

美国政府重启后，汇率波动风险上升

华泰期货研究院 2025年11月14日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

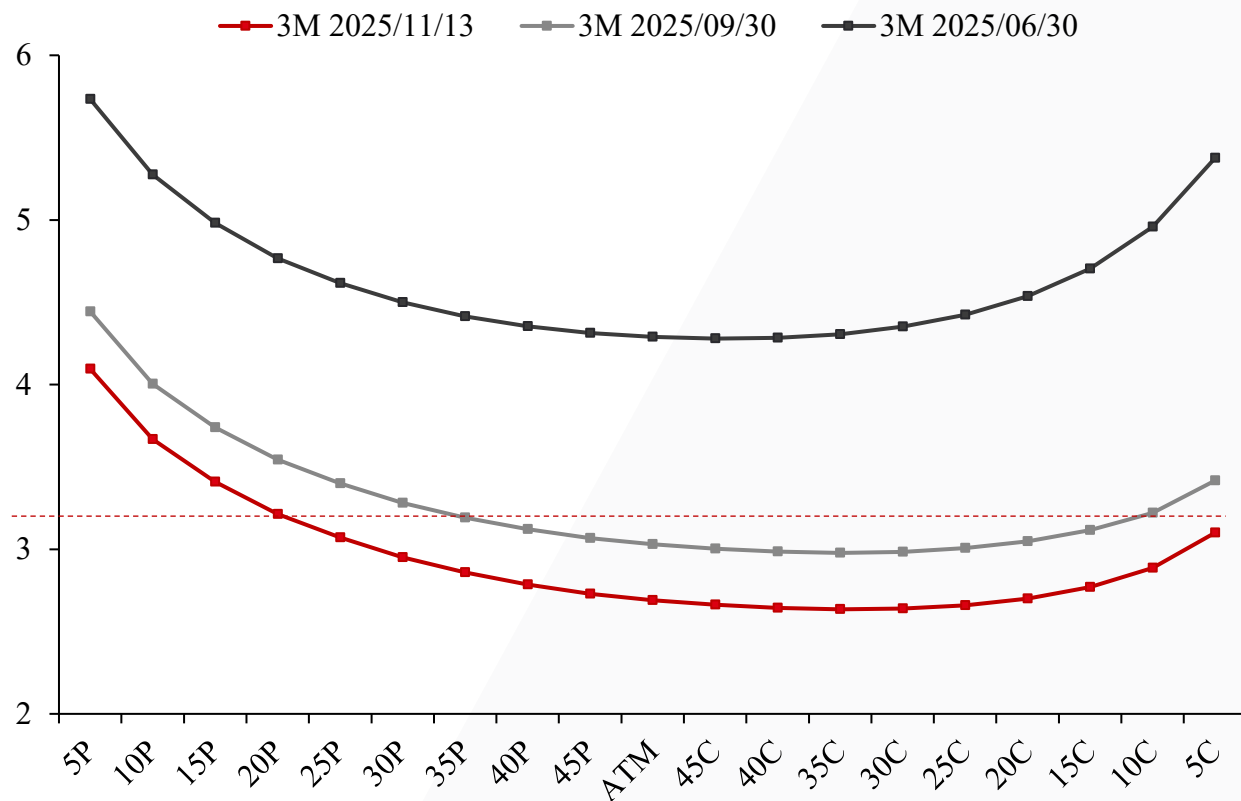


— 量价和政策信号 —



◆ 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

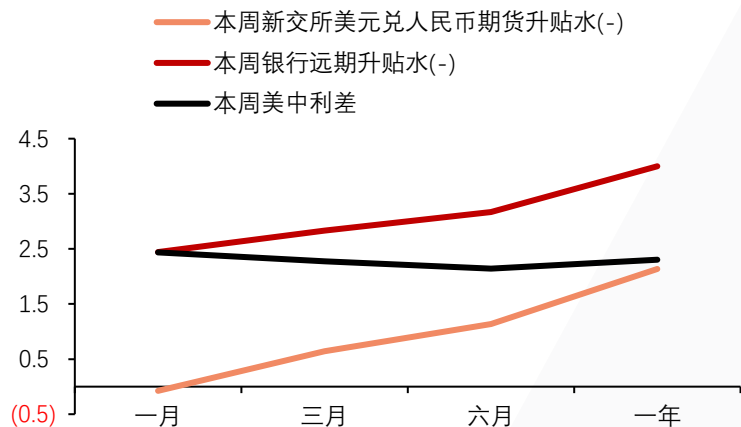
美元兑人民币期权隐含波动率



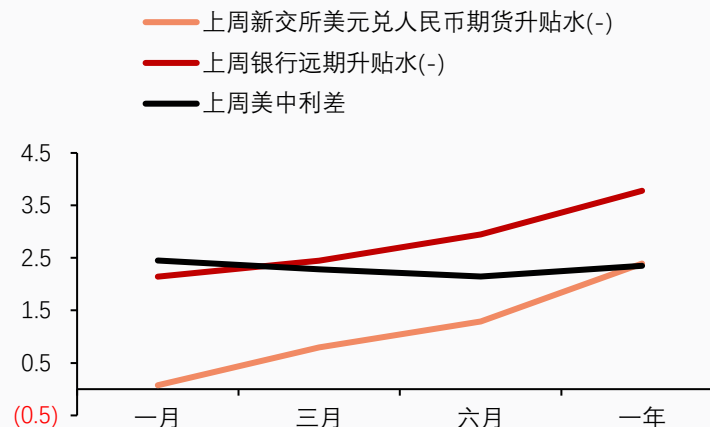
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



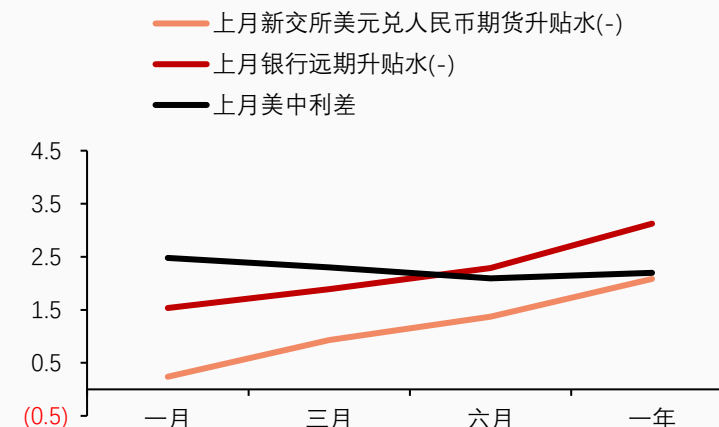
20251112 (%)



20251105 (%)

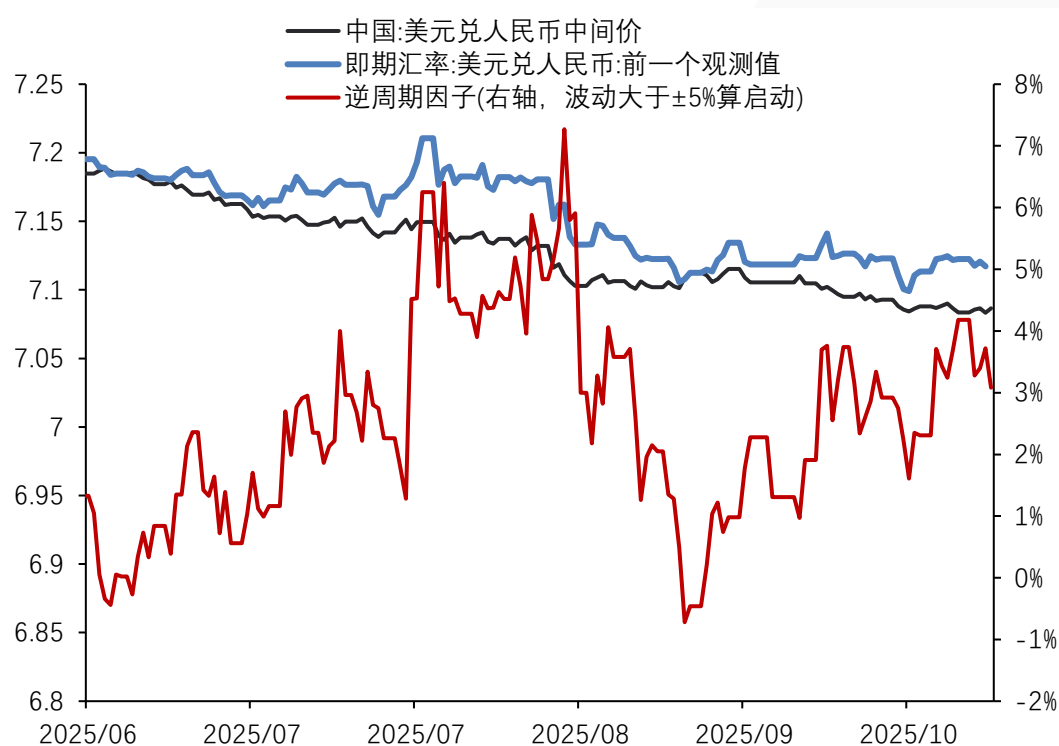


20251015 (%)

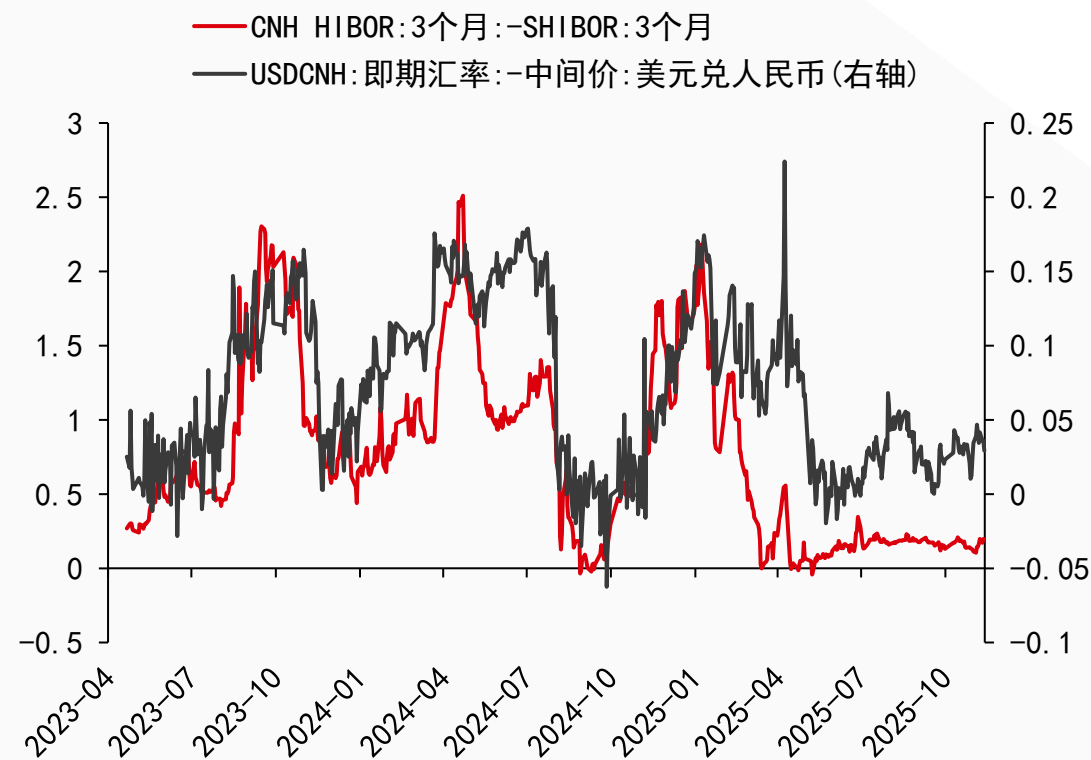


- ◆ 政策逆周期因子维持在5%以下
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差波动

人民币汇率中间价逆周期因子



离岸在岸人民币利差



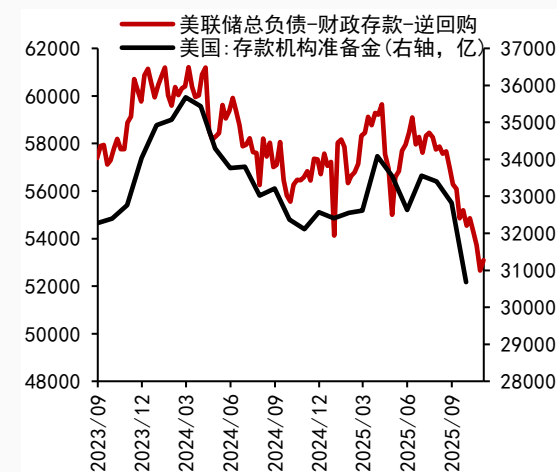
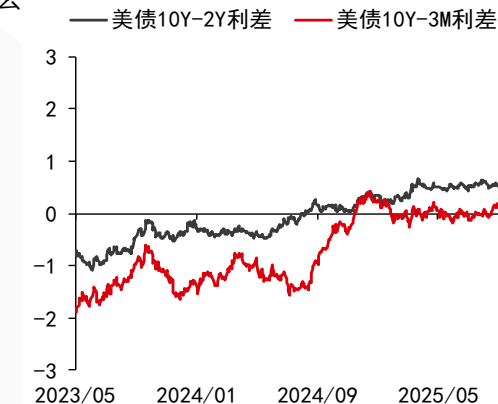


— 基本面及观点 —

【宏观】降息和流动性

- ◆ 美国、欧洲降息计价分化；TGA账户10月22日9050亿（不降反升）；存款机构准备金余额3.28万亿（-584亿）。
- ◆ 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。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”。
- ◆ 以隔夜一般抵押品回购利率为代表的短期利率，已持续高于美联储设定的准备金利率（IORB），今晚还将迎来FOMC会议。

	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	-48.7bp	-107.8bp
欧元区					-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25							2.15	-1.25	-1.8bp	-12.5bp
日本										0.25					0.15					0.20				0.5	0.25	+12.3bp	+50bp
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	-29.1bp	-40.5bp
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			-0.25				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		-0.50		15	4.25		
俄罗斯	-0.50	-1.00		-2.00	-1.00								2.00	1.00		2.00						1.00		16.5	-4.5		
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	-1.00	-2.50		-3.00			3.50	-2.50		-2.50	-2.50									5.00		2.50	2.50	39.5	-10.5		
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		-0.75	4.75	-0.5		
阿根廷									-3	-3	-5							-20	20	-20			-33	29	-11		



【宏观】美联储主席候选人

- ◆ **核心角逐在沃勒和哈塞特之间。**对特朗普而言，二者是“最适合”与“最听话”之间的比较。目前市场概率显示哈塞特领跑，但特朗普对贝森特高度信任，建议关注呵护美联储独立性的贝森特主导面试可能带来的预期差。若沃勒或最终胜出，且可能触发“美联储失去独立性”的反转交易：利多整体美元资产、利空黄金，市场或削减对明年的降息预期。若哈塞特胜出，我们预计会触发市场面对“美联储失去独立性”的“肌肉记忆”：利空整体美元资产、利多黄金，市场或上调对明年的降息预期。

姓名	职位	发言时间	最新言论内容	观点汇总
克里斯托弗·沃勒	现任美联储理事	2025-10-16	他表示民间部门数据持续反映劳动力市场疲软；目前通胀率估计在2.5%左右，似乎没有什么迹象表明通胀会大幅上升。 他主张维持每次25个基点的谨慎降息步伐以应对疲软的劳动力市场。	他是今年最先提出恢复降息的美联储理事，警告劳动力市场出现疲软迹象，而夏季一系列令人失望的就业报告印证了其判断。 虽然沃勒目前主张特朗普所希望的低利率政策，但他长期倡导央行独立性。 不过，沃勒可能愿意配合美联储内部的一些改革，例如精简机构运作、降低成本。他也支持美联储应避免介入多元化或气候变化等政治性议题。
米歇尔·鲍曼	现任美联储理事	2025-10-14	“我认为，只要我们看到劳动力市场和其他经济数据按照我预期的方式发展，那么我们会继续走降低联邦基金利率的道路。” “我仍然认为今年年底前还会有两次降息。”	自6月出任监管副主席以来，鲍曼主导放宽大型银行的关键资本规划，并支持撤销要求银行披露气候风险管理的监管标准。 她也是今年最早支持降息的官员之一，7月，她与沃勒共同对维持利率不变的多数决定提出异议。
凯文·沃什	前美联储理事			离开美联储后，沃什多次公开批评美联储，最近更呼吁“体制变革”。他在7月接受采访时表示：“这需要打破一些旧框架，因为他们现在的做法已经行不通了。” 沃什特别批评美联储资产负债表的扩张，他主张应通过大幅缩表来为降息创造更多空间。他今年由长久以来的通胀鹰派转向鸽派，目前对低利率的开放态度。
凯文·哈塞特	白宫国家经济委员会主任			哈塞特与特朗普在美联储事务上的立场高度一致。今年早些时候，当美联储连续数月维持利率不变时， 哈塞特呼应了特朗普对鲍威尔的批评，指责美联储在降息方面“行动落后”。 他还表示，美联储自身的做法让其独立性与公信力陷入危险。
里克·里德尔	贝莱德（BlackRock Inc.） 高管	2025-10-25	“总体而言，今天的通胀数据令人鼓舞。虽然还高于美联储2%的通胀目标。但我们认为，整体通胀趋势在未来一年可以继续缓和，正如通胀盈亏平衡点最近所显示的， 这将允许美联储维持降息倾向。 ”	在9月接受采访时，里德尔表示，美联储应当选择更大幅度的降息，即一次性下调50个基点，而非25个基点。 他还强调，美联储独立性至关重要，因为投资者需要对美元、债务及融资体系保持信心，但同时补充说，央行应当更加创新。

【核心图表】美国经济：政府重新开门，关注关门期间对经济冲击

◆ **就业：权威下降。**ADP超预期；**通胀：9月CPI上涨不及预期**，支撑后续降息；

◆ **经济：预期上修。**PMI略有上升，9月地产销售并未延续改善；

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11
		GDP:不变价:同比	%						1.99			1.99		2.53	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70
		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
		成屋+新建住房销售	万套		406	480	467.4	458.6	466.3	470.5	469	494.4	474.4	500.3	482.4
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
		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
		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
通胀		CPI:当月同比	%		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70
		核心CPI:当月同比	%		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	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
		Markit服务业PMI	%	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10
		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
		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
财政	20.3%	财政收入:同比	%		3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80
		财政支出:同比	%		-22.61	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53
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
		进口金额:同比	%				2.58	-1.03	3.20	3.34	26.36	19.72	23.04	12.25	9.72

美国
经济
热力
图

【宏观】10月ADP呈韧性

- ◆ 10月ADP中，贸易交通和商品生产是主要正贡献。和非农相比，ADP不包含政府部门数据

Series	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12
总	42	-29	-3	104	-23	29	60	147	84	186	176
商品生产	9	-7	2	31	34	-3	28	16	40	2	37
矿业	7	-5	10	9	8	-3	7	-3	-1	4	11
建筑业	5	-4	10	15	8	6	18	2	26	15	18
制造业	-3	2	-18	7	18	-6	3	17	15	-17	8
服务	32	-21	-5	74	-58	32	33	131	43	184	139
贸易/交通/公用事业	47	-6	-17	18	13	-8	27	-4	-31	47	21
信息	-17	1	-13	9	6	4	-10	3	-12	16	8
金融	11	-9	8	28	-12	17	24	38	24	15	12
专业服务	-15	-6	-1	9	-57	-13	1	46	22	17	19
教育与卫生	25	32	18	-38	-48	-16	-28	15	-25	22	29
休闲和酒店	-5	-16	10	46	33	43	20	23	47	54	40
其他	-14	-17	-10	2	7	5	-1	10	18	13	10

【宏观】中国经济：强预期弱现实

◆ **经济结构分化：**10月进出口回落；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	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11
		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	%	5.3	6.1	5.8	6.1	5.9	6.0	6.3	5.7	2.2	6.0	5.8	5.4
		进口金额:累计同比	%	-0.9	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.2	-7.0	-8.4	-16.4	1.1	1.1
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		3.2	3.3
		地产投资:累计同比	%		-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8		-10.6	-10.4
		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		9.2	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		9.2	9.4
		制造业PMI	%	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3
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		3.5	3.5
		服务业PMI	%	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50	50.3	52	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
通胀		CPI:当月同比	%	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2
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
		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
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		1.3	-0.6
		财政支出:累计同比	%		3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2	3.4		3.6	2.8

中国经济热力图

【宏观】：10月出口回落

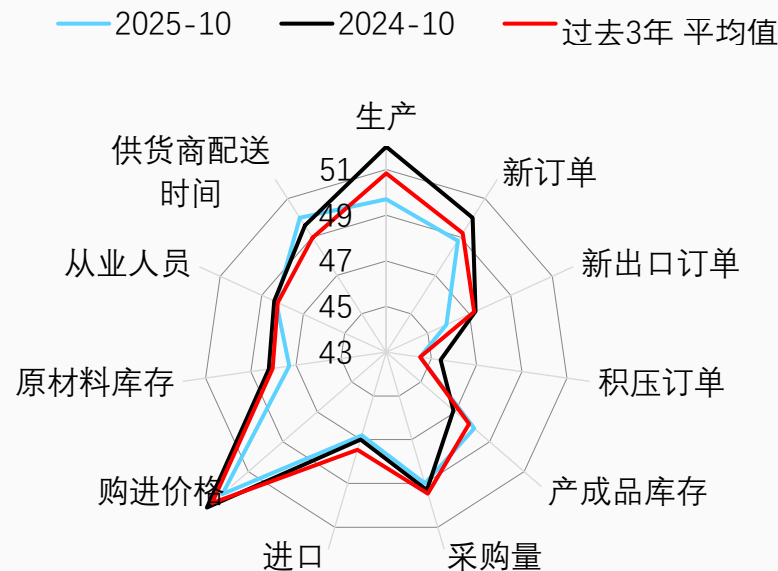
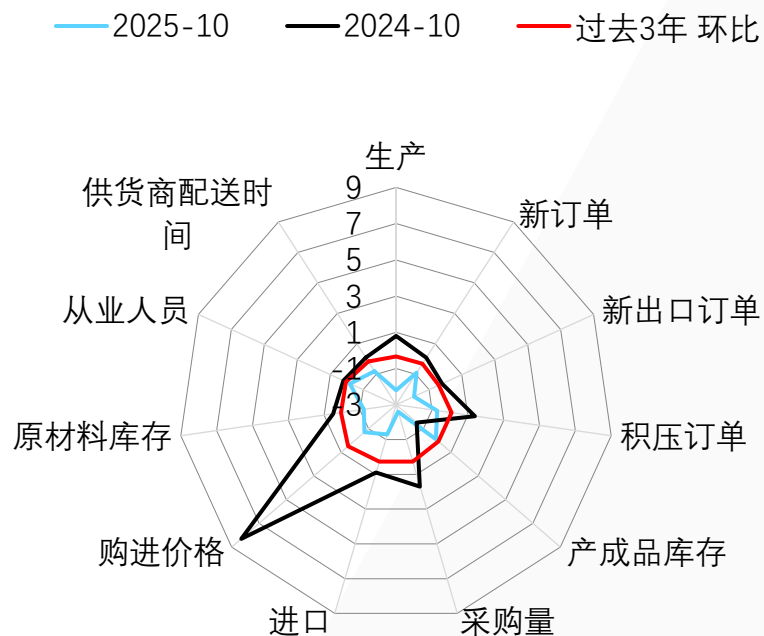
- ◆ 转口特征延续：美国出口-25.17%，前值-27%，东盟、印度、南非分别10.96%、14.3%、23.3%，前值分别为15.6%、14.3%、23.3%；分项普遍回落，仅汽车仍有韧性；
- ◆ 季节性&前期抢出口影响，国庆节工作减少，前期中美紧张下的抢出口透支部分需求，关注后续持续性。

		当月出口量 (百万美元)	当月出口同 比 (%)	累计出口同 比 (%)	对应出口份 额	累计出口同 比的环比变 动 (%)	出口份额环 比变动
发达国家和 地区	美国	34920	-25.17	-17.8	11.42%	-0.9	0.00%
	欧盟	43890	0.92	7.5	14.94%	-0.7	-0.06%
	日本	13490	1.81	3.3	4.20%	-1.1	0.01%
	加拿大	3518	-5.65	3.5	1.30%	-1.6	-0.01%
	韩国	12252	7.01	-1.6	3.83%	-1.3	-0.03%
新兴市场 国家出口	东盟	53289	10.96	14.3	17.54%	-0.4	0.00%
	印度	11757	14.36	12.3	3.63%	-0.6	-0.02%
	巴西	6426	15.77	-3	1.91%	0.3	0.00%
	俄罗斯	8869	-21.14	-12.6	2.66%	-1.3	0.01%
	南非	2156	23.29	5	0.61%	1.2	0.01%

出口商品数量累计同比		2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
农产品	农产品 (*)	1.1	1.4	1	1.8	1.8	3.5
	水产品	9.1	10.4	10	11.5	11.9	12.9
	粮食	33.6	37.2	32.2	36.6	38.5	38.9
	肥料	48.3	45.4	41.7	45.7	35.9	33.1
劳动密集型	塑料制品 (*)	-1	0	-0.5	-0.6	-1.3	-2
	箱包及类似容器	1.9	3.3	3.5	4.5	5.2	7.3
	纺织纱线、织物及其制品 (*)	0.9	2.1	1.6	1.6	1.8	2.5
	服装及衣着附件 (*)	-3.8	-2.5	-1.7	-0.3	-0.2	-0.5
	鞋靴	-1.7	-1.2	-1.4	-0.7	-0.3	0.8
制造业+机电	玩具 (*)	-10.8	-8.3	-5.2	-2.3	-2.1	-4.5
	船舶	20.5	23.5	24.4	22.7	27.5	26.6
	通用机械设备 (*)	6.5	8.3	6.5	6.8	7	8.2
	机电产品 (*)	7.8	8.6	8.1	8.1	8.2	8.1
汽车	汽车(包括底盘)	23.3	21	20.5	19.7	18.6	16.8
电子	手机	-8.2	-7.3	-7.2	-6.5	-7	-7.7
	音视频设备及其零件 (*)	5.6	5.8	5.5	5.7	5.4	4.9
	集成电路	19.2	20.3	20.8	20	20.6	19.5
地产后周期	液晶平板显示模组	10.6	11.3				
	陶瓷产品	-0.1	0.8	1.2	1	1.1	2.6
	家用电器	-0.3	0.8	1.4	2.2	3.5	6.1
	家具及其零件 (*)	-5.6	-4.8	-5.3	-5.6	-6.8	-8.1
贱金属	钢材	6.6	9.2	10	11.4	9.2	8.9
	未锻轧铝及铝材	-8.6	-8.1	-8.2	-7.9	-8	-5.1
其他	中药材及中式成药	1.8	1.3	-0.3	-0.8	-1.1	0
	稀土	10.5	12.6	14.5	13.3	11.9	2.3
	成品油	-3.3	-4.9	-5.4	-7.3	-9.7	-11.7
	高新技术产品 (*)	6.5	7.1	6.4	6	6.4	6.1
	医疗仪器及器械 (*)	6.1	7	6.7	6.8	5.9	6

【宏观】：10月制造业PMI

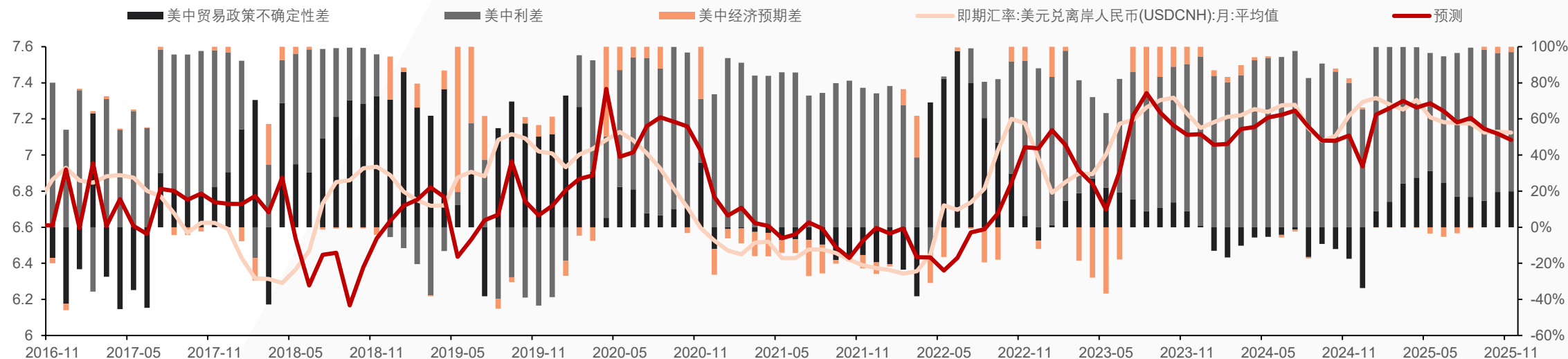
- ◆ 10月全国制造业PMI49，环比值-0.8，同比值-1.1，与近年均值差值-0.6。生产量回落2.2至49.7，新订单回落0.9至48.8，就业回落0.2至48.3，成品库存回落0.1至48.1，出口回落1.9至45.9；行业大类，设备回升，原材料、中间品、消费较上月回落，原材料领跑大类行业。本月绝对值最高的4个行业为汽车、石油炼焦、计算机、医药，环比最好的3个行业为铁路船舶、汽车、服装。



【总体观点】美元兑人民币震荡在即，区间或被拉宽

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)中性：**虽然美国政府停摆已结束，但关键劳动力与通胀数据可能永续缺失或严重滞后，市场对美元的定价基础变得模糊。中国 10 月 CPI 年同比升 0.2%，核心 CPI 同比升至约 1.2%，显示价格压力边际回升，但制造业 PMI 仍在收缩区 (49.0)，说明经济修复仍在初步阶段；**2)中美利差(chā)中性：**美国政策利率已降至3.75-4.00%，但美长端收益率仍高位；中国利率维持平稳，利差收窄但尚未释放单边货币吸引力；**3)贸易政策不确定性中性：**中美贸易与供应链政策尚未定调，日本、韩元、台币等亚洲货币调整幅度较大，对人民币形成一定“缓冲”效果，但扰动风险仍存。
- ◆ **短期：**预计美元兑人民币维持7.1左右震荡，但需警惕区间被突破的风险。
- ◆ **年内：**中长期宏观基本面差异仍是主导逻辑。若美联储进入实质降息周期、美国增长边际放缓而中国经济逐步修复，人民币汇率中枢预计缓步向7.00靠拢，呈现温和升值趋势。政策层面仍以稳预期、防超调为主。

人民币汇率拟合模型



2025年

2026年

10月

12月

Q1

Q2

中美摩擦

10/29-11/1 APEC会议
11月10日中美关税延后到
期；

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；

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；

宽松节奏

5月，鲍威尔任期到期
其他
11月，美国中期选举

- 去库周期/关税拖累
- 美国政府关门风险
- 美国流动性风险

- 政策窗口期
- 去库周期

- 通胀兑现期
- 库存周期转折窗口？

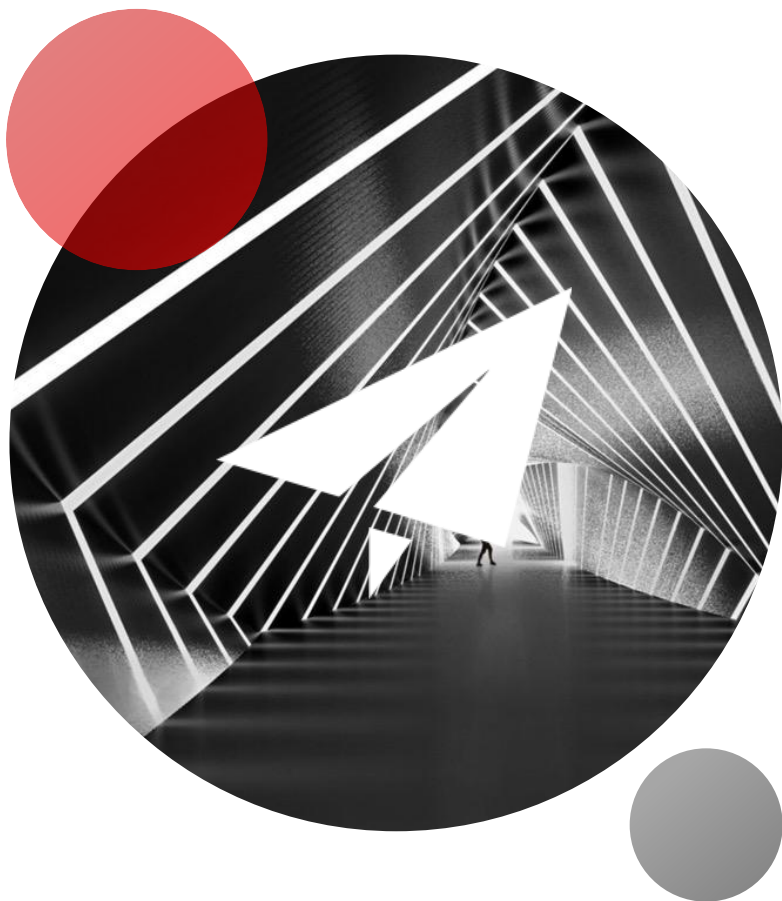
- 美联储加码宽松
- 补库周期

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