



# 人民币偏强，持续性 仍有条件

华泰期货研究院 2026年02月26日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

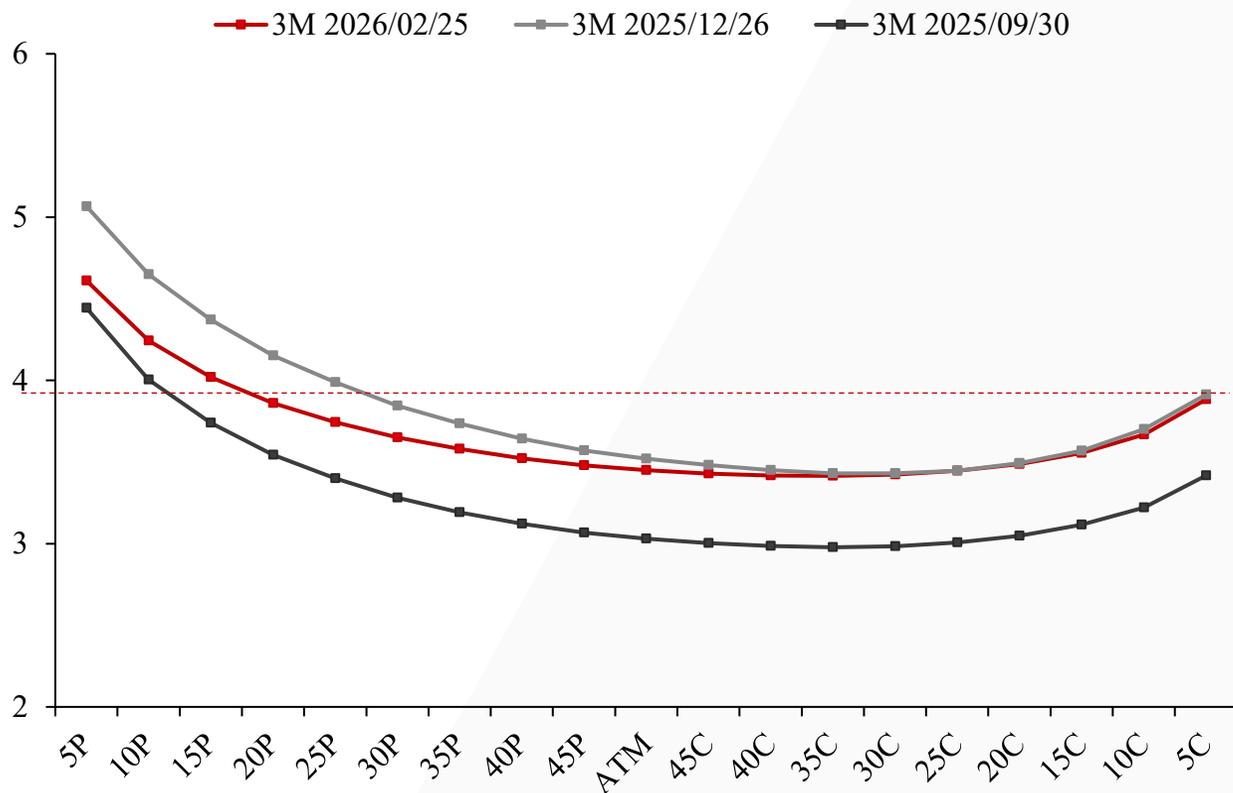
联系人：  
朱思谋 F03142856



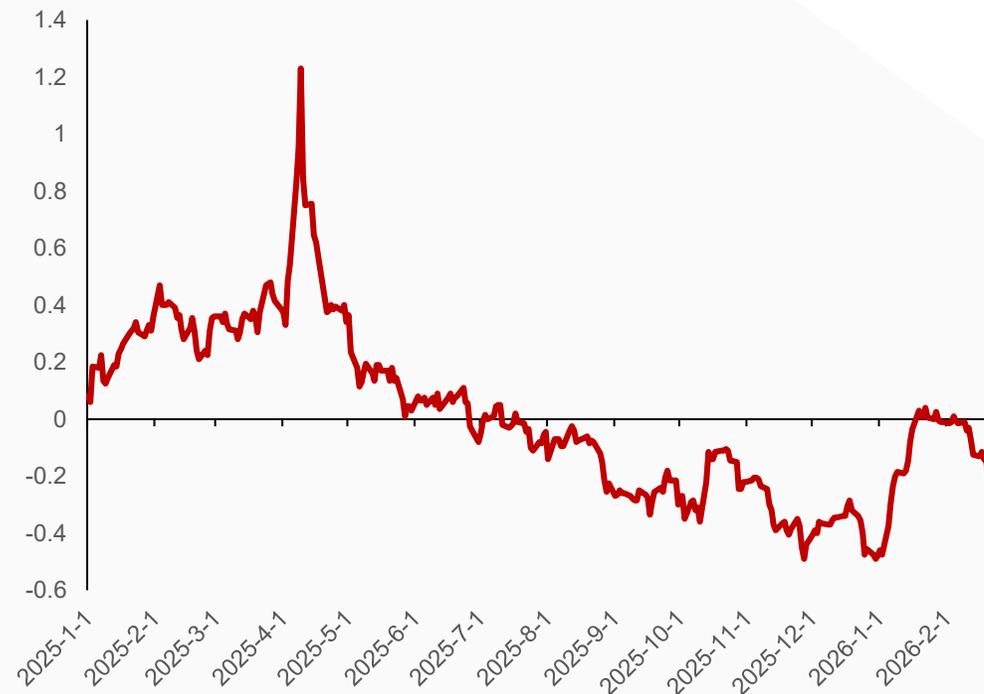
# — 量价和政策信号 —

- ◆ **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，Put端波动率略微下降
- ◆ USDCNY3M期权风险逆转负值扩大，代表 USD Put（看跌美元/看涨人民币）的价格比 Call 贵得越来越多。

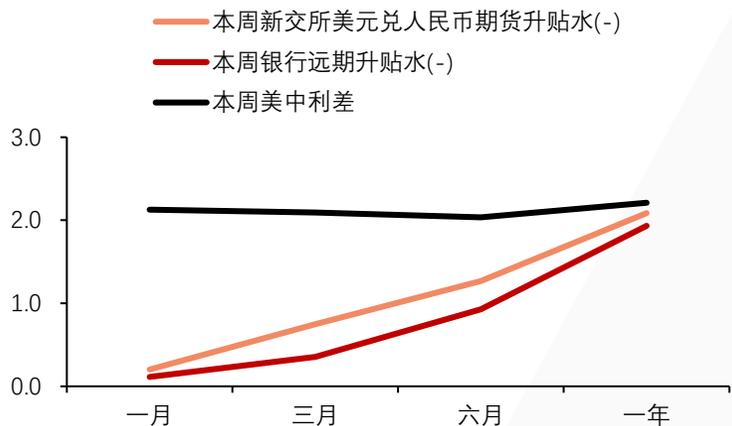
### 美元兑人民币期权隐含波动率



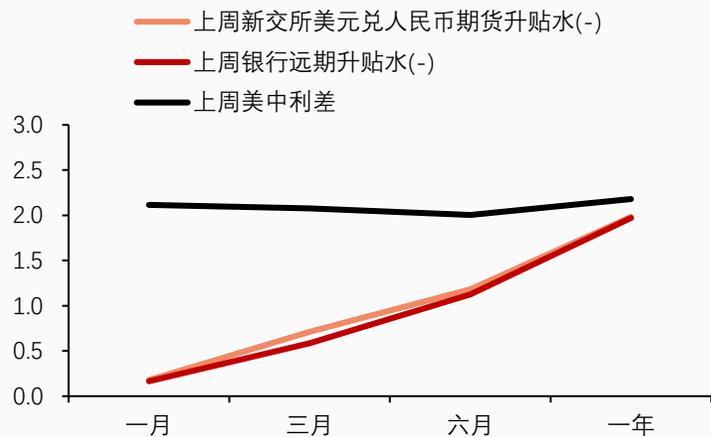
### Delta为25的USDCNY3M期权风险逆转



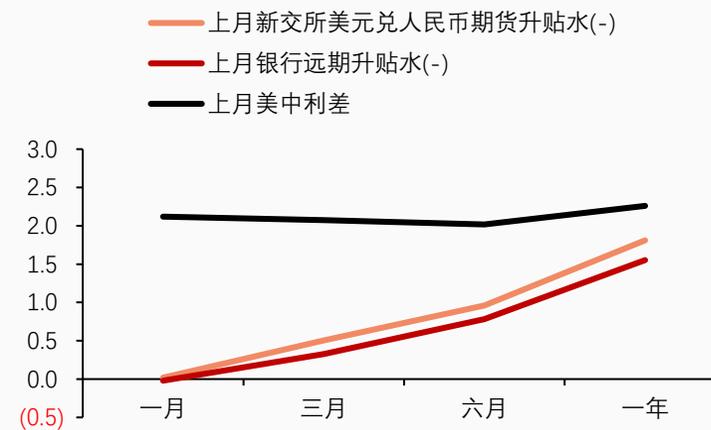
## 20260224 (%)



## 20260217 (%)

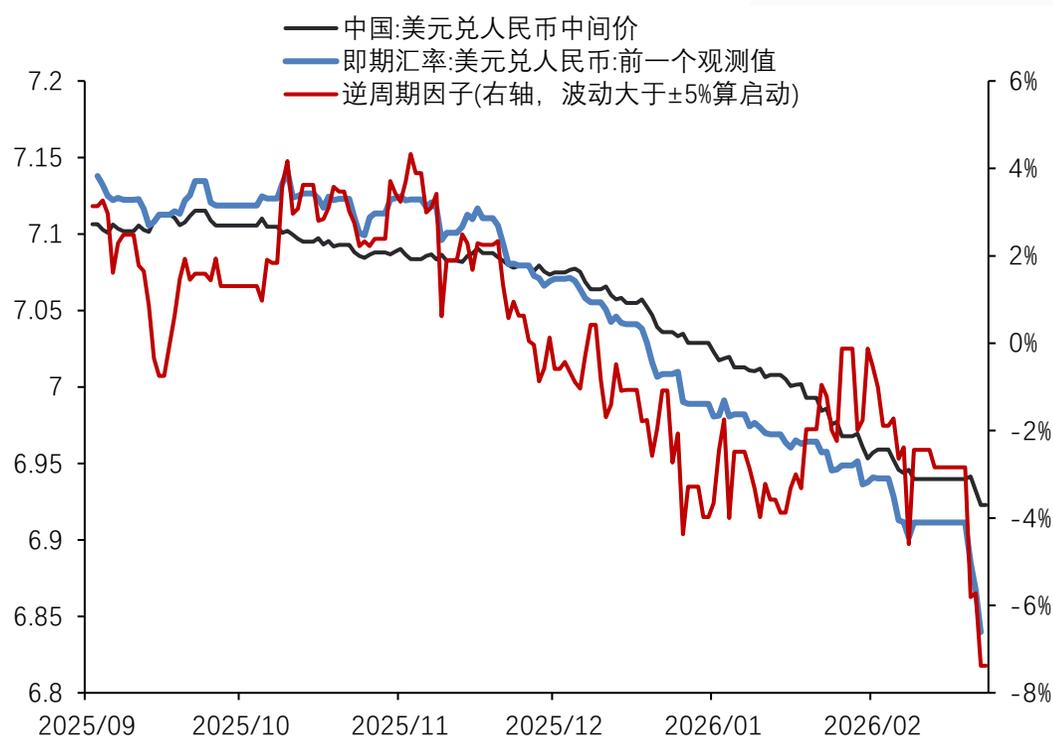


## 20260127 (%)



- ◆ 逆周期因子取值上移，负向调节信号增强。
- ◆ 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





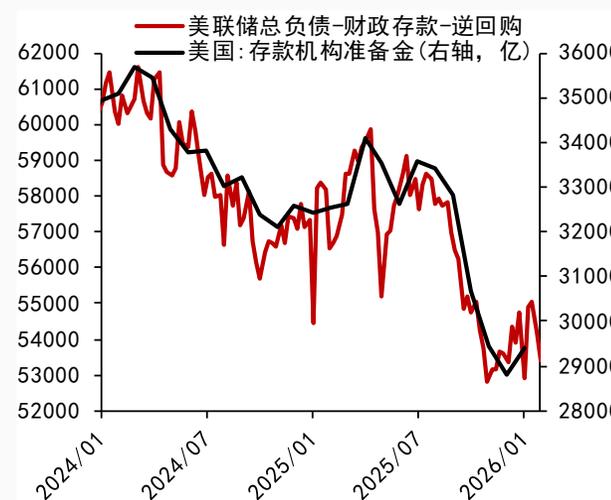
# — 基本面及观点 —



# 【宏观】降息和流动性

- ◆ **美国、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							-0.25	-0.25		-0.50	-0.50			-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								-0.25					4	-0.5	
中国																-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	-0.5	
印度		-0.25														-0.50		-0.25		-0.25					5.25	-1.25	
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	-1	
马来西亚																-0.25									2.75	-0.25	
菲律宾		-0.25		-0.25												-0.25				-0.25					5	-1.25	
巴西																0.25	0.50		1.00		1.00	1.00	0.50	0.25	15	1.75	
俄罗斯		-0.50		-0.50	-1.00		-2.00		-1.00									2.00	1.00		2.00				16	-5	
墨西哥		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25										-0.50	-0.50			-0.50	-0.50				7	-3	
土耳其	-1.00	-1.50		-1.00	-2.50		-3.00											3.50	2.50		2.50				37	-8	
南非			-0.25																	-0.25	-0.25				6.75	-0.75	
智利		-0.25																		-0.25	-0.25				4.5	-0.5	
阿根廷																									29	0	



# 【核心图表】美国经济：通胀降温

- ◆ 就业：权威下降。非农超预期；通胀：1月CPI回落至2.4%；
- ◆ 经济：PMI (51.2) 显示经济温和放缓；

增量的贡献 (2023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	-9.0%	Markit制造业PMI	%	51.20	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	2.31	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71	4.92
		成屋+新建住房销售	万套		391	501.5	484.8	476.6	479.9	473.6	466.9	464.2	466.7	472.6	468
就业		新增非农就业人数	万人		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)	%		4.30	4.40	4.50		4.40	4.30	4.30	4.10	4.30	4.20	4.20
		非农职位空缺数	万人			654.2	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	2.70	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	2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80
消费	59.2%	零售和食品服务销售额:同比	%			3.79	1.85	3.46	5.60	3.47	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76
		Markit服务业PMI	%	52.30	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	%			3.85	3.89	3.90	4.34	4.34	4.15	3.81	4.01	5.14	4.75
		个人消费支出:同比	%			4.68	5.27	5.33	5.24	5.61	5.30	5.16	5.05	5.50	5.62
财政	27.4%	财政收入:同比	%		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	%		1.97	16.26	-23.82	17.89	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43	-7.07
净出口	-22.3%	出口金额:同比	%			6.33	5.97	12.28	7.39	2.91	4.60	4.41	5.70	9.31	6.64
		进口金额:同比	%			-2.60	-2.88	-3.61	-3.83	-2.31	2.23	-1.26	3.31	3.48	26.31

美国  
经济  
热力  
图

# 【宏观】中国经济：强预期弱现实

◆ 经济结构分化：1月出口累计增长5.5%展现极强韧性，有效对冲了房地产投资-17.2%的下滑压力。

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

# 【结售汇】预期逆转与顺差爆发

◆ 2026年1月，银行结汇规模达20,048亿元人民币（约2,863亿美元），售汇14,457亿元人民币（约2,065亿美元），代客结售汇顺差录得888亿美元，处于2013年以来的次高水平，证券投资项下净结汇亦达到259亿美元的历史新高。

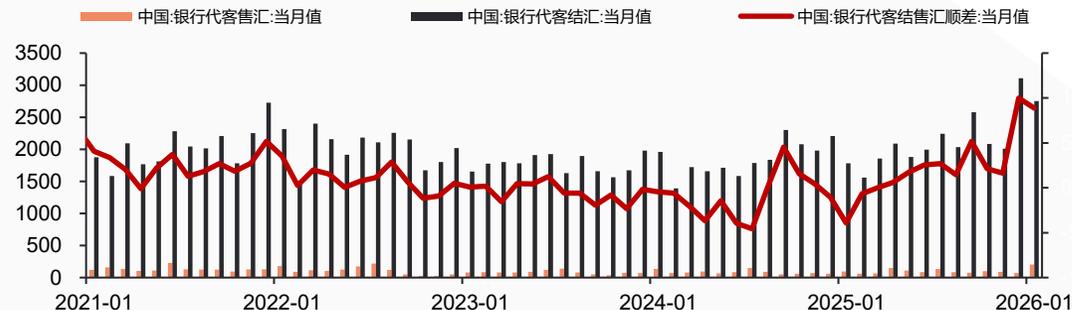
◆ 近期结汇三大驱动力分析：

- **政策红利：** IEEPA 关税裁定违法，外部压力边际减轻，出口红利释放。
- **价格动能：** 生产者价格通缩缓解，出口价格通胀转正，增强结汇意愿。
- **点位触发：** 人民币接连突破6.9、6.85关口，引发企业端集中性结汇。

### 银行自身结售汇(亿美元)



### 银行代客结售汇(亿美元)



### 银行代客涉外收付款差额分项：经常项目(亿美元)



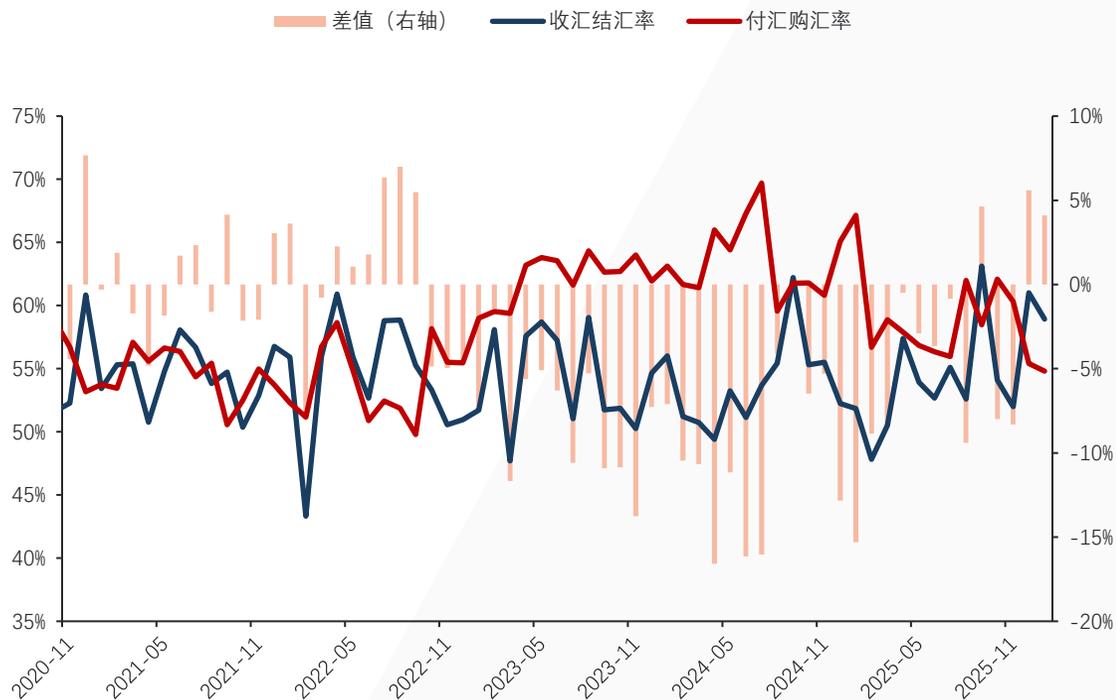
### 银行代客涉外收付款差额分项：资本与金融项目(亿美元)



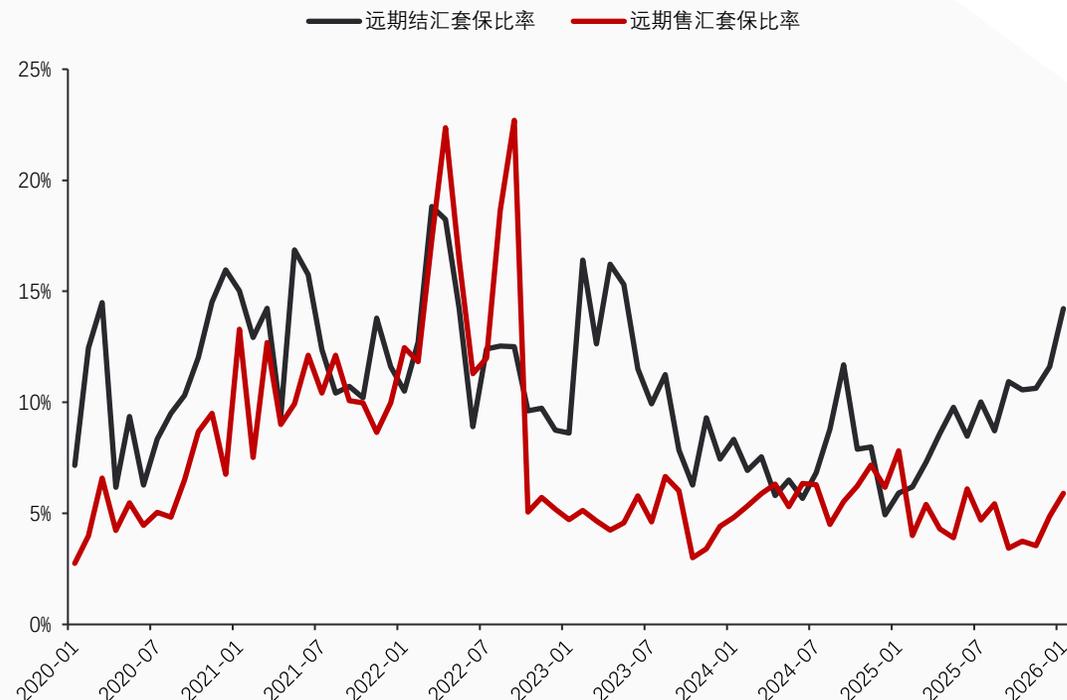
# 【结售汇】结构信号与囤汇成本：存量释放如何塑造结汇节奏

- ◆ 疫情以来结汇滞后于顺差扩张，企业累积了大量囤汇头寸，其成本主要集中在2024年形成的6.9–7.3区间。
- ◆ 汇率跌破关键成本区间后，囤汇盘呈现阶段性释放：2025年二季度USD/CNY跌破7.2后，高成本囤汇率先释放；2026年汇率向6.9以下靠拢，推动6.9–7.2区间存量头寸加速结汇，从而放大短期顺差。

### 收付汇率|单位：%



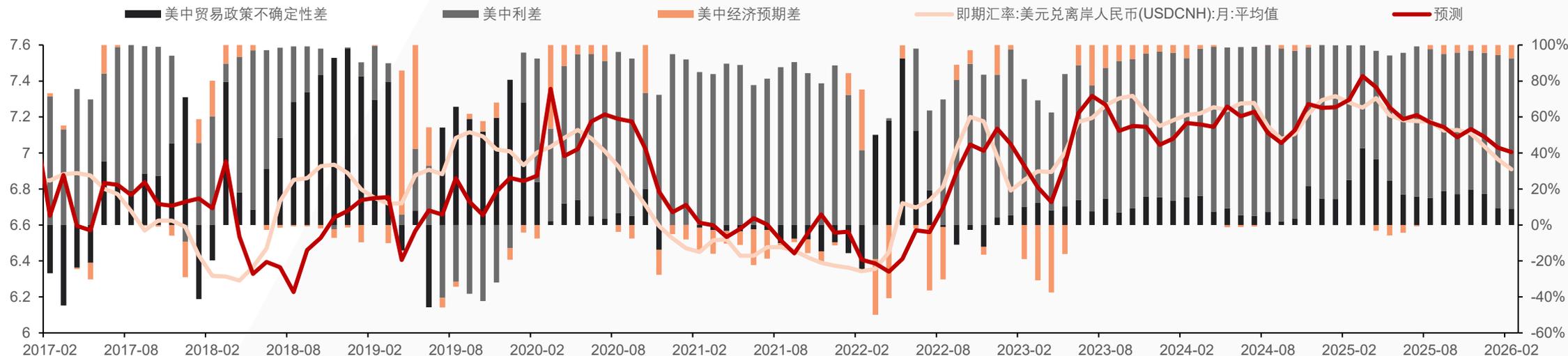
### 远期结售汇套保比率|单位：%



# 【总体观点】 区间震荡，人民币偏强运行

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国PMI虽维持在扩张区间，但就业分项走弱显示增长动能面临瓶颈。反观国内，马年开年社融与信贷数据超预期回升，核心CPI温和修复，政策托底已实质性向需求端传导，基本面支撑显著增强；**2)中美利差(chā)中性：**美联储已累计降息至 3.50-3.75%，短端利差压力有所缓和，但美债长端收益率仍处高位震荡，限制利差进一步收敛的弹性；中国利率维持平稳取向，利差变化对汇率的方向性指引有限，更多体现为约束而非推动；**3)贸易政策不确定性中性：**中美沟通机制延续，但关税与贸易政策尚未形成明确定调；政府停摆结束后，数据修复可能带来阶段性扰动，但更多体现为波动因素。
- ◆ **短期策略：**在美元政策不确定性尚未完全消散、国内基本面保持稳定的背景下，美元兑人民币短期运行重心仍偏向区间下沿，更容易向 6.80 一侧试探。其中 6.85 一线将成为阶段性敏感位置。在持汇成本区与结汇力量交织下，汇率在该位置附近可能出现反复拉锯与震荡，不宜简单线性外推。若结汇节奏阶段性放大，人民币升值幅度可能短暂超出市场预期。但需要提示的是，近期流动性管理与价格形成机制更强调对单边波动的平滑与约束，若汇率运行斜率过快，不排除通过市场化工具对节奏进行调节。因此，短期更适合以区间思维对待，而非趋势性外推。

### 人民币汇率拟合模型



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

## 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;

## 再平衡

7月, 政治局会议  
9/29, FOMC会议;

## 博弈升温

11/3, 美国中期选举;  
11/10, 中美关税延后到期

- 美联储重回限制性立场
- 去库周期
- 国内政策超前发力

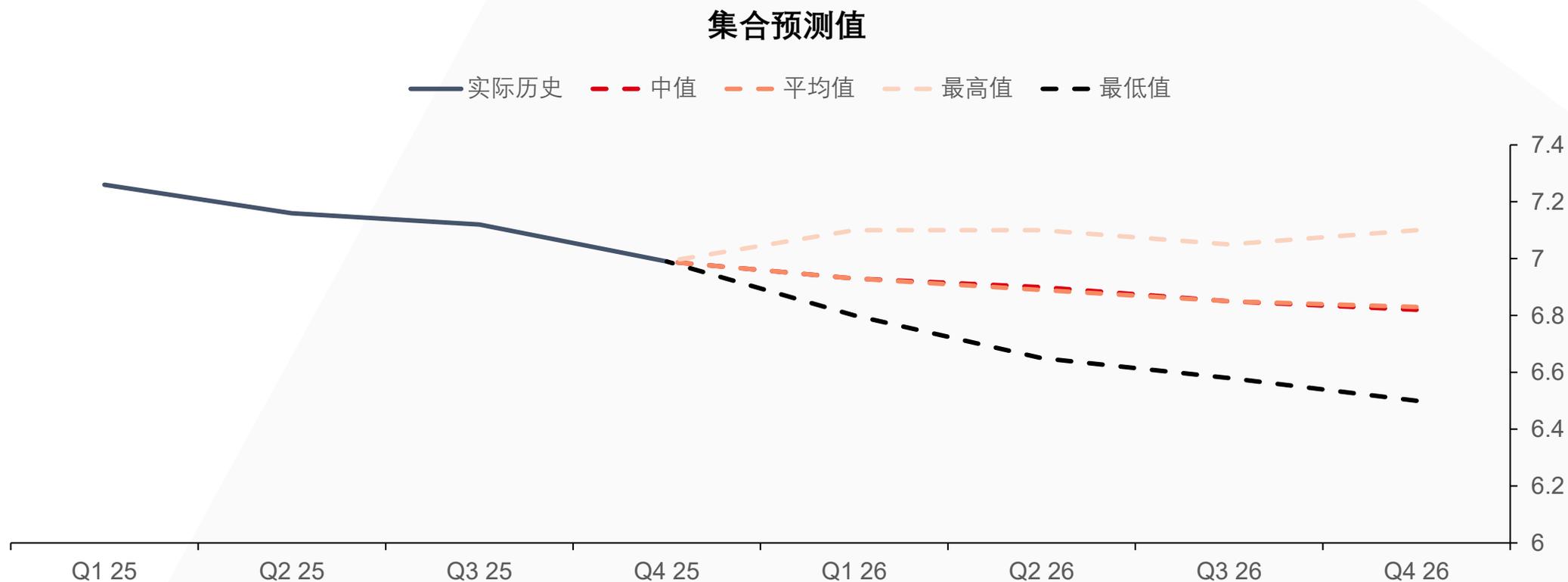
- 库存周期转折窗口

- 补库周期
- 经济事实对政策再平衡

- 补库周期
- 关税再博弈

# 【预期】2026年美元兑人民币汇率市场一致预期展望

◆ 汇率预期分化： 随时间推移，2026年预测的最高值（7.1）与最低值（6.5）区间扩大。



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)