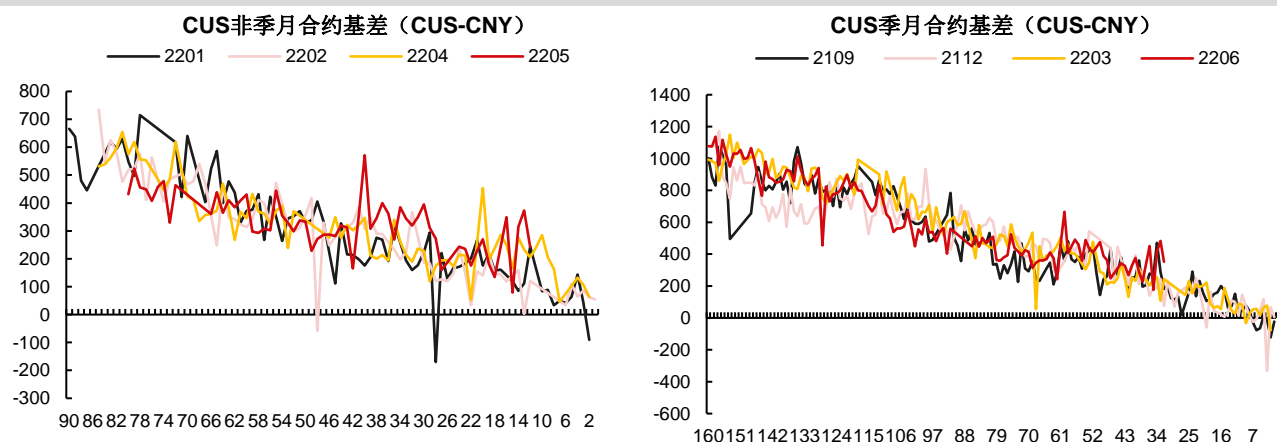
图表43：UC 季月合约成交、持仓量



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

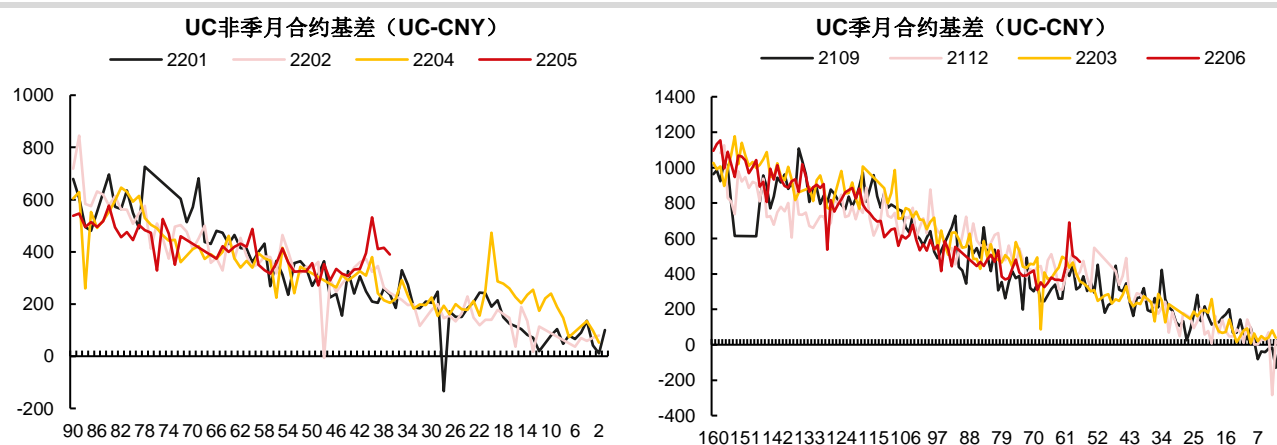
四、外汇期货：基差情况

图表44：CUS 合约基差



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

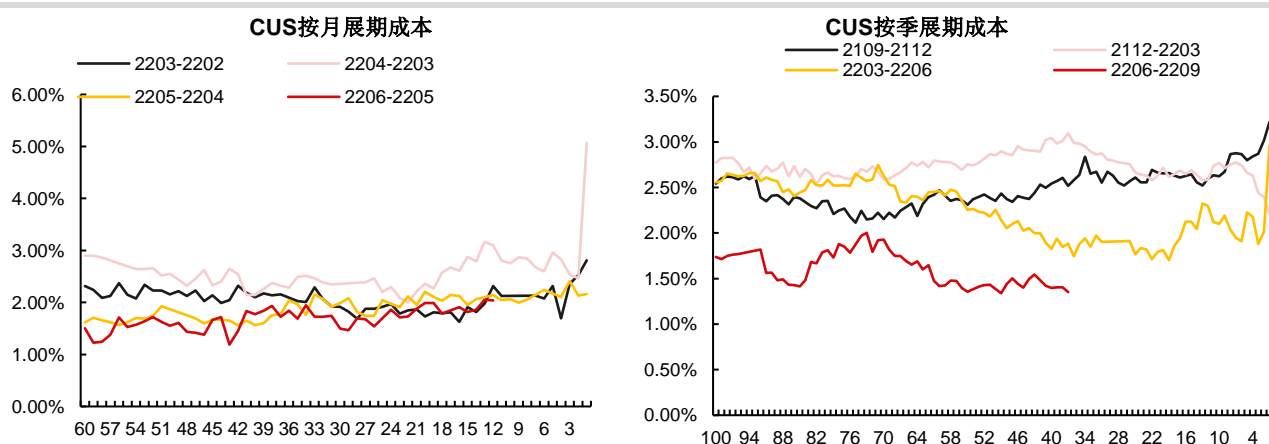
图表45：UC 合约基差



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

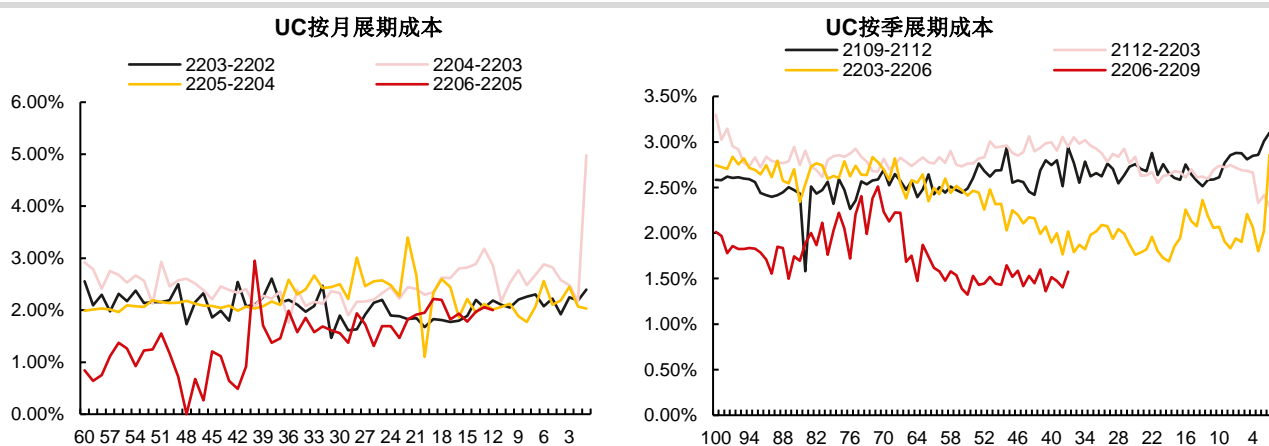
五、外汇期货：展期情况

图表46：CUS 合约展期（正数表示空头展期有收益）



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

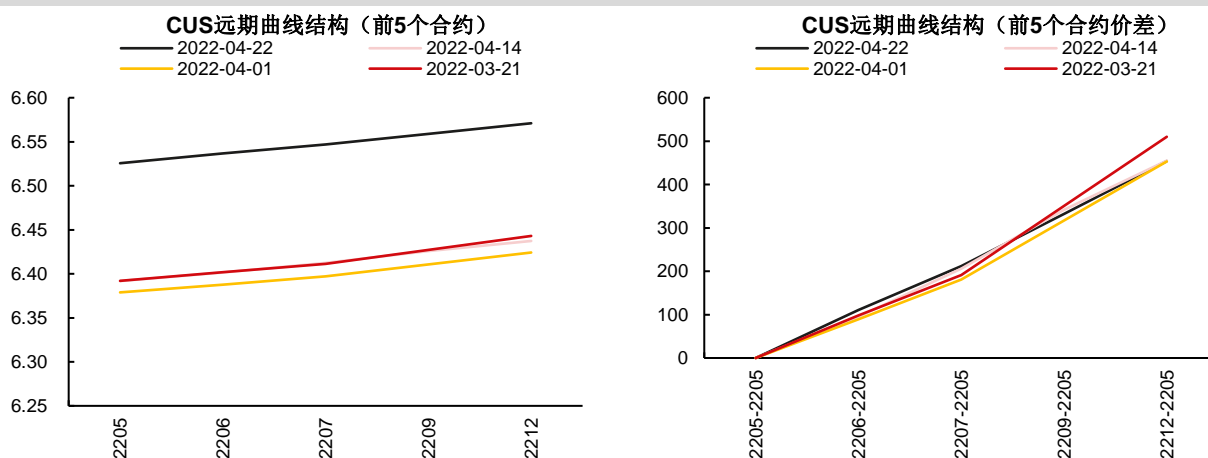
图表47：UC 合约展期（正数表示空头展期有收益）



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

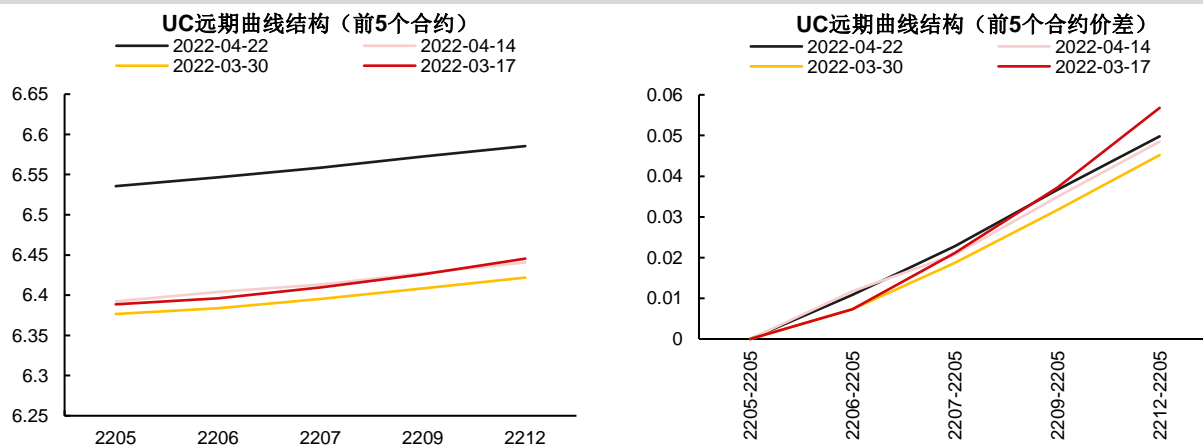
六、外汇期货：远期曲线结构

图表48：CUS 合约远期曲线结构



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

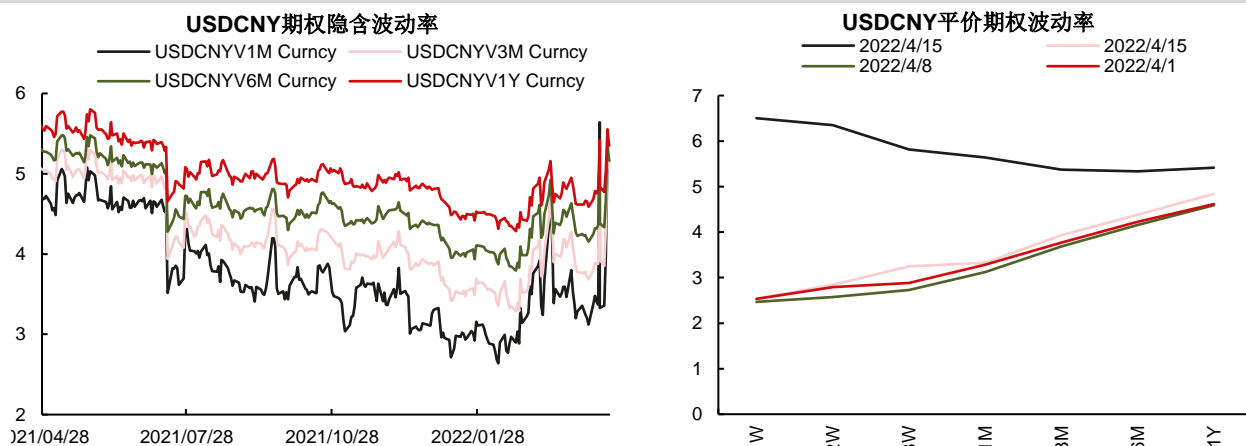
图表49：UC 合约远期曲线结构



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

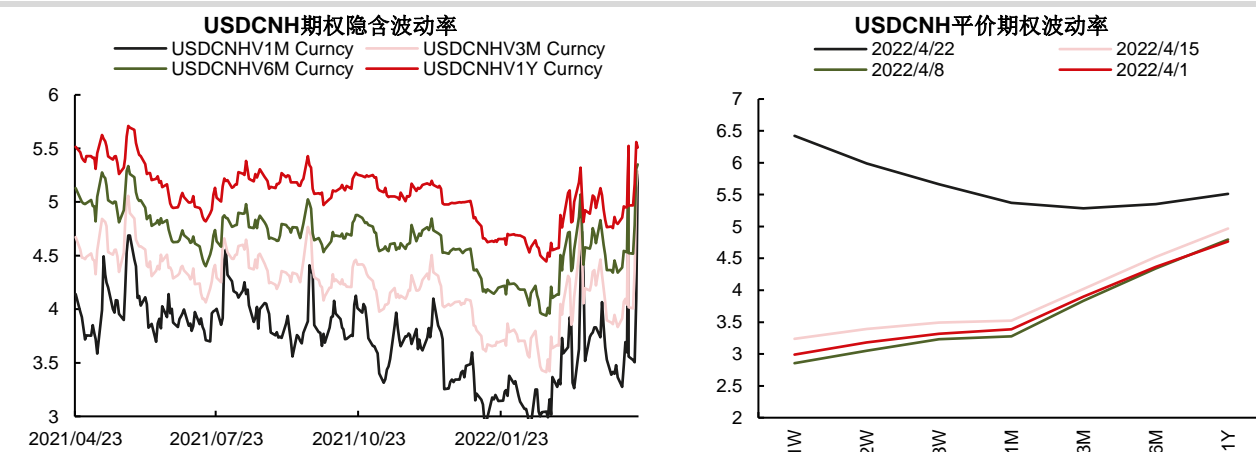
七、外汇期权：隐含波动率与期权曲线

图表50：USDCNY 期权隐含波动率与期权曲线



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表51：USDCNH 期权隐含波动率与期权曲线



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826