



# 美元风险溢价回摆， 人民币偏定价延续

华泰期货研究院 2026年02月05日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：

朱思谋 F03142856

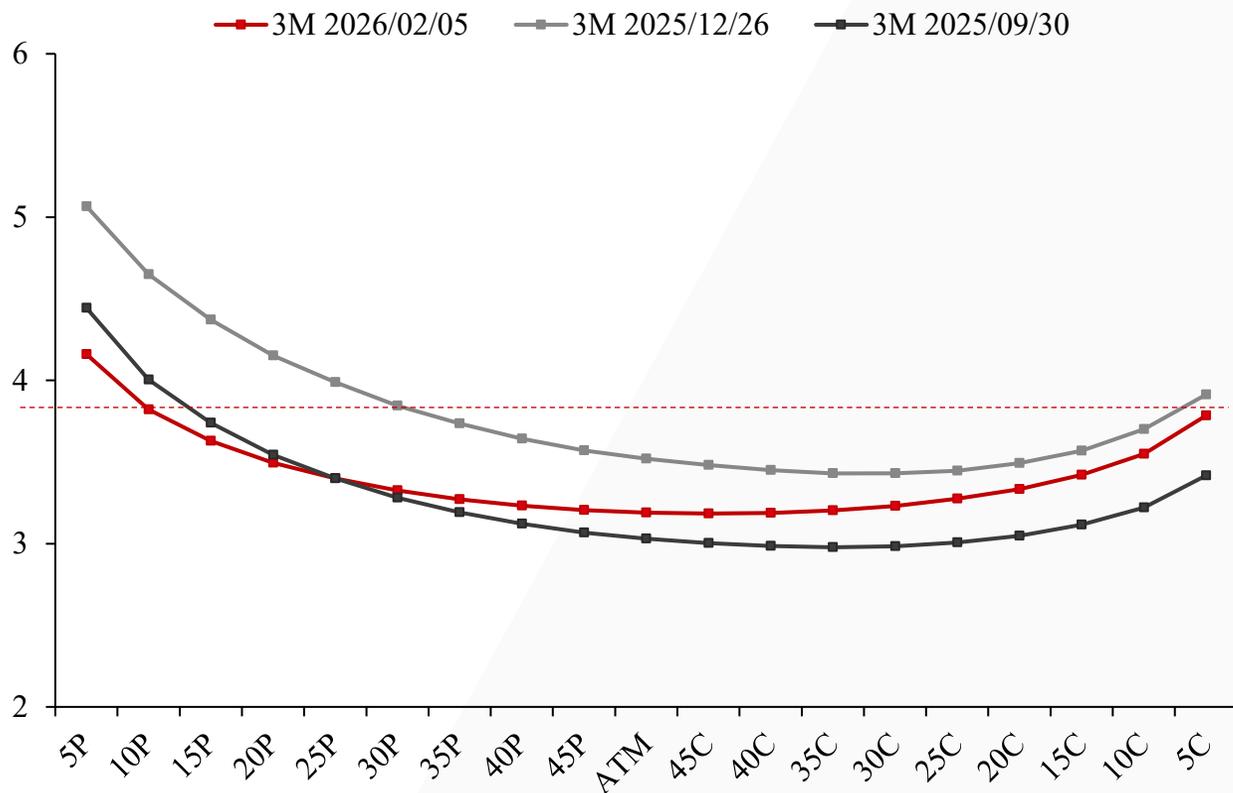


# — 量价和政策信号 —

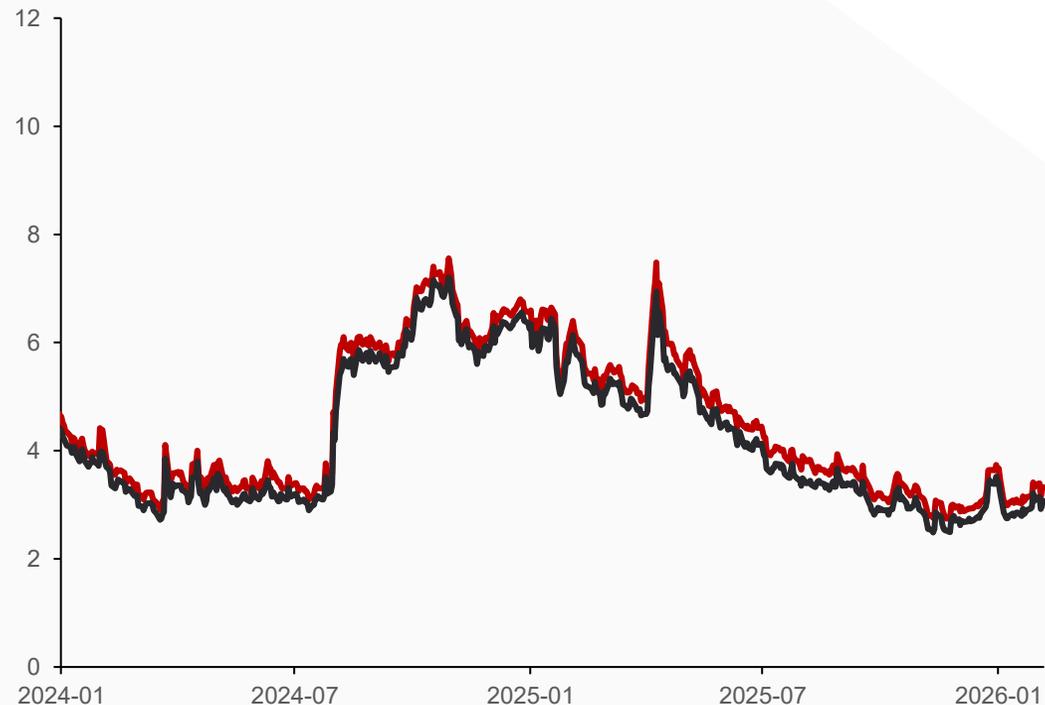
# 【量价观察】美元兑人民币期权隐含波动率下降

- ◆ 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，Put端波动率略微下降
- ◆ 在交易端人民币呈弱升值趋势，期权避险成本下降。

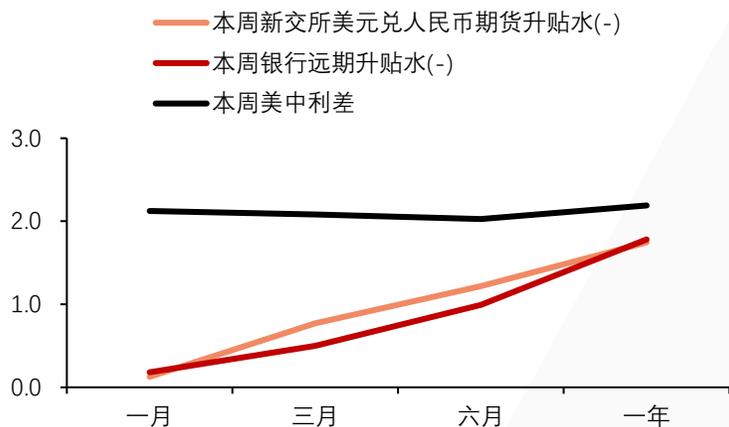
### 美元兑人民币期权隐含波动率



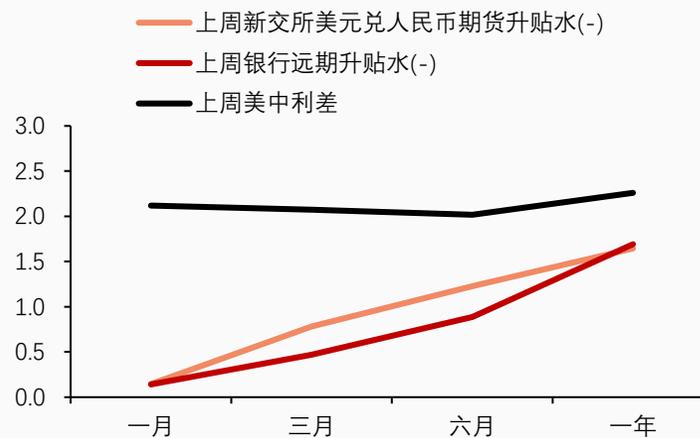
### Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



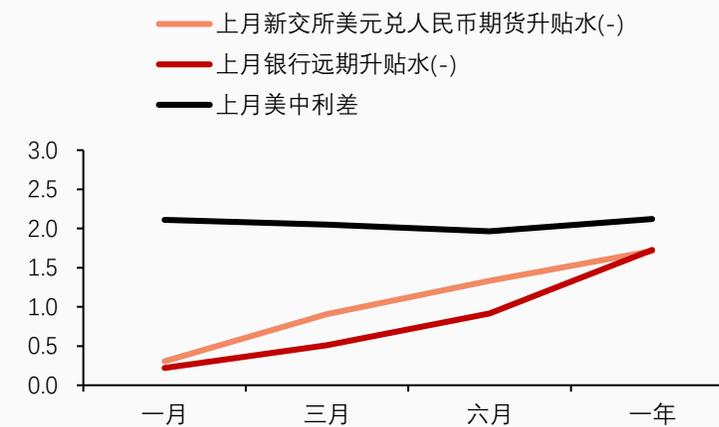
## 20260204 (%)



## 20260128 (%)



## 20260107 (%)



- ◆ 逆周期因子取值上移，负向调节信号减弱。
- ◆ 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 —



Q1

Q2

Q3

Q4

## 政策预期回摆

1月OPEC和FOMC会议;  
2月, 政府工作报告;  
3月, 全国两会

- 美联储重回限制性立场
- 国内政策空窗期
- 去库周期

## 库存周期拐点

5月, 鲍威尔任期到期;  
6/18 FOMC会议;  
6月, 厄尔尼诺情况;

- 库存周期转折窗口

## 再平衡

7月, 政治局会议  
9/29, FOMC会议;

- 补库周期
- 经济事实对政策再平衡

## 博弈升温

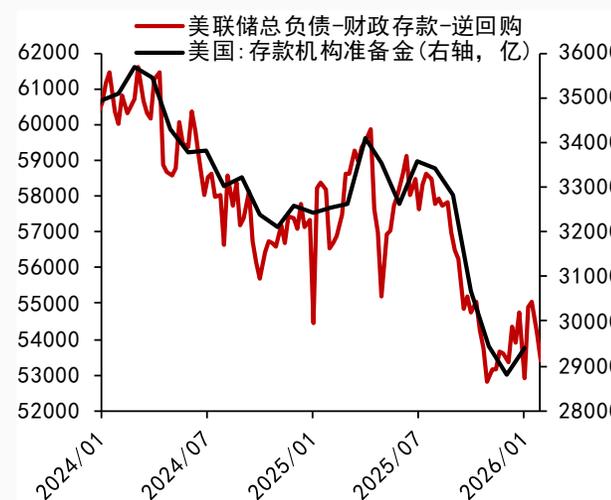
11/3, 美国中期选举;  
11/10, 中美关税延后到期

- 补库周期
- 关税再博弈

# 【宏观】降息和流动性

- ◆ **美国、非美分化**：TGA账户1月21日8711亿 (+696/M)；11月存款机构准备金余额2.87万亿 (-656/M)；相较12月10日，美联储资产负债表增加443.5亿 (约341/M)。
- ◆ 美联储如市场预期暂停降息，将政策利率维持在3.50%–3.75%，结束连续三次降息后的观望阶段。声明措辞整体偏鹰，对经济评价由“扩张放缓”上调为“稳步扩张”，并删除就业下行风险上升的表述，显示政策立场已接近中性区间。鲍威尔强调审慎观望、数据约束，未释放3月降息信号，同时回避政治干扰议题，强化美联储独立性。

	2026	2025年											2024年											最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价	
	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	4月	3月				
美国		-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50								3.75	-0.75	-47.8bp
欧元区								-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25					2.15	-1	-1.6bp
日本		0.25											0.25					0.15						0.20	0.75	0.25	+55.1bp
英国		-0.25				-0.25						-0.25		-0.25			-0.25			-0.25					3.75	-1	
加拿大				-0.25	-0.25							-0.25	-0.50		-0.50	-0.25			-0.25	-0.25					2.5	-0.75	-11.9bp
澳大利亚						-0.25						-0.25		-0.25						-0.25					3.6	-0.75	
新西兰			-0.25	-0.50	-0.25							-0.50	-0.50		-0.50	-0.25				-0.25					2.25	-2	
瑞典				-0.25								-0.25	-0.25		-0.50	-0.25				-0.25					1.75	-0.75	
瑞士												-0.25		-0.50						-0.25					0	-0.5	
挪威					-0.25																-0.25				4	-0.5	
中国																	-0.25								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								2.5	-0.5	
印度		-0.25														-0.50	-0.25								5.25	-1.25	
印尼					-0.25	-0.25	-0.25									-0.25									4.75	-1	
泰国		-0.25				-0.25										-0.25									1.25	-1	
马来西亚																									2.75	-0.25	
菲律宾		-0.25		-0.25	-0.25											-0.25									5	-1.25	
巴西																0.25	0.50								15	1.75	
俄罗斯		-0.50		-0.50	-1.00		-2.00	-1.00									1.00	1.00							16	-5	
墨西哥		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25										-0.50	-0.50								7	-3	
土耳其		-1.00	-1.50		-1.00	-2.50		-3.00									3.50	2.50							37	-8	
南非				-0.25																					6.75	-0.75	
智利		-0.25																							4.5	-0.5	
阿根廷																									29	0	



# 【宏观】沃什提名不改通胀叙事和偏鸽基调

- ◆ 北京时间1月30日，特朗普宣布提名凯文·沃什为下一任联储主席，核心主张：“缩表”+“降息”；
- ◆ 呵护资本市场以及广义流动性的方向不变：尽管沃什在2025年4月的讲话中批评联储“不对称”政策的路径依赖，但是，沃什也指出，联储是为了应对恐慌而建立的（1913年《联邦储备法》），且在危机时刻（如2008年），美联储通过非常规手段（如降息、量化宽松）来稳定市场是必要的；
- ◆ 1月29日，美联储决定维持利率不变，这一暂停状态或将持续至现任主席鲍威尔卸任之时（5月），值得注意的是，本次利率决议有两票反对，比上次少一票，沃勒首次投反对票，和特朗普“钦点”理事米兰的主张一致。

领域	核心观点	表述要点
资产负债表	反对长期QE与维持大规模资产负债表；倾向更快/更彻底缩表	联储维持大规模的资产负债表“扭曲债券市场价格形成”；国债购买是对“公共债务无序扩张的支持”；
利率政策	“缩表换降息”，用持续缩表降低通胀压力，为更大幅度降息打开空间	追求“更低利率、较小资产负债表”的组合；认为可更直接支持实体经济
金融监管	倾向更大力度“去监管”；认为现行监管伤害中小银行	赞赏特朗普政府去监管成就；称联储规章“系统性损害中小银行利益”、减缓信贷流向实体；支持负责监管的副主席鲍曼
联储独立性	尊重货币政策独立性，但反对给联储“超然”地位	“坚信货币政策独立性”，但监管政策上联储不应“理所应当获得特殊待遇”；官员不应是“被宠坏的王子”，应接受质询监督
对通胀的理解	把高通胀与持续扩表、财政刺激背书相联系；AI提高生产率将带来通缩效应，使降息空间更大	认为高通胀本质是联储持续扩表为无序财政刺激“兜底”；“AI带来生产率提升，将会带来通缩的效果”
联储职能边界	美联储应回到更“狭义央行”，减少前瞻指引与官员发声频率；反对“数据依赖”式口径	认为短期预测不准、数据滞后；指引随数据变化反而构成市场干预；称之为“滚动的咒语”推动市场

# 【核心图表】美国经济：降息步伐放缓

- ◆ **就业：权威下降。** 非农超预期；**通胀：12月CPI上涨不及预期，支撑后续降息；**
- ◆ **经济：预期上修。** ISM和SP制造业PMI显著分化，12月地产销售微升；

增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
		GDP:不变价:同比	%						2.33			2.08		2.02	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20	50.20	52.70
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			5.36	2.31	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71	4.92	2.97
		成屋+新建住房销售	万套		435	414	484.7	478.8	480	467.4	460.6	466.7	470.6	468	491.2
就业		新增非农就业人数	万人		5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70	13.90	17.70	22.80	15.10
		失业率 (色阶相反)	%		4.40	4.50		4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10
		非农职位空缺数	万人			714.6	744.9	765.8	722.7	720.8	735.7	771.2	739.5	720	748
通胀		CPI:当月同比	%		2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80
		核心CPI:当月同比	%		2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%			1.95	3.48	5.60	3.49	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14
		Markit服务业PMI	%		52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80	54.40	51.00
		个人可支配收入:同比	%			3.81	3.88	4.35	4.78	4.57	4.24	4.36	5.35	4.75	4.55
		个人消费支出:同比	%			5.40	5.32	5.26	5.43	5.17	5.16	5.05	5.50	5.62	5.52
财政	20.3%	财政收入:同比	%		6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53	10.71	9.33
		财政支出:同比	%		16.26	-23.82	17.89	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.12	6.35
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%			5.88	12.40	7.50	1.85	3.50	4.21	5.82	9.53	6.76	4.30
		进口金额:同比	%			-1.89	-3.38	-3.61	-1.89	2.57	-1.03	3.56	3.67	26.55	19.49

美国  
经济  
热力  
图

- ◆ 2026年1月30日，参议院通过1.2万亿美元拨款法案，但众议院因休会未及时表决，导致部分部门资金耗尽。国防部、国土安全部、国务院、财政部、劳工部、卫生与公众服务部、教育部、交通部、住房与城市发展部停摆；截至2月3日，停摆已持续至第四天，国土安全部因获得两周临时拨款维持基本运作，而财政部、交通部等部门仅维持最低限度运作。
- ◆ 据央视新闻报道，当地时间2月2日，美国劳工统计局表示，由于联邦政府部分“停摆”，原定于**6日**发布的美**1月**就业报告将不会按时公布，数据将于政府资金恢复后发布。

# 【宏观】中国经济：强预期弱现实

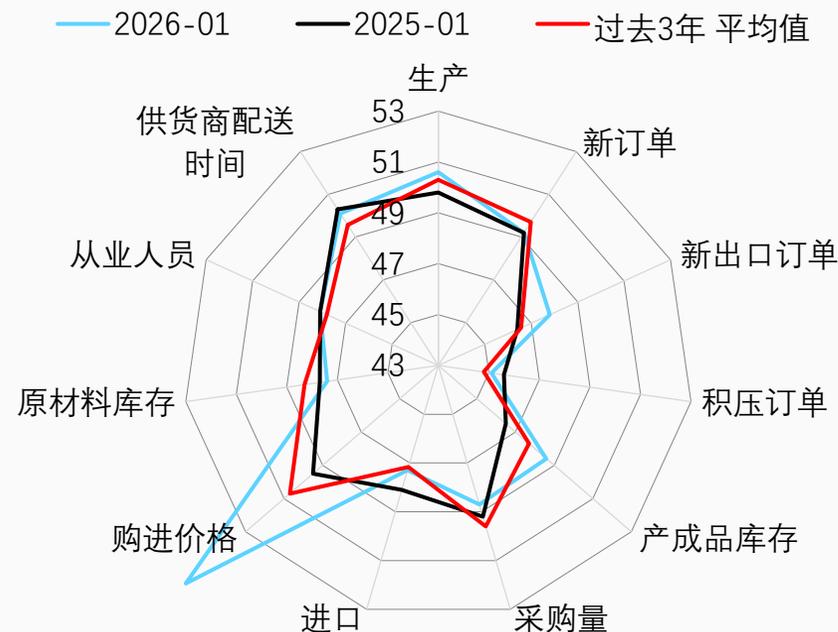
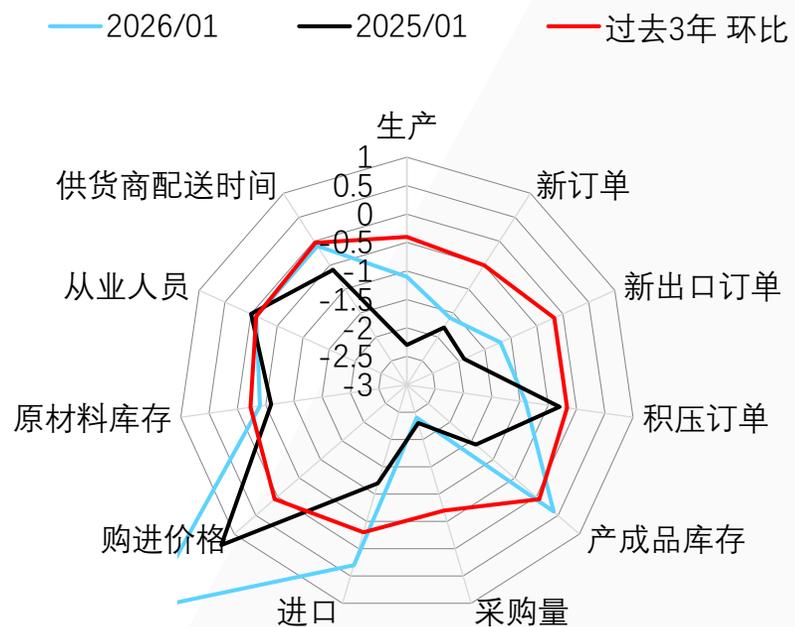
◆ 经济结构分化：12月进出口韧性；但固投压力仍大，消费放缓。压力边际增的背景下，政府窗口期松动。基本面和情绪割裂加剧。

增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
		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	%		5.5	5.4	5.3	6.1	5.8	6.1	5.9	5.9	6.2	5.6	2.1
		进口金额:累计同比	%		0.0	-0.6	-0.9	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.1	-6.8	-8.3
投资	25.2%	固投:累计同比	%		-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1
		地产投资:累计同比	%		-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8
		制造业投资:累计同比	%		0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0
		基建投资:累计同比	%		-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0
		制造业PMI	%	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49	50.5	50.2
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%		3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7	4.6	4
		服务业PMI	%	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1	50.3	50
		城镇调查失业率 (色阶相反)	%		5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4
通胀		CPI:当月同比	%		0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7
金融		社会融资规模存量:同比	%		8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3
财政		财政收入:累计同比	%		-1.7	0.8	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.6
		财政支出:累计同比	%		1	1.4	2	3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6	4.2	3.4

中国经济热力图

# 【宏观】：1月制造业PMI

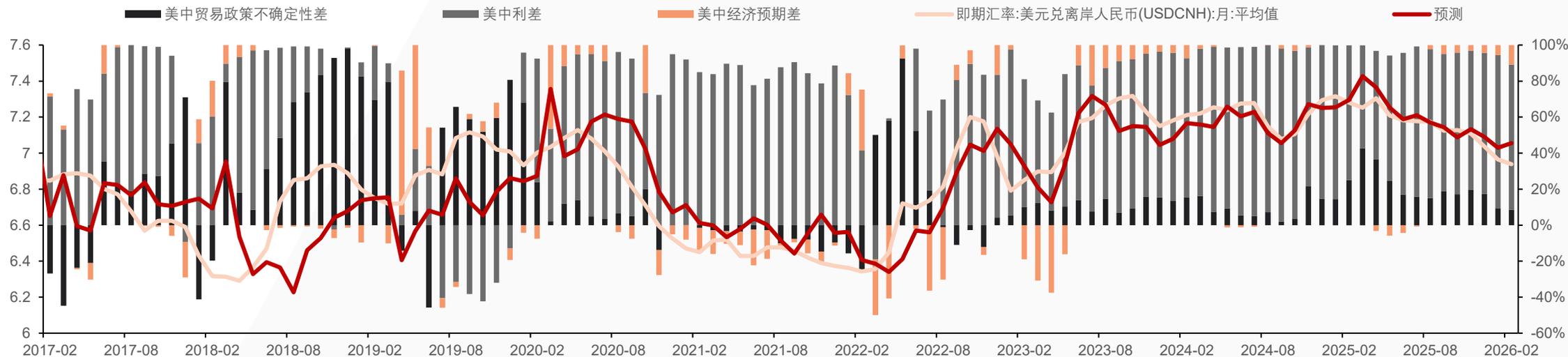
- ◆ 制造业PMI为49.4%，较上月下跌0.8个百分点，与近年均值差值-0.2，季节性淡季消费品和高耗能行业的回落。生产指数50.6，新订单指数49.2，分别较上月下跌1.1个和1.6个百分点，购进价格回升3.0至56.1；
- ◆ 原材料、设备回升，中间品、消费较上月回落，设备领跑大类行业；1月经济的中观结构延续了2025年的新老产业分化特征。



# 【总体观点】区间震荡，人民币偏稳运行

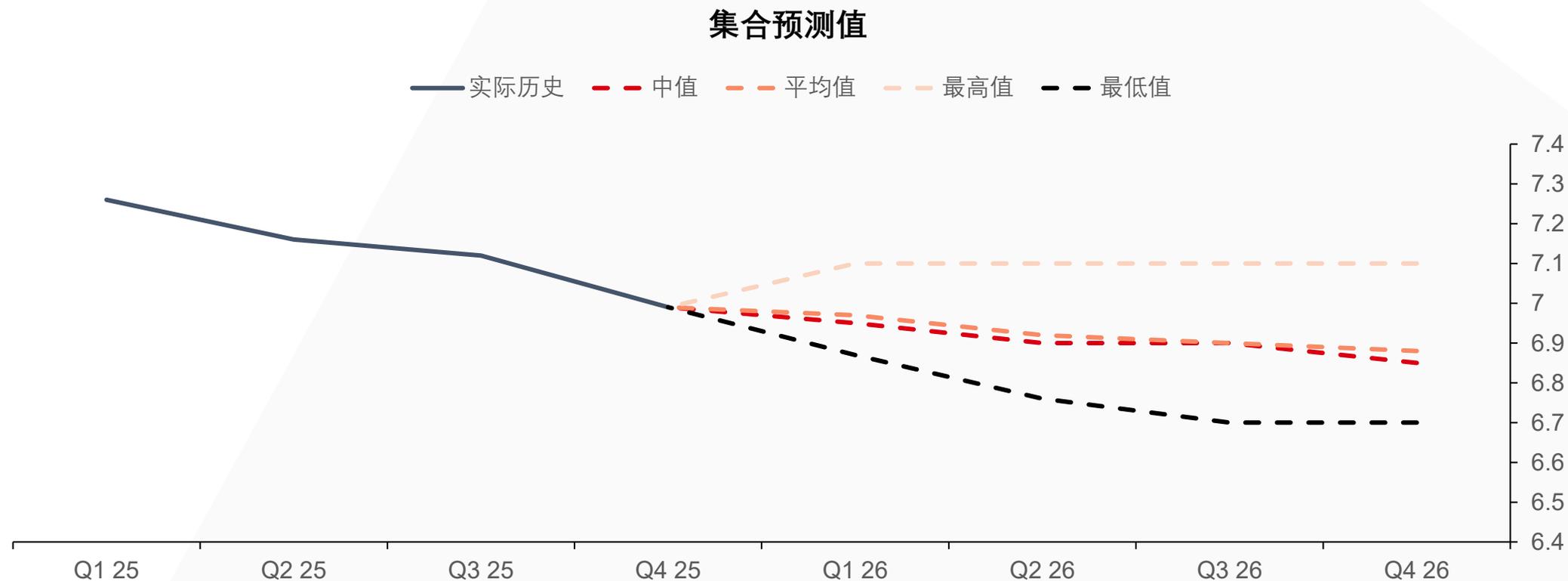
- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)利好中性：**美国数据呈现“表面不弱、结构走软”的特征，ISM 服务业虽高于预期，但主要由价格分项抬升驱动，就业与新订单延续走弱，ADP 就业明显偏低。中国方面，出口保持韧性、人民币中间价持续偏强定价，政策层面对“强货币”的表态强化了市场对汇率稳定与偏强的预期；**2)中美利差(chā)中性：**美国长端利率仍处高位但进一步上行动能有限，美元利率优势更多体现在存量而非增量；中国利率保持稳定，利差尚未对人民币形成新的拖累；**3)贸易政策不确定性中性：**美印关税协议释放出“选择性缓和”的信号，关税博弈的外溢风险有所下降，但中美贸易框架本身仍缺乏明确落点，对人民币的影响以预期扰动为主，尚不足以形成趋势性变量。
- ◆ **短期策略：**预计美元兑人民币维持 6.90–6.95 区间震荡。美元近期波动更多来自政策与制度层面的风险溢价调整，而非基本面单边走强；若美国停摆结束后数据集中补发布、但未显著强化降息定价，美元上行空间有限，人民币偏强定价有望延续，但节奏仍以稳为主。

### 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展望

- ◆ **汇率波幅预期收窄：** 随时间推移，2026 年预测的最高值（7.1）与最低值（6.7）区间较窄，表明市场对人民币摆脱 2025 年高波动态势已达成初步共识。
- ◆ **主流预期高度一致：** 2026 年各季度的平均值与中值高度接近，反映出机构对人民币重回“6.8 时代”的判断具有较强的一致性。



# 【春节】重大事件提示及风险分析

- ◆ 今年春节假期将经历相对较少宏观事件：2月15日至2月22日，跨越6个海外交易日。
- ◆ 主要经济情况：
  - 美国：1月零售销售，2025年四季度GDP初值，2月PMI初值；
  - 欧洲：2月PMI初值。
- ◆ 关注国内政策预期：
  - 2月政治局会议。
- ◆ 其他：2月23日的欧洲央行行长发言。

## 国内春节假期前后需要关注的重大事件和数据| 单位：%

日期	国家	春节期间	日期	国家	春节后
2月17日	美国	1月零售销售	2月20日	美国	2月PMI初值
2月19日	美国	美联储会议纪要	2月23日	欧盟	欧洲央行行长发言
2月20日	欧洲	2月PMI初值	2月24日	中国	LPR报价
2月20日	美国	2025年四季度GDP初值	待定	中国	中央政治局会议

- ◆ **国内股指的假期季节性特征显著：**整体国内股指在节后首月内呈现持续走高态势，创业板、中证500、中证1000录得上涨概率均不低于60%，其中中证1000（IM）表现突出。今年叠加稳增长政策前置发力的预期，节后首月大概率延续震荡走高态势，整体展望**相对乐观**。
- ◆ **商品分板块：**从历史规律来看，春节假期一直是国内工业品库存发生季节性波动的关键节点。节前，下游工厂和施工项目普遍提前停工放假，但上游原材料生产端的减产幅度相对有限，这通常会导致阶段性的库存累积。节后随着复工复产的推进，有色、黑色原料及非金属建材等品种往往会在需求回升的驱动下表现亮眼；农产品方面，谷物、油脂油料也会受到节日消费需求的支撑。但2026年春节的市场环境将更具特殊性：**当前商品市场整体情绪较火热，多空博弈加剧，节前波动放大的风险显著提升**。叠加假期外盘不确定性及国内政策发力时点的潜在扰动，我们建议商品端**以轻仓或空仓过节**为主要策略，或者通过**期权工具**对冲假期波动风险，待节后复工复产节奏明确、市场情绪企稳后，再依据库存周期和需求回暖的规律布局多单。

### 春节假期后历史表现 | 单位：%

		10Y国债利率 (绝对值变化,%)	10Y美债利率 (绝对值变化,%)	美元兑 人民币	上证综 指	创业板 指	上证50	沪深 300	中证 500	中证 1000	Wind商 品指数	软商品	油脂油 料	煤焦钢 矿	铁矿石	有色	化工	非金属 建材	谷物	农副产 品	黄金	原油
节后首日	平均涨 跌幅	0.012	-0.608	0.00%	0.29%	0.67%	-0.19%	0.02%	0.67%	0.88%	0.07%	0.40%	0.91%	-0.49%	-0.05%	-0.39%	0.16%	0.11%	0.46%	0.60%	0.56%	0.22%
	样本上涨 概率	54%	38%	54%	54%	69%	38%	46%	62%	69%	38%	69%	69%	46%	40%	23%	46%	31%	69%	40%	46%	62%
后一周	平均涨 跌幅	0.003	0.439	-0.01%	1.52%	1.88%	0.35%	0.94%	2.98%	3.86%	0.61%	0.51%	0.47%	0.19%	1.05%	1.04%	1.09%	0.95%	0.04%	0.93%	0.39%	0.97%
	样本上涨 概率	46%	69%	54%	69%	69%	54%	62%	85%	77%	62%	62%	54%	54%	40%	69%	54%	69%	54%	70%	62%	46%
后一月	平均涨 跌幅	0.000	0.679	0.01%	2.64%	3.78%	0.37%	1.36%	5.23%	7.30%	-0.64%	-0.51%	1.25%	-2.76%	-2.58%	0.62%	-2.03%	-0.75%	-0.38%	1.37%	1.84%	5.50%
	样本上涨 概率	38%	62%	46%	62%	62%	54%	54%	62%	69%	46%	46%	54%	31%	40%	54%	54%	31%	46%	60%	69%	62%

备注：样本选取2011年至2024年，剔除2020年共13个春节样本。

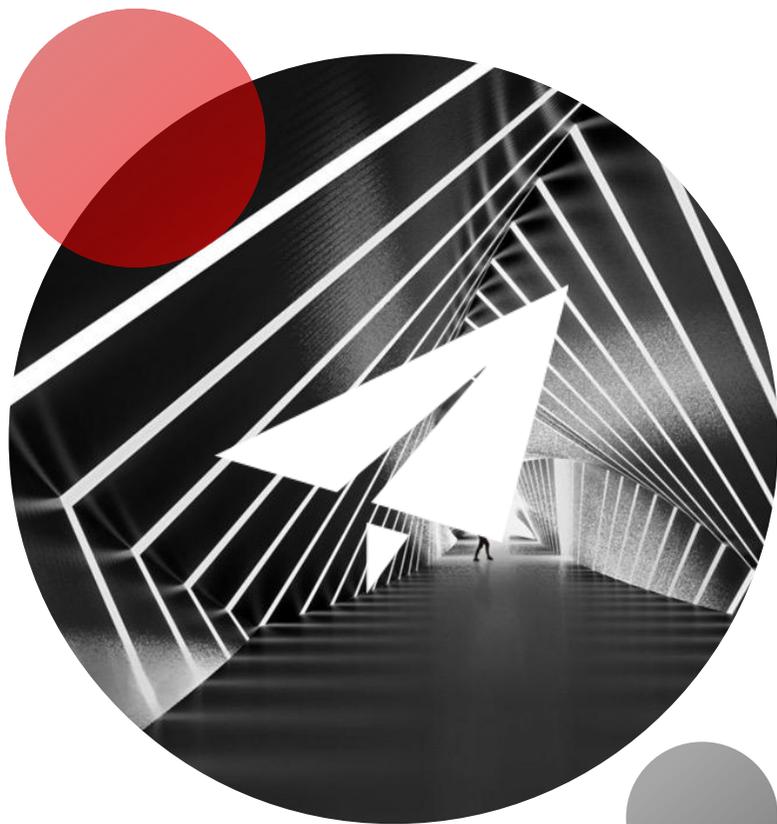
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

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](http://www.htfc.com)