

警惕人民币升值风险

华泰期货研究院 2025年09月05日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

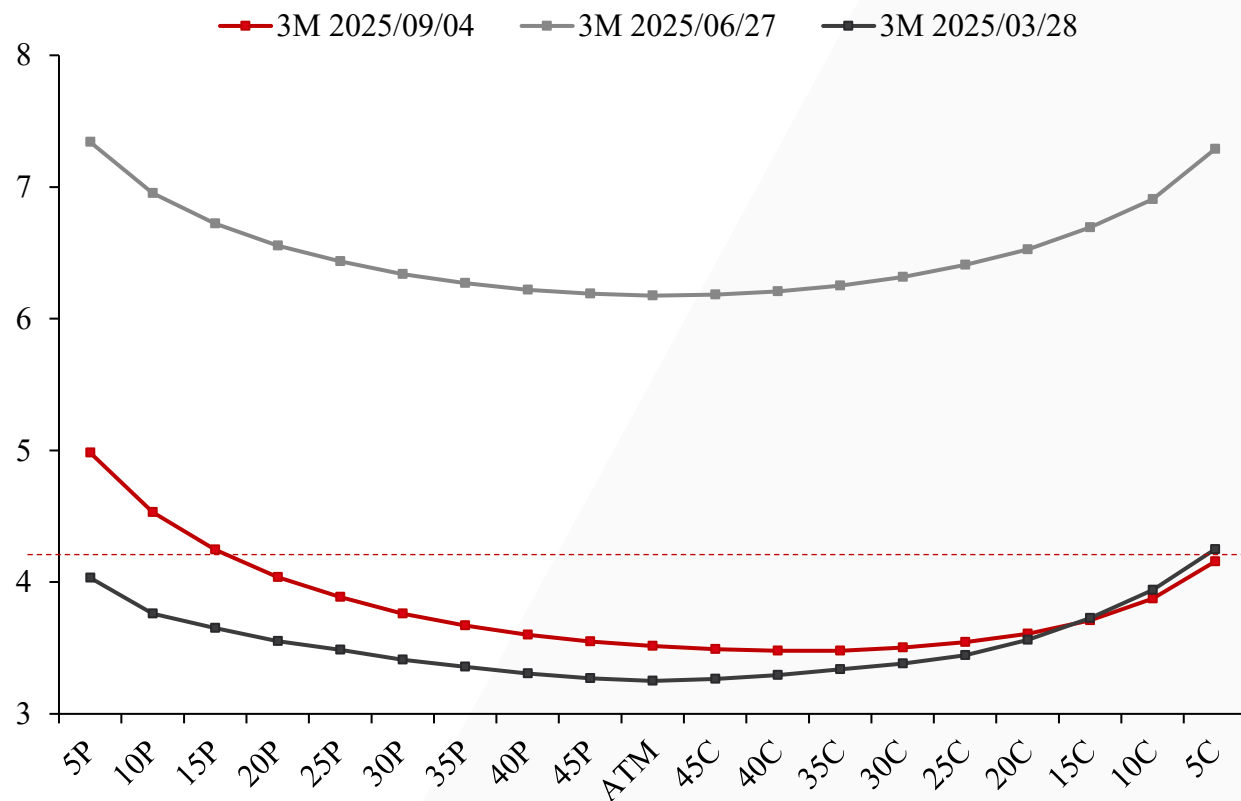


— 量价和政策信号 —

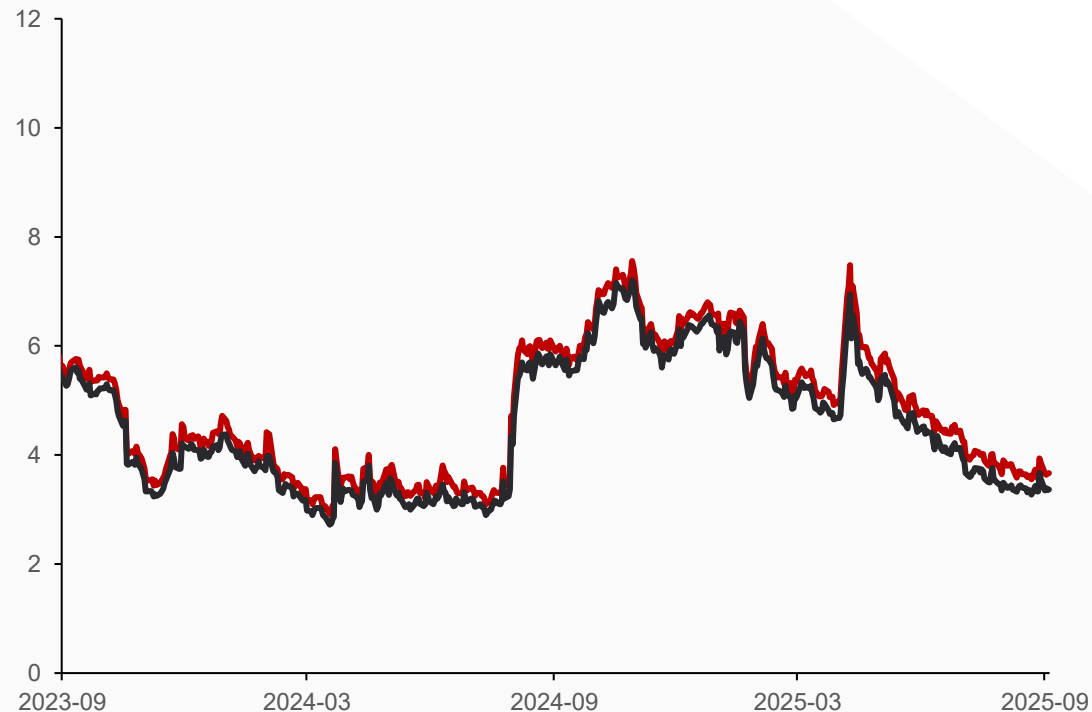


◆ 3个月的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出人民币的升值趋势，Put端波动率高于Call端。

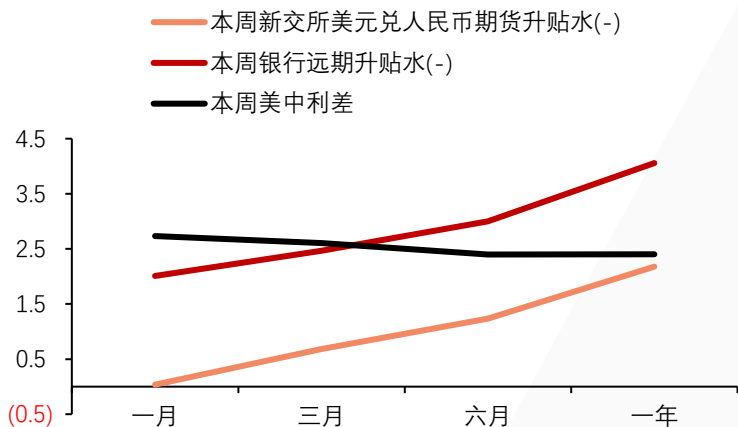
美元兑人民币期权隐含波动率



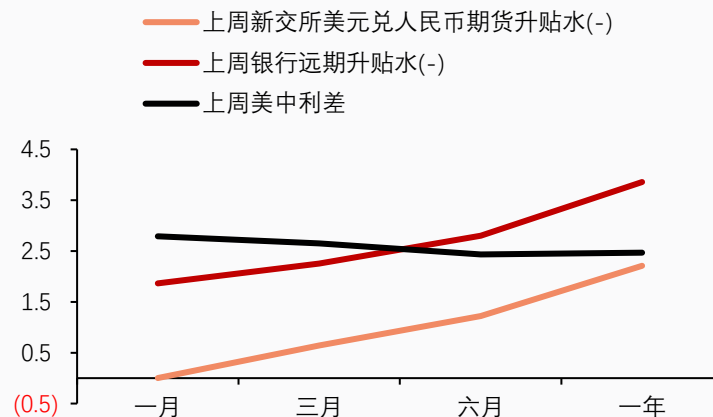
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



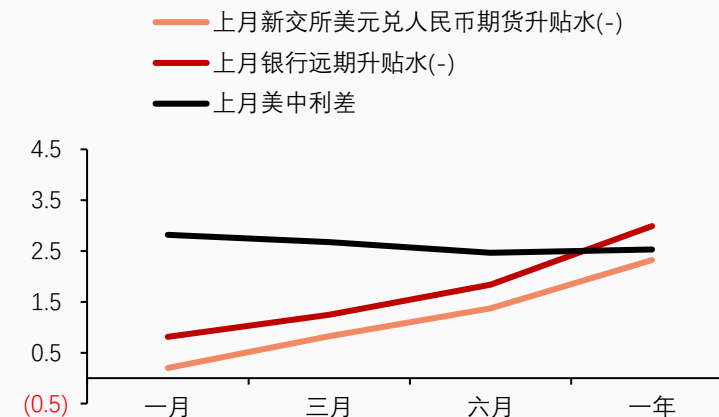
20250903 (%)



20250827 (%)

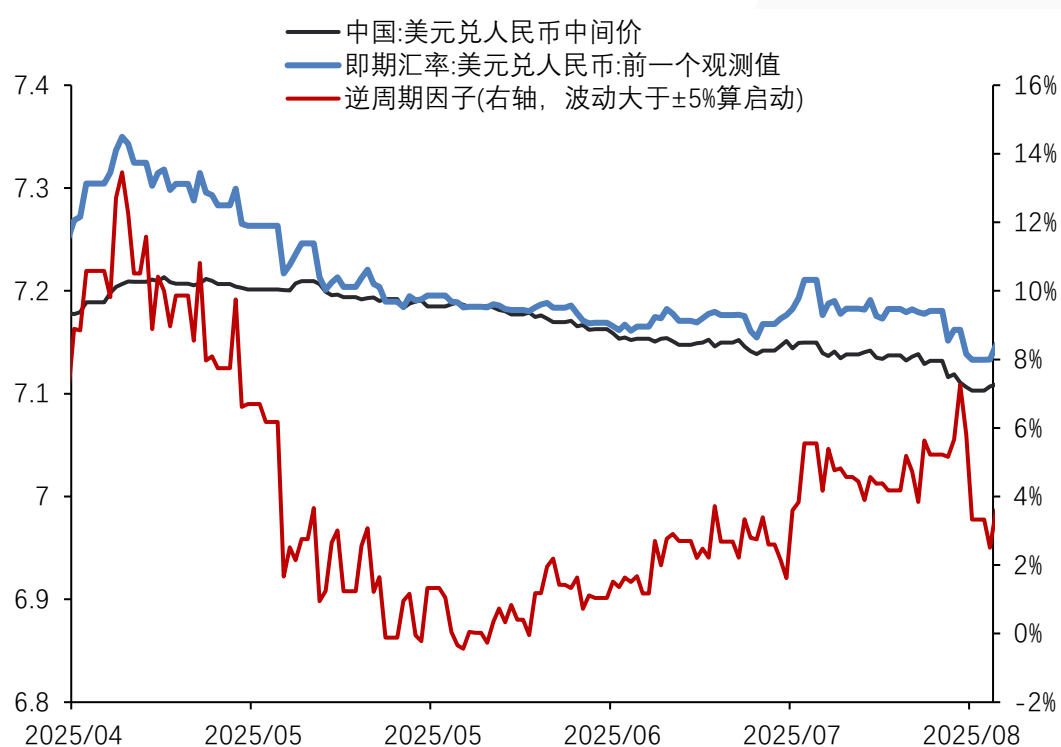


20250806 (%)

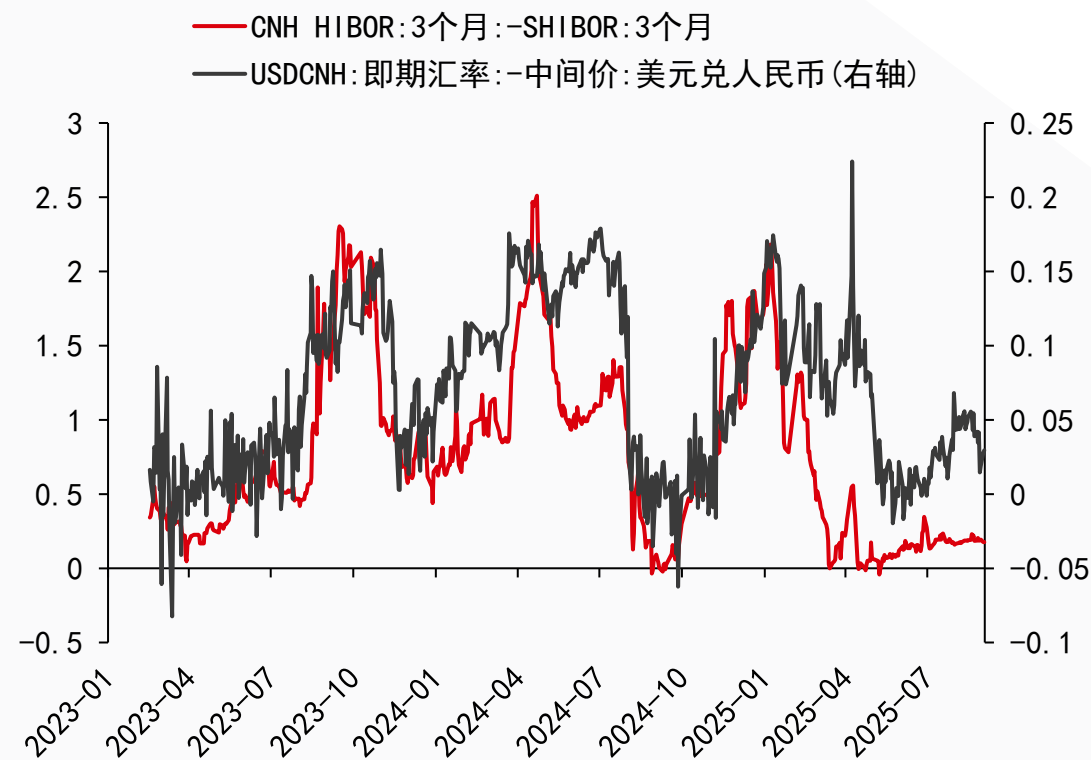


- ◆ 政策逆周期因子重回5%以下
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差波动

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8月27日5957亿；美联储逆回购余额347亿美元；存款机构准备金余额3.34万亿（-566亿）。
- ◆ 8月22日鲍威尔在全球央行年会上讲话有所转鸽：认为当前的形势意味着，就业面临的下行风险上升。这种风险平衡的转变可能意味着需要调整政策立场。明确放弃2020年灵活平均通胀目标框架，强调“有意让通胀温和超调的思路已不适用”。

	2025年										2024年												2023年					
	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	11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		-0.50												4.5	-0.5	-55.1bp	-107bp
欧元区				-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25									2.15	-1.5	-8bp	-17.3bp
日本									0.25					0.15					0.20						0.5	0.25	+16.4bp	+38bp
英国	-0.25			-0.25				-0.25			-0.25		-0.25												4	-1		
加拿大							-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25									3	-1.5	-28bp	-41.8bp
澳大利亚	-0.25			-0.25				-0.25															0.25		3.6	-0.75		
新西兰	-0.25			-0.25	-0.25			-0.50			-0.50	-0.50	-0.25												3	-2.25		
瑞典			-0.25					-0.25	-0.25		-0.50	-0.25	-0.25				-0.25								2	-1.5		
瑞士			-0.25				-0.25			-0.50			-0.25			-0.25			-0.25						0	-1		
挪威			-0.25																		0.25				4.25	-0.25		
中国				-0.10								-0.25			-0.10										3	-0.35		
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	-1		
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							5	-1		
泰国	-0.25				-0.25		-0.25					-0.25													1.5	-1		
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									5.5	-1		
巴西				0.25	0.50		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50			15	4.25		
俄罗斯			-2.00	-1.00								2.00	1.00		2.00						1.00				18	-1		
墨西哥	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50			-0.25	-0.25		-0.25	-0.25					-0.25						7.75	-2.75		
土耳其		-3.00				3.50	-2.50		-2.50	-2.50									5.00		2.50	2.50	5.00		43	-7		
南非	-0.25			-0.25					-0.25		-0.25		-0.25				-0.25	-0.50	-0.75		-1.00				7	-1		
智利			-0.25							-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	-0.50	-0.75		-1.00		-0.75			4.75	-0.75		
阿根廷									-3	-3	-5					-20	-20	-20			-33				29	-11		



【核心图表】美国经济：经济预期上修

- ◆ **就业：权威下降。**美国7月非农大幅下修，但特朗普新任劳工统计局长EJ Antoni政治立场鲜明；
- ◆ **通胀：关税通胀仍不显著；**
- ◆ **经济：预期上修。**财政支出回升，8月景气度再显韧性；

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09
		GDP:不变价:同比	%			1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	2.53	2.53	2.72	2.72
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	53.30	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50	47.30
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			5.63	9.70	0.71	4.92	2.97	3.28	-0.87	-2.34	2.06	-1.41
		成屋+新建住房销售	万套		466.2	458.6	466.3	470.5	469	494.4	474.4	500.3	482.4	458.7	456.6
就业		新增非农就业人数	万人		7.30	14.70	13.90	17.70	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20	25.40
		失业率（色阶相反）	%		4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10
		非农职位空缺数	万人			743.7	771.2	739.5	720	748	776.2	750.8	815.6	783.9	737.2
通胀		CPI:当月同比	%		2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40
		核心CPI:当月同比	%		3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		4.32	4.12	3.16	5.19	4.76	-0.14	4.42	4.63	3.99	4.72	0.28
		Markit服务业PMI	%	55.40	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00	55.20
		个人可支配收入:同比	%		4.62	4.30	4.17	4.92	4.41	4.19	3.78	4.61	5.06	5.32	4.90
		个人消费支出:同比	%		4.71	4.79	4.66	5.20	5.47	5.70	5.69	5.80	5.76	5.48	5.36
财政	20.3%	财政收入:同比	%		2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80	-19.00	12.73
		财政支出:同比	%		9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53	24.30	-27.56
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%			3.33	5.16	9.08	5.81	4.61	4.37	2.55	6.64	2.12	3.20
		进口金额:同比	%			-1.39	3.20	3.34	26.36	19.72	23.04	12.25	9.72	4.55	9.25

美国
经济
热力
图

【关税事件】关税的合法性再生波折

国家	日期	详情	措施
澳大利亚	7月9日	美国“对等关税”宽限期正式结束，澳大利亚仍适用 10% 基准税率。针对特朗普威胁将对进口药品征收高达200%的关税，澳财长查默斯表示“紧急评估”影响，称药品行业“更令人担忧”，但重申药品福利计划（PBS）不可动摇。	谈判
	8月1日	澳大利亚贸易部长发言人表示，白宫确认美国对澳洲商品征收的 10% 基准关税维持不变，但澳方仍将继续根据我们的自由贸易协定，推动取消所有关税	
印度	8月6日	特朗普签署行政令，以印度“以直接或间接方式进口俄罗斯石油”为由，对其输美产品额外加征 25% 关税，新措施于公布 21 天后实施（据白官公告）。	谈判
	8月27日	美对印加征50%关税获正式生效，印度出口商称大量订单取消。特朗普贸易顾问纳瓦罗称，印度如果停止购买俄罗斯石油，就可以避免被征收25%的关税。	
加拿大	7月31日	白宫表示，美国总统特朗普已签署行政令，将对加拿大的关税税率从25%上调至35%，新关税将于8月1日生效，符合美国墨西哥加拿大协议（USMCA）条件的商品不会受到国际紧急经济权力法（IEEPA）关税的影响；维持能源关税税率在10%不变。加拿大总理卡尼表示，对美国提高关税感到失望。	谈判
	8月22日	加拿大总理卡尼在首都渥太华举行的新闻发布会上宣布，加拿大决定取消多项针对美国商品的报复性关税，但对美国汽车、钢铁和铝的关税将暂时维持，撤销部分报复性关税将于9月1日生效。他强调，上述措施是与美国对加拿大商品降低关税的对应措施。白宫声明称，美国对加拿大最新决定表示欢迎	
欧盟	7月27日	美欧达成15%税率的关税协议。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资6000亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买7500亿美元的美国能源产品。	达成协议
	8月21日	欧盟委员会主席冯德莱恩表示，欧盟与美国双方同意实行统一的15%关税税率，包括汽车在内的各类商品将适用该关税标准。	
	8月28日	美国白宫发表《关于美国-欧洲联盟关于互惠、公平和平衡贸易协定框架的联合声明》，美欧贸易协议细节敲定，框架内容要点有19项。美对欧盟多数商品征收关税税率最高15% 涵盖汽车、药品、半导体芯片和木材，称对欧盟汽车的关税可能在几周内降低。欧盟将取消对美国所有工业品关税并对美农产品提供优惠市场准入。	
韩国	7月30-31日	美国总统特朗普宣布与韩国达成全面贸易协议，征收15%关税，韩国将向美国提供3500亿美元投资。此外，韩国将购买1000亿美元液化天然气（LNG）或其他能源产品。该金额将在李明博下周访美时公布。韩国方面表示，美国对韩国汽车关税将降至15%；韩国不会向美国进一步开放大米和牛肉市场。	达成协议
	8月4日	韩国总统政策室长表示，作为与美国贸易协议的一部分，对美3500亿美元投资主要为贷款担保，实际股权占比将低于5%。	
	8月12日	美国总统办公室主任宣布，韩国总统李明博8月24-26日将访问美国，特朗普与李在明将于8月25日举行峰会；李在明与特朗普将讨论芯片、电池和造船合作。	
	8月25日	美国总统特朗普与韩国总统李在明白官会晤，特朗普称不介意重谈韩美贸易协议，考虑从韩订购舰船，还提及将就阿拉斯加石油问题与韩达成协议。	
英国	5月8日	英国和美国已经就关税贸易协议条款达成一致。双方签署美英贸易协议《美英经济繁荣协议（EPD）》。	达成协议
	6月3日	特朗普正式签署令将钢铁关税升至50%，声明表示，美国从英国进口的钢铁关税仍将维持在25%。自2025年7月9日起，美方可根据《环境政策声明》的条款调整适用的关税税率，并制定钢铁的进口配额。如果英国被认定为未遵守《环境政策声明》的相关规定，则可将适用关税税率提高至50%。	
	6月16日	美英宣布达成贸易协议一般条款，内容有：美国对英汽车进口设每年 10 万辆、10% 关税的配额；英方承诺满足美对钢铝产品供应链安全及生产设施所有权的要求。美方将据此对英钢铝及衍生制品设“最惠国”税率配额，双方建立航空航天产品免关税贸易，美欧除此前三项针对美英航空业的关税行政命令。	
中国	5月12日	中美经贸高层会谈10日至11日在瑞士日内瓦举行。中美双方于5月12日发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》：美方取消共计91%加征关税，中方相应取消91%反制关税；美方暂停实施24%“对等关税”，中方也相应暂停实施24%反制关税。	取得初步进展
	6月5日	中美国家领导人互通电话，两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。商务部发言人表示，稀土相关物项具有军民两用属性，实施出口管制符合国际通行做法，已依法批准一定数量的合规申请。	谈判
	6月9-10日	中美经贸的中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔在伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。	取得初步进展
	6月27日	中国商务部表示，近日中美双方进一步确认了伦敦框架细节，中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请，美方将相应取消对华一系列限制性措施。	
	8月12日	中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，宣布自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天。	
日本	7月22日	商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢访问美国，与美国财政部、商务部和贸易代表办公室相关官员举行会谈。双方围绕落实中美两国元首通话共识、就中美经贸关系、落实中美经贸会谈共识等问题进行了交流沟通。	达成协议
	8月4日	美国总统特朗普通过社交媒体宣布美国与日本达成贸易协议：对日关税税率为15%及日本5500亿美元对美国投资。特朗普还称，或许最重要的是，日本将开放其市场进行贸易，包括汽车、卡车、大米以及其他部分农产品和商品。7月23日，日本首相明确与美国就美方向日本征收15%的关税达成一致。	
		赤泽亮正表示，不要盲目相信美国方面有关贸易会谈的全部言论，日对美5500亿美元投资将使自身受益。美日贸易协议并非具有法律约束力的承诺，它是政府机构之间的协议，将在制度和芯片项目上与美国密切合作。石破茂认为日美贸易协议是双赢的协议，但实施该协议就可能比达成协议更具挑战性。	
墨西哥	7月31日	特朗普表示，美墨双方同意延长两国的关税协议 90 天，墨西哥将继续支付 25% 的芬太尼关税、25% 的汽车关税，以及 50% 的钢铁、铝和铜关税。此外，墨西哥已同意立即取消其设置的许多非关税贸易壁垒。美国将在未来90天内与墨西哥进行磋商，目标是在90天或更长时间内签署贸易协议。双方将继续在边境安全的各个方面开展合作，包括毒品、毒品分销以及非法移民问题。西红柿和汽车关税维持现状。	谈判
新加坡	8月1日	新加坡工贸部表示，已与美国贸易代表办公室确认关税事宜，美国对新加坡的关税维持在10%，密切关注事态发展。	谈判
越南	7月2日	特朗普称美越达成贸易协议，美对越南商品征收关税20%、转运商品征收40%，越对美“完全开放市场”；越方建议取消美对越部分高科技产品的出口限制。	谈判
	7月11日	越方认为与美关税协议税率约为 11%，但特朗普 7 月 2 日突然宣布税率20%，导致越南政府至今未正式接受该关键条款，双方也未公布和签署最终协议。	
	7月31日	白宫发布行政令，对部分国家重新设定“对等关税”税率标准，越南商品将被征收20%的关税，将于8月7日生效。	
柬埔寨	7月7日	特朗普宣布对柬埔寨征收36%的关税。柬埔寨副总理表示，关税从49%降至36%是第一阶段谈判的巨大成功。已准备好与美国进行会谈，进一步降低关税。	达成协议
	7月31日	白宫发布行政令，对部分国家重新设定“对等关税”税率标准，美国将对柬埔寨商品征收19%的关税。	
	7月22-23日	美国总统特朗普就贸易、战争与和平问题与菲律宾总统马科斯展开会谈。7月23日，美国总统特朗普在社交媒体表示美菲达成贸易协议，菲律宾将与美国开放市场，零关税。菲律宾将支付19%的关税。菲律宾总统表示，与美国达成的19%的关税税率协议是一项重大成就，将开放汽车市场，对来自美国的进口汽车实施零关税。美国将加大大豆、小麦和医药产品的出口力度，关于不同商品的细节仍需进一步敲定。	达成协议
巴西	8月6日	菲律宾将从9月1日起暂停大米进口60天，以帮助当地农民。在此之前，菲律宾农业部长推动暂时停止进口大米，并提高大米进口关税。	谈判
	7月30日	美国白官宣布，总统特朗普签署行政命令，对巴额外征收40%的关税，使总关税额度达到50%，特朗普将50%关税的实施时间推迟七天，同时对多种产品予以豁免，豁免清单涵盖橙汁和巴西航空工业公司，咖啡不包含在豁免之列。行政令称，这些关税是为了回应巴西政府实施的政策和行动。	
	8月6-7日	美国对巴西加征的 40%“专案关税”正式生效。巴西财长Haddad确认8月13日将与美国财长贝森特会谈。卢拉表示，巴西将美加征关税行为诉至世贸争端解决机制。巴西不会宣布对美国商品征收报复性关税，巴西政府也不会放弃与美国内阁层面的对话。	
印度尼西亚	8月29日	巴西政府29日启动经济对等法案相关程序反制美50%关税。巴西总统卢拉说，尽管巴西已着手准备反制，但仍希望通过谈判化解争端。	达成协议
	7月22日	白官公布了《关于美国-印度尼西亚互惠贸易协定框架的联合声明》，美国将对所有进口的印度尼西亚商品征收19%的关税，印尼对美工业、食品、农产品取消99%关税。印尼接受美机动车安全标准、取消关键矿产出口限制，将向美国采购价值150亿美元的LNG、原油和汽油、价值45亿美元的大豆、豆粕、小麦和棉花、价值32亿美元的美国飞机。目前只是初步协议，未来几周两国将就协议进行谈判并敲定协议。	
	8月26日	印尼首席关税谈判代表称，美国原则上同意将棕榈油、可可和橡胶排除在19%的关税之外，棕榈油、可可和橡胶有望从美国获得零关税或接近零关税的待遇。一旦双方达成最终协议，关税豁免将立即生效。但由于美国正忙于与其他国家进行关税谈判，因此尚未设定时间表。会谈还涉及美国有意在印尼建设燃料储存设施，作为谈判的一部分。	
瑞士	7月31日	美国总统特朗普签署行政令，确定对瑞士征收 39% 的“对等关税”。瑞士联邦主席奥古斯特·祖特尔特当晚与特朗普通话，双方对贸易关系公平性的看法存在巨大分歧，特朗普专注于近 400 亿美元的商品贸易逆差，要求瑞士提出更多让步。	谈判
泰国	7月30日	美国商务部长卢特尼克晚间在接受媒体采访时表示，美国已与柬埔寨和泰国达成贸易协议，但未透露细节，包括备受关注的税率。	达成协议
	7月31日	白宫发布行政令，美国将对泰国商品征收19%的关税。泰国财政部长表示，仍在就与美国的贸易提案进行“进一步”的工作。	
	8月1日	泰国财政部长表示，内阁批准与美国的初步贸易协议。美国的关税税率反映了友谊与伙伴关系，将开放美国猪肉进口，但仅占消费量不到1%；将从美国购买约100架飞机，预计与美国完成贸易协定草案需要一个多月时间。	

◆ 在本表跟踪的17个重点国家及地区中，对美谈判呈“梯度兑现”：英美协议已部分生效，钢铝条款仍待落地；中美贸易谈判呈阶段性缓和，通过经贸磋商机制持续沟通未决问题；日本催美落实降税承诺，因大米分歧，日取消赴美磋商；美对印 50% 关税生效，印暂不报复且谈判因农业准入僵持，印方积极开拓新市场；美欧已就贸易协定框架达成一致，欧盟拟让渡工业品及农渔产品关税换美降汽车关税；韩美领导人会晤无果，框架协议下分歧仍存；加美贸易谈判策略更趋灵活；墨美本周将会晤，有望达成协议；巴美关税谈判停滞；柬、越、菲、印尼、泰虽已与美签署协议，仍在就关税具体实施和转运规则等细节进一步谈判。

◆ 在行业关税领域，当前钢铝、铜及汽车关税已正式生效，且加征力度持续升级；美国总统特朗普则频繁释放信号，预告将对半导体、医药、家具等行业加征关税，并于 7 月 30 日进一步宣布，自 8 月 29 日起暂停对价值 800 美元及以下进口包裹的免税政策。针对贸易谈判进程，美国财政部长贝森特表示，“绝大部分”美国贸易谈判预计将在 10 月前完成，后续需持续关注各国协议推进情况，以及芯片、医药领域关税细则的具体落地时间。

◆ 8月29日，美国上诉法院裁定，特朗普的大部分关税政策非法，这削弱了这位共和党总统将关税作为关键经济政策工具的做法。法院允许这些关税持续生效至10月14日，以便特朗普政府有机会向最高法院提出上诉

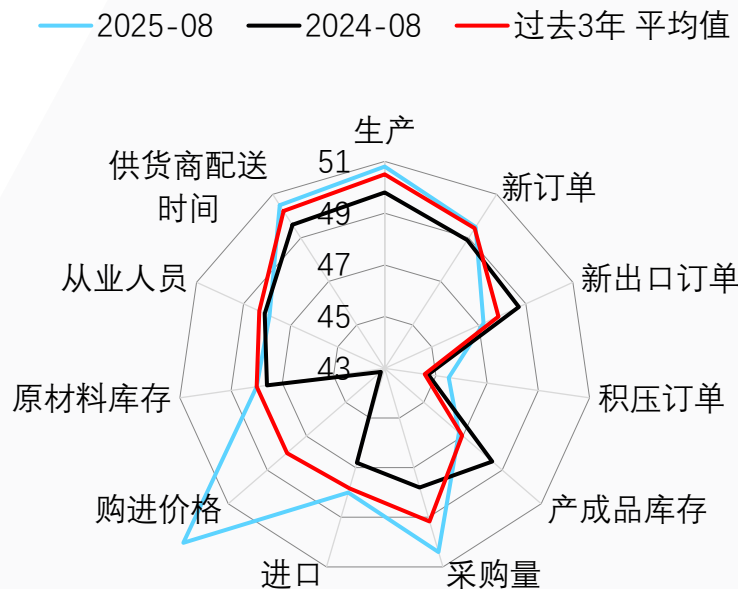
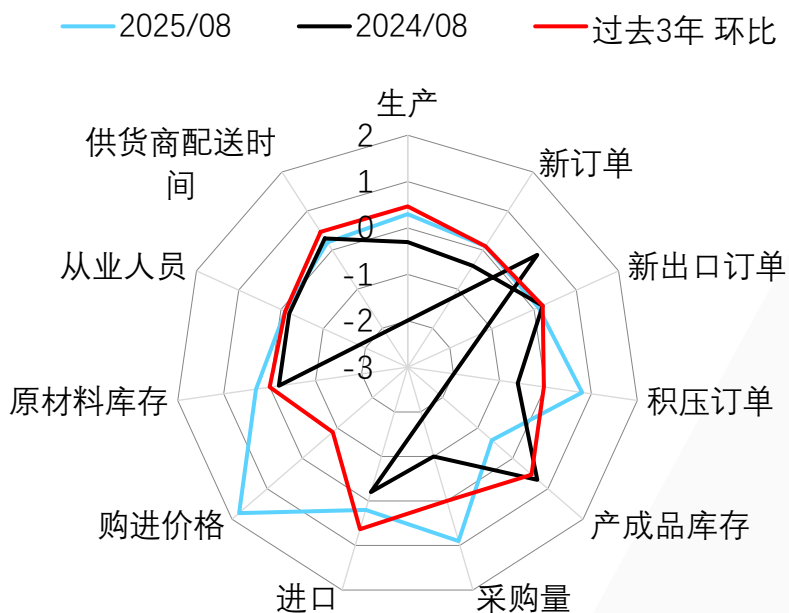
【宏观】中国经济：强预期弱现实

- ◆ **经济结构分化：**7月出口、消费具有韧性，但通胀仍未回升，固定资产投资存在压力。基本面和情绪有所分化。基本面和情绪割裂加剧。
- ◆ 8月全国PMI49.4，环比值0.1。生产量回升0.3至50.8，新订单回升0.1至49.5，产量高于订单。购进价格回升1.8至53.3，就业回落0.1至47.9，成品库存回落0.6至46.8，出口回升0.1至47.2，进口回升0.2至48.0。

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09
		GDP:不变价:当季同比	%			5.2			5.4			5.4			4.6
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%		6.1	5.9	6.0	6.3	5.7	2.2	6.0	5.8	5.4	5.2	4.4
		进口金额:累计同比	%		-2.7	-3.8	-4.8	-5.2	-7.0	-8.4	-16.4	1.1	1.1	1.7	2.1
投资	25.2%	固投:累计同比	%		1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	N/A	3.2	3.3	3.4	3.4
		地产投资:累计同比	%		-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	N/A	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1
		制造业投资:累计同比	%		6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	N/A	9.2	9.3	9.3	9.2
		基建投资:累计同比	%		7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	N/A	9.2	9.4	9.4	9.3
		制造业PMI	%	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	N/A	4.8	5	5	4.7	4.6	4	N/A	3.5	3.5	3.5	3.3
		服务业PMI	%	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50	50.3	52	50.1	50.1	49.9
		城镇调查失业率（色阶相反）	%		5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1
通胀		CPI:当月同比	%		0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4
金融		社会融资规模存量:同比	%		9	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8	8	7.8	7.8	8
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8	8.1

【宏观】：8月PMI

- ◆ 8月全国PMI49.4，环比值0.1。生产量回升0.3至50.8，新订单回升0.1至49.5，产量高于订单。购进价格回升1.8至53.3，就业回落0.1至47.9，成品库存回落0.6至46.8，出口回升0.1至47.2，进口回升0.2至48.0；行业大类，原材料、设备、消费回升，中间品较上月回落，原材料领跑大类行业。本月绝对值最高的4个行业为专用、石油炼焦、有色、造纸，环比最好的3个行业为服装、铁路船舶、石油炼焦。



2025年

2026年

Q3

Q4

Q1

Q2

流动性

9/3大阅兵;
FOMC-9月17日;

- 美联储政策窗口期
- 去库周期/关税拖累
- 美国流动性风险
(风险等级下降)

需求冲击过渡向滞涨

10月中国政治局会议;
11月10日中美关税延后到期;
12月上旬政治局会议;
FOMC-12月10日;
12月中央经济工作会议;
特朗普访华?

- 特朗普访华? (中国订单)
- 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

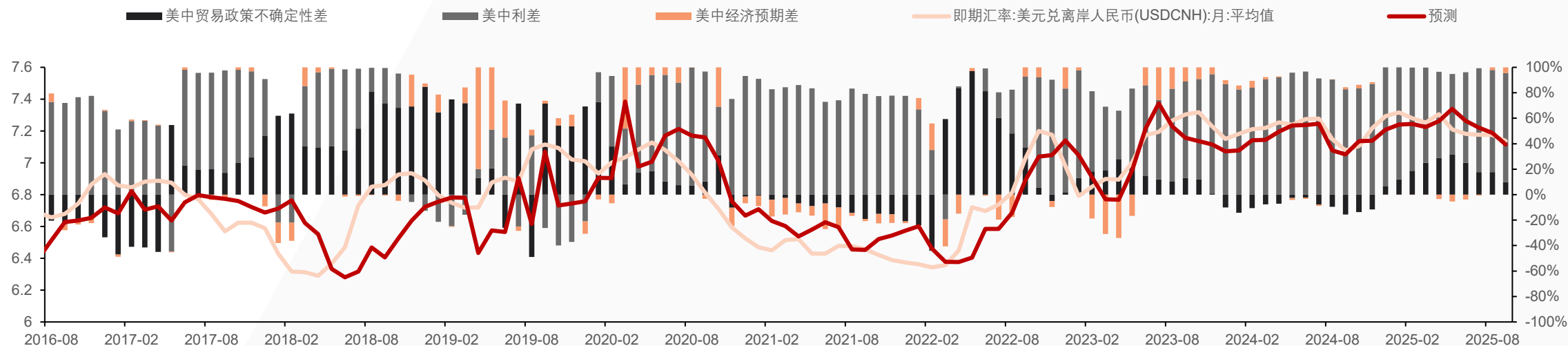
宽松节奏

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

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国 8 月 ISM 制造业 PMI 回升至 48.7，高于前值但仍处收缩区间，显示制造业动能不足，就业市场裂缝扩大，职位空缺降至10个月低点。中国方面，出口继续保持韧性，内需修复依然缓慢，政策重心仍在托底消费与优化产业结构；**2)中美利差(chā)中性：**市场对美联储 9 月降息的预期持续升温，美债收益率阶段性回落；国内利率维持平稳，利差压制作用边际缓解；**3)贸易政策不确定性中性：**中美经贸摩擦的不确定性依旧存在，近期关税执行力度相对温和，延长期限释放一定缓和信号，但政策风格仍可能带来后续扰动。
- ◆ **短期策略：**短期美元兑人民币预计**维持在7.1–7.2区间震荡**。监管持续强化预期管理，人民币短线对外部冲击的缓冲力增强。
- ◆ **年内策略：**中长期汇率大致关注**6.9–7.0**的升值阻力区间，该点位在当前汇率基础上具备一定政策敏感性。在政策持续性假设支持下，即便中间价近期偏向平稳，升值风险仍应保持关注，特别当美元走势显著走弱时。

人民币汇率拟合模型



- ◆ 基差波动范围：从2022年01月至今的历史来看，期货主力升贴水的范围在-1100 到900。

UC.SG主力合约—USDCNH价差（单位：bp，基差=现货-期货，图中数值为期货-现货，对应卖套的盈亏）



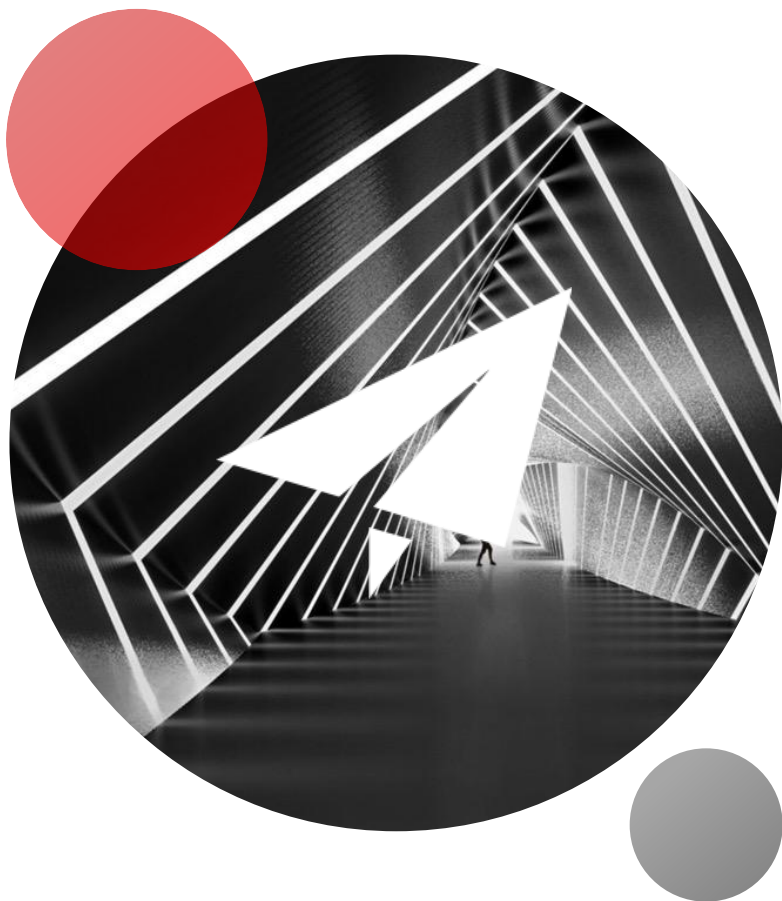
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

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