

美停摆扰动有限，人 民币政策托底有力

华泰期货研究院 2025年10月23日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856



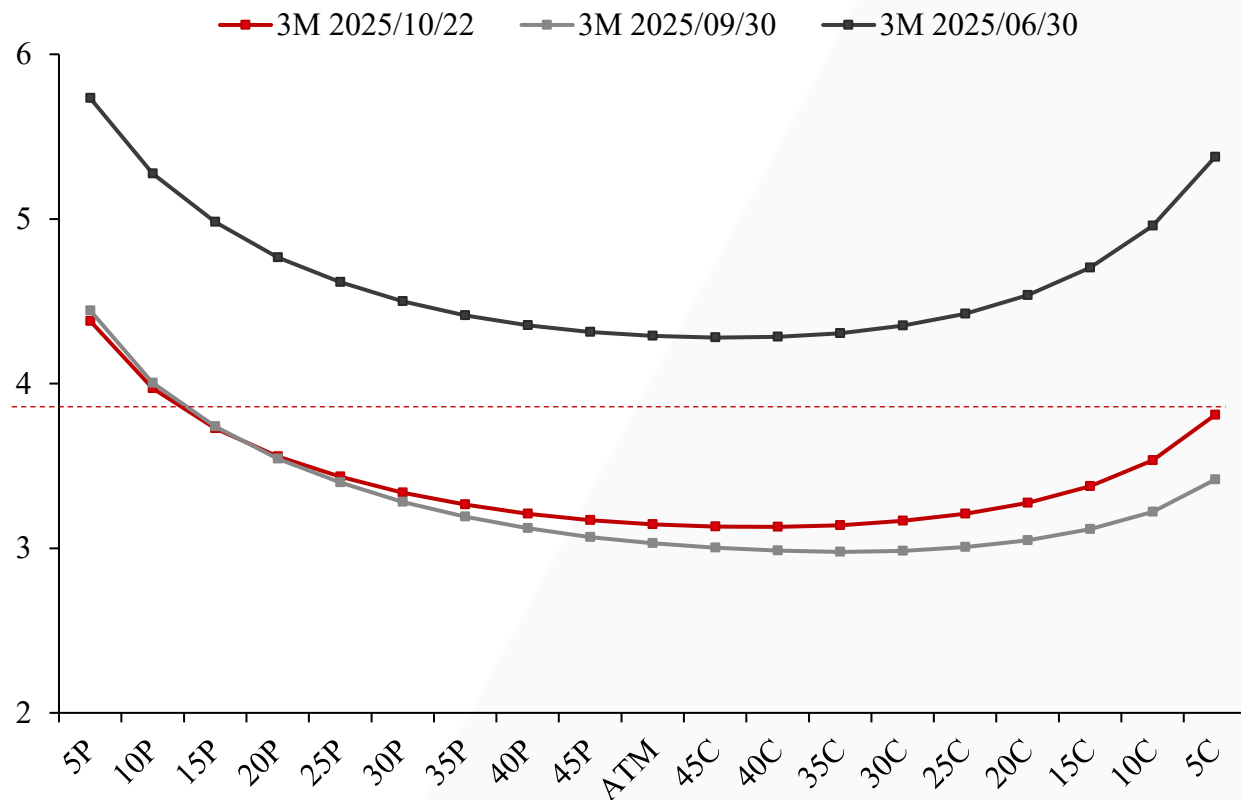
— 量价和政策信号 —



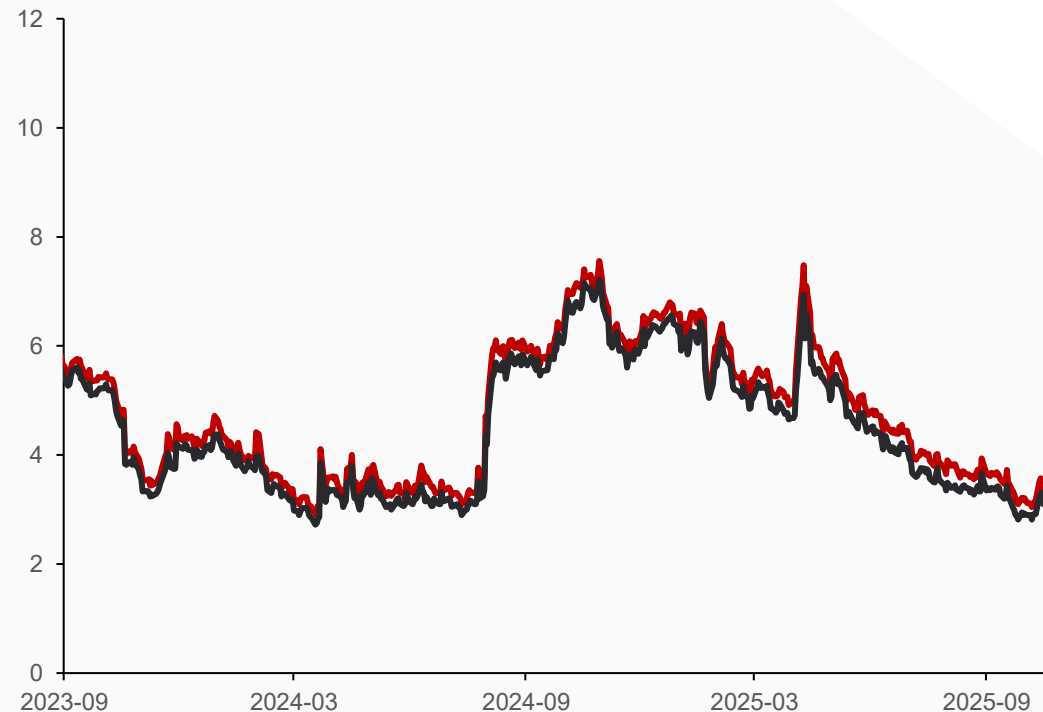
◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出人民币的升值趋势，Put端波动率高于Call端

◆ 3个月期权隐含波动率近期温和下行

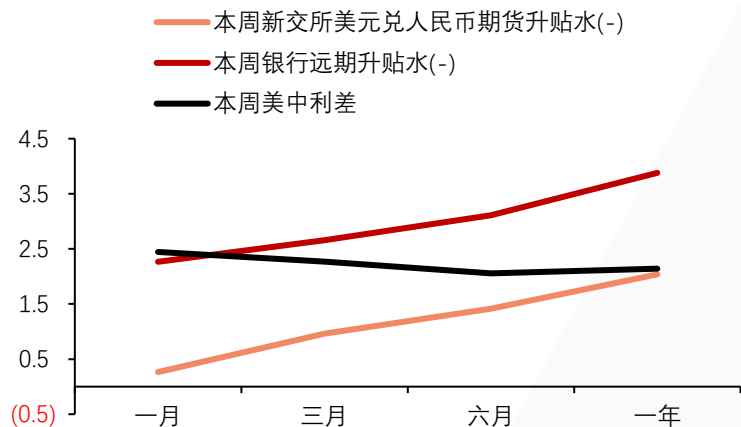
美元兑人民币期权隐含波动率



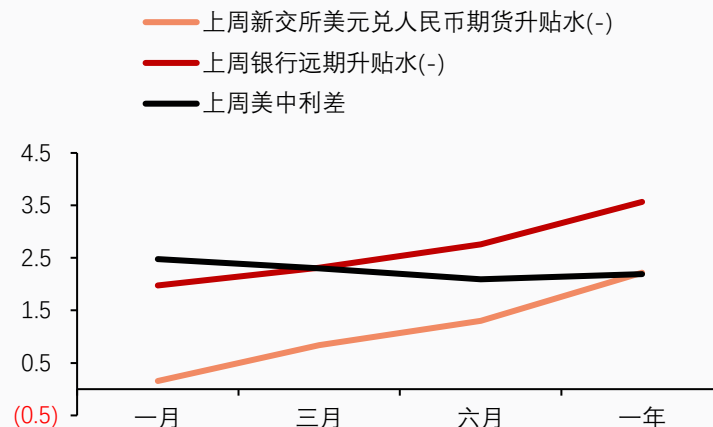
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



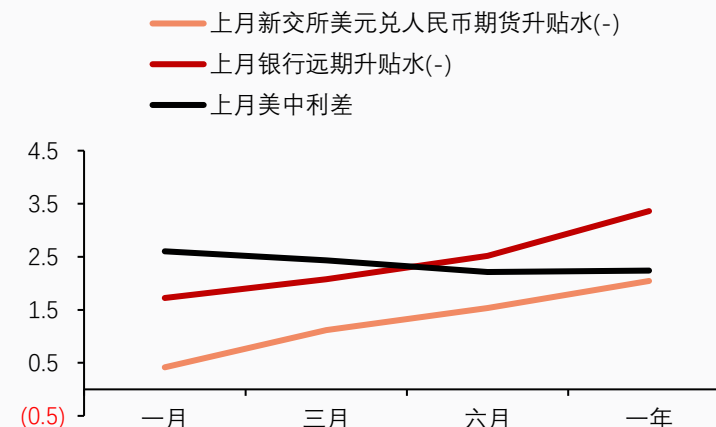
20251021 (%)



20251014 (%)

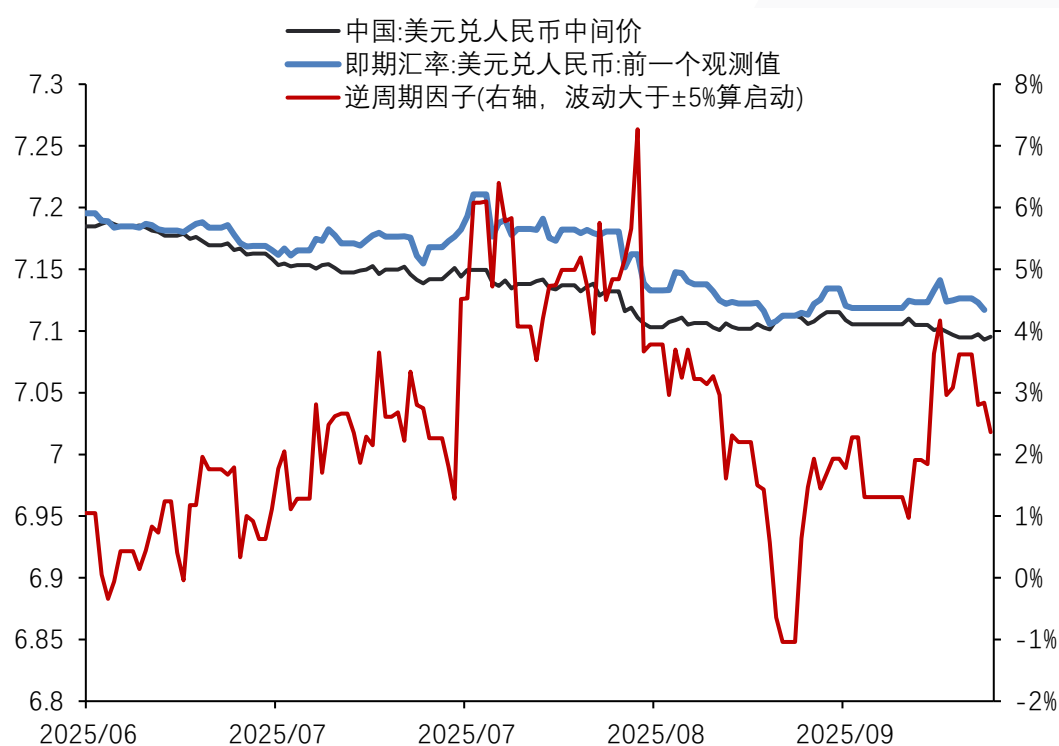


20250923 (%)

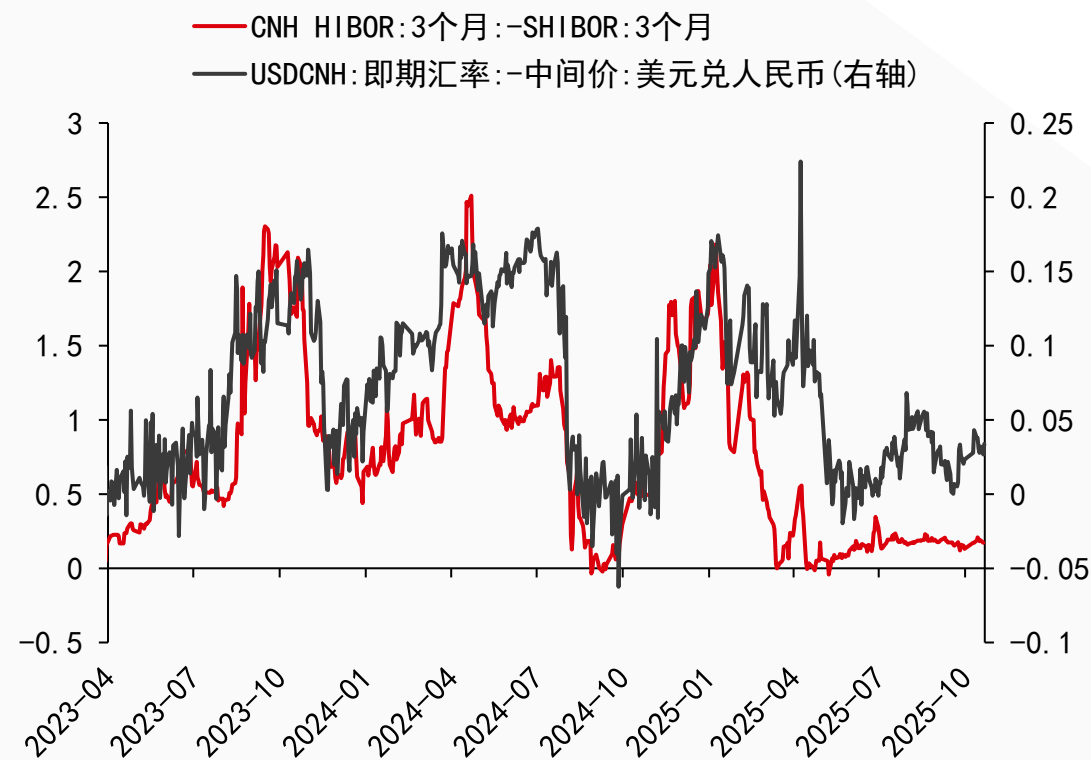


- ◆ 政策逆周期因子维持在5%以下
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差波动

人民币汇率中间价逆周期因子



离岸在岸人民币利差



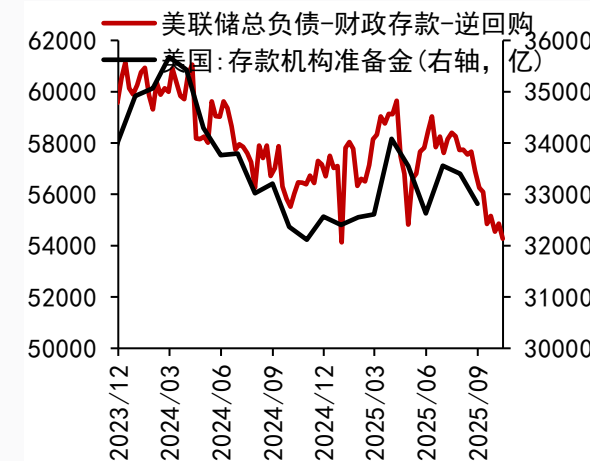


— 基本面及观点 —

【宏观】降息和流动性

- ◆ 美国、欧洲降息计价分化；TGA账户10月8日7940亿；美联储逆回购余额52亿美元；存款机构准备金余额3.28万亿（-566亿）。
- ◆ 10月14美联储主席鲍威尔暗示，官员们可能在未来几个月停止收缩资产负债表。银行储备仍然“充足”，但美联储正在密切关注各项指标，以判断何时停止缩表。鲍威尔表示，自9月FOMC货币政策会议以来，通胀和就业前景似乎变化不大，不过他强调，劳动力市场出现越来越多的疲软迹象。就业的下行风险似乎已经上升”。

	2025年											2024年											2023年				
	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	最新值	12M变化	衍生品25年12月变动计价	衍生品26年6月变动计价
美国		-0.25									-0.25	-0.25		-0.50										4.25	-0.75	-50bp	-116bp
欧元区					-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25	-0.25	-0.25	-0.60			-0.25							2.15	-1.25	-4.1bp	-18.5bp
日本										0.25					0.15					0.20				0.5	0.25	+8.6bp	+45.8bp
英国			-0.25			-0.25			-0.25			-0.25		-0.25										4	-1		
加拿大		-0.25						-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25							2.75	-1.25	-25.2bp	-35.8bp
澳大利亚			-0.25			-0.25			-0.25															3.6	-0.75		
新西兰	-0.50		-0.25			-0.25	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50	-0.25										2.5	-2.25		
瑞典	-0.25				-0.25				-0.25	-0.25		-0.50	-0.25	-0.25				-0.25						1.75	-1.5		
瑞士					-0.25			-0.25			-0.50		-0.25				-0.25							0	-1		
挪威		-0.25			-0.25																		0.25	4	-0.5		
中国						-0.10							-0.25			-0.10								3	-0.1		
中国香港											-0.25	-0.25		-0.50										4.75	-0.5		
韩国						-0.25			-0.25			-0.25	-0.25											2.5	-0.75		
印度					-0.50		-0.25		-0.25															5.5	-1		
印尼		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25			-0.25					-0.25					0.25					4.75	-1.25		
泰国			-0.25			-0.25		-0.25					-0.25											1.5	-0.75		
马来西亚				-0.25																				2.75	-0.25		
菲律宾	-0.25		-0.25		-0.25		-0.25				-0.25						-0.50							5.25	-1.25		
巴西					0.25	0.50		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		-0.50	-0.50				15	4.25		
俄罗斯		-1.00		-2.00	-1.00								2.00	1.00		2.00								17	-4		
墨西哥		-0.25	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25				-0.25					7.5	-3		
土耳其		-2.50		-3.00			3.50	-2.50		-2.50	-2.50					5.00				2.50	2.50			40.5	-9.5		
南非			-0.25			-0.25				-0.25		-0.25		-0.25										7	-1		
智利				-0.25							-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	-0.50	-0.75		-1.00			4.75	-0.5		
阿根廷										-3	-3	-5						20	20	-20				-33	29	-11	



【核心图表】美国经济：政府停摆影响经济数据发布

◆ 就业：权威下降。CPI推迟到10月24日发布，但数据质量恐受影响；通胀：？；

◆ 经济：预期上修。PMI有所回落，就业市场风险上升；

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10
		GDP:不变价:同比	%					1.99		1.99			2.53		
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			1.64	5.59	9.70	0.71	4.92	2.97	3.28	-0.87	-2.34	2.06
		成屋+新建住房销售	万套		480	467.4	458.6	466.3	470.5	469	494.4	474.4	500.3	482.4	458.7
就业		新增非农就业人数	万人		2.20	7.30	14.70	13.90	17.70	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20
		失业率（色阶相反）	%		4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10
		非农职位空缺数	万人		722.7	720.8	735.7	771.2	739.5	720	748	776.2	750.8	815.6	783.9
通胀		CPI:当月同比	%		2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60
		核心CPI:当月同比	%		3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		3.50	4.43	4.12	3.16	5.19	4.76	-0.14	4.42	4.63	3.99	4.72
		Markit服务业PMI	%	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00
		个人可支配收入:同比	%		4.73	4.53	4.30	4.17	4.92	4.41	4.19	3.78	4.61	5.06	5.32
		个人消费支出:同比	%		5.55	5.18	4.79	4.66	5.20	5.47	5.70	5.69	5.80	5.76	5.48
财政	20.3%	财政收入:同比	%		12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80	-19.00
		财政支出:同比	%		0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53	24.30
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%			3.45	4.21	5.16	9.08	5.81	4.61	4.37	2.55	6.64	2.12
		进口金额:同比	%			2.58	-1.03	3.20	3.34	26.36	19.72	23.04	12.25	9.72	4.55

美国
经济
热力
图

◆ 中国——情绪和基本面分歧加剧

- **财政：** 财政支出积极，但地产边际转缓下，未来土地财政收入存风险，关注年内再扩赤字的可能；
- **货币：** 流动性保持宽裕，5000亿新型政策性金融工具；
- **周期：** 关税不确定性下降+海外需求不弱，出口预计呈现韧性；房地产销售面积跌幅再扩大“销售-新开-施工-竣工”；总量政策不加码的情况下，狭义消费无法逆转投资带来的下行压力；
- **风险：** 出口的下行拖累，汇率的升值风险（年内看7）。

【宏观】中国经济：强预期弱现实

◆ **经济结构分化：**9月进出口超预期；但固投压力仍大，消费短期有假期消费提振，但高频消费数据量增价弱。压力边际增的背景下，政府窗口期松动。基本面和情绪割裂加剧。

增量的贡献（2024年对实际GDP 同比贡献率）		指标名称	单位	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10
		GDP:不变价:当季同比	%	4.8			5.2			5.4			5.4		
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	6.1	5.8	6.1	5.9	6.0	6.3	5.7	2.2	6.0	5.8	5.4	5.2
		进口金额:累计同比	%	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.2	-7.0	-8.4	-16.4	1.1	1.1	1.7
投资	25.2%	固投:累计同比	%	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	4.0	3.2	3.3	3.4
		地产投资:累计同比	%	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	-10.2	-10.6	-10.4	-10.3
		制造业投资:累计同比	%	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	9.0	9.2	9.3	9.3
		基建投资:累计同比	%	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	10.2	9.2	9.4	9.4
		制造业PMI	%	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7	4.6	4	4.0	3.5	3.5	3.5
		服务业PMI	%	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50	50.3	52	50.1	50.1
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0
通胀		CPI:当月同比	%	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3
金融		社会融资规模存量:同比	%	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8	8	7.8	7.8
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8
财政		财政收入:累计同比	%	0.5	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.6	0.0	1.3	-0.6	-1.3
		财政支出:累计同比	%	3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2	3.4	0.0	3.6	2.8	2.7

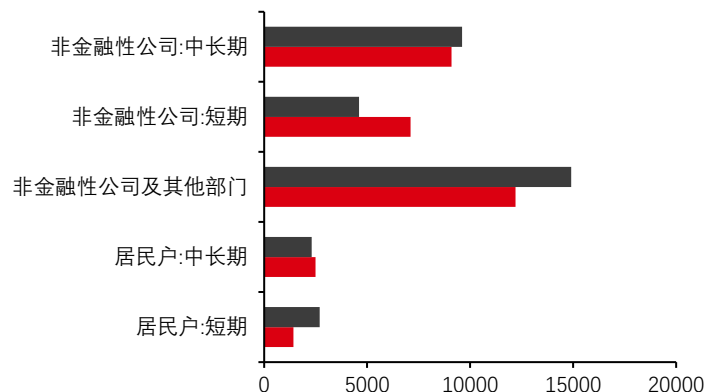
中国经济热力图

【宏观】：9月经济

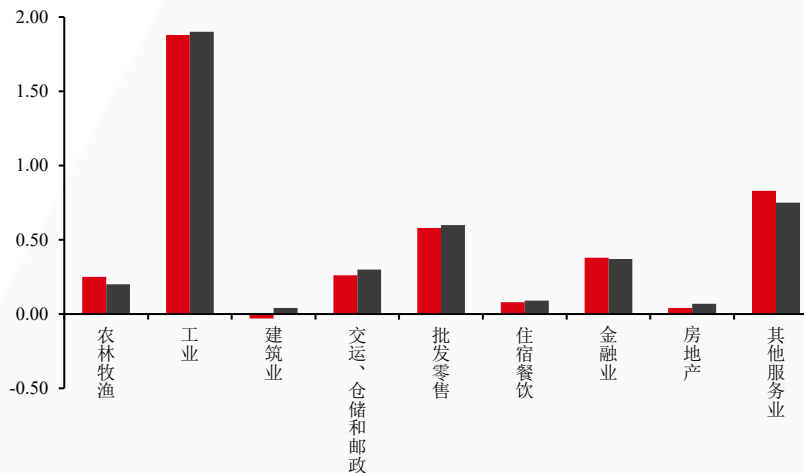
◆ 三季度GDP：服务业、农业是正贡献，投资是主要负贡献

新增人民币贷款同比结构 亿元

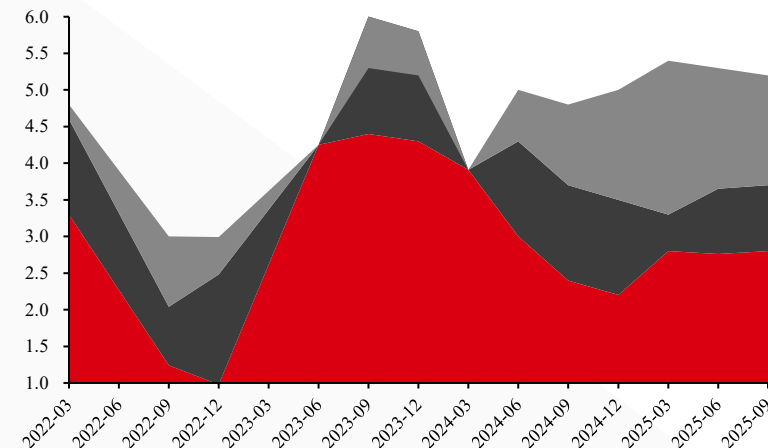
■ 2024-09 ■ 2025-09



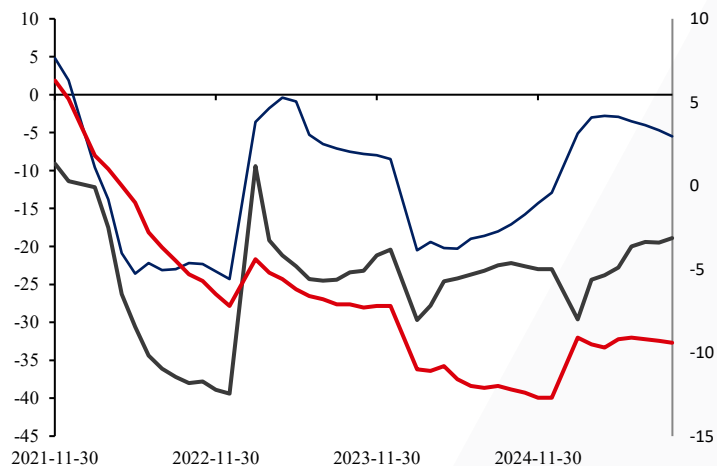
■ 本季 ■ 上季



■ 最终消费支出 ■ 资本形成总额 ■ 货物和服务净出口

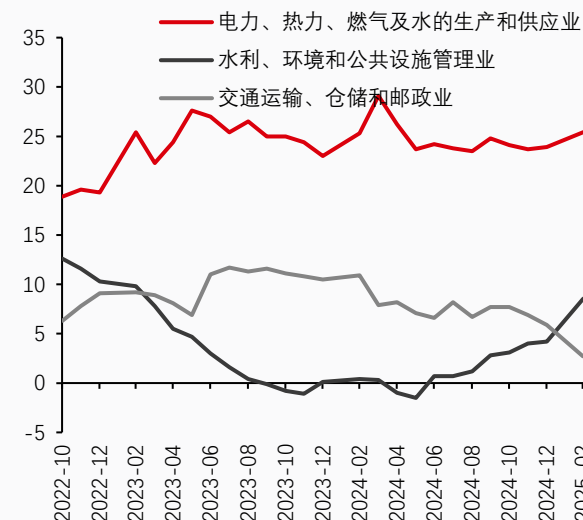


— 新开工面积 — 商品房销售面积 — 施工面积（右轴）



粮油、食品、饮料、烟酒类	本月	上月	change
服装鞋帽针纺织品类	4.7	3.1	1.6
化妆品类	8.6	5.1	3.5
金银珠宝类	9.7	16.8	-7.1
日用品类	6.8	7.7	-0.9
体育、娱乐用品类		16.9	
家用电器和音像器材类	3.3	14.3	-11.0
中西药品类	1.9	0.9	1.0
文化办公用品类	6.2	14.2	-8.0
家具类	16.2	18.6	-2.4
通讯器材类	16.2	7.3	8.9
石油及制品类	-7.1	-8.0	0.9
建筑及装潢材料类	-0.1	-0.7	0.6
汽车类	1.6	0.8	0.8

change



- ◆ 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议20日上午在北京开始举行，中央委员会总书记习近平代表中央政治局向全会作工作报告，并就《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议(讨论稿)》向全会作了重要说明。
- ◆ 十五五主要看点如下：
 - ◆ **一、增长目标：**虽然不一定设定明确的增长目标，但为了实现2035远景目标规划，“十五五”期间隐含增长目标应于“十四五”期间持平在**5%左右**。“十四五”期间设定了2035年人均GDP达到中等发达国家水平的远景目标，即实际价格的人均GDP比2020年翻一番达到约2万美元。由此推算，2026-35年均（美元计实际）增速需达到**4.7%左右**，如果考虑到人民币升值10%/20%，倒推人民币计价的**实际GDP**年均增速目标需达到**3.7%、2.8%**。
 - ◆ **二、政策基调保持连贯性：**强调扩大内需（尤其在消费领域）、科技兴国、自主可控，实现可持续发展。“十四五”规划开启全面建设社会主义现代化国家新征程，提出构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，**预计“十五五”将强调全方位扩大内需、并将重点进一步转移到消费领域**。“十四五”规划强调科技自立自强，2023年习近平总书记提出要加快形成新质生产力，预计“十五五”规划将进一步强调发展新质生产力，推动科技创新与产业融合。同时，根据去年二十届三中全会《决定》的部署，“十五五”期间将继续推进**财税体制、金融体制、社保体系**等全方位改革。
 - ◆ **三、着重应对外部局势复杂化的挑战：**“十五五”期间，外部局势更为复杂，“百年未有之大变局”加速演进，“十五五”规划或将更加注重**国家安全、扩大内需、以及针对大国竞争加剧进行政策布局**。自今年1月特朗普再度就职以来，“美国优先”的底层逻辑正在重塑美国的内政和外交政策。由此，国际秩序加速重构，全球多极化趋势日益明显。一方面，注重维护科技、金融、粮食、能源资源、产业链供应链等重点领域安全，并继续推动全球优势产业、如高端制造、环保新能源等领域的发展。同时，在外交领域推动多极化格局，并更加突出“全球南方”在国际关系中的地位。
 - ◆ **四、工业4.0迭代背景下的五年规划将与时俱进：**预计“十五五”将在多个领域更为注重推动AI的发展和应用、强调能源安全并扩大新能源领域的优势。全球AI产业的高速增长带来了巨大的投资和产业升级需求。“十五五”将重点支持AI等战略性新兴行业、以及具身智能等未来产业的发展。同时，算力需求指数增长的背景下，电力新能源行业不仅有望成为国内关键支柱产业，还可能进一步拉开在中国在全球竞争中的优势。“十五五”期间将进一步解决新能源增长的消纳问题，强化核聚变等新一代能源技术突破。

图表1：十四五期间量化指标完成情况一览

“十四五”量化发展指标				目前完成情况		
指标		2025年目标值	年均/累计	至2024年值	截至2024年占5年完成额的百分比	至2024年是否完成
经济发展	国内生产总值(GDP)增长 (%)	——	保持在合理区间、各年度视情提出	——	——	——
	全员劳动生产率 (%)	——	高于GDP增长	——	——	——
	常住人口城镇化率 (%)	65	——	67	103%	已完成
创新驱动	全社会研发经费投入增长 (%)	——	>7、力争投入强度高于“十三五”时期实际	8.9	127%	已完成
	每万人口发明专利拥有量(件)	12	——	14	117%	已完成
	数字经济核心产业增加值占GDP的比重 (%)	10	——	10	100%	已完成
民生福祉	居民人均可支配收入增长 (%)	——	与GDP增长基本同步	5.1	——	已完成
	城镇调查失业率 (%)	——	<5.5	5.1	——	已完成
	劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	11.3	——	11.2	99%	未完成
	每千人拥有执业(助理)医师数 (人)	3.2	——	3.4	106%	已完成
	基本养老保险参保率 (%)	95	——	95	100%	已完成
	每千人拥有3岁以下婴幼儿托位数	4.5	——	4.1	91%	未完成
	人均预期寿命(岁)	——	[1]	[1.07]	107%	已完成
绿色生态	单位GDP能源消耗降低 (%)	——	[13.5]	[11.6]	86%	未完成
	单位GDP二氧化碳排放降低 (%)	——	[18]	[7.8]	43%	未完成
	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	87.5	——	87.2	99.7%	未完成
	地表水达到或好于Ⅲ类水体比例 (%)	85	——	90.4	106%	已完成
	森林覆盖率 (%)	24.1	——	25	104%	已完成
安全保障	粮食综合生产能力 (亿吨)	>6.5	——	7	108%	已完成
	能源综合生产能力 (亿吨标准煤)	>46	——	50	108%	已完成

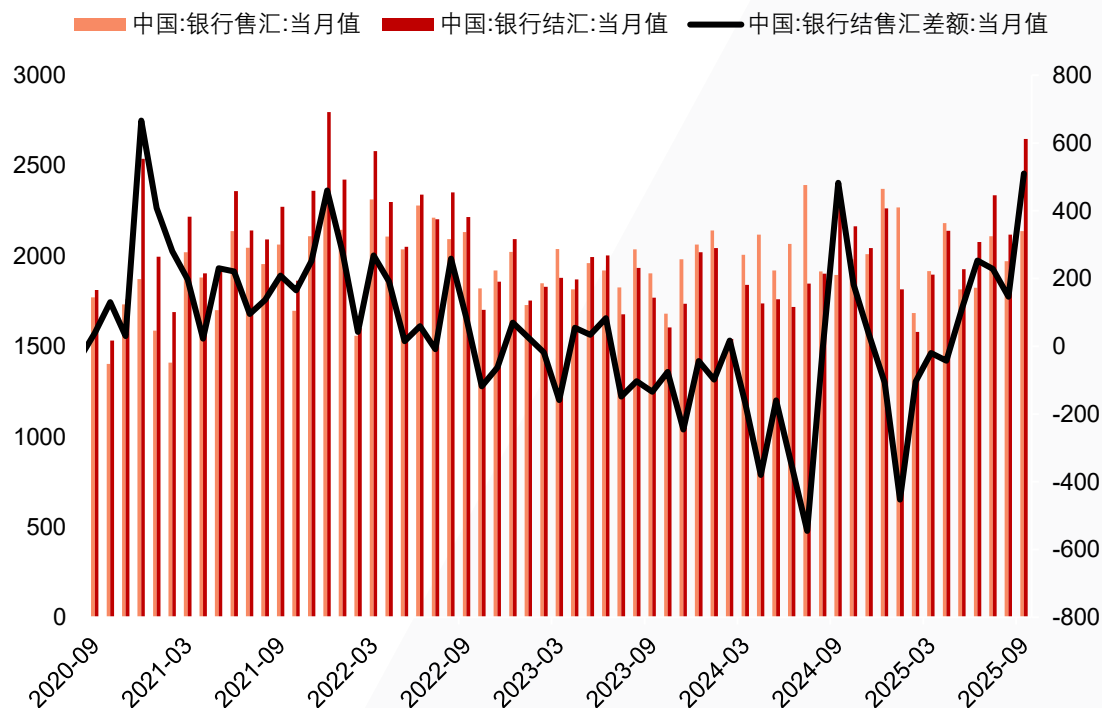
[]为五年累计数

资料来源：中国政府网，Wind，华泰研究

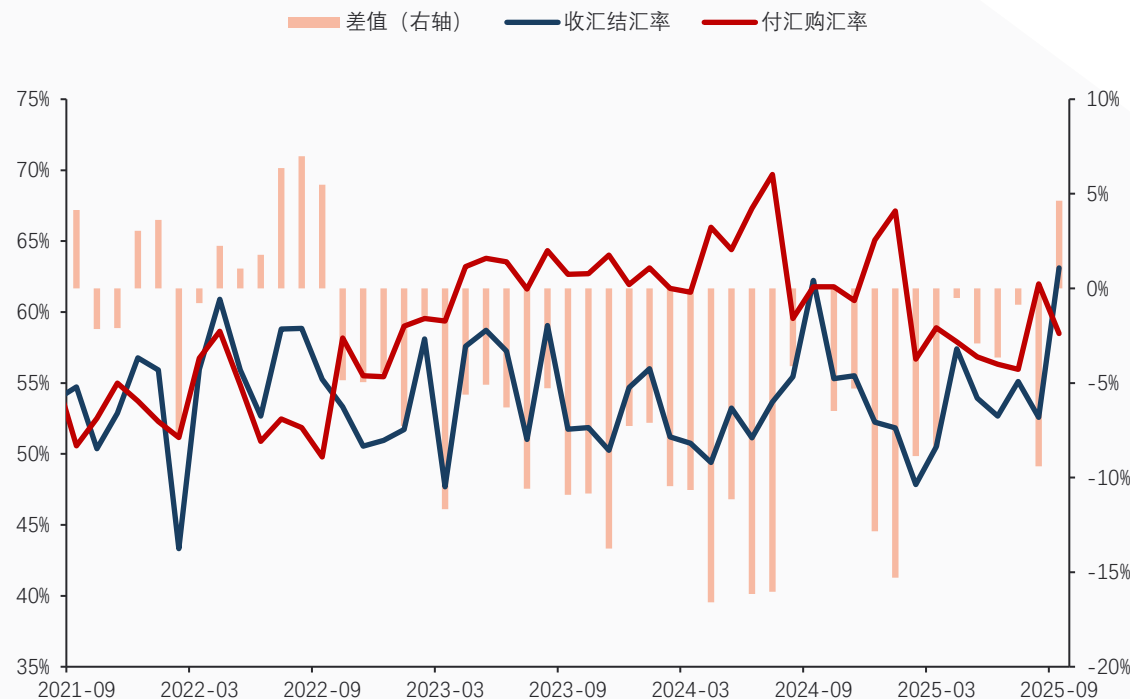
【结售汇】结售汇顺差扩大，收付汇率稳中偏结

- ◆ 9月银行结售汇顺差扩大至 510.23 亿美元，结汇与售汇规模同步增长。
- ◆ 结售汇意愿结构：收汇结汇率环比上升至 63.12%，显示出口企业结汇积极性上升；付汇购汇率环比下降 3.5 个百分点，表明进口企业购汇节奏阶段性放缓。汇率预期趋稳下，企业“锁汇保结”行为增强，结汇意愿主导市场交易方向。

银行结售汇 | 单位：亿美元



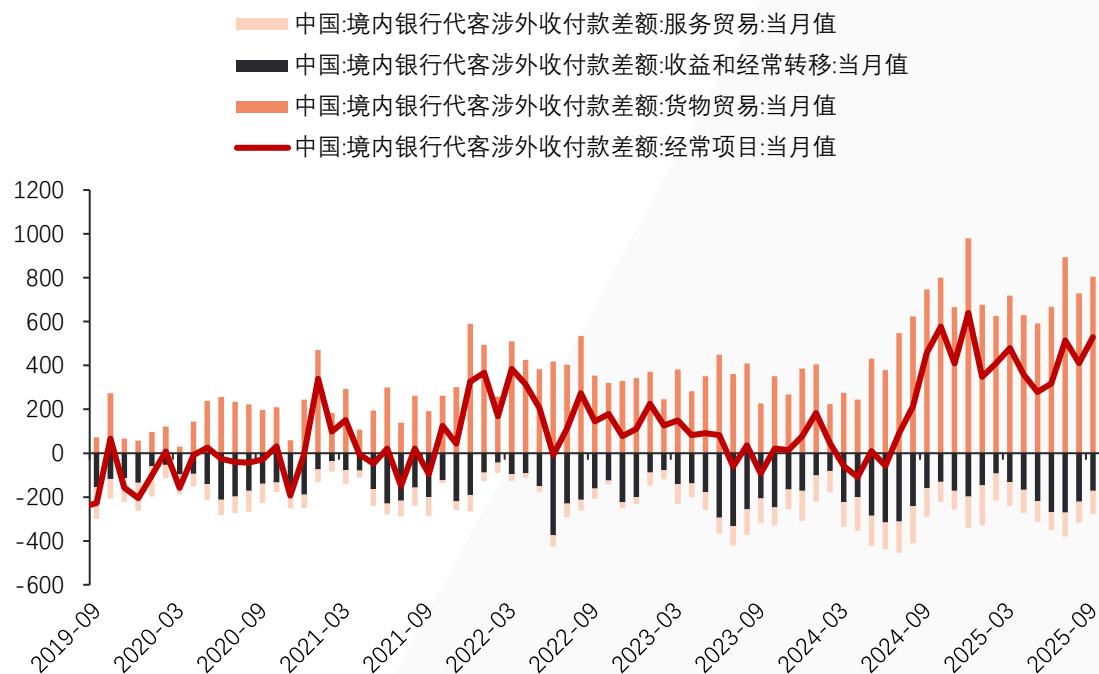
收付汇率 | 单位：%



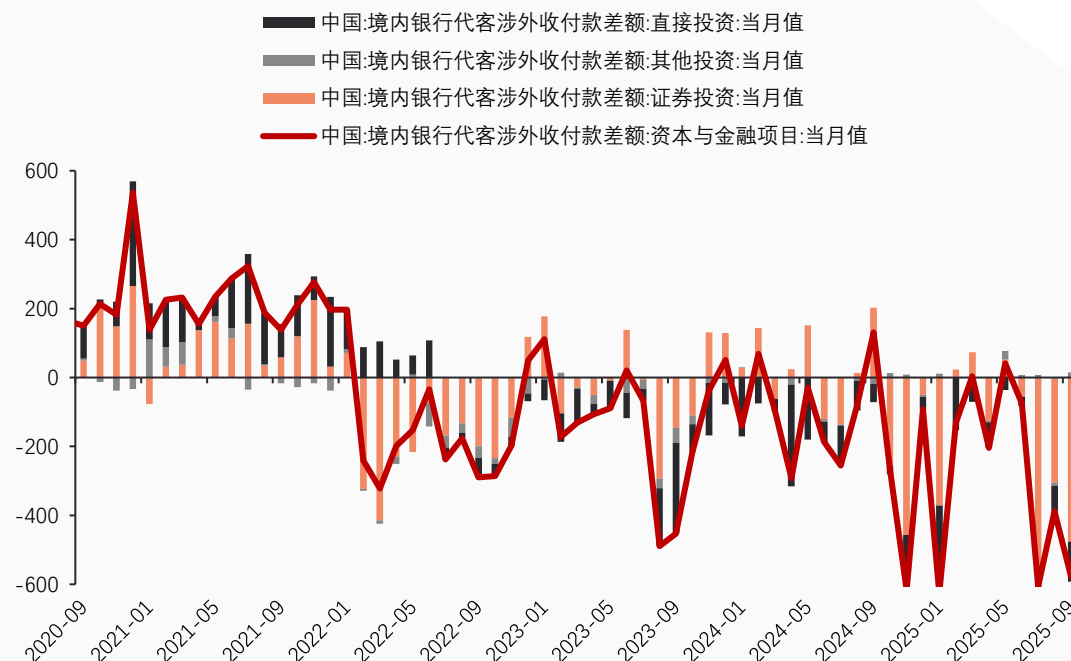
【结售汇】涉外收付款结构分化，资本项承压经常项稳健

- ◆ 9月境内银行代客涉外收付款差为 **-30.89** 亿美元，较上月的顺差 **32.32** 亿美元转为逆差。经常项目维持顺差，资本与金融项目逆差扩大，整体跨境收支呈现“双向波动、结构分化”格局。
- ◆ 经常项目：顺差扩大至 **528.79** 亿美元，其中货物贸易顺差升至 **804.81** 亿美元，为主要支撑。
- ◆ 资本与金融项目：逆差扩大至 **577.91** 亿美元，前值为 **388.00** 亿美元。其中证券投资逆差显著扩大至 **475.83** 亿美元。

银行代客涉外收付款差额分项：经常项目 | 单位：亿美元

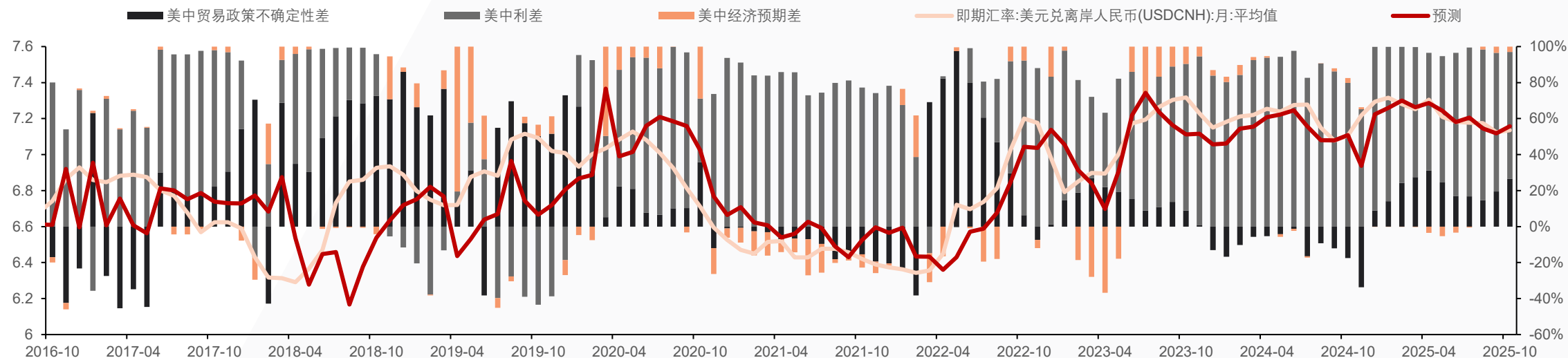


银行代客涉外收付款差额分项：资本与金融项目 | 单位：亿美元



- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国因政府停摆，主要经济数据暂未公布，市场预期经济动能有所放缓；中国9月社融回升至 3.53 万亿元、核心 CPI 重回 1%，政策托底消费与产业升级带动预期改善；**2)中美利差(chā)中性：**美联储官员延续鸽派基调，但降息预期已被充分计价，美债收益率小幅回落；国内利率保持平稳，利差压制作用边际减弱；**3)贸易政策不确定性中性：**美国财政部长表示或延长关税暂停期，贸易局势边际缓和；但特朗普关税言论仍带来阶段性扰动，整体对人民币影响有限。
- ◆ **短期策略：**美元兑人民币预计延续 7.10–7.15 区间震荡，数据空窗期内市场博弈重心偏向预期交易，人民币短线具备温和升值动能。
- ◆ **年内策略：**若美联储年内开启实质降息周期、国内政策托底延续，人民币中枢有望温和上移。结合“十五五”增长目标导向，长期政策逻辑仍偏向稳汇率与提质增效并行的方向；但需警惕停摆解除后美国核心数据集中修正引发的波动回摆。

人民币汇率拟合模型



2025年

2026年

10月

12月

Q1

Q2

中美摩擦

10月政治局会议；
10/29-11/1 APEC会议
11月10日中美关税延后到
期；

- 去库周期/关税拖累
- 美国政府关门风险

需求冲击过渡向滞涨

12月上旬政治局会议；
FOMC-12月10日；
12月中央经济工作会议；

- 通胀兑现期
- 去库周期

十五五规划

1月，美联储临时理事到期
2月，政府工作报告；
3月，全国两会；

- 国内窗口期
- 去库周期/关税拖累

宽松节奏

5月，鲍威尔任期到期
其他
11月，美国中期选举

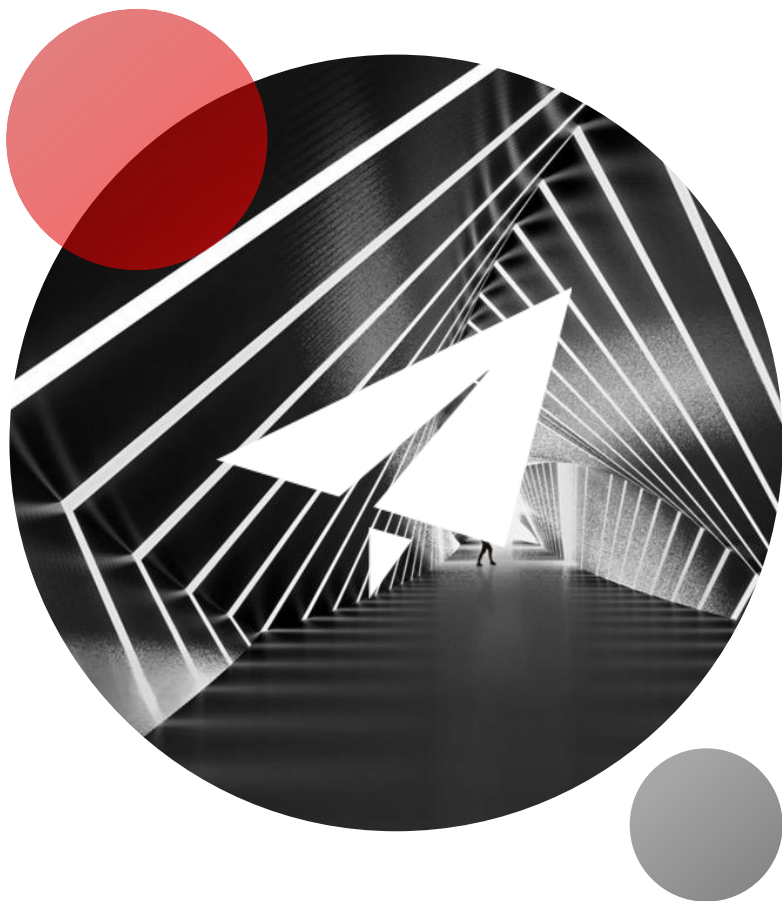
- 美联储加码宽松
- 补库周期

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS



华泰期货期赢通
APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com