

油价退潮，利率筑墙： 人民币跌破6.80

华泰期货研究院 2026年06月25日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

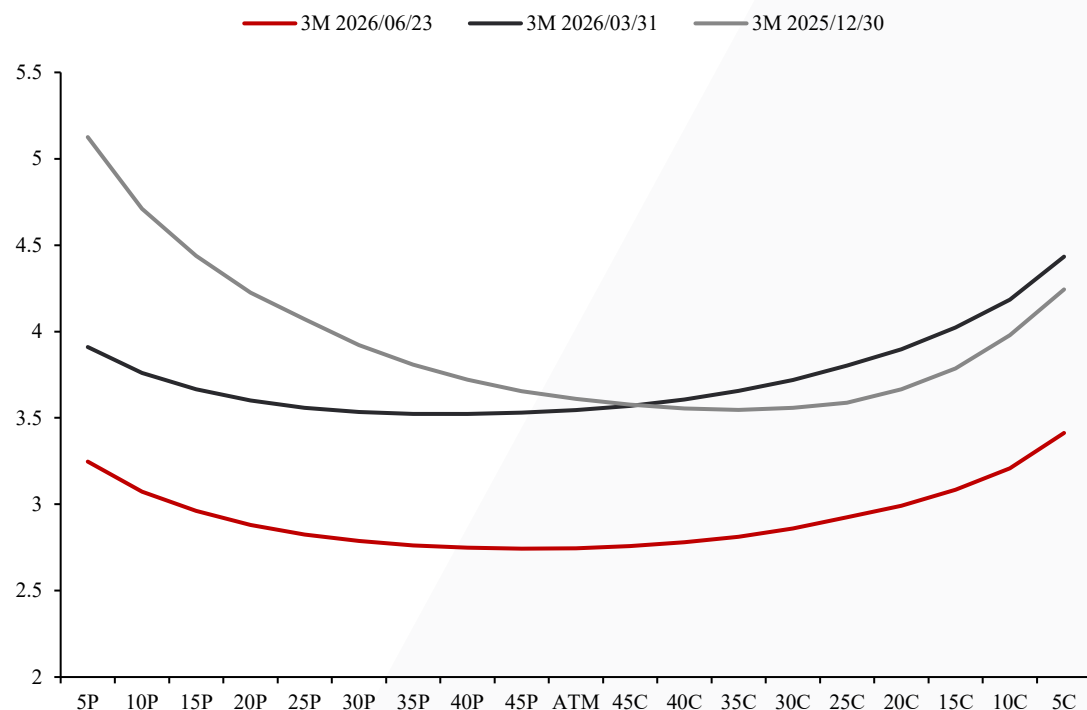


— 量价和政策信号 —



◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出反转趋势，Call端波动率高于Put端

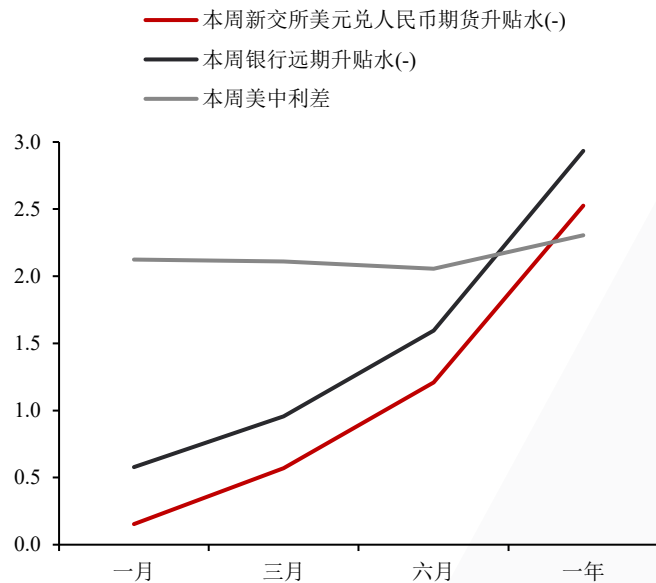
3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构



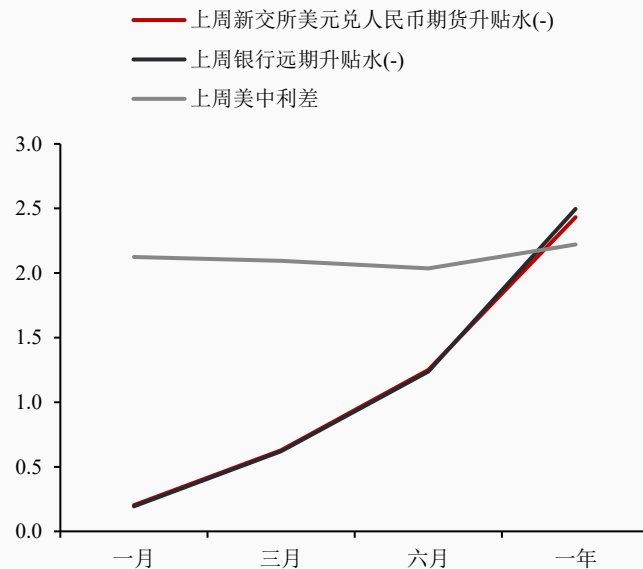
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



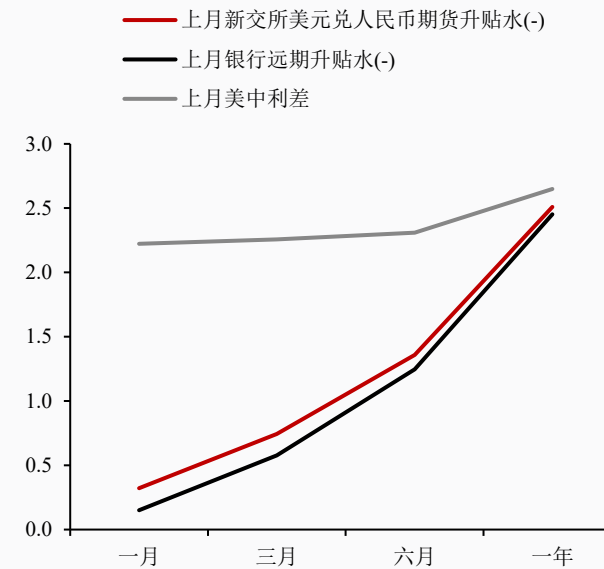
20260622 (%)



20260615 (%)

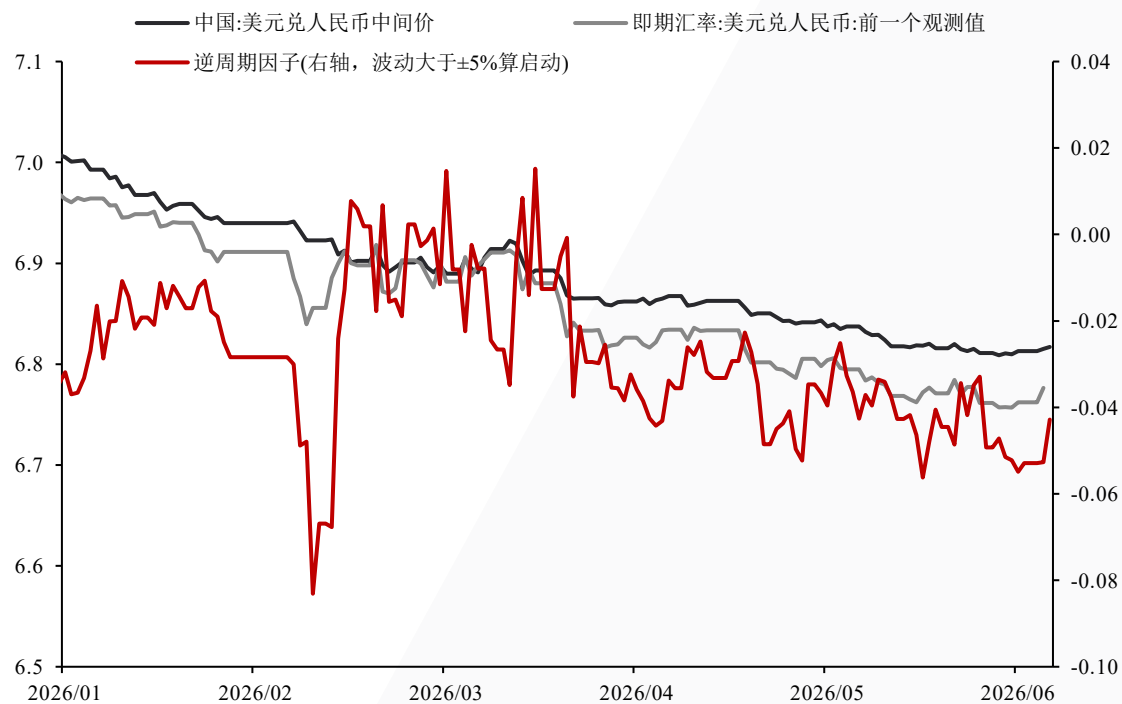


20260525 (%)

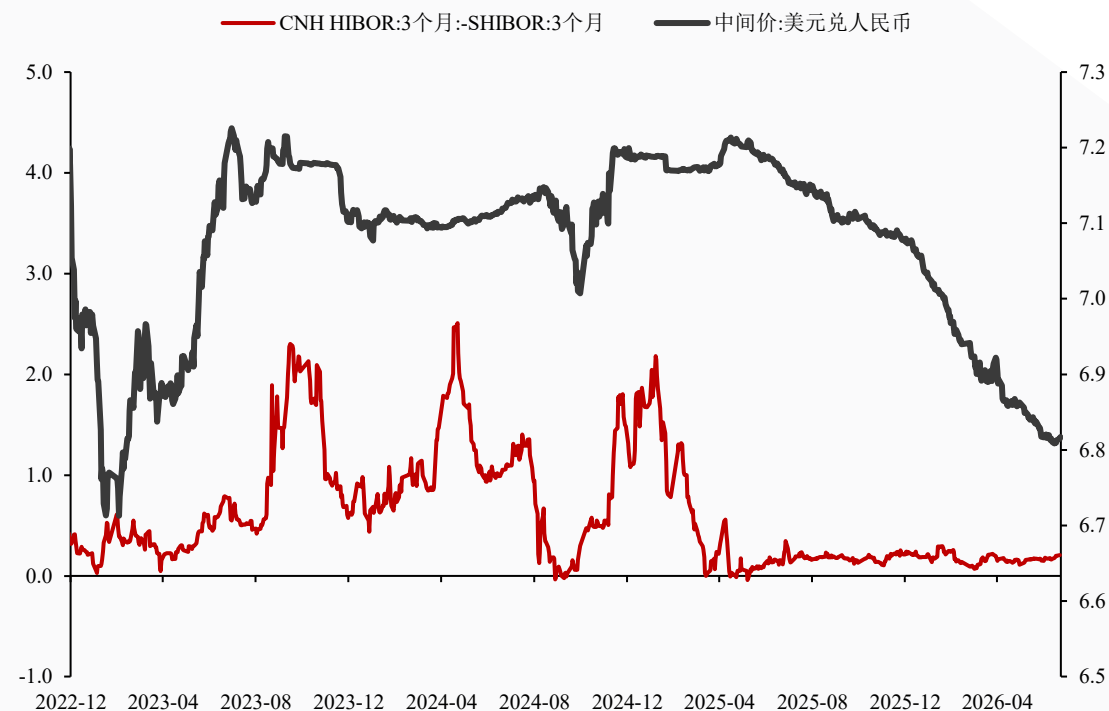


◆ 逆周期因子依旧在-4%附近波动

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】美伊拟签署备忘录

- ◆ 美伊两国总统已通过电子方式签署谅解备忘录。6月21日至22日，双方在瑞士举行首轮高级别谈判并达成5项要点：建立伊朗参与的黎巴嫩停火监督机制；设立霍尔木兹海峡联络热线以推动海峡逐步重新开放；伊朗将在谅解备忘录第13条执行后进入最终谈判阶段；伊朗与卡塔尔签署被冻结资产解冻执行备忘录；美国签发为期60天的石油、石化产品及其衍生品制裁解除文件。伊美谅解备忘录框架下的技术性会谈已于6月22日在瑞士启动；
- ◆ 下一步：海峡通行数量。

01 6/14 美伊备忘录

- 立即停止所以战线战争；美国撤军；30天内解封海峡；
- 暂停对伊朗石油销售制裁，解冻金融资产；向伊朗提供3000亿美元重建计划支持；
- 60天内就其他问题达成最终协议，谈判期间释放240亿伊朗资金；最终协议将涵盖浓缩铀材料和浓缩过程的未来、解除制裁以及伊朗的经济重建计划



常规武器禁运再维持5年，弹道导弹技术相关限制8年

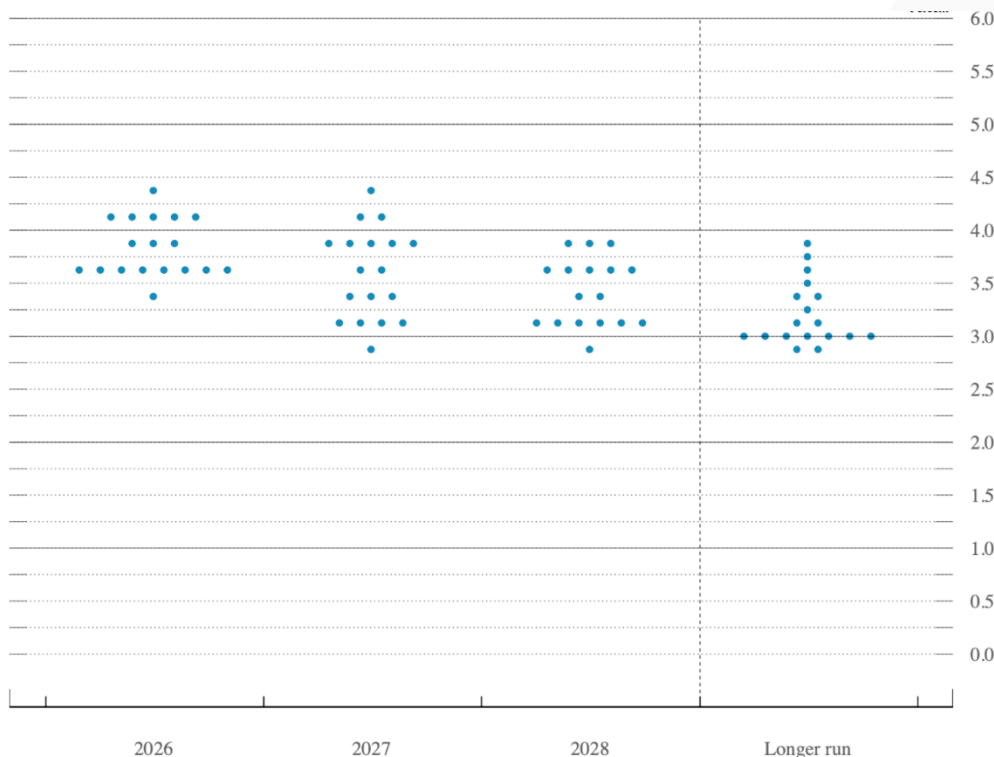
联合国通过新决议，终止所有既往对伊核相关制裁

15年内，铀浓缩丰度不超过3.67%（远低于武器级90%）；离心机数量从约1.9万台减至6104台；低丰度浓缩铀库存从约1万公斤减至300公斤（削减98%）

2015年 伊核协议 02

【事件】6月FOMC

- ◆ **点阵图鹰派：** 取消了26-27年各降息一次，26年转为有一半票数支持加息一次，27年维持不变；决议声明删除暗示未来可能降息的“宽松倾向”（easing bias），并增加“生产率增长与资本投资依然保持强劲”的表述；
- ◆ 本次会议沃什展现出改革联储的决心：决议声明删除前瞻指引，文本大幅精简，沃什未提交点阵图和经济预测；宣布成立联储沟通机制、资产负债表政策、数据指标、生产率与就业、通胀框架五个工作组；



图表4：沃什提出了新的五个领域工作组，分别为修改联储沟通机制、评估资产负债表政策、更新数据指标收集方法论、研究 AI 对生产率和就业的影响、建立新的通胀框架。

工作组	核心议题	主要任务
一、联储沟通机制	美联储对外沟通的形式与功能	审查并改革现行联储沟通框架，包括前瞻性指引、SEP（经济预测摘要）、新闻发布会、会议纪要等
二、资产负债表政策	充裕准备金框架与资产负债表	评估当前充裕准备金框架的利弊，探讨货币政策执行与替代性准备金框架
三、数据指标	数据的准确性、即时性与可操作性	计划引入私营部门实践与 AI 工具以提供更精准、更实时的经济数据
四、生产率与就业	新一代通用技术（AI 等）的经济影响	调研 AI 等通用技术的发展速度、覆盖范围、宏观影响和政策含义，尤其是供给侧生产率红利何时与旺盛需求形成交汇
五、通胀框架	通胀驱动机制与物价稳定路径	审视通胀驱动因素、联储责任边界及测量方法，维持联储 2% 的通胀目标不变

资料来源：美联储，华泰研究

【宏观】美国中期选举

- 执政党统一掌控国会时，黄金>铜>农产品；参众两院分裂时，黄金>铜≈农产品≈软商品>原油；在野党全面掌控国会时，原油>农产品>黄金>铜。
- 美元指数：统一政府情景下，美元选举前承压下行，选举后因财政扩张与高利率预期快速反弹，中长期维持震荡，但该情景样本较少；执政党保留参议院、众议院控制权易手的情景下，美元指数选举前先扬后抑，选举后整体呈区间波动；参众两院控制权均转移至在野党的情景下，美元指数选举前温和走弱；人民币在分裂国会的情景下，相对偏弱。

1942年以来的9次美国中期选举国会掌控权变迁对资产价格影响复盘（选举前为统一国会） | 单位：%

商品

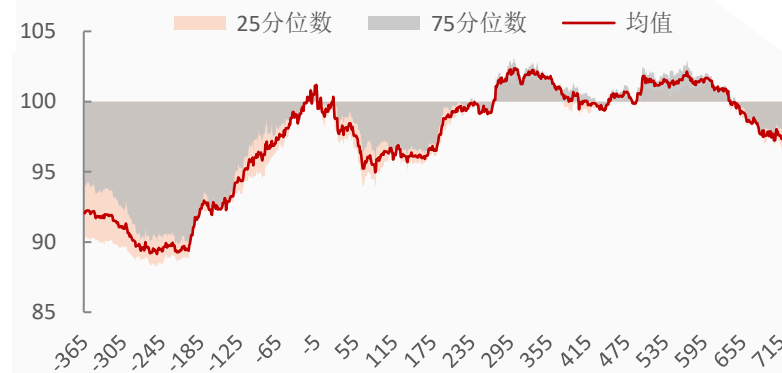
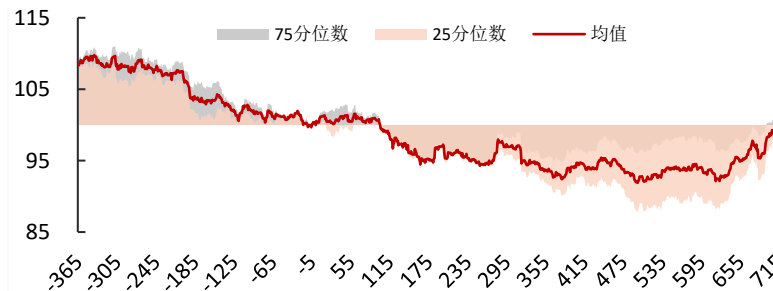
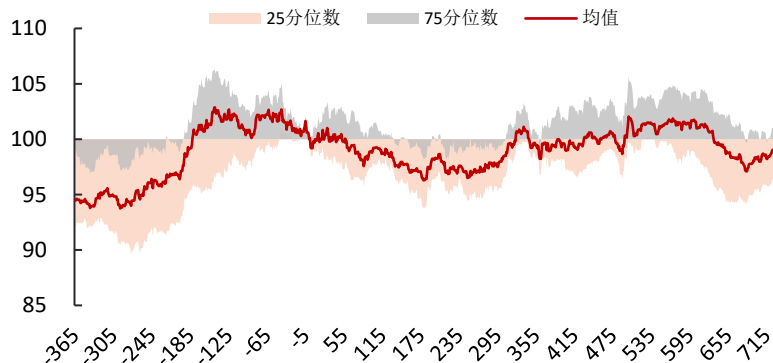
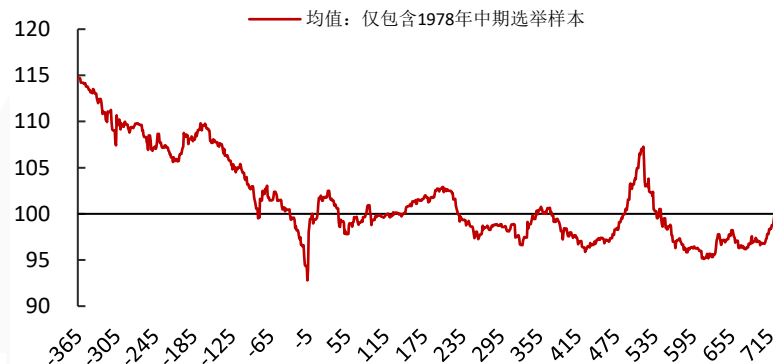
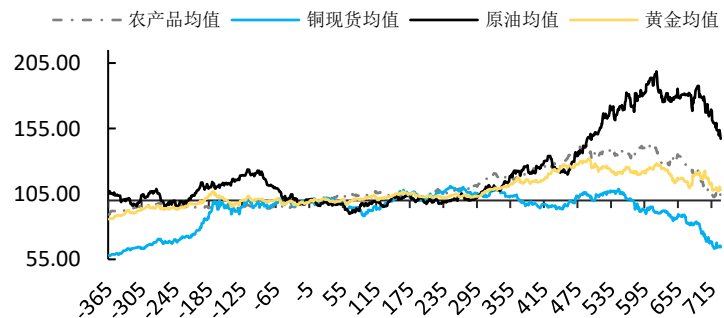
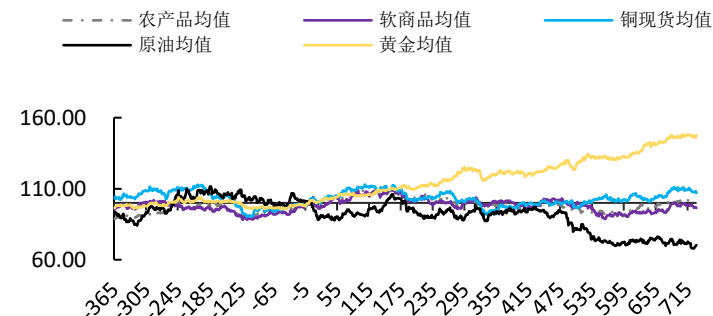
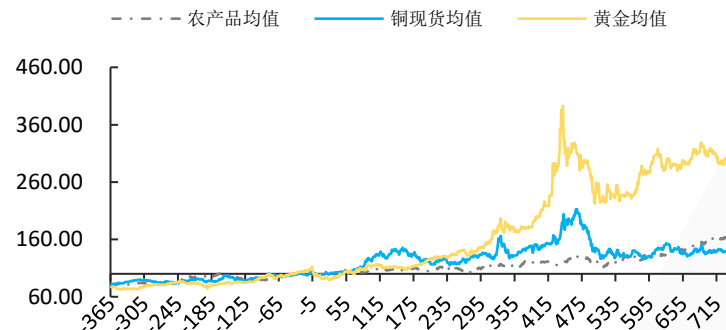
美元指数

美元兑人民币

统一国会

分散国会

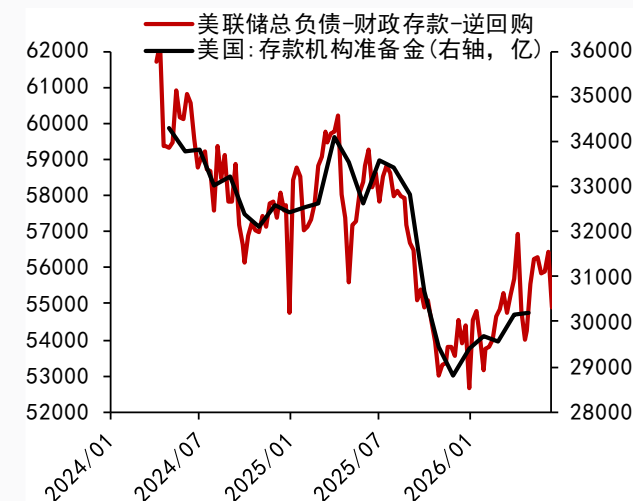
失去国会



【宏观】美联储加息预期上升

- ◆ 市场定价“相对平缓的紧缩周期”，并非连续加息，温和锁表缩表——日本央行宣布明年4月起暂停缩减购债规模，若利率加速上升则增加购债
- ◆ 市场完全定价美联储9月加息25bp；特朗普支持沃什，但表示加息无法接受；

	2026年						2025年												2024年																
	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	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价	衍生品27年4月变动计价								
美国							-0.25		-0.25	-0.25													-0.25	-0.25		-0.50			3.75	-0.75	+37.3bp	+46bp			
欧元区	-0.25												-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60		2.4	0.25	+30bp	+34bp								
日本	-0.25							0.25										0.25					0.15	1	0.5	+19.6bp									
英国							-0.25				-0.25		-0.25				-0.25			-0.25		-0.25	3.75	-0.5	+26.1bp	+35.2bp									
加拿大									-0.25	-0.25						-0.25	-0.25		-0.50		-0.50	-0.25	2.5	-0.5	+13.3bp										
澳大利亚		0.2		-0.25	0.25						-0.25		-0.25				-0.25						4.35	0.5	+15.4bp	+6.8bp									
新西兰							-0.25	-0.50		-0.25			-0.25	-0.25		-0.50	-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	-0.25											
瑞士												-0.25				-0.25			-0.50		-0.25	0	0												
挪威		0.25									-0.25		-0.25									4.25	0												
中国													-0.10															-0.25	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	2.5	0					
印度							-0.25													-0.50		-0.25	-0.25			5.25	-0.25								
印尼	0.50	0.50									-0.25	-0.25	-0.25	-0.25				-0.25													-0.25	5.75	0.25		
泰国							-0.25															-0.25	-0.25		-0.25	1	-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				5	-0.75											
巴西	-0.25	-0.25	-0.25							-0.50	-0.50	-1.00	-2.00	-1.00	0.2	0.50		1.00	1.00	1.00	0.50	0.25	14.25	-0.75											
俄罗斯	-0.25	-0.50	-0.50	-0.50							-0.50	-0.50	-1.00								2.00	1.00	14.25	-5.75											
墨西哥	-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	-1.5											
土耳其							-1.00	-1.50	-1.00	-2.50	-													-2.50	-2.50			37	-9						
南非	0.25								-0.25		-0.25													-0.25	-0.25	-0.25	7	-0.25							
智利							-0.25													-0.25		-0.25	-0.25	4.5	-0.5										
阿根廷																			-3	-3	-5	29	0												



【核心图表】美国经济：经济韧性+通胀上升

- ◆ **就业：韧性。**政府和服务业就业支撑；**通胀：油价上升，限制后续降息预期；**
- ◆ **经济：预期下修。**成屋销售回升，就业市场超预期韧性；

增量的贡献（2024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	2.33	2.33	2.33	2.33	2.33	2.33	2.33
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	55.10	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	%		11.66	2.47	4.01	4.25	4.53	5.40	2.31	3.59	3.74	1.64	5.59
		成屋销售	万套	417	402	401	413	402	427	409	411	408	403	403	398
就业		新增非农就业人数	万人	17.20	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	4.30	4.40	4.30	4.40	4.50	4.40	4.40	4.30	4.30	4.10
		非农职位空缺数	万人	761.8	688.7	692.2	724	655	684.6	717	716.9	691.9	708.9	720.4	
通胀		CPI:当月同比	%	4.20	3.80	3.30	2.40	2.40	2.70	2.70	3.00	2.90	2.70	2.70	2.70
		核心CPI:当月同比	%	2.90	2.80	2.60	2.50	2.50	2.60	2.60	3.00	3.10	3.10	2.90	2.90
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%	4.62	4.66	4.02	3.02	3.78	1.88	3.46	5.60	3.47	4.52	4.15	4.15
		Markit服务业PMI	%	50.70	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	%	2.62	3.47	4.03	4.51	4.05	4.13	4.17	4.67	4.62	4.33	3.81	3.81
		个人消费支出:同比	%	5.94	5.73	5.58	5.13	4.54	5.13	5.25	5.24	5.61	5.30	5.16	5.16
财政	20.3%	财政收入:同比	%	-9.62	-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	%	-8.55	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	-13.9%	出口金额:同比	%	12.56	12.50	12.12	10.41	5.96	5.47	11.75	7.35	3.13	4.87	4.50	4.50
		进口金额:同比	%	9.13	-9.85	-6.99	-11.23	-2.16	-2.43	-3.34	-3.44	-1.90	2.52	-1.22	-1.22

美国
经济
热力
图

【宏观】中国经济：结构分化

◆ 开局良好：出口持续超预期，全球涨价的背景下，国内产品的竞争力上升，中国对美国出口明显改善；但内生动力偏弱。

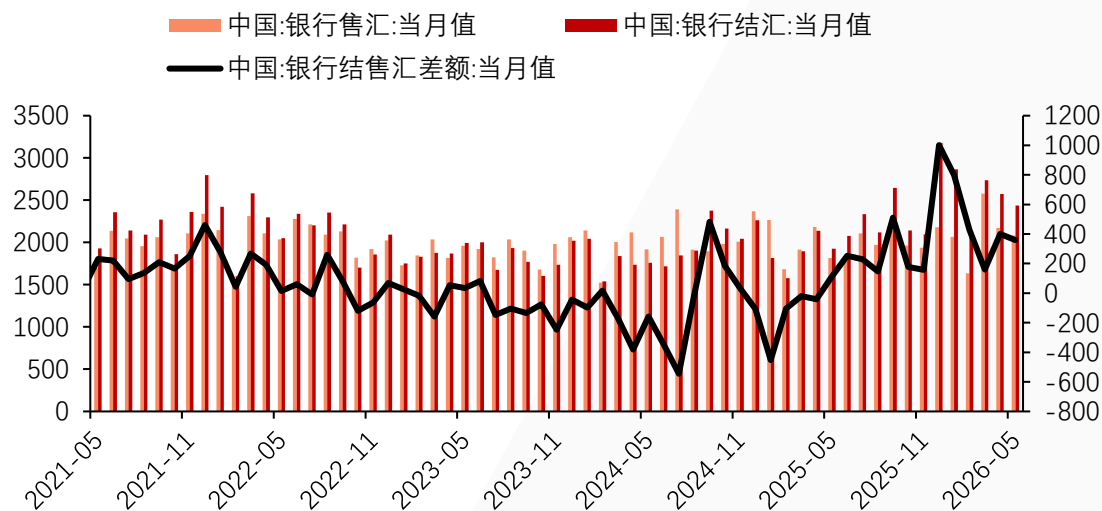
增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06
		GDP:不变价:当季同比	%			5.0			4.5			4.8			5.2
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	15.5	14.5	14.7	21.8	10.0	5.4	5.3	5.3	6.1	5.8	6.0	5.9
		进口金额:累计同比	%	24.5	23.6	23.0	19.8	25.6	0.0	-0.5	-0.8	-1.0	-2.1	-2.6	-3.8
投资	25.2%	固投:累计同比	%	-4.1	-1.6	1.7	1.8		-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8
		地产投资:累计同比	%	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1		-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2
		制造业投资:累计同比	%	-0.4	1.2	4.1	3.1		0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5
		基建投资:累计同比	%	0.8	4.3	8.9	11.4		-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9
		制造业PMI	%	50	50.3	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	1.4	1.9	2.4	2.8		3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5
		服务业PMI	%	50.3	49.6	50.2	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0
通胀		CPI:当月同比	%	1.2	1.2	1	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1
金融		社会融资规模存量:同比	%	7.7	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	5.5	5.6	5.7	6	6.1	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1
财政		财政收入:累计同比	%		3.5	2.4	0.7		-1.7	0.8	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.3
		财政支出:累计同比	%		1.3	2.6	3.6		1	1.4	2	3.1	3.1	3.4	3.4

中国经济热力图

【结售汇】弹药仍在，但已从“单边买盘”降为“减速器”

- ◆ 经常项目：顺差仍高（5月1054亿美元），但出口高增含低基数/前置备货/价格水分，下半年增速或回落。
- ◆ 结汇行为：结汇率近月回落（4月和5月均在50%左右）、结汇潮边际放缓——高度顺周期，美元强则推迟结汇。
- ◆ 存量待结汇：仍有释放空间；但具体须看结汇行为和需求。
- ◆ 结论：弹药在，但短期已从“人民币买盘核心动力”降为“减速器”。

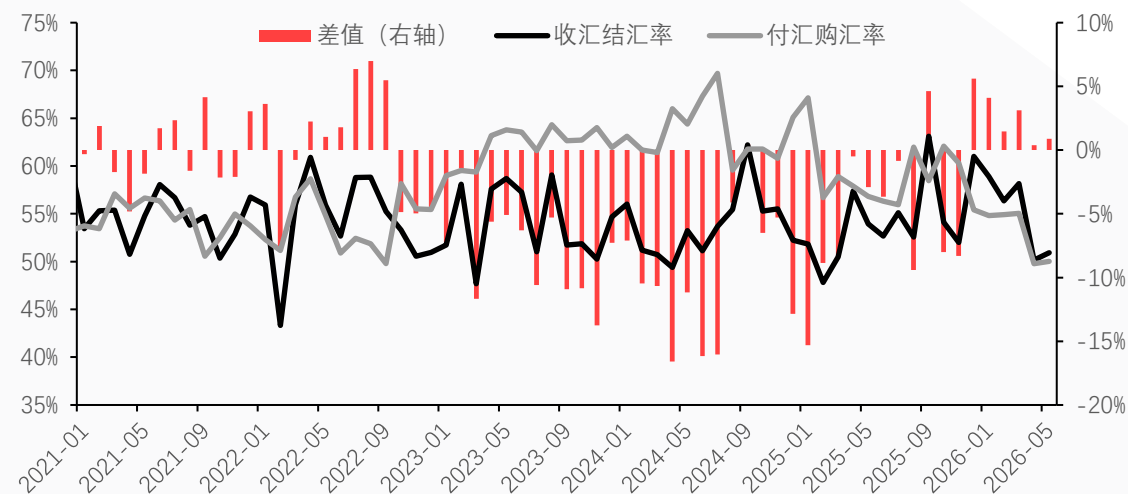
银行结售汇 | 单位：亿美元



\$6000-8000亿

预计应结但未结汇款

收付汇率 | 单位：%



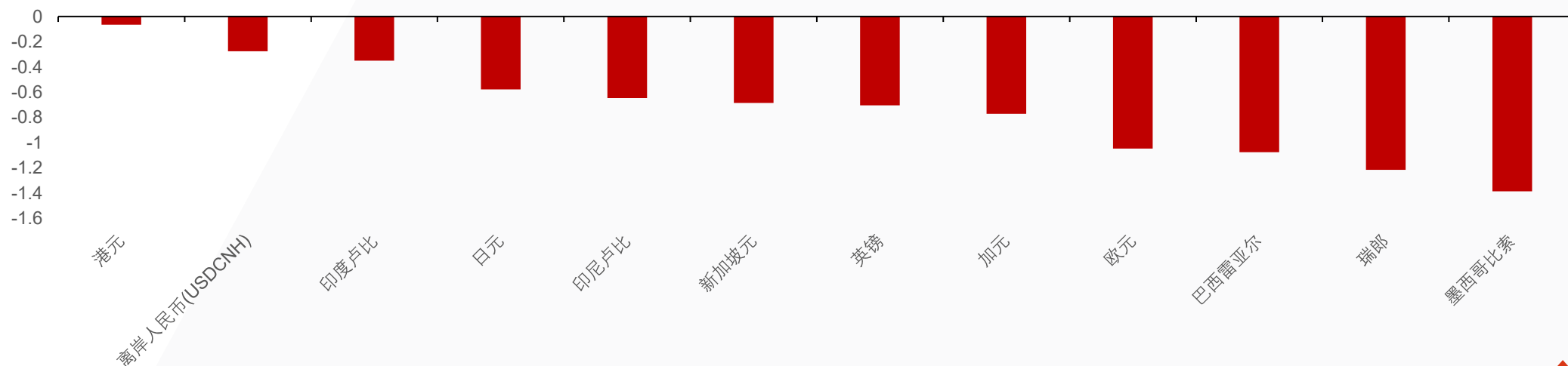
\$500亿+

开年后月均顺差

【总体观点】人民币相对稳定

- ◆ **基本面：1)经济预期差(chā)中性：**美国通胀黏、联储抗通胀强硬，但油价回落缓和压力；中国出口韧性延续；**2)中美利差(chā)利好美元：**联储维持利率、点阵图转鹰，美债利率高位，中美利差深度倒挂未变；**3)贸易政策不确定性中性：**美伊停火暂稳，油价回落，避险美元退潮，但停火脆弱、存反复。
- ◆ **核心观点：**人民币内生只是“维稳”，方向无论短期还是年内都由美元带。本周即期在高位维持偏强，但联储转鹰支撑美元、央行调贬中间价控节奏，人民币缺乏主动升值动能。短期交易区间6.75—6.82，且上下不对称：下沿6.75要打开，需美元回落、结汇重新发力、逆周期因子回归均衡三者同时发生；上沿6.82上探只需一件事——美元站稳并稳步上行，或沃什真加息，或美伊反复推高油价。关键看美元这轮广谱强是温和还是破位：温和则美元、人民币双强延续，人民币在区间里磨；破位则参照2021年双强被打破、USD/CNY上一个台阶。整体判断为区间震荡，方向看美元。
- ◆ **风险提示：**油价走高令美元修复；联储鹰派再加码推升利差压力；中美经贸或关税升温；结汇集中释放过快时逆周期调节加码校准。

6月18日以来的非美货币涨跌幅

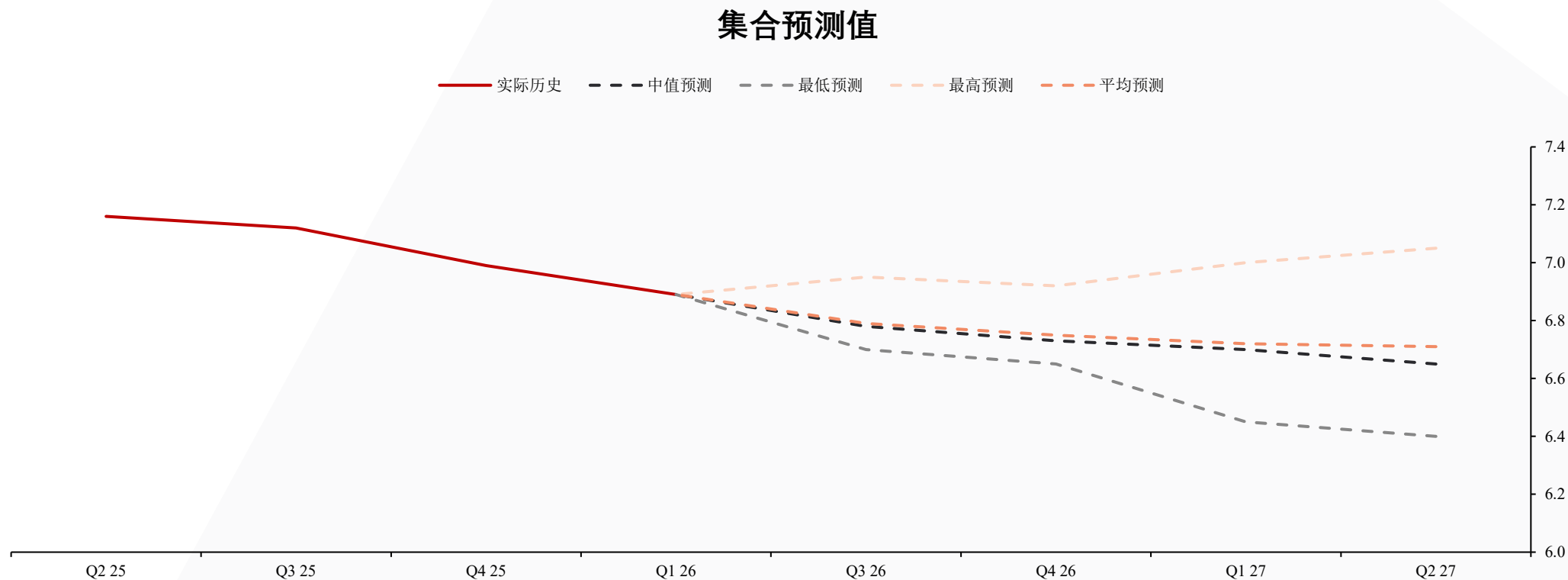


【预期】美元兑人民币汇率市场一致预期

◆ **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（6.65 – 6.92），中值预测在6.73。

◆ **2027Q2 趋势：**各方预测均值向 6.71 附近收敛。

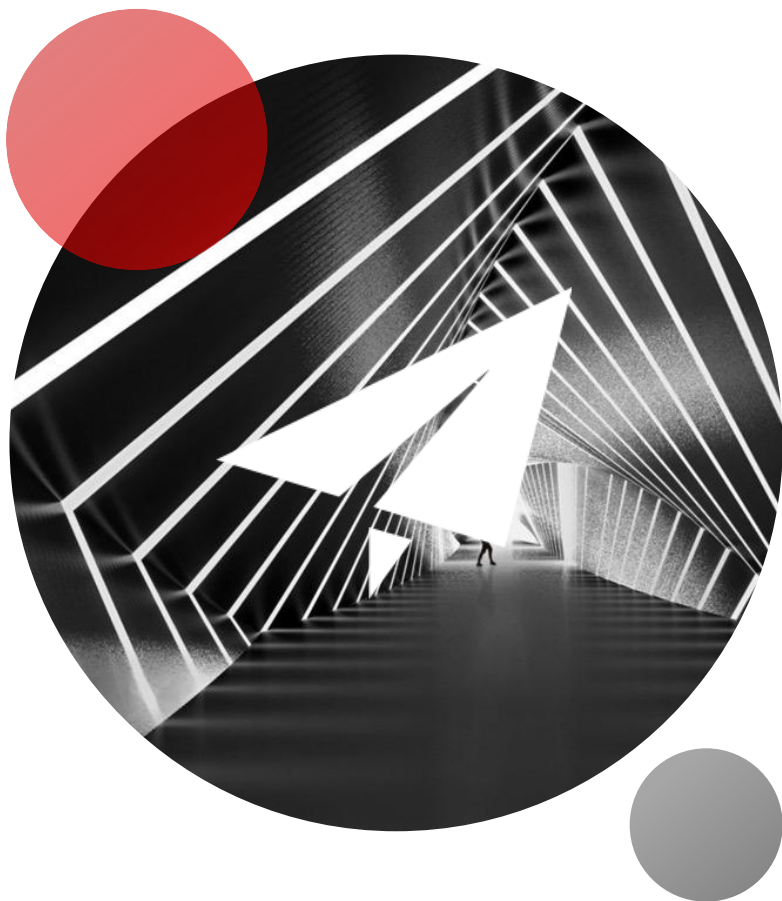


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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