



人民币升值窗口延续， 低位区间消化为主

华泰期货研究院 2026年05月28日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：

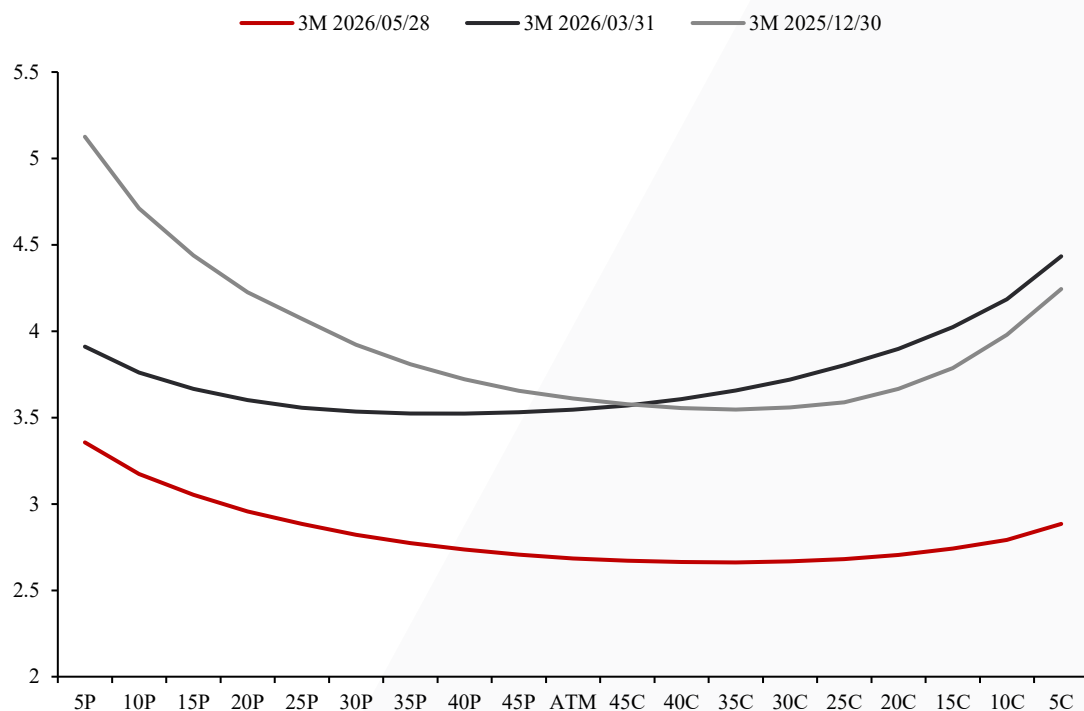
朱思谋 F03142856



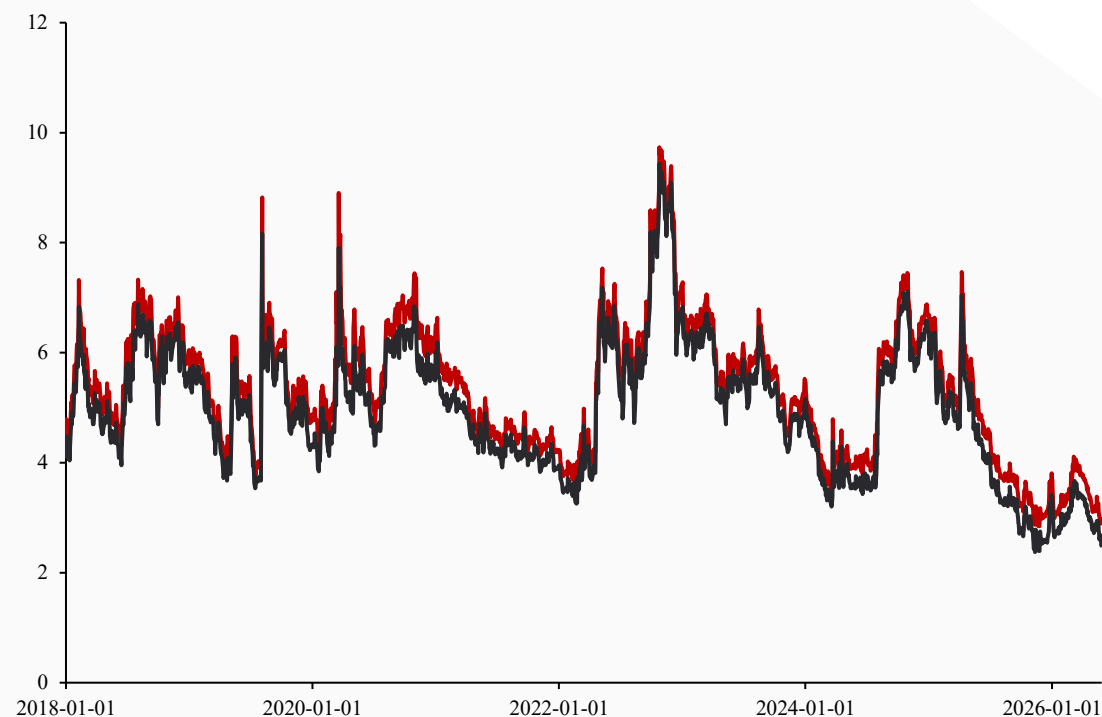
— 量价和政策信号 —

◆ **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

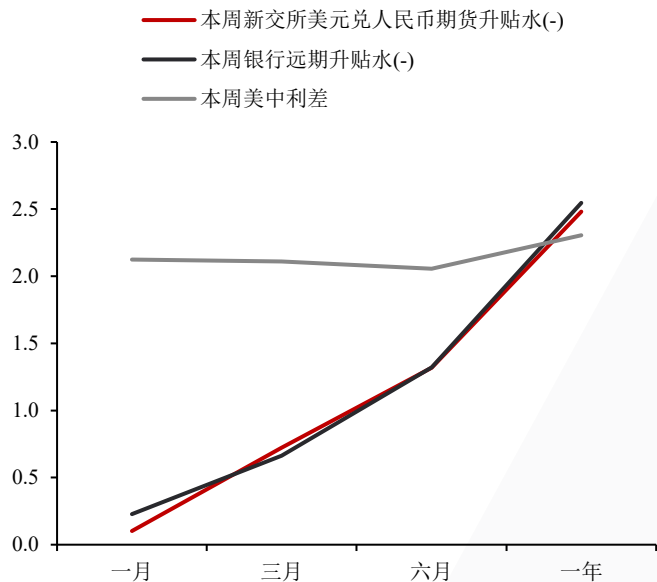
3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构



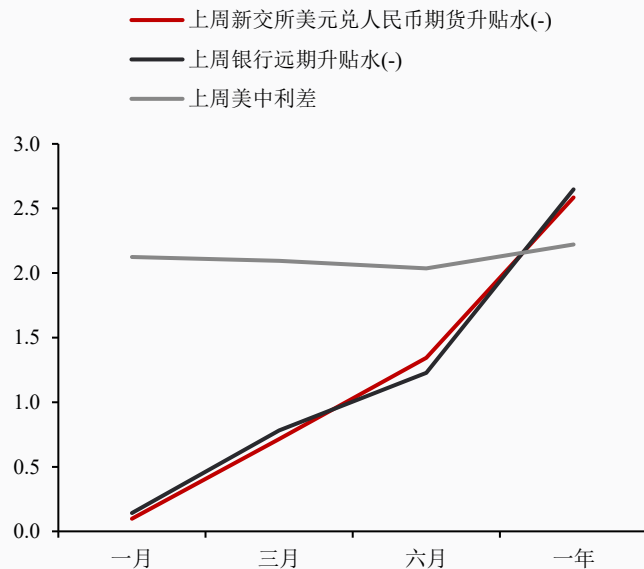
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



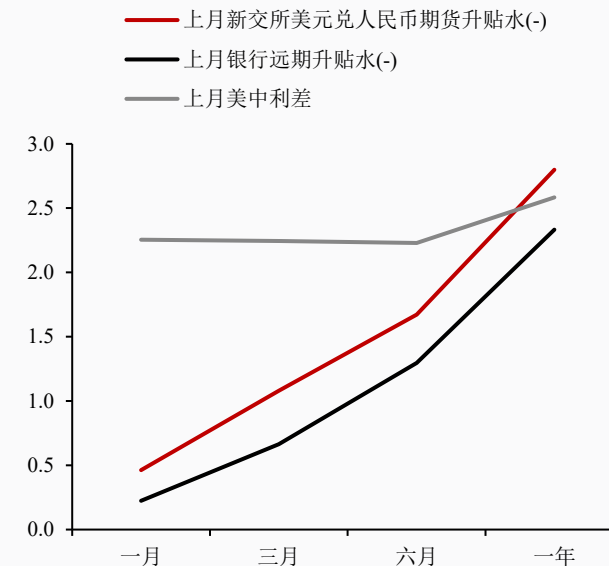
20260527 (%)



20260520 (%)

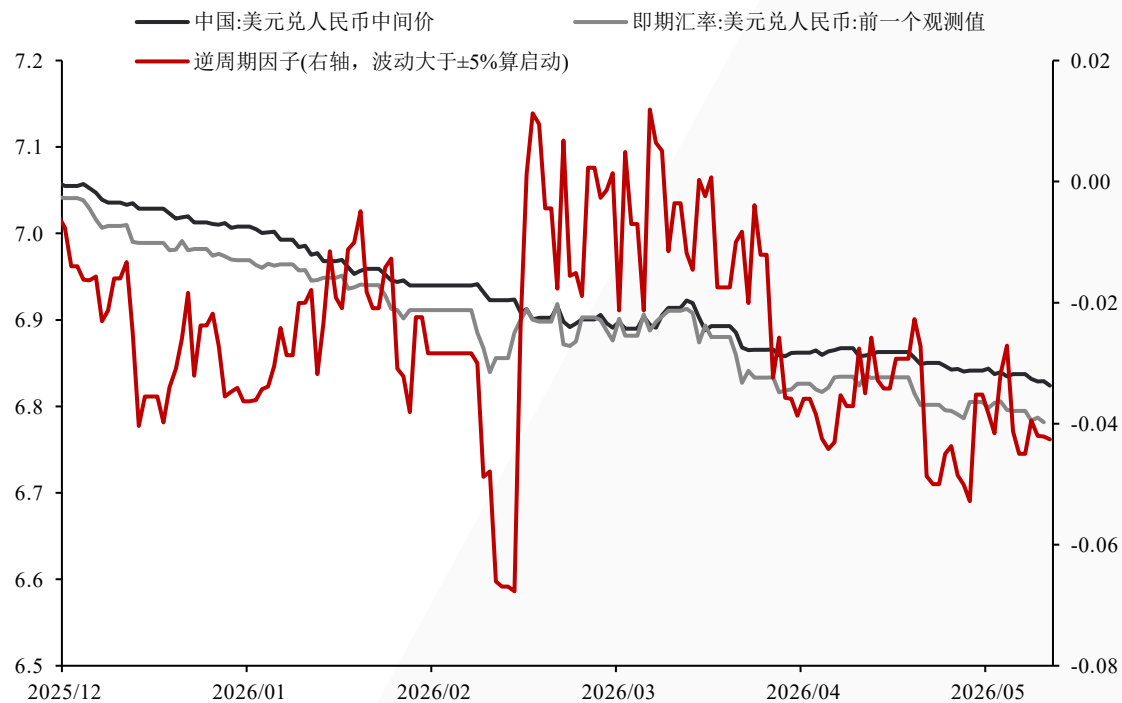


20260429 (%)



◆ 逆周期因子在-4%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 —



【宏观】最坏情境的概率在下降

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；
- 5月25日，美国国务卿鲁比奥：目前有一份“相当可靠”的方案摆在面前，内容涉及伊朗“开放霍尔木兹海峡”的可能性，以及“就核问题展开一次切实、重大且有时间限制的谈判”。媒体报道：1、30天的期限内清除该海峡的水雷。2、停火协议将延长60天，停火期内，双方计划就伊朗核计划进行谈判。
- 5月27日白宫称谈判“进展顺利”，特朗普表示伊朗“非常想达成协议”，但坦言尚未谈拢，表示美国不会以解除制裁作为条件，换取伊朗放弃高浓缩铀，显示华盛顿在伊朗核问题上的立场依然强硬。与此同时局势并未完全平息：同日美军在伊朗南部实施新的空袭，击落了威胁霍尔木兹海峡的四架自杀式无人机及一处地面控制站。

战争/海峡

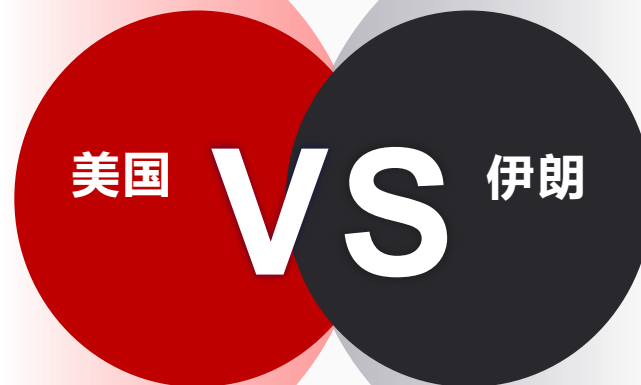
确保海峡开放；
拒绝支付战争赔偿；

经济

拒绝解冻伊朗海外资产；

其他

要求伊朗交出400公斤浓缩铀，并仅允许伊朗保留一处核设施继续运行；
要求所有战线停战必须以开展谈判为前提



战争/海峡

制定海峡通行协议且伊朗主导；
停止中东所有战线战争

经济

解除所有制裁，要求美国解冻伊朗海外资产；
支付战争赔偿金

其他

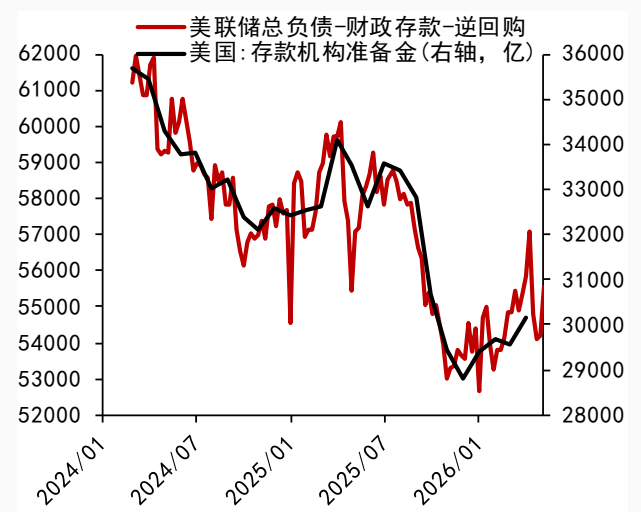
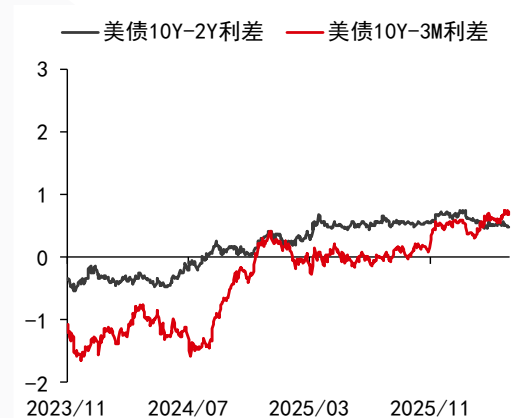
接受伊朗铀浓缩活动

备注：绿色为双方一致诉求；红色为双方深刻矛盾诉求

【美国】加息预期再增

◆ 5月以来，市场对美联储政策路径的定价已从“何时降息”转向“是否仍有降息空间”。油价上行、长端美债收益率突破关键位置，以及美国就业与通胀仍具韧性，使降息预期明显后移，甚至开始重新定价年内加息风险。沃什上任后虽提出“以缩表换降息”的中长期框架，但在当前通胀压力、联储内部分歧和市场对政策沟通不确定性上升的背景下，短期快速转向宽松的难度较大。整体看，美联储更可能维持“高利率更久”的观察姿态，降息交易的胜率下降，长端利率高位运行对美元仍有阶段性支撑。

	2026年					2025年												2024年							最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价
	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	11月	10月	9月	8月	7月				
美国						-0.25	-0.25	-0.25										-0.25	-0.25	-0.50					3.75	-0.75	+18bp
欧元区											-0.25	-0.25	-0.25	-0.25				-0.25	-0.25	-0.60					2.15	-0.25	+73.4bp
日本																0.25						0.15		0.75	0.25	+49.2bp	
英国						-0.25			-0.25				-0.25			-0.25			-0.25			-0.25		3.75	-0.5	+60bp	
加拿大								-0.25	-0.25						-0.25	-0.25			-0.50	-0.50	-0.25		-0.25	2.5	-0.5	+49.2bp	
澳大利亚	0.2		0.2	0.25						-0.25					-0.25	-0.25								4.35	0.5	+36.5bp	
新西兰						-0.25	-0.50	-0.25					-0.25	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50		-0.25		2.25	-1		
瑞典								-0.25					-0.25		-0.25	-0.25			-0.50	-0.25		-0.25		1.75	-0.5		
瑞士													-0.25		-0.25				-0.50			-0.25		0	-0.25		
挪威	0.25							-0.25																4.25	-0.25		
中国													-0.10									-0.10		3	0		
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	-0.25				2.5	0		
印度						-0.25						-0.50	-0.25		-0.25	-0.25								5.25	-0.75		
印尼								-0.25	-0.25	-0.25			-0.25			-0.25						-0.25		4.75	-0.75		
泰国						-0.25							-0.25		-0.25	-0.25						-0.25		1.25	-0.5		
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		-0.25	-0.25			-0.25					5	-1		
巴西		-0.25	-0.25									0.2	0.5		1.00	1.00			1.00	0.50		0.25		14.5	-0.25		
俄罗斯		-0.50	-0.50	-0.50		-0.50	-0.50	-1.00	-2.00	-1.00						1.00			1.00	1.00	2.00	1.00		14.5	-6.5		
墨西哥	-0.25		-0.25			-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50			-0.25	-0.25		-0.25	-0.25	6.5	-2		
土耳其					-1.00	-1.50	-1.00	-2.50					3.50	2.50		-2.50			-2.50	-2.50				37	-9		
南非							-0.25		-0.25				-0.25		-0.25	-0.25						-0.25		6.75	-0.5		
智利						-0.25													-0.25	-0.25		-0.25		4.5	-0.5		
阿根廷																								29	0		



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

【宏观】美国经济：增长回升，隐忧仍存

- ◆ **就业**：4月新增非农11.5万人、失业率维持4.3%，劳动力市场稳中趋软；
- ◆ **通胀**：4月CPI同比升至3.8%、为近三年最高，主因伊朗战争推升能源价格；
- ◆ **经济**：一季度GDP年化增长2.0%、较四季度0.5%明显反弹，但增长高度依赖AI投资、消费放缓。5月Markit制造业PMI为55.3%、服务业PMI为50.9%，均连续处于扩张区间。

增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06
		GDP:不变价:同比	%			2.66			1.99			2.33			2.08
投资	-9.0%	Markit制造业PMI	%	55.30	54.50	52.30	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90
		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
		成屋+新建住房销售	万套		402	469.2	476.5	460.3	499.8	483.8	476	479.9	473.6	466.9	464.2
就业		新增非农就业人数	万人		11.50	17.80	-9.20	13.00	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70
		失业率 (色阶相反)	%		4.30	4.30	4.40	4.30	4.40	4.50		4.40	4.30	4.30	4.10
		非农职位空缺数	万人			686.6	692.2	724	655	684.6	717	716.9	691.9	708.9	720.4
通胀		CPI:当月同比	%		3.80	3.30	2.40	2.40	2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70
		核心CPI:当月同比	%		2.80	2.60	2.50	2.50	2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90
消费	59.2%	零售和食品服务销售额:同比	%		4.62	4.66	4.02	3.03	3.78	1.88	3.46	5.60	3.47	4.52	4.15
		Markit服务业PMI	%	50.90	51.00	49.80	51.70	52.70	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90
		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
		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
财政	27.4%	财政收入:同比	%		-1.51	4.68	5.63	9.11	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91
		财政支出:同比	%		5.16	3.94	2.85	1.98	16.26	-23.82	17.88	-22.60	0.36	9.67	-7.03
净出口	-22.3%	出口金额:同比	%			13.32	12.12	10.41	5.96	5.47	11.75	7.35	3.13	4.87	4.50
		进口金额:同比	%			-9.03	-6.99	-11.23	-2.16	-2.43	-3.34	-3.44	-1.90	2.52	-1.22

美国
经济
热力
图

【宏观】中国经济：外需托底，内需待修

◆ 稳中向好，一季度GDP同比增长5.0%、较去年四季度回升0.5个百分点，在主要经济体中继续领先。生产端加快，规模以上工业增加值增长6.1%；外需亮眼，货物进出口增长15.0%、出口增长11.9%。同时就业稳定（城镇调查失业率5.3%、同比持平），物价温和回升（4月CPI同比上涨1.2%），增长更多由新质生产力和创新驱动支撑。但地产仍是主要拖累——房地产开发投资下降13.7%、固定资产投资下降1.6%、社零仅增1.9%，内需偏弱待提振。

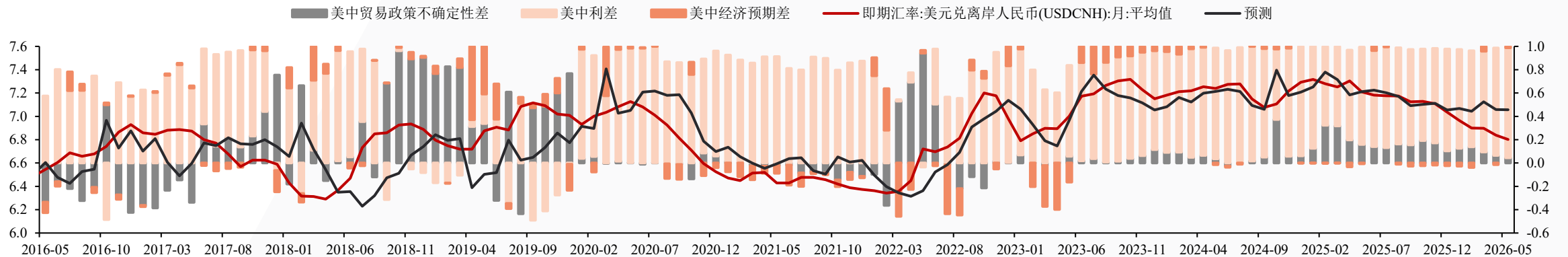
增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
		GDP:不变价:当季同比	%		5			4.5			4.8			5.2	
净出口	-11.40%	出口金额:累计同比	%	14.5	14.7	21.8	10.0	5.5	5.3	5.3	6.1	5.8	6.0	5.9	5.9
		进口金额:累计同比	%	23.6	23.0	20.0	26.0	0.2	-0.4	-0.7	-0.9	-2.1	-2.6	-3.8	-4.8
投资	28.90%	固投:累计同比	%	-1.6	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	%	-13.7	-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	%	1.2	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	%	4.3	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	%	1.9	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)	%	5.2	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	%	1.2	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	%	7.8	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	%	5.6	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

【总体观点】6.75—6.82区间低位震荡消化，6.78附近转为短期枢纽

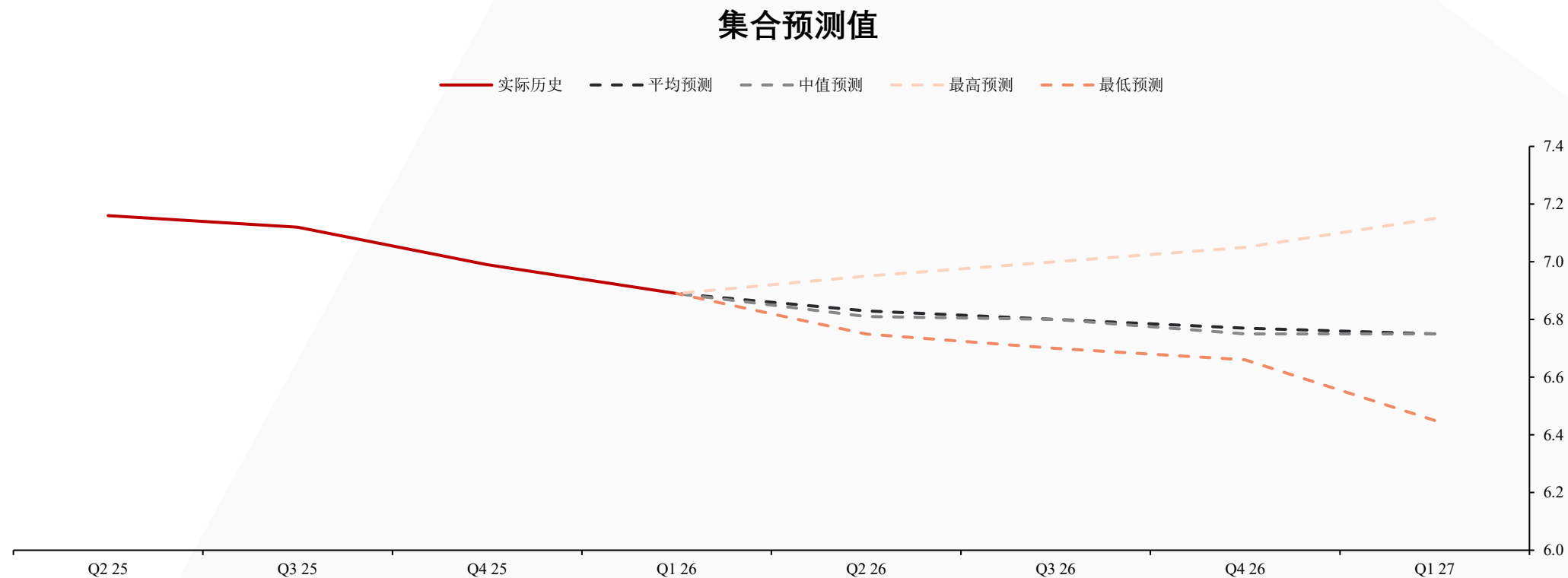
- ◆ **基本面：1)经济预期差(chā)中性：**本周暂无明显新增中美基本面催化。国内数据整体仍偏温和修复，内需端改善有限；美国方面，就业与消费韧性仍在，市场对美国经济放缓的交易有所降温，整体来看中美增长预期差变化不大；**2)中美利差(chā)中性：**中东局势阶段性缓和后，油价自高位回落，美债收益率同步下行，10年期美债回落至4.5%附近、2年期降至4.0%附近，美元端利率压力阶段性缓解；**3)贸易政策不确定性中性：**中美元首会晤后原则同意互减部分关税，是目前主要支撑；但美伊冲突未解、避险资金回流美元。。
- ◆ **核心观点：**本周人民币延续偏强，即期一度下探至6.78下方，交易区间较前期下移。当前走强主要来自美元与油价回落后外部压力缓解。中间价整体保持平稳，说明汇率运行仍以市场供求为主，短期波动弹性有所提升。往后看，人民币仍具偏强基础，但进一步打开6.75附近空间，需要美元指数有效跌破98、油价维持低位两个条件配合。在这两个变量确认前，汇率更可能在6.75—6.82区间低位震荡消化，6.78附近转为短期枢纽。
- ◆ **风险提示：**1) 油价与通胀再加速；2) 美联储鹰派强化；3) 逆周期校准加码。

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 6.75 区间见底。
 - **预期分歧：**机构博弈区间继续收拢（6.66 – 7.00）。
- ◆ **2027Q1 趋势：**各方预测向 6.75 附近收敛。



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