



油价美元双破百，人民币何去何从？

华泰期货研究院 2026年03月19日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：

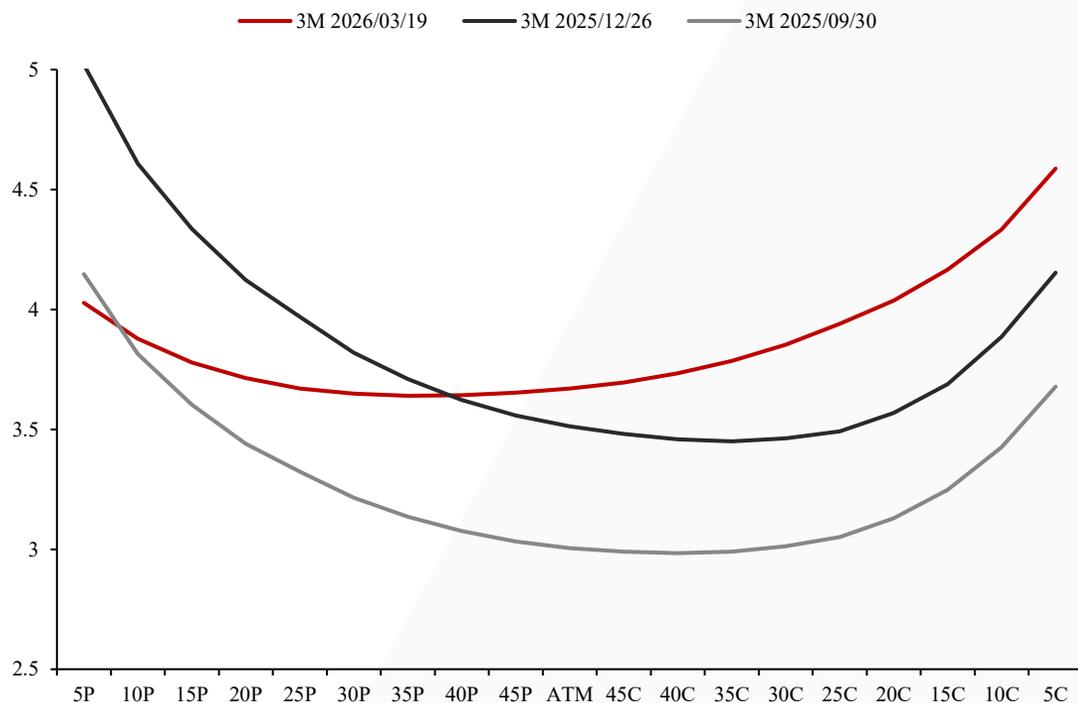
朱思谋 F03142856



— 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

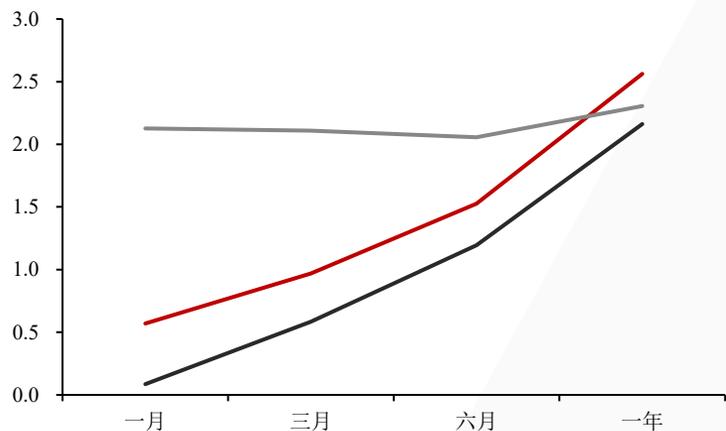


Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



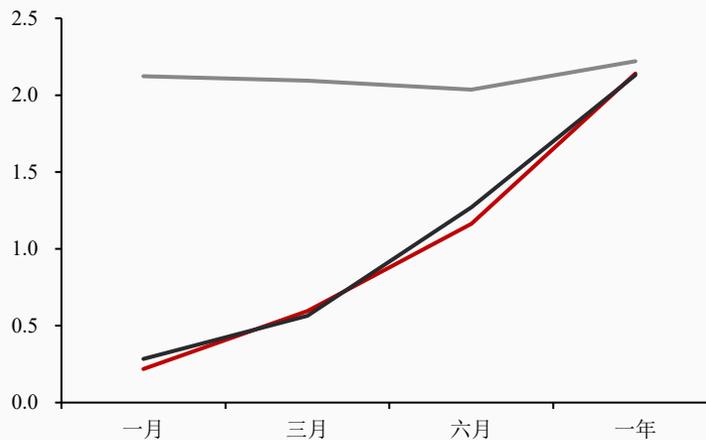
20260318 (%)

- 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



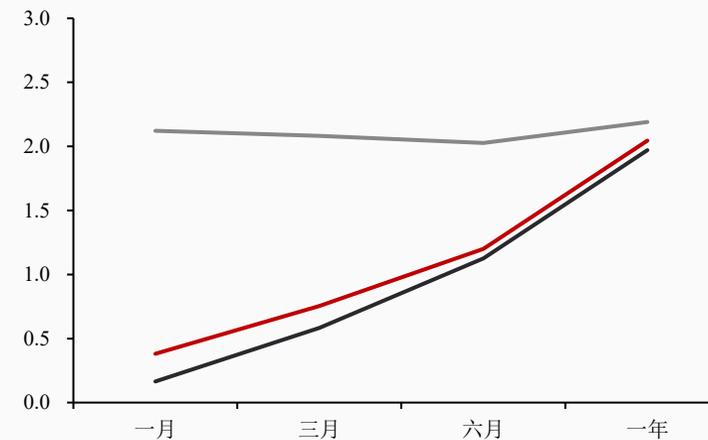
20260311 (%)

- 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



20260218 (%)

- 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

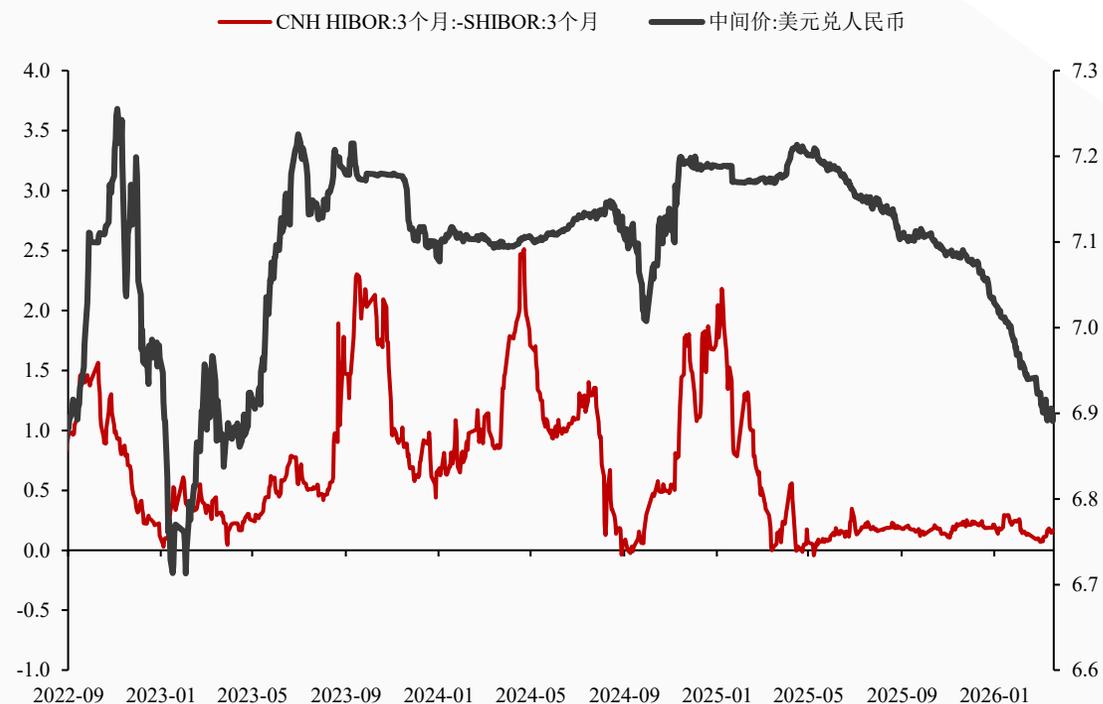


◆ 逆周期因子在0附近波动

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。

开端

伊朗遭遇空袭，最高领袖受难；伊朗对中东多国美军基地展开反击

2/28

升级

霍尔木兹海峡遭封锁

3/1

扩大化

伊朗储油设施遭到破坏，伊朗强硬派穆杰塔巴·哈梅内伊接替最高领袖

3/7

僵持

伊朗前议长拉里贾尼遇袭身亡；北约护航意愿低

3/17

僵持

IEA释放4亿桶石油储备；但霍尔木兹海峡仍未通航

3/11

降温

特朗普：美国对伊朗的军事行动会“很快”结束

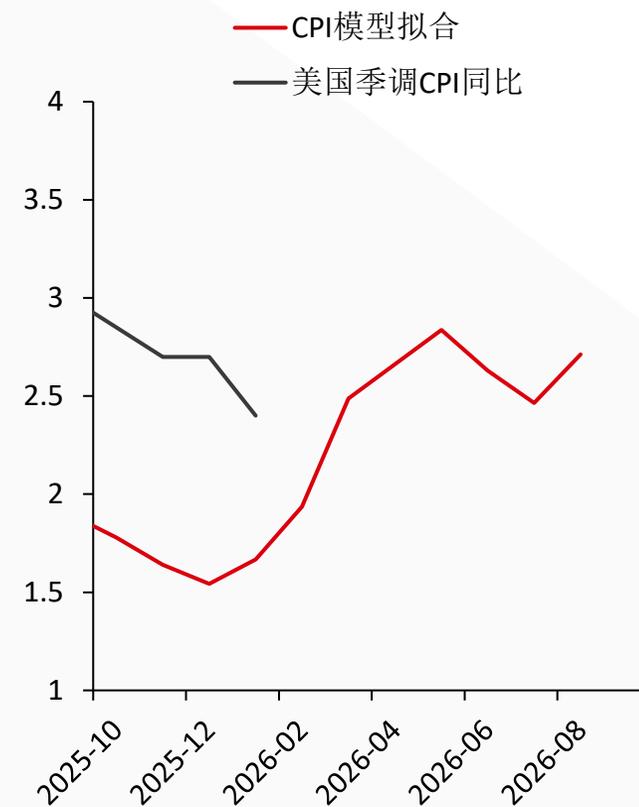
3/10

【宏观】通胀仍相对平滑

- ◆ 美国2月CPI持平：服务通胀回落，非服务通胀回升。
- ◆ 考虑油价因素，到5月CPI或抬升至3.6%

美国CPI分项贡献和预测

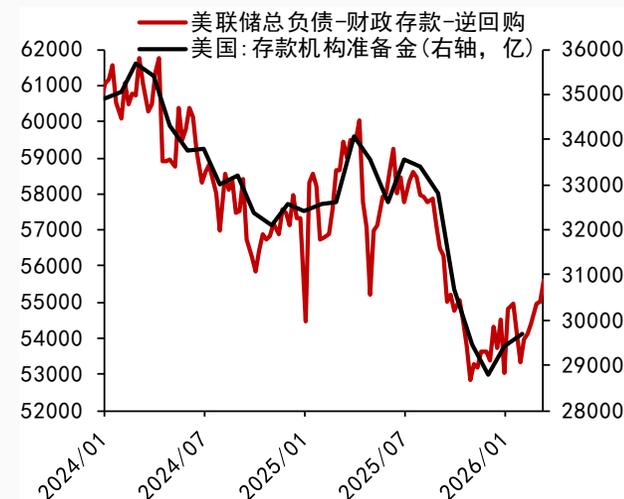
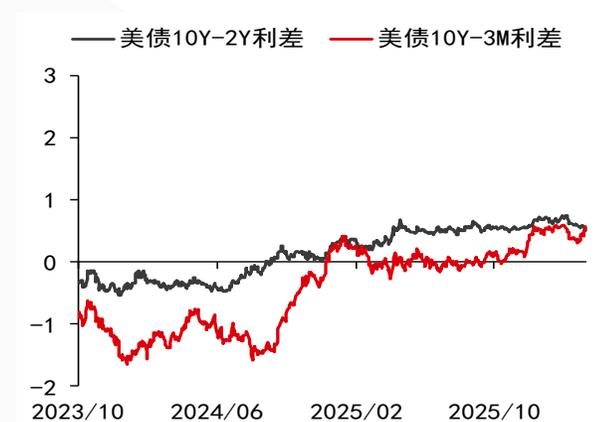
Series	2026/2/28	2026/1/31	2025/12/31	2025/11/30	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	2025/5/31	2025/4/30
CPI	2.4	2.4	2.7	2.7	3	2.9	2.7	2.7	2.4	2.3
食品	0.42	0.39	0.42	0.36	0.42	0.43	0.39	0.40	0.39	0.37
家庭食品	0.20	0.17	0.19	0.16	0.22	0.22	0.17	0.19	0.18	0.16
在外饮食	0.22	0.22	0.23	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
能源	0.03	-0.01	0.14	0.27	0.19	0.02	-0.11	-0.07	-0.25	-0.27
能源商品	-0.17	-0.23	-0.09	0.04	-0.01	-0.23	-0.34	-0.31	-0.46	-0.46
能源服务	0.20	0.23	0.24	0.23	0.20	0.24	0.23	0.24	0.21	0.19
核心商品	0.19	0.22	0.28	0.26	0.29	0.28	0.22	0.15	0.07	0.04
家居陈设与用品	0.13	0.13	0.12	0.09	0.10	0.10	0.08	0.06	0.02	0.01
服装	0.07	0.04	0.02	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02
交通运输商品-减去汽车燃油	-0.07	-0.04	0.06	0.10	0.14	0.15	0.12	0.10	0.07	0.06
医疗保健商品	0.00	0.00	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
休闲商品	0.05	0.03	0.02	0.01	0.02	0.00	0.00	-0.02	-0.03	-0.04
教育与通讯商品	-0.05	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.05
含酒精饮料	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02
其他商品	0.05	0.06	0.05	0.04	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
核心服务	1.77	1.79	1.84	1.87	2.13	2.20	2.23	2.19	2.15	2.17
住宅	1.05	1.07	1.12	1.12	1.31	1.33	1.34	1.36	1.38	1.42
供水、污水和垃圾收集服务	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05
医疗保健服务	0.28	0.26	0.24	0.22	0.25	0.27	0.28	0.22	0.20	0.21
交通运输服务	0.14	0.09	0.10	0.11	0.17	0.23	0.23	0.22	0.18	0.16
休闲服务	0.07	0.11	0.14	0.08	0.14	0.12	0.13	0.13	0.12	0.12
教育与通讯服务	0.05	0.06	0.06	0.11	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.06
其他个人服务	0.09	0.11	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06
核心消费者价格指数	2.50	2.50	2.60	2.60	3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80



【宏观】美联储降息预期后移，政策立场边际转鹰

- ◆ **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			-0.25						3.75	-0.75			
加拿大						-0.25	-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							-0.25						3.85	-0.25			
新西兰					-0.25	-0.50		-0.25			-0.25	-0.25						-0.50	-0.50		-0.25					2.25	-1.5			
瑞典						-0.25					-0.25		-0.25	-0.25				-0.50	-0.25		-0.25			-0.25		1.75	-0.5			
瑞士										-0.25		-0.25		-0.25				-0.50	-0.25		-0.25			-0.25		0	-0.25			
挪威							-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	-0.25										-0.25	-0.25		-0.50						4	-0.75			
韩国											-0.25		-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						-0.25						4.75	-1			
泰国				-0.25				-0.25			-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			-0.25	-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											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				-0.25	-0.50	4.5	-0.5				
阿根廷																	-3	-3		-5					-20	29	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】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。

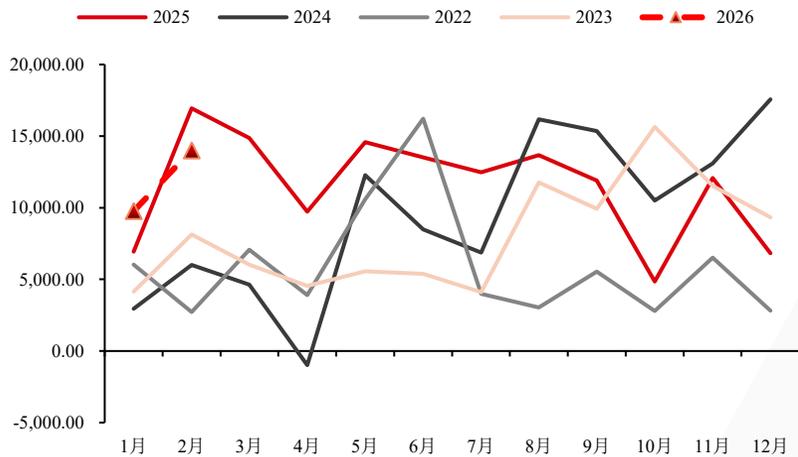
增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03
		GDP:不变价:当季同比	%			4.5				4.8			5.2		5.4
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	21.8	10.0	5.5	5.4	5.3	6.1	5.8	6.1	5.9	5.9	6.2	5.6
		进口金额:累计同比	%	19.8	25.6	0.0	-0.6	-0.9	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-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

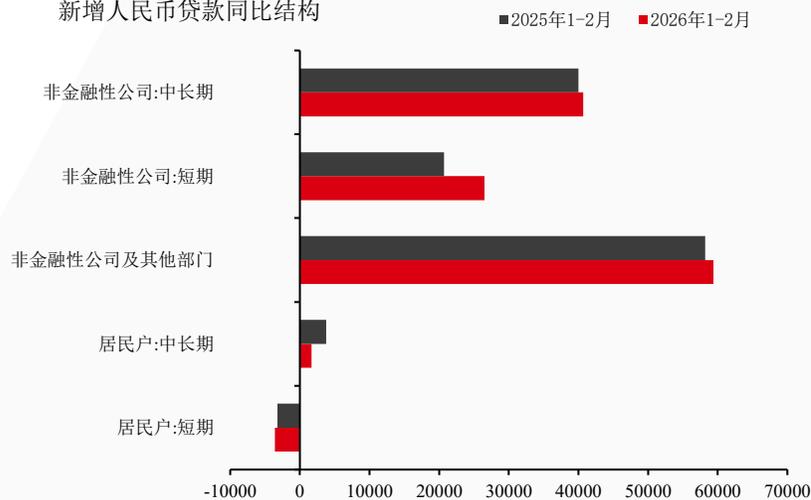
【宏观】：1-2月经济

◆ 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。

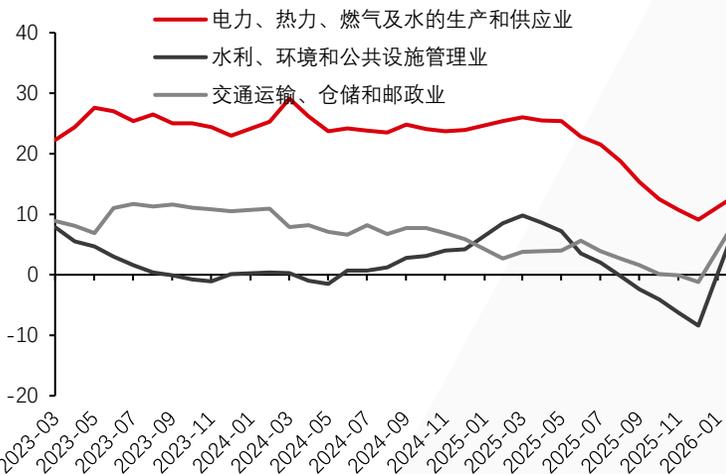
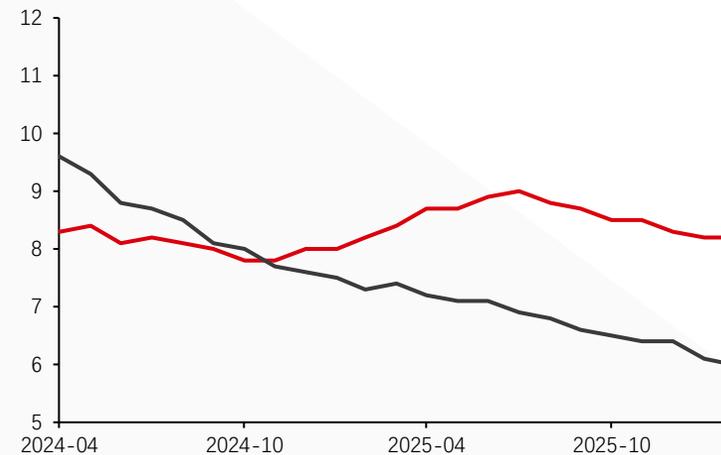
社融 政府债券 当月值



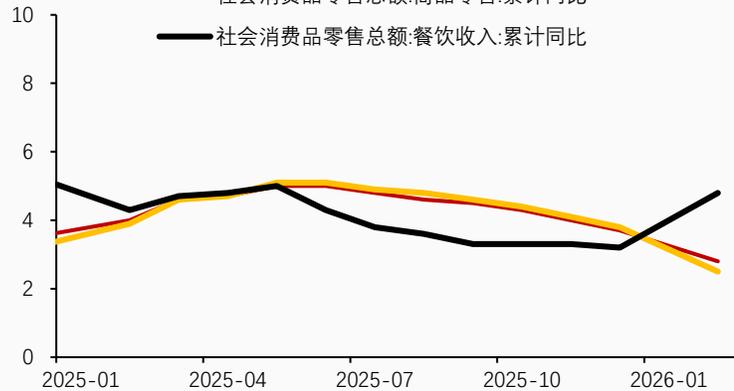
新增人民币贷款同比结构



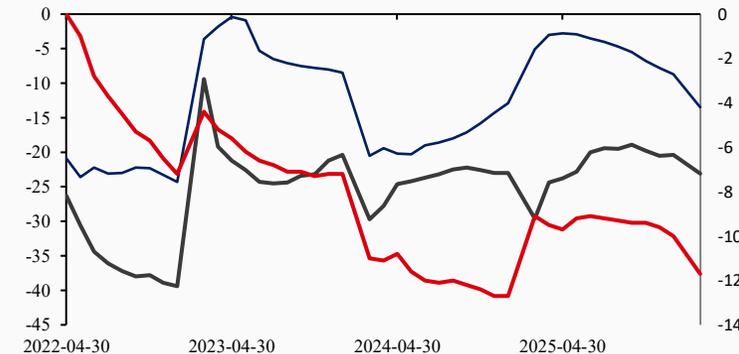
社会融资规模存量:同比 金融机构:各项贷款余额:同比



社会消费品零售总额:累计同比
社会消费品零售总额:商品零售:累计同比
社会消费品零售总额:餐饮收入:累计同比



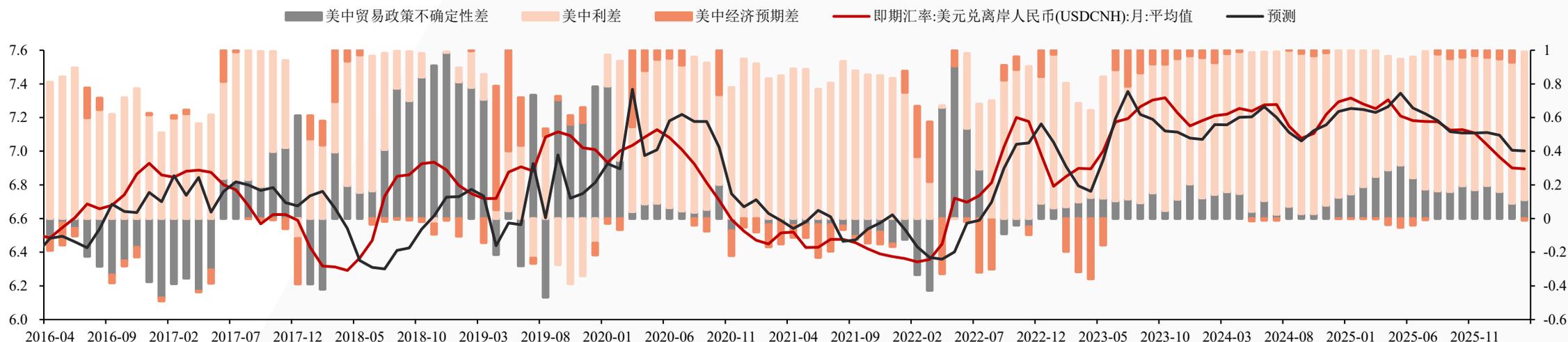
新开面积 商品房销售面积 施工面积 (右轴)



【总体观点】美元兑人民币短期高位双向波动延续

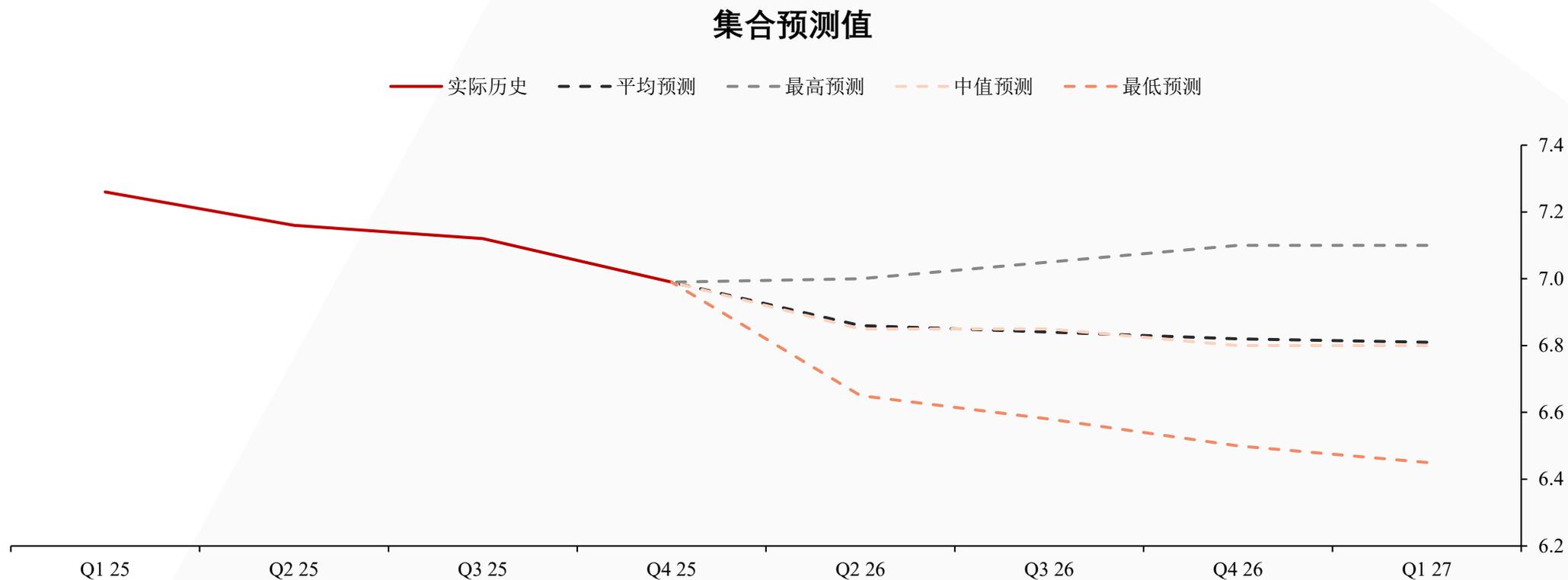
- ◆ **基本面：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国2月非农意外减少9.2万，失业率升至4.4%，叠加中东油价冲击，“滞胀”隐忧初现；中国2月制造业PMI降至49.0，但CPI回升至1.3%，社融存量同比增8.2%，两会定调赤字率4%、积极财政持续发力。美国经济面临油价与就业双重压力，中国政策空间更大；**2)中美利差(chā)中性：**美联储偏鹰派立场延续，19位官员中7位主张年内不降息，反映出对通胀风险的担忧；中国货币政策保持适度宽松；**3)贸易政策不确定性中性：**当前市场对人民币的主要扰动已不完全来自传统关税本身，而是中东冲突推升能源价格、压制全球需求并扰动亚洲供应链；若油价高位持续，外需与风险偏好都可能对人民币形成阶段性扰动。特朗普访华安排后延，中美经贸议题的缓和节奏暂时后移。
- ◆ **核心观点：预计美元兑人民币在6.85-6.95区间震荡。**中东战事推升美元避险需求，但美元指数100关口遇阻回落，美国自身经济数据走软限制上行空间。若油价回落、霍尔木兹海峡局势缓和，人民币有望回升至6.85附近。关注中东局势及中美磋商进展。
- ◆ **风险提示：**
 - **中东冲突升级风险：**霍尔木兹海峡长期封锁或战事扩大可能推动油价突破120美元/桶，引发全球滞胀，美元避险需求激增，人民币承压。
 - **美联储政策超预期收紧风险：**油价高企推升通胀，美联储可能放弃降息甚至重启加息讨论，中美利差再度走阔。

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 6.80 区间见底。
 - **预期分歧：**机构博弈区间极宽（6.50 – 7.10），平均预测在6.80。
- ◆ **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