



# 破位已至，关注持续性验证

华泰期货研究院 2026年05月07日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

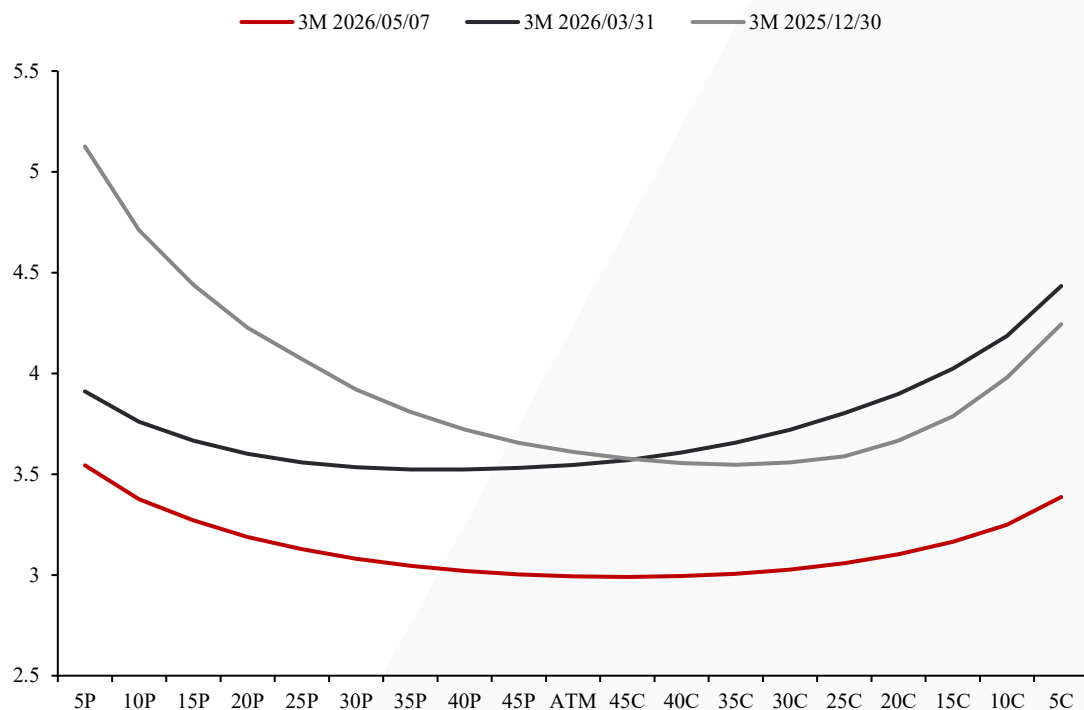
联系人：  
朱思谋 F03142856



# — 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较之前的趋势出现逆转。显示出人民币的升值趋势，Put端波动率高于Call端

### 3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构

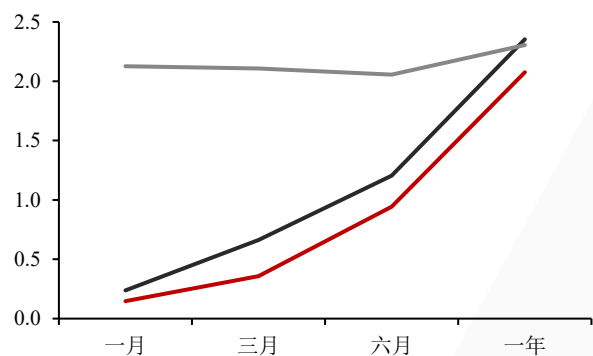


### Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



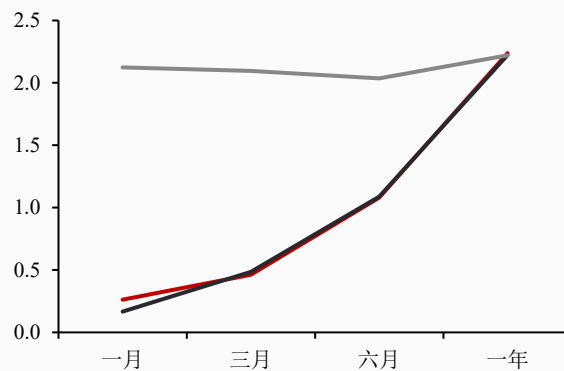
## 20260506 (%)

— 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



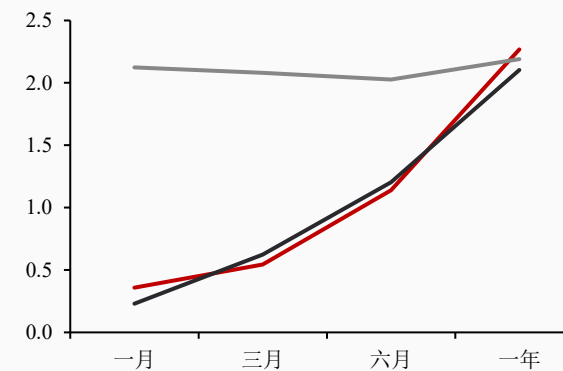
## 20260429 (%)

— 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



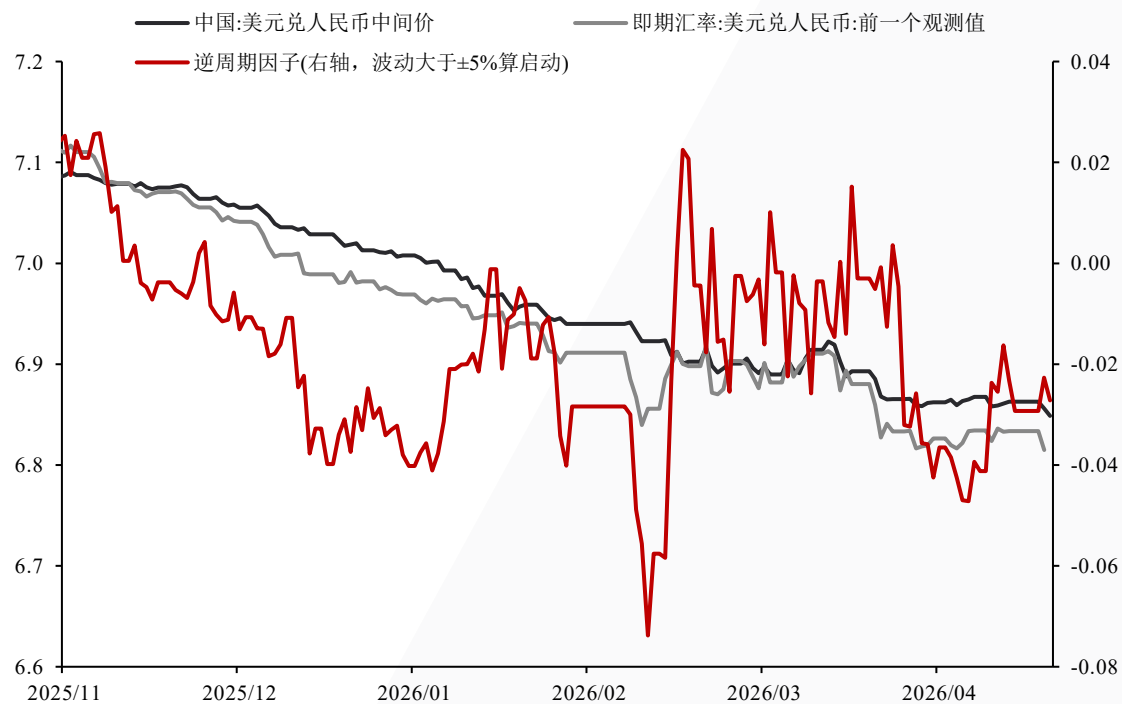
## 20260408 (%)

— 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

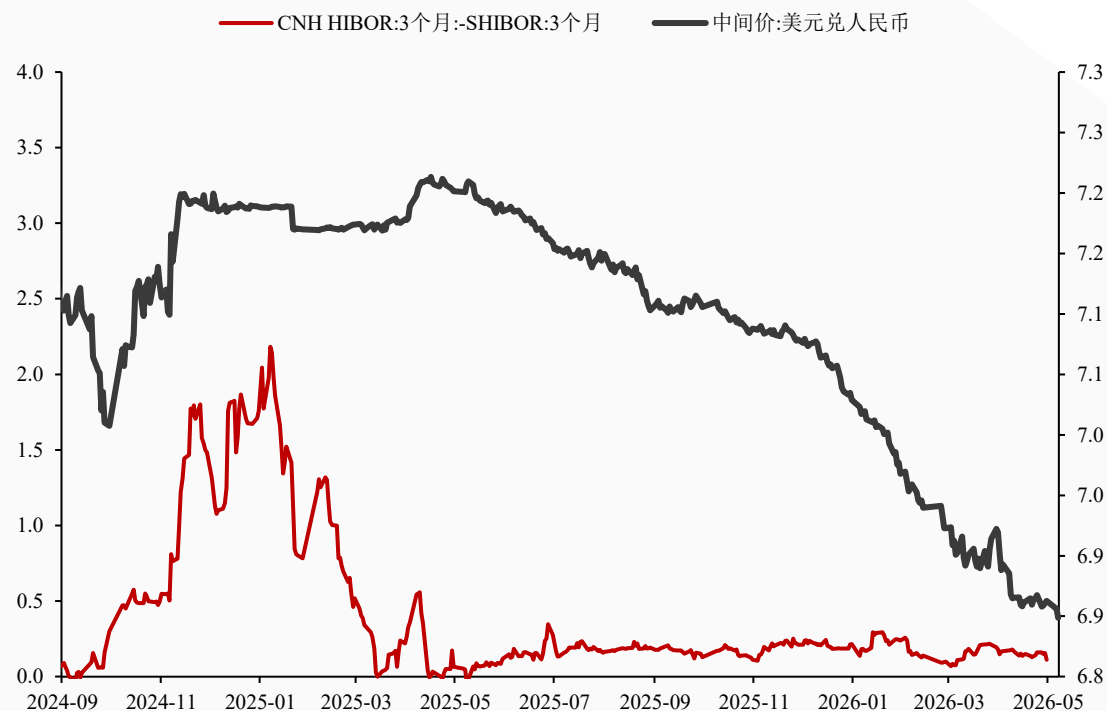


◆ 逆周期因子维持在-2%左右

### 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 —



# 【宏观】美国经济：动能放缓，分歧加深

- ◆ 就业：信号转弱；
- ◆ 通胀：粘性犹存。4月ISM服务业投入价格仍在高位，叠加前期油价冲击的滞后传导；
- ◆ 经济：4月ISM服务业回落至53.6，FOMC 8:4分歧维持利率不变，为1992年以来最大分歧。

增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
		GDP:不变价:同比	%		2.48			2.72			3.04			2.90	
投资	-9.0%	Markit制造业PMI	%	54.00	52.30	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.11	4.01	4.25	4.53	5.40	2.31	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70
		成屋+新建住房销售	万套		398	413	460.7	498.2	485.4	476	479.9	473.6	466.9	464.2	466.7
就业		新增非农就业人数	万人		17.80	-9.20	13.00	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70	13.90
		失业率 (色阶相反)	%		4.30	4.40	4.30	4.40	4.50		4.40	4.30	4.30	4.10	4.30
		非农职位空缺数	万人			688.2	724	655	684.6	717	716.9	691.9	708.9	720.4	731
通胀		CPI:当月同比	%		3.30	2.40	2.40	2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40
		核心CPI:当月同比	%		2.60	2.50	2.50	2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80
消费	59.2%	零售和食品服务销售额:同比	%		4.50	3.86	3.03	3.78	1.88	3.46	5.60	3.47	4.52	4.15	3.15
		Markit服务业PMI	%	51.30	49.80	51.70	52.70	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70
		个人可支配收入:同比	%		3.95	4.03	4.56	4.05	4.13	4.17	4.67	4.62	4.33	3.81	4.01
		个人消费支出:同比	%		5.69	5.58	5.20	4.54	5.13	5.25	5.24	5.61	5.30	5.16	5.05
财政	27.4%	财政收入:同比	%		4.68	5.63	9.11	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70
		财政支出:同比	%		3.94	2.85	1.98	16.26	-23.82	17.88	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40
净出口	-22.3%	出口金额:同比	%			12.16	10.41	5.96	5.47	11.75	7.35	3.13	4.87	4.50	5.69
		进口金额:同比	%			-7.07	-11.23	-2.16	-2.43	-3.34	-3.44	-1.90	2.52	-1.22	3.30

美国经济热力图

# 【事件】无限期停火？

## 后续推演：

- 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；
- 关键时间节点：黎以临时停火协议5月18日到期。
- “自由计划”再TACO：5月4日上午美军宣布协助商船通过霍尔木兹海峡，5月5日特朗普宣布暂停，称应巴基斯坦等国请求，并基于美国对伊朗军事行动取得的“巨大成功”及协议谈判进展。

### 战争/海峡

确保海峡开放；停止支持地区武装；限制弹道导弹规模和射程

### 经济

全面解除对伊朗的国际制裁；美国承诺取消“快速恢复制裁”（snapback）机制

### 其他

伊朗解除现有核能力、承诺不发展核武器、禁止在本土进行铀浓缩、移交约60%高丰度浓缩铀库存、拆除纳坦兹、伊斯法罕及福尔多等核设施。支持伊朗民用核项目。

### 战争/海峡

保证不再侵犯；制定海峡通行协议且伊朗主导；美国撤军；停止中东所有战线战争

### 经济

解除一级和次级制裁；支付赔偿金

### 其他

接受伊朗铀浓缩活动，撤销联合国安理会和国际原子能机构相关决议

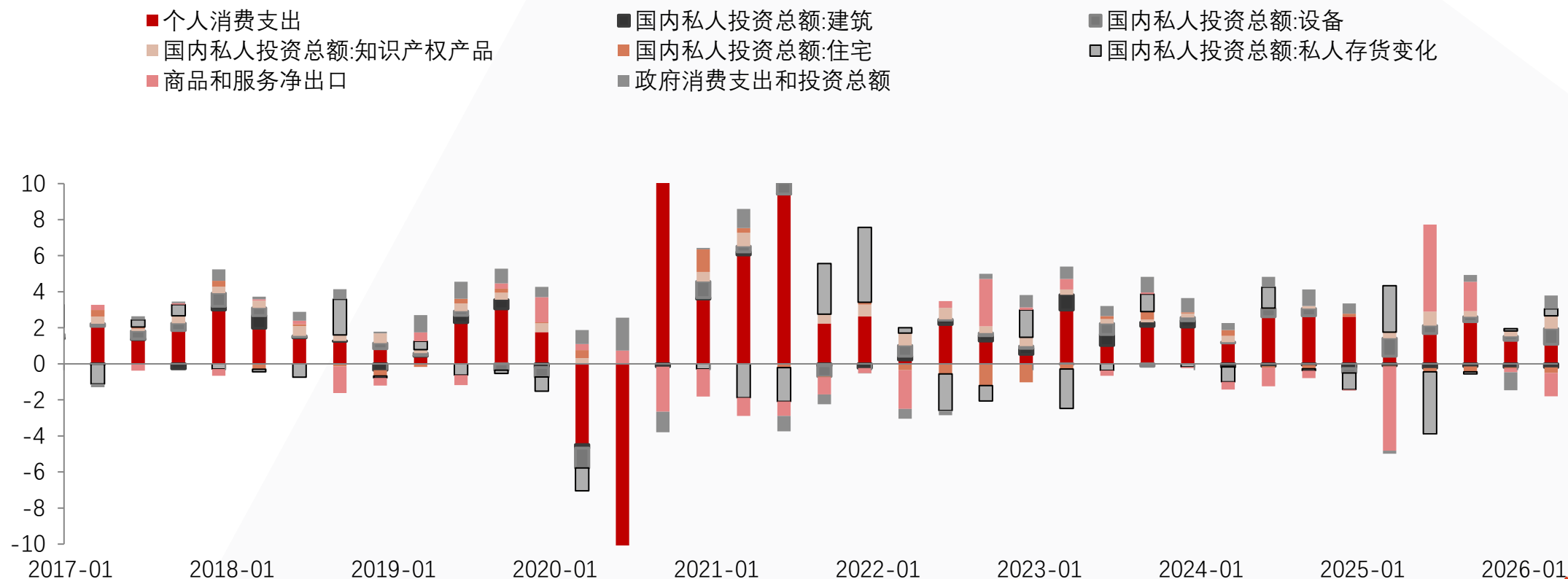


备注：绿色为双方一致诉求；红色为双方深刻矛盾诉求

# 【宏观】美国一季度GDP

## ◆ 美国经济：K型分化

- 美国2026年一季度实际GDP环比增长2%，低于市场预期；能源价格大幅上涨影响凸显；1、能源价格上涨再度引发囤货现象，库存和净进口明显；2、消费贡献环比回落；3、制造业回流明显，设备和知识产权投资贡献上升；4、住宅负贡献加深。



# 【事件】4月FOMC

- 海外：美联储决定维持利率在3.5%~3.75%不变，政策声明保留了“进一步调整利率目标”的降息倾向。货币委员会出现四张反对票，米兰反对不降息，另外三名委员反对声明中带有降息倾向的措辞。

## 美联储官员2025最新鹰鸽分布表 (2026/4/30)

鹰鸽比例：6:4

姓名	职位	投票权	发言时间	言论内容	鹰鸽程度
杰罗姆·鲍威尔	美联储主席	常驻票委	2026-04-30	认为当前利率已相当接近中性利率，政策立场处于“略微限制性”的合理状态，目前没有通胀压力（尤其是能源）让美联储选择继续等待。中东局势引发的能源价格上涨会导致可支配收入下滑，预计这种通胀会迅速消退。由于特朗普政府的政策，移民人口下降已导致就业增速放缓，劳动力需求也显然趋于温和。消费者开支一直稳固，企业固定资产投资按较快的步伐扩张，住房市场保持疲软。	
凯文·沃什	提名美联储主席		2026-04-22	资产负债表和利率政策应当共同发挥作用，主张逐步、谨慎地缩表。认为美联储需要更深入地研究人工智能对生产力和就业的深远影响并重新审视经济模型。上任后想做的首批“改革”之一是关于通胀的数据项目，想知道通胀的真实情况。需要一个新的框架来应对持续存在的通胀问题。	
约翰·威廉姆斯	纽约联储主席，美联储副主席	常驻票委	2026-04-07	伊朗战争的影响将推高整体通胀，其引发的通胀因素将直接反映在整体通胀数据中。考虑到能源因素，通胀率应在2.75%左右。当前关注重点在于整体通胀，核心通胀情况并未发生太大变化。关税仍然是重要因素。货币政策目前处于有利位置，可采取观望态度。 <b>利率完全处于合适水平，必要时可进行调整。</b>	
菲利普·杰斐逊	美联储副主席	常驻票委	2026-04-08	当前政策利率已做好充分准备应对市场变化， <b>利率大致处于中性区间</b> 。美国贸易政策不确定性及地缘政治紧张局势给通胀预测带来上行风险。认为就业面临下行风险，通胀面临上行风险。	
迈克尔·巴尔	理事	常驻票委	2026-04-15	从长远来看，人工智能可能会使我们更具生产力。应利用人工智能促进信贷获取。必须将冲击视为既定事实，并利用手头的工具。目标之间存在紧张关系，但美联储将完成任务	
克里斯托弗·沃勒	理事	常驻票委	2026-04-18	如果战争导致高通胀和劳动力市场疲软，可能需要维持利率稳定。中东战争时间越长，通胀和就业风险越大，会对美联储构成挑战。能源价格可能出现的飙升或产生持久的通胀影响。市场似乎低估了冲突长期化的风险，将密切关注通胀预期对冲突的反应，密切关注就业数据中不断增加的压力迹象。目前劳动力市场的盈亏平衡增长率可能在零附近。出现就业负增长的时期并不预示着经济衰退，劳动力市场的变化使得目前的分析更具挑战性	
米歇尔·鲍曼	理事	常驻票委	2026-03-20	将关注人工智能领域的杠杆水平，预计今年经济将强劲增长。仍然对就业市场感到担忧， <b>预计今年将降息三次</b>	
丽莎·库克	理事	常驻票委	2026-03-27	劳动力市场处于低招聘低解雇状态，正在密切关注人工智能和就业市场的相关数据，人工智能对劳动力市场有变革性作用。鉴于伊朗战争，通胀风险升高， <b>风险平衡已更多地向通胀方向倾斜</b>	
斯蒂芬·米兰	理事	常驻票委	2026-04-14	通胀在一年内接近目标2%。没理由认为油价将保持在高位。伊朗战争以来， <b>看淡这一轮石油冲击是明智的</b>	
安娜·保尔森	费城联储主席	轮值票委	2026-01-04	作为2026年新任票委，她表示 <b>若经济前景保持良性（通胀缓和、劳动力市场企稳），2026年晚些时候进行“适度”的额外降息是合适的</b> 。她同时认为当前政策仍“略显限制性”。	/
尼尔·卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	轮值票委	2026-03-04	美联储需要降低通胀并支持就业市场，劳动力市场状况良好。伊朗局势增添不确定性，评估通胀影响为时过早，眼下通胀的关键问题在于上涨的能源价格会持续多久	
贝丝·哈马克	克利夫兰联储主席	轮值票委	2026-04-15	关键在于能源价格会上涨到多高，以及高位能持续多久。高能源价格可能带来通胀压力，但也可能拖累经济增长。认为利率处于良好位置， <b>基准预期是将在相当长一段时间内维持利率不变，但确实认为利率存在双向风险</b> 。根据数据表现，可能需要更加宽松或更加紧缩。就业市场基本处于平衡状态	
洛里·洛根	达拉斯联储主席	轮值票委	2025-02-21	<b>在就业市场趋于稳定时支持美联储1月维持利率不变的决定</b> 。通胀上行风险依然存在，劳动力方面AI似乎未取代工人	/

# 【宏观】中国经济：外需托底，内需待修

- ◆ 4月制造业PMI 50.3连续两月扩张，财新PMI升至52.2创五年新高，制造业景气优于预期；新出口订单升至50.3，两年来首次重回扩张，外需端的韧性是主要亮点。但非制造业PMI回落至49.4重回收缩，建筑与服务业同步走弱，内需修复节奏偏慢；价格端仍是核心矛盾，“价”的企稳尚未确立，制约盈利与名义增长弹性。

增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
		GDP:不变价:当季同比	%		5			4.5			4.8		5.2		
净出口	-11.40%	出口金额:累计同比	%		14.7	21.8	10.0	5.5	5.3	5.3	6.1	5.8	6.0	5.9	5.9
		进口金额:累计同比	%		22.7	19.8	25.7	0.1	-0.5	-0.7	-0.9	-2.1	-2.6	-3.8	-4.8
投资	28.90%	固投:累计同比	%		1.7	1.8		-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7
		地产投资:累计同比	%		-11.2	-11.1		-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7
		制造业投资:累计同比	%		4.1	3.1		0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5
		基建投资:累计同比	%		8.9	11.4		0.6	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4
		制造业PMI	%	50.3	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5
消费	82.50%	社会零售:累计同比	%		2.4	2.8		3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5	5
		服务业PMI	%	49.6	50.2	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2
		城镇调查失业率 (色阶相反)	%		5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0
通胀		CPI:当月同比	%		1	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1
金融		社会融资规模存量:同比	%		7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9	8.7
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		5.7	6	6.1	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1

中国经济热力图

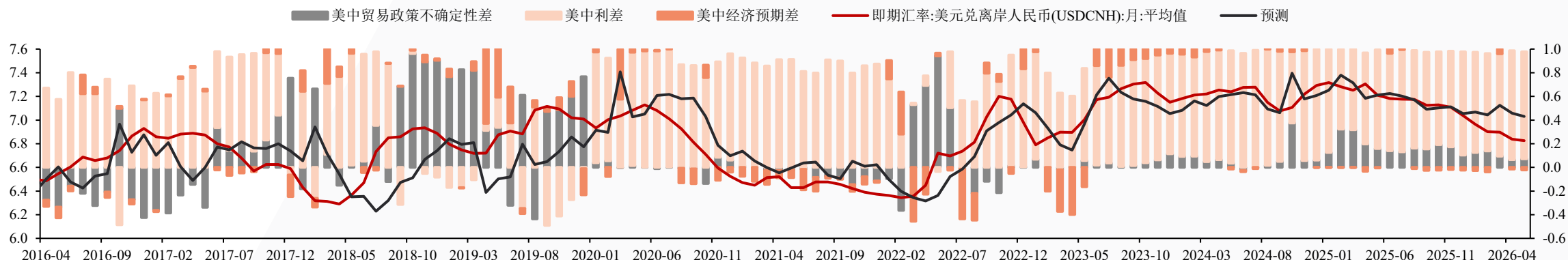
# 【事件】4月政治局会议

对比维度	2025年12月8日政治局会议	2026年4月28日政治局会议
会议议题	分析研究2026年经济工作，审议《中国共产党领导全面依法治国工作条例》	分析研究当前经济形势和经济工作。
对经济形势的判断	我国经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，改革开放迈出新步伐，重点领域风险化解取得积极进展，民生保障更加有力，社会大局保持稳定。过去5年，我们有效应对各种冲击挑战，我国经济、科技、国防等硬实力和 <b>文化、制度、外交等软实力明显提升</b> ，“十四五”即将圆满收官，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。	我国经济起步有力，主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力。同时，也面临一些困难和挑战，经济持续稳中向好的基础还需进一步巩固。要增强信心，以更大力度和更实举措抓好经济工作。
经济工作总体要求	做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届历次全会精神，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持稳中求进工作总基调， <b>更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策</b> ，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量， <b>因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险</b> ，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期， <b>推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。</b>	要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局， <b>更好统筹国内国际两个大局</b> ，统筹发展和安全，坚定不移深化改革开放，推动科技自立自强、产业链自主可控， <b>精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策</b> ，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，增强经济发展内生动力， <b>进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环</b> ，努力实现“十五五”良好开局。
宏观政策基调	明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策， <b>发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度</b> ，切实提升宏观经济治理效能。	要用好用足宏观政策。持续优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。做好宏观政策取向一致性评估。
消费和投资	<b>要坚持内需主导</b> ，建设强大国内市场；坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；	要深入挖掘内需潜力。扩大优质商品和服务供给，推动消费升级。深入实施服务业扩能提质行动。加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。推动条件成熟的重大工程项目开工。
风险防范重点	<b>坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。</b>	要有效防范化解重点领域风险。努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新。有序化解地方政府债务风险，着力解决拖欠企业账款问题。 <b>推动中小金融机构改革，稳定和增强资本市场信心。</b>
民生保障	坚持协调发展， <b>促进城乡融合和区域联动</b> ；坚持“双碳”引领， <b>推动全面绿色转型</b> ；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；编制好国家和地方“十五五”规划及专项规划。做好岁末年初重要民生商品保供工作，关心困难群众生产生活， <b>解决好拖欠企业账款和农民工工资问题，兜牢民生底线</b> 。以时时放心不下的责任感抓好安全生产，坚决防范遏制重特大事故发生	要强化就业优先政策导向，加强教育、医疗、托育等民生建设。抓好农业生产， <b>稳定生猪等农产品价格</b> 。完善常态化帮扶机制，确保不发生规模性返贫致贫。 <b>做好安全生产、防灾减灾、食品药品安全等工作</b> 。要深入开展树立和践行正确政绩观学习教育，把学习教育的成效转化为推动高质量发展的实效。
产业与发展	坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；坚持对外开放，推动多领域合作共赢；	要加快建设现代化产业体系， <b>保持制造业合理比重</b> 。纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争。全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理。进一步深化国资国企改革。系统应对外部冲击挑战， <b>提高能源资源安全保障水平，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。</b>
其他事项	制定《中国共产党领导全面依法治国工作条例》，对于进一步提升党领导全面依法治国的科学化、制度化、规范化水平，建设更加完善的中国特色社会主义法治体系，建设更高水平的社会主义法治国家，具有重要意义。	--

# 【总体观点】破位倾向已形成，但需关注政策维稳

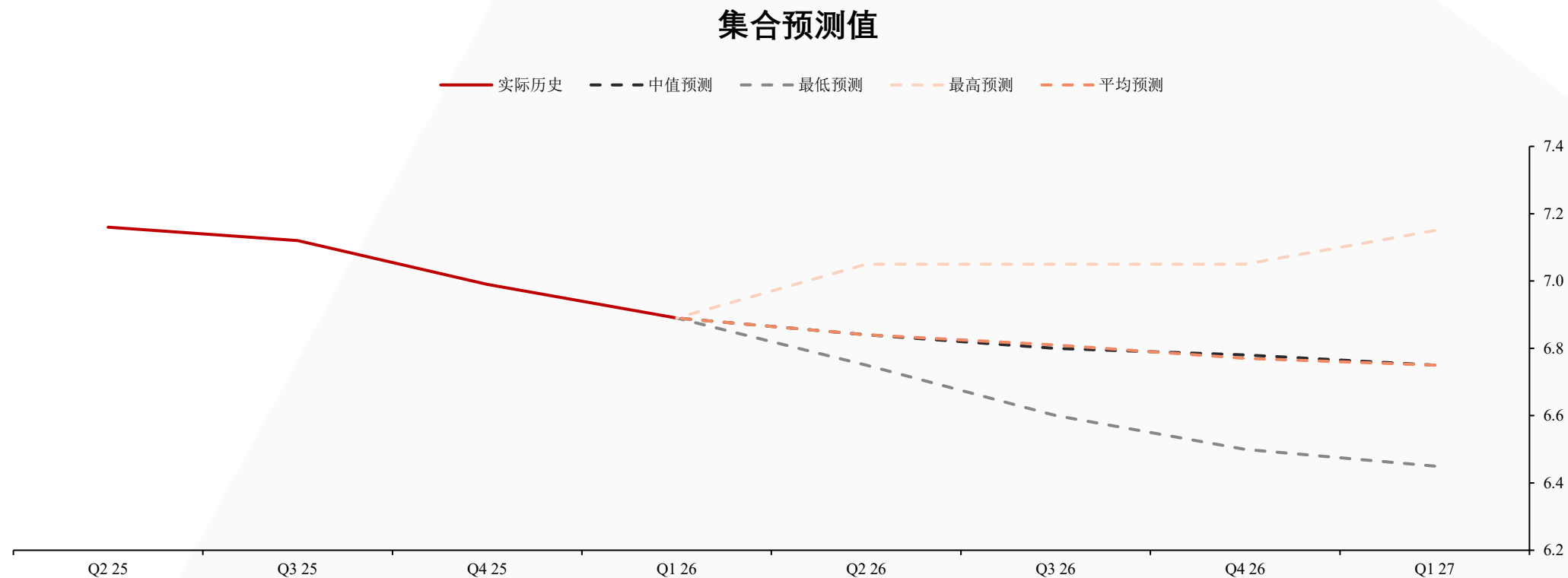
- ◆ **基本面：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国方面，4月ISM服务业指数从54回落至53.6，创五个月新低；4月29日FOMC以8:4分歧维持利率3.50%—3.75%不变，是1992年以来最大投票分歧，油价褪去后内部对降息时点的争论将再起。中国方面，4月官方制造业PMI 50.3连续两月扩张，新出口订单指数升至50.3、两年来首次重回扩张区间，财新制造业PMI升至52.2创五年新高，外需端的韧性比预期更强；**2)中美利差(chā)利好人民币：**美伊和谈推进同步打开美联储降息窗口，美债利率回落带动中美利差被动收窄；**3)贸易政策不确定性中性：**关税议题在油价回落后退居二线，但仍是会晤后短期波动的主要来源。
- ◆ **核心观点：**5月7日离岸人民币突破6.80关口，是外部风险溢价回落、美元端边际走软、政策端阶段性中性三因素共振的结果。但破位不等于趋势性升值，美伊事件已现“钝化”特征，外部驱动力的可持续性存疑。本周判断从“破位测试”切换为“破位后的双向波动”，核心区间参考6.78—6.82，进一步向下空间需观察5月8日非农、地缘局势、政策端态度三重条件配合。
- ◆ **风险提示：**美伊谈判反复，原油重新走高；中美元首会晤后关税议题重新升温；逆周期调节工具重启；美联储官员针对降息节奏的鹰派表态扰动美元。

### 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 6.77 区间见底。
  - **预期分歧：**机构博弈区间极宽（6.50 – 7.05），平均预测在6.77。
- ◆ **2027Q1 趋势：**各方预测向 6.75 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](http://www.htfc.com)