



波动归波动，人民币 中枢依旧稳固

华泰期货研究院 2026年03月25日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：

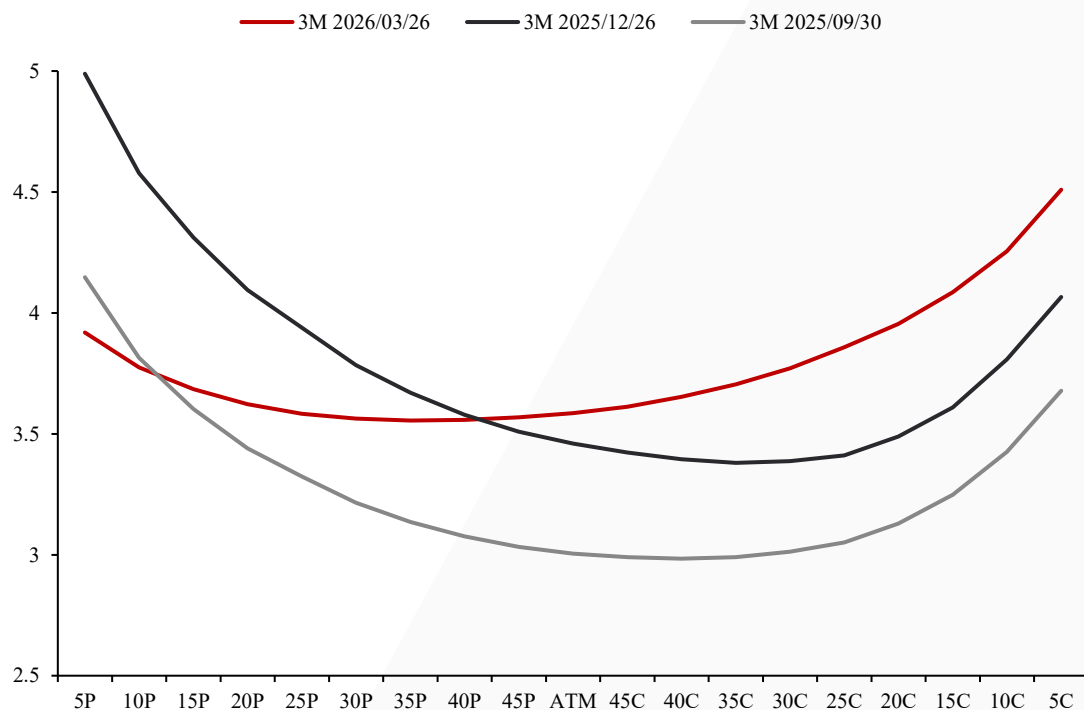
朱思谋 F03142856



— 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美元的升值趋势，Call端波动率高于Put端

3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构

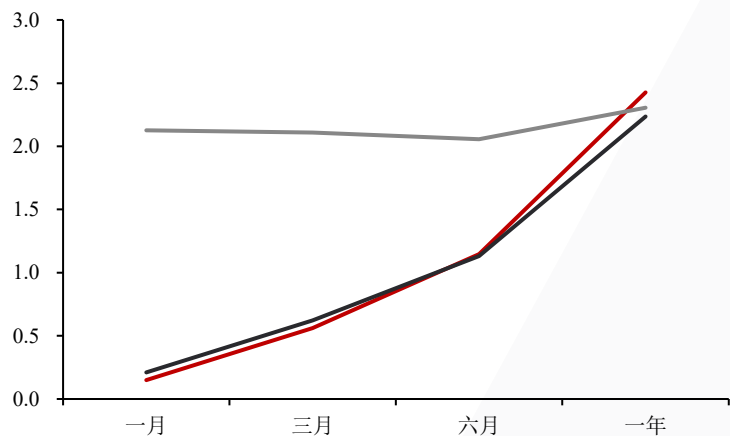


Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



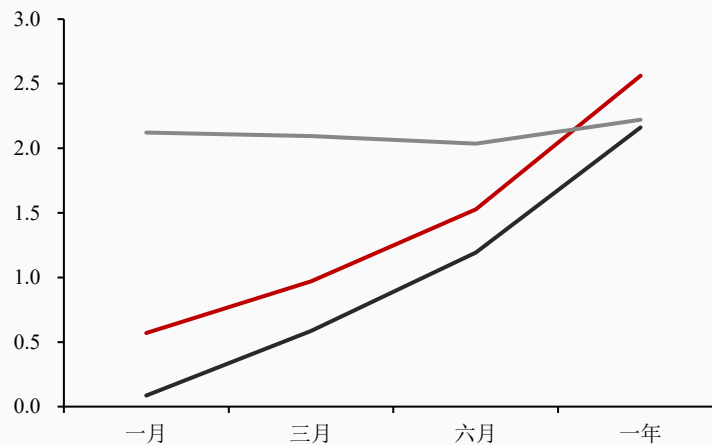
20260325 (%)

- 本周新交所美元兑人民币期货升贴水(-)
- 本周银行远期升贴水(-)
- 本周美中利差



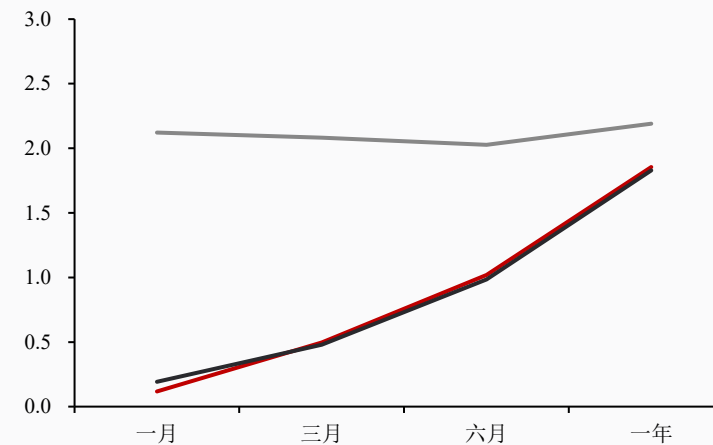
20260318 (%)

- 上周新交所美元兑人民币期货升贴水(-)
- 上周银行远期升贴水(-)
- 上周美中利差



20260225 (%)

- 上月新交所美元兑人民币期货升贴水(-)
- 上月银行远期升贴水(-)
- 上月美中利差

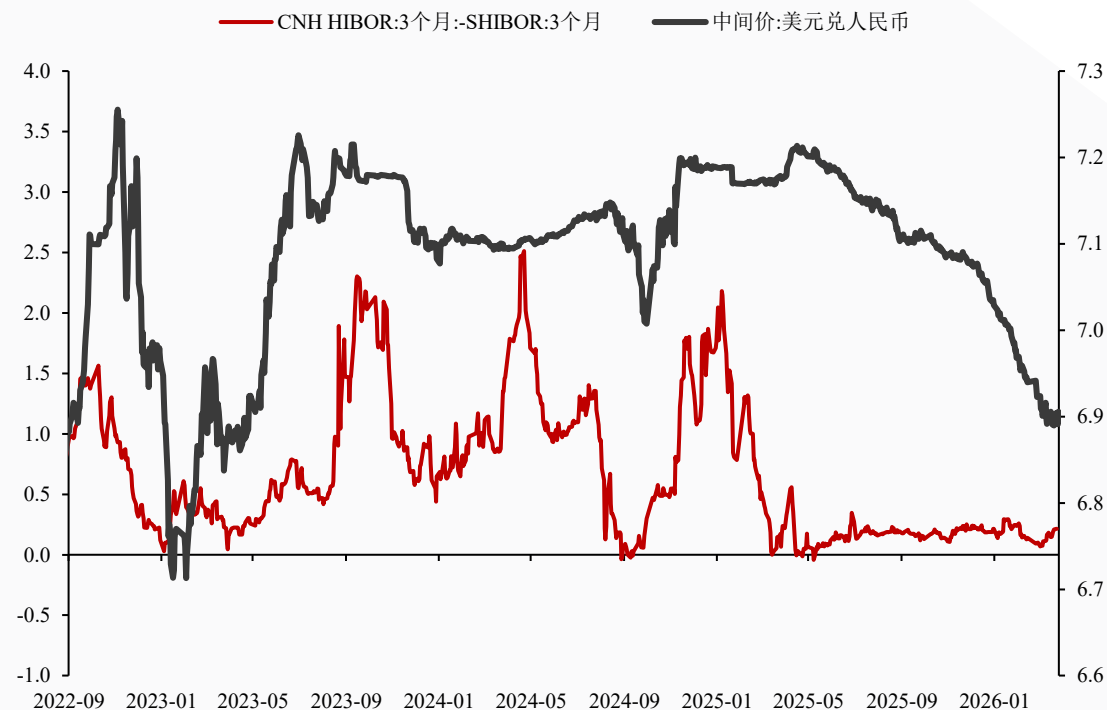


◆ 逆周期因子在0附近波动

人民币中间价及逆周期因子



离岸在岸人民币利差及中间价





— 基本面及观点 —

【事件】地缘风险不断，冲突或长期化

◆ 后续推演：

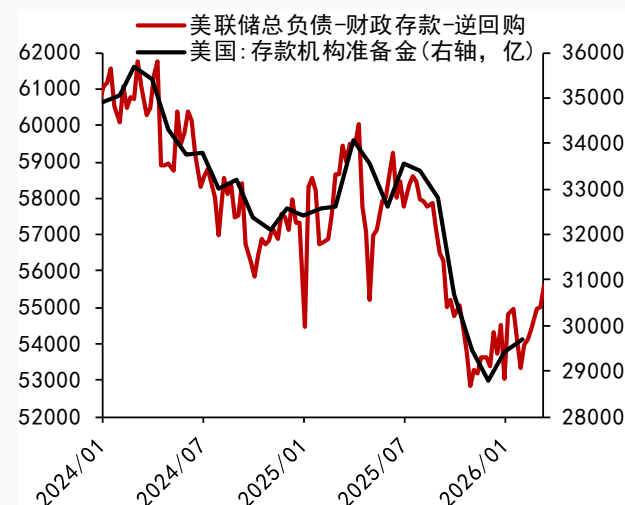
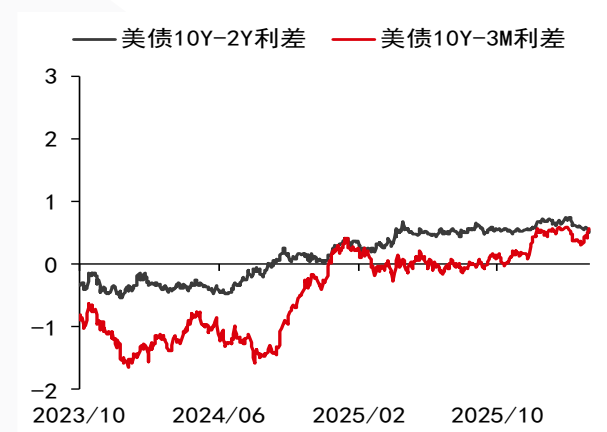
- 核心问题：1、穆杰塔巴上台后政策；2、民用设施是否继续遭受破坏，3、霍尔木兹海峡通行情况；
- 事件影响：原油、EC、天然气>油化工（纯苯、EB、PVC、PTA、乙二醇、甲醇）>油脂油料>棉花、白糖、橡胶；
- 抛储情况：按照霍尔木兹海峡中断造成1500万桶/日缺口的基准情景测算，抛储节奏若按照美国120天交付速度折算约333万桶/日，整体仍存缺口。



【宏观】通胀预期↑——降息计价↓

- ◆ **降息门槛明显抬升：**鲍威尔明确表示，在未看到通胀进一步改善前不会降息；当前核心通胀回落停滞，关税与油价上行正共同推高通胀压力。
- ◆ **年内降息预期被压缩：**虽然点阵图仍隐含年内降息空间，但鲍威尔强调这建立在“年中以后商品通胀重新回落”的前提下；若通胀迟迟不改善，降息路径将继续后移。
- ◆ **尾部风险已从“不降息”转向“是否再加息”：**会议已重新讨论“下一步是否可能加息”，说明美联储当前反应函数已由“何时开始宽松”转向“在增长放缓与通胀黏性之间维持偏鹰平衡”。

	2026年			2025年										2024年					最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价						
	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	11月	10月				9月	8月	7月	6月	5月	
美国				-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50						3.75	-0.75	-25bp
欧元区										-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60				-0.25		2.15	-0.5	+41.4bp
日本				0.25											0.25					0.15					0.75	0.25	+45.8bp
英国				-0.25				-0.25						-0.25				-0.25				-0.25			3.75	-0.75	
加拿大						-0.25	-0.25									-0.25	-0.50	-0.50	-0.25			-0.25	-0.25		2.5	-0.5	+20bp
澳大利亚	0.25							-0.25								-0.25		-0.25							3.85	-0.25	
新西兰					-0.25	-0.50		-0.25									-0.50	-0.50		-0.25					2.25	-1.5	
瑞典						-0.25										-0.25	-0.25		-0.50	-0.25			-0.25		1.75	-0.5	
瑞士										-0.25						-0.25		-0.25			-0.25		-0.25		0	-0.25	
挪威							-0.25																		4	-0.5	
中国											-0.10								-0.25				-0.10		3	-0.1	
中国香港				-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50						4	-0.75	
韩国											-0.25							-0.25	-0.25						2.5	-0.25	
印度				-0.25							-0.50		-0.25					-0.25							5.25	-1	
印尼						-0.25	-0.25	-0.25			-0.25									-0.25					4.75	-1	
泰国				-0.25				-0.25											-0.25						1.25	-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		-0.25					-0.25					-0.50		4.75	-1.5	
巴西											0.25	0.50		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		15	0.75	
俄罗斯	-0.50			-0.50		-0.50	-1.00		-2.00	-1.00								2.00	1.00		2.00				15.5	-5.5	
墨西哥				-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25					7	-2	
土耳其		-1.00	-1.50		-1.00	-2.50		-3.00				3.50	-2.50			-2.50	-2.50								37	-5.5	
南非					-0.25			-0.25								-0.25		-0.25		-0.25					6.75	-0.75	
智利				-0.25												-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	-0.50		4.5	-0.5	
阿根廷																-3	-3	-5							-20	0	



【核心图表】美国经济：降息步伐放缓

- ◆ **就业：权威下降。** 非农不及预期；**通胀：油价上升，** 限制后续降息预期；
- ◆ **经济：预期上修。** ISM和SP制造业PMI显著分化，地产有待改善；

增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
		GDP:不变价:同比	%			2.23			2.33			2.08		2.02	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			4.26	5.40	2.21	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71	4.92
		成屋+新建住房销售	万套	409	402	501.5	484.8	484.7	478.8	480	467.4	460.6	466.7	470.6	468
就业		新增非农就业人数	万人	-9.20	13.00	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70	13.90	17.70	22.80
		失业率 (色阶相反)	%	4.40	4.30	4.40	4.50		4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20
		非农职位空缺数	万人		694.6	655	692.8	744.9	765.8	722.7	720.8	735.7	771.2	739.5	720
通胀		CPI:当月同比	%	2.40	2.40	2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40
		核心CPI:当月同比	%	2.50	2.50	2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		3.08	3.81	1.85	3.48	5.60	3.49	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76
		Markit服务业PMI	%	51.70	52.70	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40
		个人可支配收入:同比	%		4.63	4.15	3.89	3.88	4.35	4.78	4.57	4.24	4.36	5.35	4.75
		个人消费支出:同比	%		5.25	4.59	5.27	5.32	5.26	5.43	5.17	5.16	5.05	5.50	5.62
财政	20.3%	财政收入:同比	%	5.63	9.09	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71
		财政支出:同比	%	2.85	1.97	16.26	-23.82	17.89	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%		10.38	5.96	5.97	12.06	7.50	1.85	3.50	4.21	5.82	9.53	6.76
		进口金额:同比	%		-11.31	-2.16	-2.88	-3.60	-3.61	-1.89	2.57	-1.03	3.56	3.67	26.55

美国
经济
热力
图

【宏观】军费开支拖累财政可持续性

- ◆ 国防、社保、利息正贡献;
- ◆ “史诗怒火”行动: 1W-总开支约60亿美元; 约240亿/M, 国防开支增长32.7%; 若冲突持续2个月, 成本可能在400亿至950亿美元之间, 具体取决于是否派遣地面部队及弹药补充速度; 若冲突长期化(如1年), 总成本或达1.2万亿美元; 若升级为地面战并增派15万地面部队, 成本可能进一步增加;
- ◆ 2025年国防预算8800亿美元, 特朗普要求27年度国防预算提高到1.5万亿(2026为9010亿)

美国财政支出分项

	2026-1-31	2025-12-31	2025-11-30	2025-10-31	2025-9-30	2025-8-31	2025-7-31	2025-6-30	2025-5-31	2025-4-30	2025-3-31	2025-2-28
政府支出(USD, 十亿)	654.551	629.136	509.279	688.704	345.725	689.107	629.635	499.435	686.881	591.769	528.174	603.441
国防	74.313	101.532	65.477	99.944	76.038	82.632	75.544	69.517	76.617	70.099	67.437	64.59
国际事务	4.30	-17.37	22.971	1.95	-0.014	-6.284	6.247	6.229	6.576	3.666	5.332	3.15
一般科学、空间和技术	3.30	4.12	3.563	3.207	3.983	3.883	3.409	3.444	3.437	3.236	3.305	3.36
能源	1.16	1.704	0.398	2.347	1.265	2.143	1.515	1.79	1.824	1.356	1.255	1.16
自然资源和环境	4.04	6.476	5.409	4.512	6.557	6.146	5.841	4.793	5.6	4.522	5.571	4.28
农业	2.97	6.393	7.591	4.798	-0.736	4.755	3.495	3.061	2.065	6.114	3.956	2.83
商业和住房信贷	2.72	-7.231	0.858	0.973	-13.567	9.591	-18.644	-3.897	1.668	0.389	-3.289	0.63
交通运输	9.70	11.8	10.531	10.926	20.017	13.588	13.5	10.966	10.841	10.636	10.224	9.68
社区和区域发展	3.33	3.071	3.552	3.764	6.398	6.287	5.331	6.999	7.091	8.502	4	8.92
教育、培训、就业和社会服务	22.18	8.869	8.972	21.169	-105.861	11.395	33.324	10.812	9.846	10.422	11.728	12.01
保健	76.87	91.76	81.417	88.108	93.547	79.936	90	80.35	80.324	76.331	79.655	77.39
医疗保险	148.88	78.444	25.097	150.557	31.96	141.371	100.013	23.855	149.036	81.86	25.903	75.04
收入保障	50.44	65.106	38.284	62.166	33.607	59.508	54.084	37.823	68.483	64.798	59.882	105.32
社保	137.94	134.014	133.972	134.135	133.363	133.557	132.746	141.236	132.431	132.094	144.581	128.65
退伍军人福利与服务	35.56	50.091	14.241	49.743	17.364	49.85	31.733	18.261	46.548	28.012	15.758	30.87
司法部门	13.49	8.177	9.806	4.699	9.586	6.834	6.397	6.488	6.281	6.634	8.394	6.64
一般预算	-3.18	0.491	-0.526	0.749	7.178	1.668	2.615	2.717	1.796	3.196	1.356	3.93
利息净额	75.94	91.54	87.853	90.871	36.9	92.699	92.011	84.345	86.015	89.376	92.875	74.17
未分配抵销收入	-9.40	-9.854	-10.187	-45.895	-11.873	-10.453	-9.525	-9.352	-9.244	-9.473	-9.757	-9.17

【宏观】中国经济：结构分化

- ◆ **开局良好：**春节错位下，需要结合1-2月数据看整体经济情况，1、政策超前发力情况下，基建持续增长；2、高基数下，商品零售回落，但餐饮收入回升；3、地产分项仍承压，核心仍在等待“价”的企稳；4、贷款数据下，居民部门差，企业部门改善；5、出口持续提供支撑。

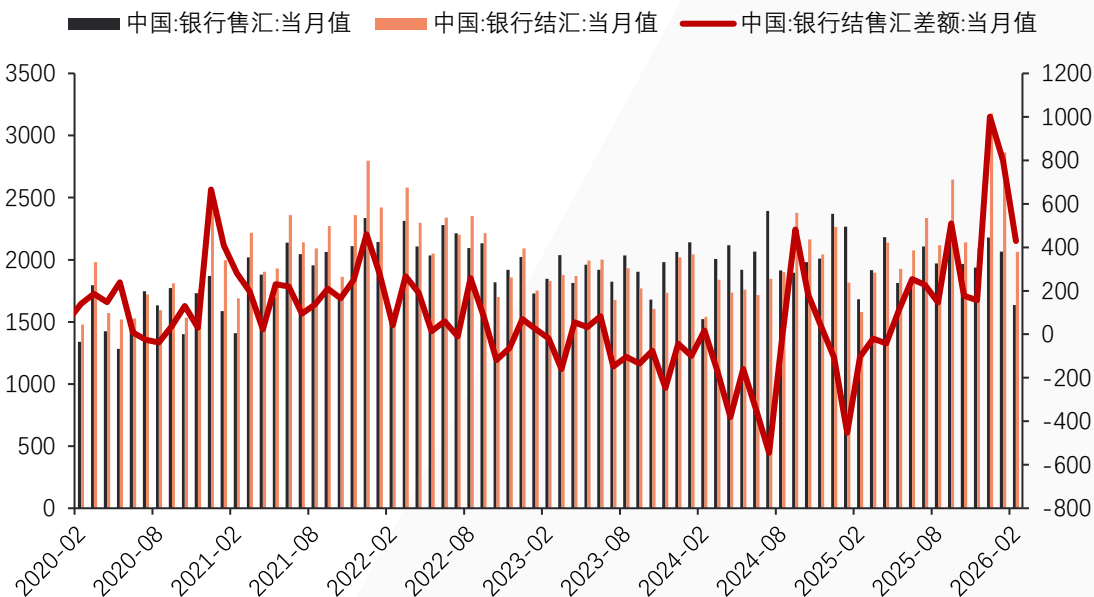
增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
		GDP:不变价:当季同比	%			4.5				4.8			5.2		5.4
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	21.8	10.0	5.5	5.4	5.3	6.1	5.8	6.1	5.9	5.9	6.2	5.6
		进口金额:累计同比	%	19.8	25.6	0.0	-0.6	-0.9	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.1	-6.8
投资	25.2%	固投:累计同比	%	1.8	N/A	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2
		地产投资:累计同比	%	-11.1	N/A	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9
		制造业投资:累计同比	%	3.1	N/A	0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1
		基建投资:累计同比	%	11.4	N/A	-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5
		制造业PMI	%	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	2.8	N/A	3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7	4.6
		服务业PMI	%	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3
		城镇调查失业率 (色阶相反)	%	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2
通胀		CPI:当月同比	%	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
金融		社会融资规模存量:同比	%	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7	8.4
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	6	6.1	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4
财政		财政收入:累计同比	%	N/A	N/A	-1.7	0.8	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1
		财政支出:累计同比	%	N/A	N/A	1	1.4	2	3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2

中国经济热力图

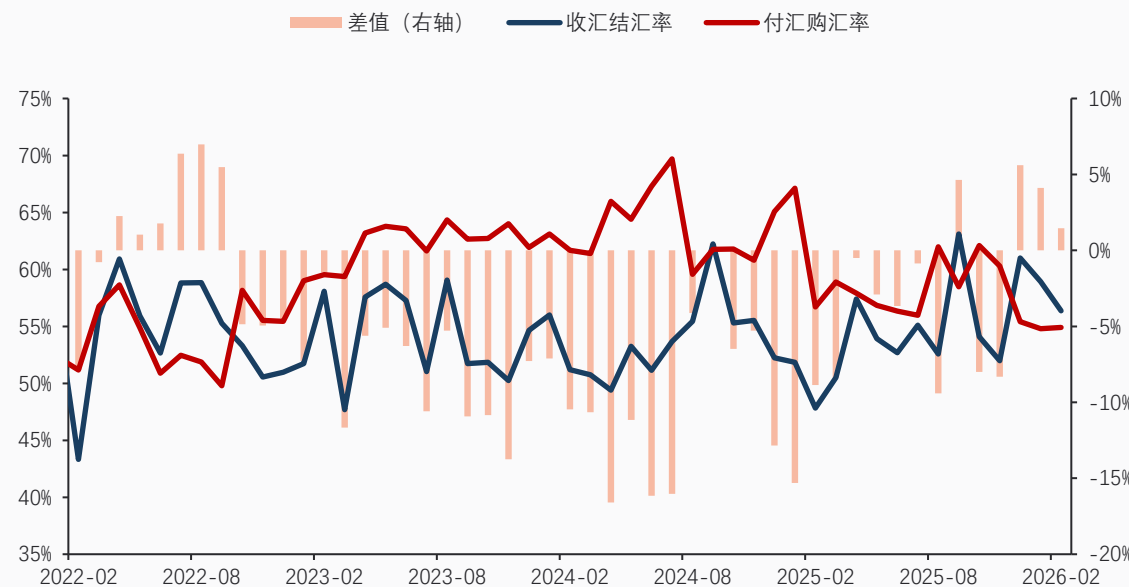
【结售汇】顺差虽受春节扰动回落，但市场仍延续“多结汇、少购汇”

- ◆ 2月银行结售汇顺差回落至428亿美元，较上月明显收窄，但仍处历史高位，说明外汇供求整体仍不弱，回落更多是春节假期的季节性影响。
- ◆ 从行为上看，收汇结汇率56.4%，虽较上月略降，但仍是近年同期高位；付汇购汇率54.9%，连续低于收汇结汇率，显示市场依然是结汇意愿强于购汇意愿。
- ◆ 更值得关注的是，银行代客远期净结汇累计未到期额升至1070亿美元，创历史新高，说明企业仍在持续通过远期工具锁定结汇。

银行结售汇 | 单位：亿美元



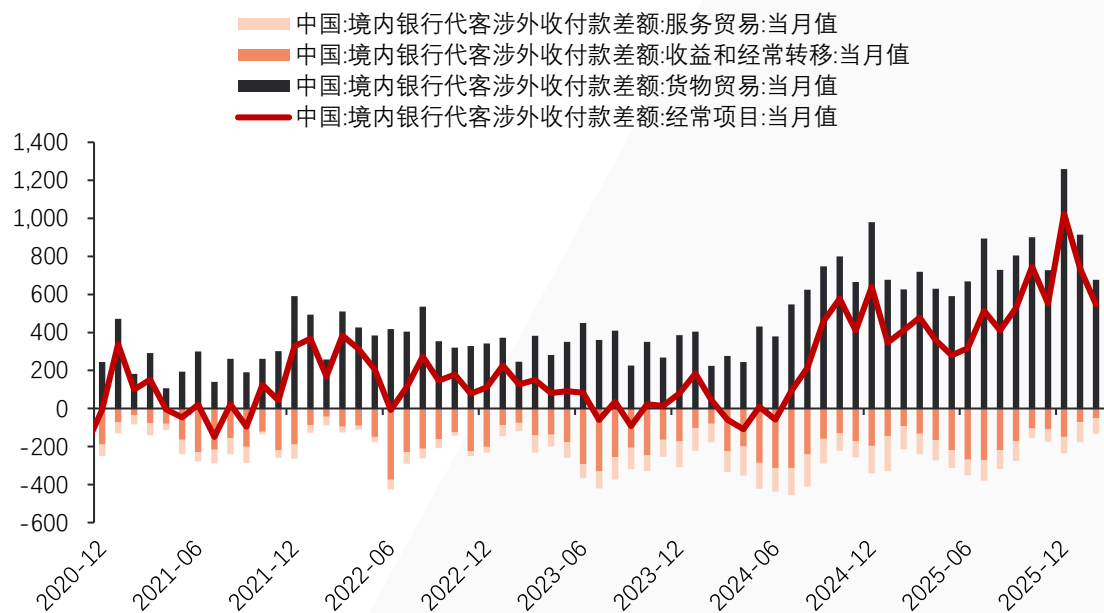
收付汇率 | 单位：%



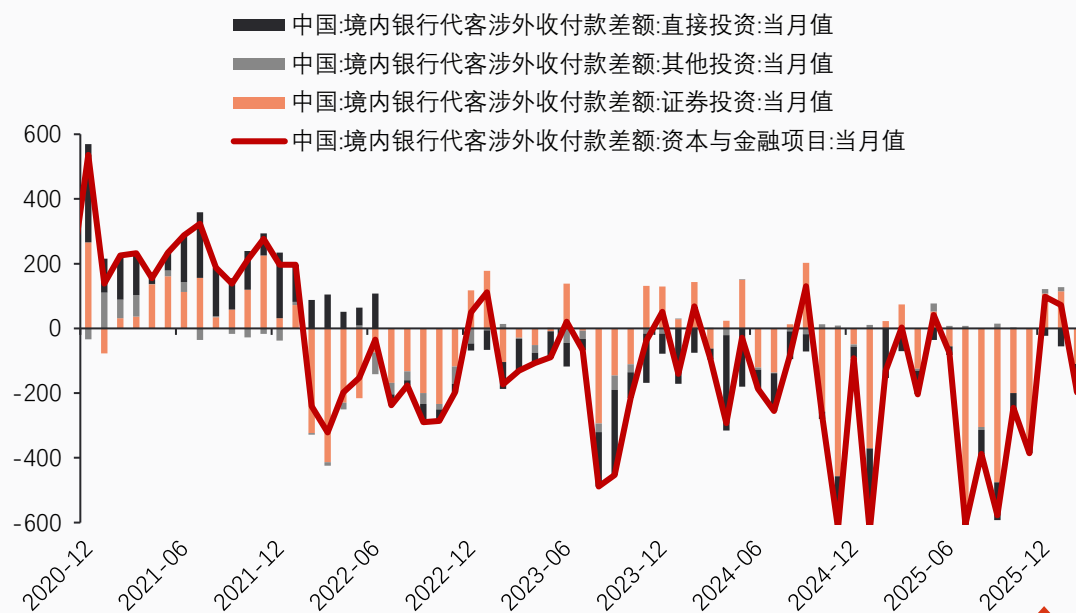
【结售汇】跨境资金净流入放缓，拖累来自证券投资项下转为净流出

- ◆ 2月银行代客涉外收付款顺差降至356亿美元，较上月明显回落，但仍是历史同期高位，说明跨境资金总体仍保持净流入。
- ◆ 本月顺差收窄的两大来源，一是春节效应下货物贸易顺差季节性回落，二是证券投资项下由顺差转为逆差110亿美元，后者是本月最大的边际变化。
- ◆ 不过，货物贸易涉外收入和出口规模仍处历史同期高位，说明外贸仍是跨境资金最稳定的支撑项；相较之下，证券投资流向的波动，对短期跨境资金节奏扰动更大。

银行代客涉外收付款差额分项：经常项目 | 单位：亿美元



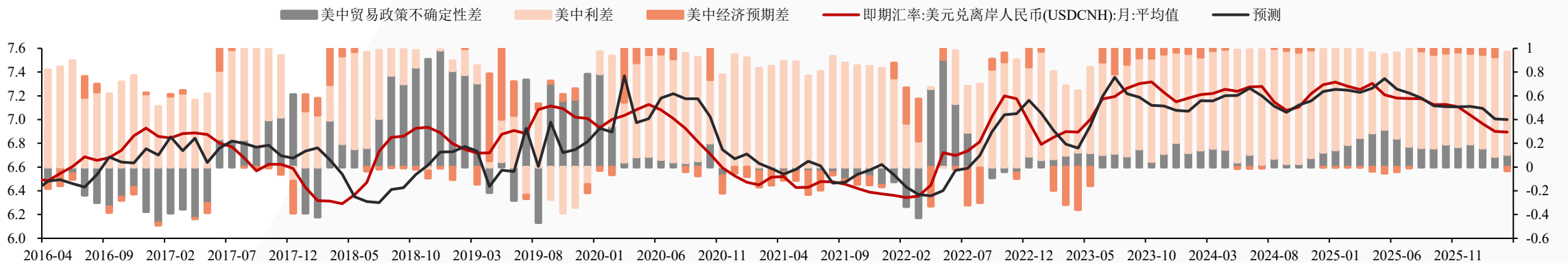
银行代客涉外收付款差额分项：资本与金融项目 | 单位：亿美元



【总体观点】人民币中枢依旧稳固

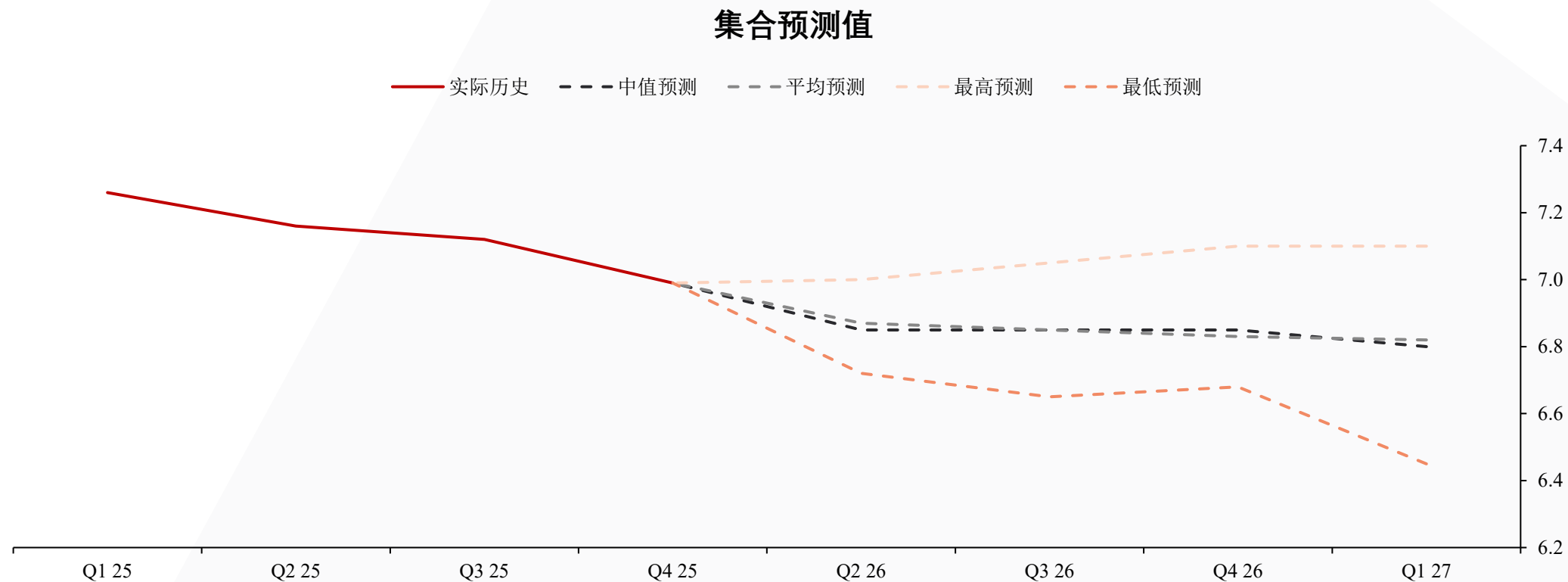
- ◆ **基本面：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国方面，中东冲突推升油价与通胀扰动，短期对美元形成支撑，但高油价对需求和增长的挤压也在累积，美国经济边际放缓的方向没有改变。中国方面，政策继续维持稳增长取向，财政支持仍在，外汇供需整体平稳，人民币基本面韧性仍强；**2)中美利差(chā)中性：**美联储短期难因油价冲击快速重启宽松，美元短端利率支撑仍在；但这更多约束人民币升值节奏，而非决定趋势；**3)贸易政策不确定性中性：**当前市场主线仍是地缘与能源而非关税本身，贸易政策对人民币的扰动暂时退居二线，但后续若中美沟通改善，仍有助于人民币运行重心下移。
- ◆ **核心观点：USD/CNY短期继续看6.86–6.93区间震荡，**波动率维持高位，但方向上仍更像“弹性放大、趋势未破”。外部来看，中东冲突与油价上冲让美元保留阶段性强势；但内部来看，人民币供需并未失稳，尤其6.90上方仍容易遇到结汇与供需再平衡力量，因此汇价虽然更灵活、更市场化，但失控式贬值概率仍低。对有结售汇需求的客户而言，当前更适合按区间思路分批布局，而不是追单边。
- ◆ **风险提示：**
 - 1) 中东冲突升级导致能源运输受阻、油价进一步大幅上行；
 - 2) 油价冲击导致美联储降息预期继续后撤，美元超预期偏强；
 - 3) 若后续跨境资金流阶段性转弱，人民币区间上沿压力可能抬升。

人民币汇率拟合模型



【预期】2026年美元兑人民币汇率市场一致预期

- ◆ **2026 展望：**市场一致预期人民币将维持偏强震荡。
 - **均值路径：**汇率预期在 6.83 区间见底。
 - **预期分歧：**机构博弈区间较宽（6.68 – 7.10），但整体区间收窄。平均预测上移至6.83。
- ◆ **2027Q1 趋势：**各方预测向 6.80 附近收敛，显示汇率长期回归均衡中枢的共识。



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