

破位未至，警惕地缘 肥尾风险

华泰期货研究院 2026年07月24日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

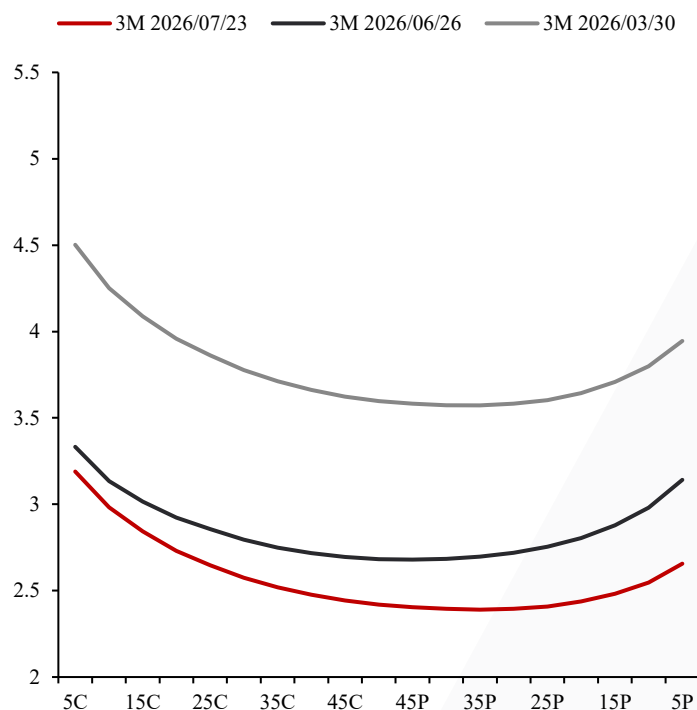


— 量价和政策信号 —

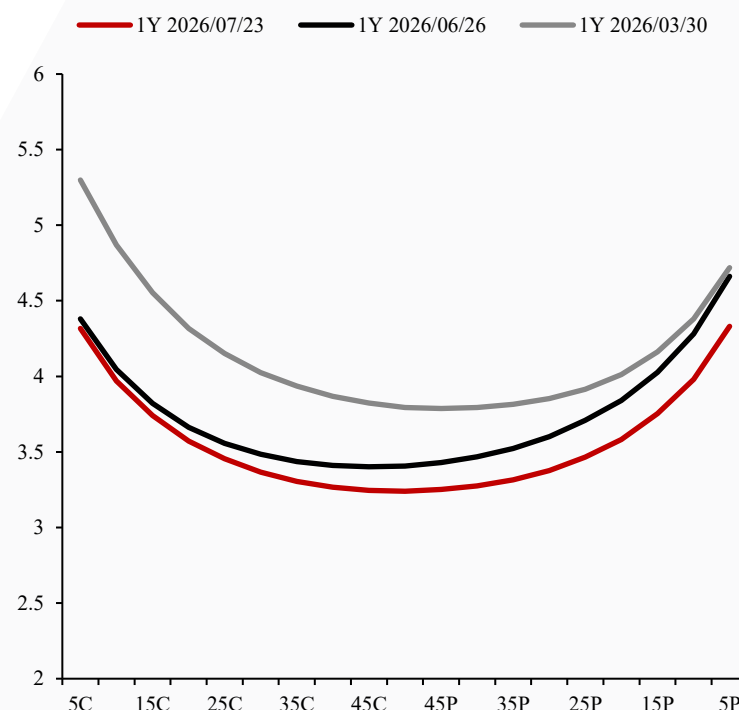


- ◆ 3个月的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示，Call端波动率高于Put端
- ◆ 1年的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示，Call端波动率与Put端持平
- ◆ 多头拥挤：投机性净多头头寸接近300亿美元，维持高位

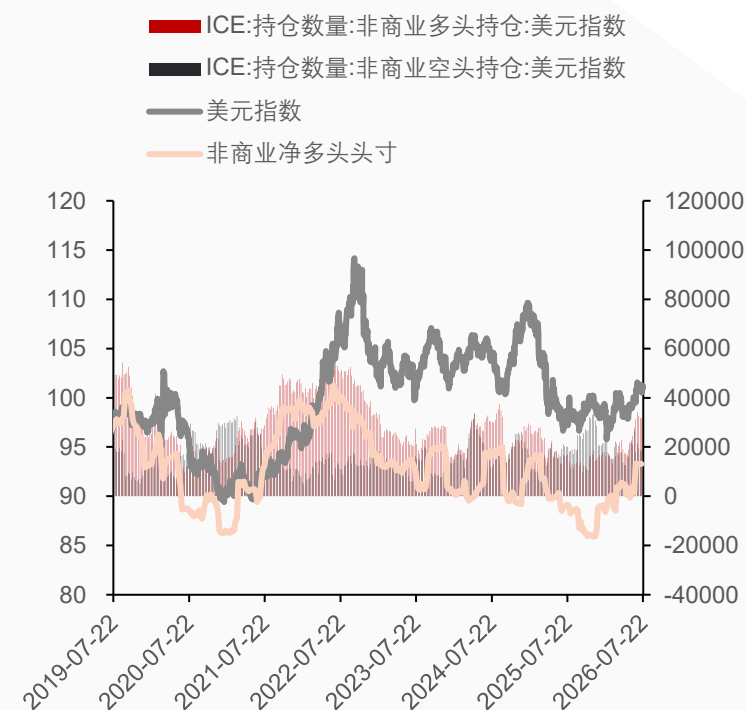
3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构



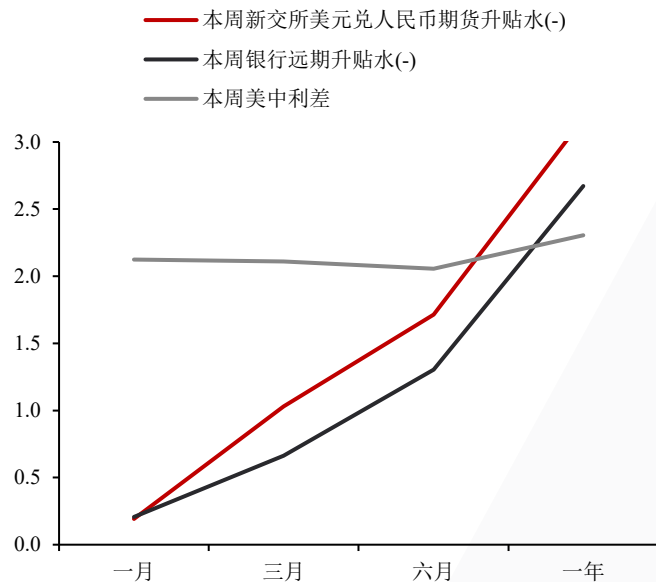
1年的USDCNH期权隐含波动率期限结构



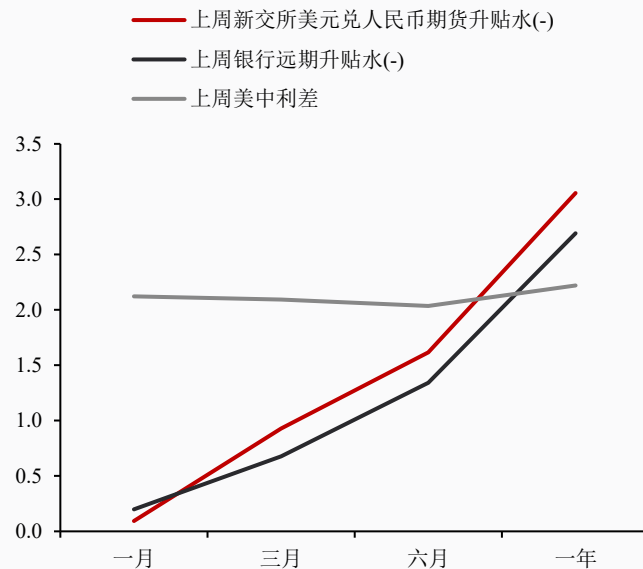
美元指数CFTC持仓



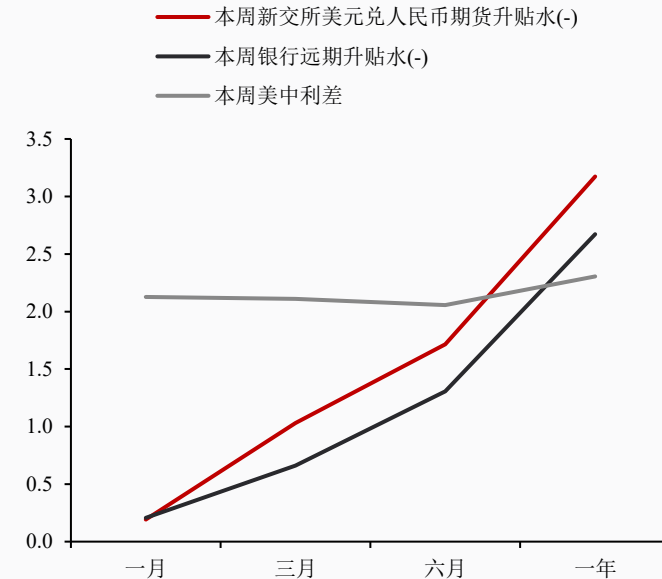
20260722 (%)



20260715 (%)

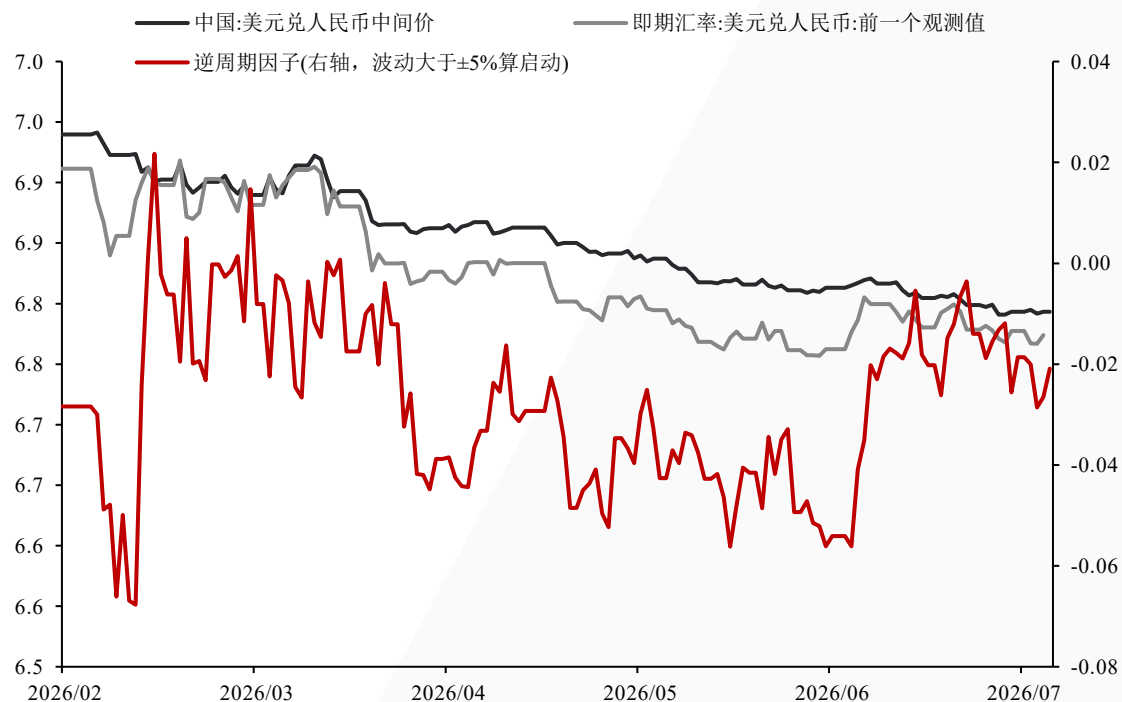


20260624 (%)

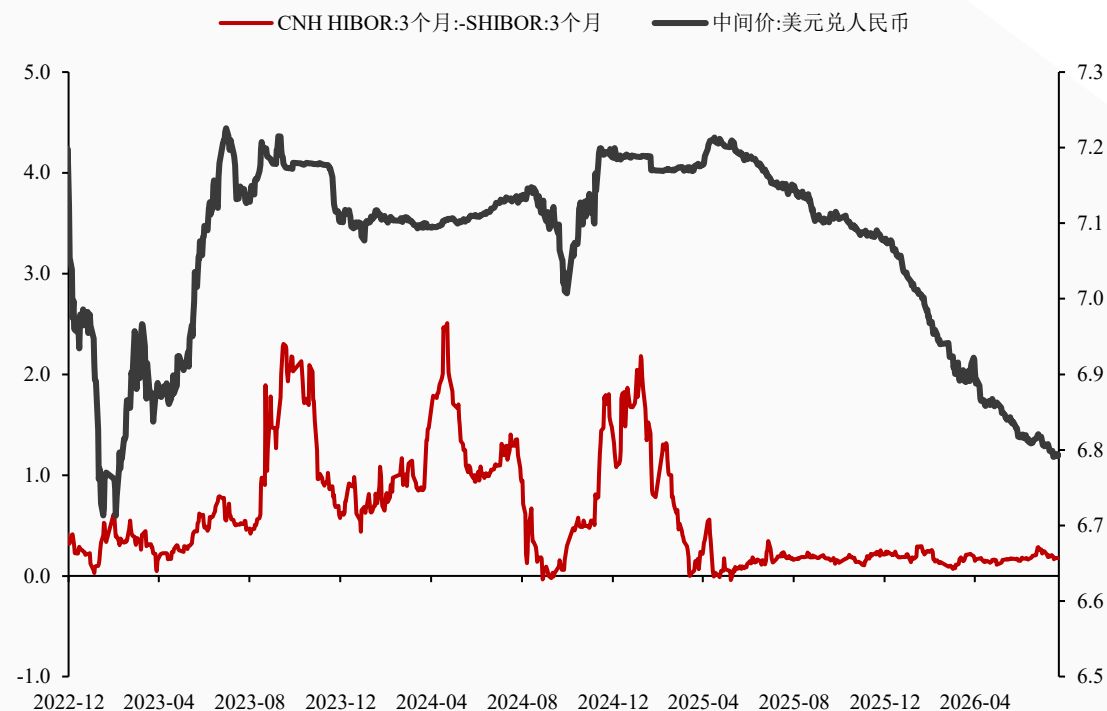


◆ 逆周期因子在 -2% 附近波动，尚未启动

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



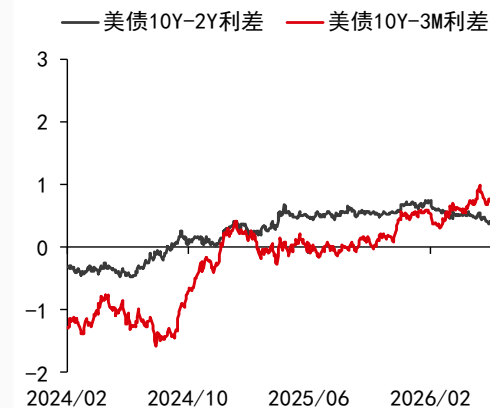


— 基本面及观点 —

【宏观】非美央行加息预期再上升

- ◆ 随着油价重新上升，市场对明年加息计价开始上升；
- ◆ 美联储7、9、10、12月加息25bp的概率分别为23%、58%、28%、39%；非美央行明年的加息计价继续上升；
- ◆ 沃什：向国会议员反复强调一项承诺：美联储将把通胀压低，FOMC的成员“对持续高企的通胀零容忍”；

	2026年							2025年												2024年				最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价	衍生品27年6月变动计价
	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	2月	1月	12月	11月	10月	9月				
美国								-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50	3.75	-0.75	+37.2bp	+48.4bp
欧元区		0.2												-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60	2.4	0.25	+45.2bp	+60bp
日本		0.2						0.2											0.2					1	0.5	+24.4bp	
英国								-0.25				-0.25			-0.25		-0.25	-0.25			-0.25			3.75	-0.5	+40bp	+62.7bp
加拿大									-0.25	-0.25							-0.25	-0.25		-0.25	-0.50	-0.50	-0.25	2.5	-0.5	+15.8bp	
澳大利亚			0.2		0.2	0.2						-0.25			-0.25		-0.25	-0.25						4.35	0.5	+19bp	+17bp
新西兰	0.2							-0.25	-0.50		-0.25				-0.25	-0.25	-0.50	-0.50		-0.50	-0.50			2.5	-0.75		
瑞典									-0.25					-0.25			-0.25	-0.25		-0.50	-0.25			1.75	-0.25		
瑞士														-0.25			-0.25			-0.50			-0.25	0	0		
挪威		0.2									-0.25													4.25	0		
中国															-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	0.2														-0.25		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25			2.75	0.25		
印度								-0.25						-0.50		-0.25	-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	0.5		
泰国					-0.25			-0.25			-0.25				-0.25		-0.25	-0.25						1	-0.75		
马来西亚												-0.25												2.75	0		
菲律宾	0.25		0.2		-0.25			-0.25	-0.25	-0.25		-0.25			-0.25		-0.25			-0.25	-0.25			5.25	-0.5		
巴西	-0.25	-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		1.00	0.50	0.25		14.25	-0.75		
俄罗斯	-0.25	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50			-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.25	-0.25			6.5	-1.5		
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	-0.50	-0.50		-0.25	-0.25						
土耳其						-1.00	-1.50	-1.00	-	-	-	-	-	-	3.50	-2.50	-2.50	-2.50	-2.50	-2.50	-2.50			37	-6		
南非		0.2							-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	-0.25		
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。** 新增和失业率均下降；**通胀：** 油价上升，限制后续降息预期；
- ◆ **经济：韧性。** 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	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07
		GDP:不变价:同比	%				2.66		1.99		2.33				
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	53.90	55.10	54.50	52.30	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.31	12.19	2.47	4.01	4.25	4.53	5.40	2.31	3.59	3.74	1.64
		成屋销售	万套	409	419	404	401	413	402	427	409	411	408	403	403
就业		新增非农就业人数	万人	5.70	17.20	11.50	17.80	-9.20	13.00	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30
		失业率（色阶相反）	%	4.20	4.30	4.30	4.30	4.40	4.30	4.40	4.50	4.40	4.40	4.30	4.30
		非农职位空缺数	万人		759.4	758.5	688.7	692.2	724	655	684.6	717	716.9	691.9	708.9
通胀		CPI:当月同比	%	3.50	4.20	3.80	3.30	2.40	2.40	2.70	2.70	3.00	2.90	2.70	
		核心CPI:当月同比	%	2.60	2.90	2.80	2.60	2.50	2.50	2.60	2.60	3.00	3.10	3.10	
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%	8.40	5.67	4.63	4.71	4.02	3.02	3.78	1.88	3.46	5.60	3.47	4.52
		Markit服务业PMI	%	51.20	50.70	51.00	49.80	51.70	52.70	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70
		个人可支配收入:同比	%	4.09	2.68	3.55	4.03	4.51	4.05	4.13	4.17	4.67	4.62	4.33	
		个人消费支出:同比	%	6.29	5.58	5.47	5.58	5.13	4.54	5.13	5.25	5.24	5.61	5.30	
财政	20.3%	财政收入:同比	%	-5.83	-9.62	-1.51	4.68	5.63	9.11	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46
		财政支出:同比	%	23.35	-8.55	5.16	3.94	2.85	1.98	16.26	-23.82	17.88	-22.60	0.36	9.67
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%	12.56	12.94	12.50	12.12	10.41	5.96	5.47	11.75	7.35	3.13	4.87	
		进口金额:同比	%	13.26	9.07	-9.85	-6.99	-11.23	-2.16	-2.43	-3.34	-3.44	-1.90	2.52	

美国
经济
热力
图

◆ 内外分化：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。

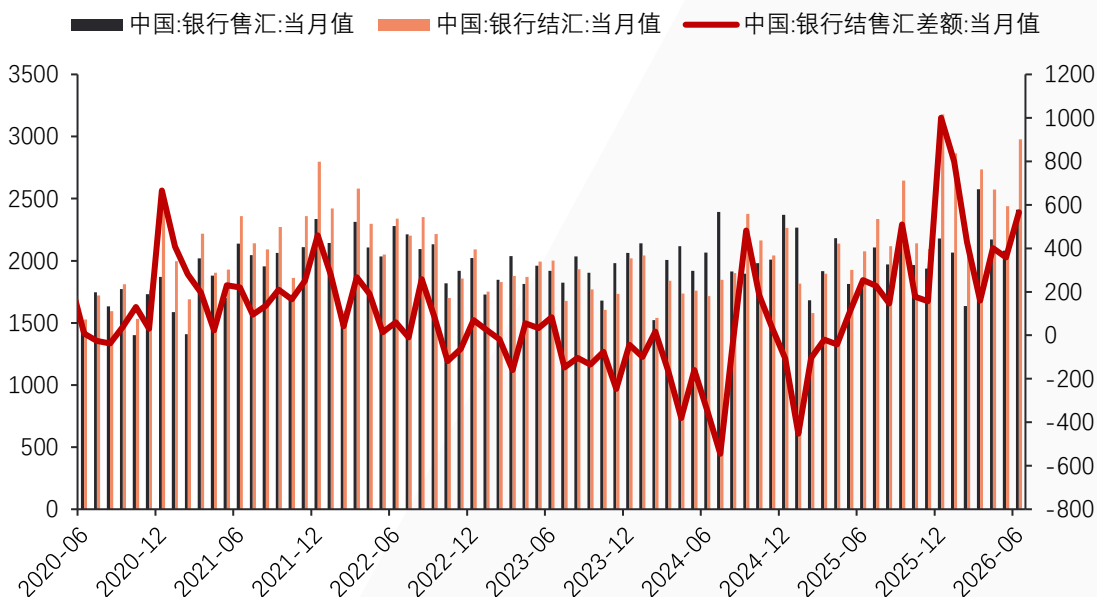
增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2026/06	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07
		GDP:不变价:当季同比	%	4.3			5.0			4.5		4.8			
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	17.6	15.5	14.5	14.7	21.8	10.0	5.4	5.3	5.3	6.1	5.8	6.0
		进口金额:累计同比	%	26.6	24.5	23.6	23.0	19.8	25.6	0.0	-0.5	-0.8	-1.0	-2.1	-2.6
投资	25.2%	固投:累计同比	%	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8	N/A	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6
		地产投资:累计同比	%	-18.0	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1	N/A	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0
		制造业投资:累计同比	%	-1.2	-0.4	1.2	4.1	3.1	N/A	0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2
		基建投资:累计同比	%	-2.4	0.8	4.3	8.9	11.4	N/A	-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3
		制造业PMI	%	50.3	50	50.3	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	1.3	1.4	1.9	2.4	2.8	N/A	3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8
		服务业PMI	%	50.4	50.3	49.6	50.2	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	5.0	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2
通胀		CPI:当月同比	%	1	1.2	1.2	1	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0
金融		社会融资规模存量:同比	%	7.4	7.7	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	5.2	5.5	5.6	5.7	6	6.1	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9
财政		财政收入:累计同比	%	N/A	4	3.5	2.4	0.7	N/A	-1.7	0.8	0.8	0.5	0.3	0.1
		财政支出:累计同比	%	N/A	0.8	1.3	2.6	3.6	N/A	1	1.4	2	3.1	3.1	3.4

中国经济热力图

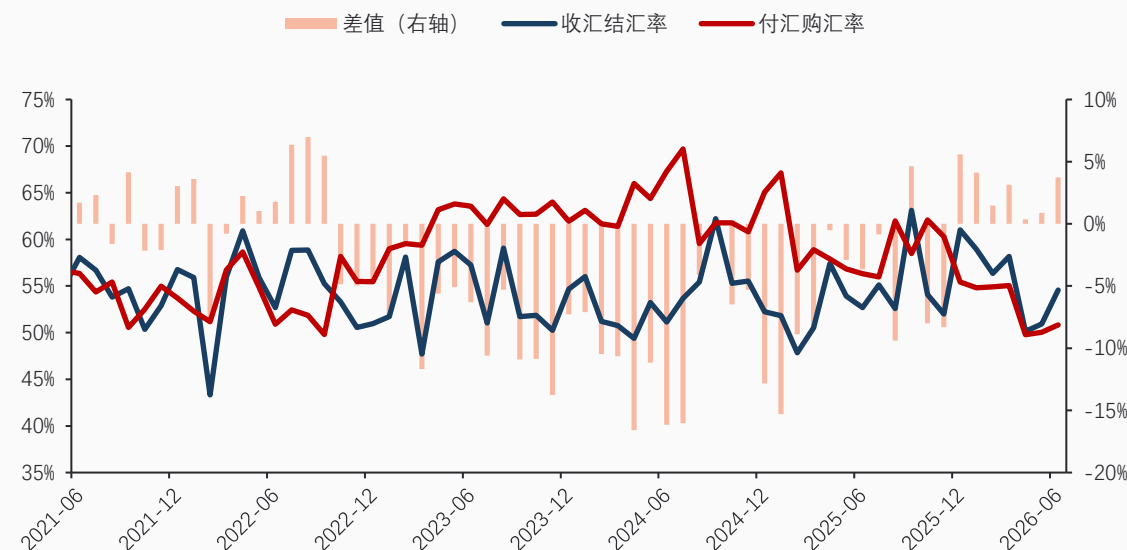
【结售汇】出口放量带动6月顺差走扩

- ◆ **量的基础是出口高增：**6月出口4123.9亿美元、同比增长27.0%（前值19.4%），货物贸易顺差扩大至1256.2亿美元，主要由AI产业链高景气、新能源替代效应与去年低基数三重驱动，做大了企业的收汇基数
- ◆ **结售汇顺差随之回升：**由357.92亿美元升至566.62亿美元，结汇2978.36亿、售汇2411.74亿均维持在较高水平；其中代客顺差由416.70亿扩大至574.20亿，贡献绝大部分增量
- ◆ **汇率择时加快了释放节奏：**6月美元指数回升、人民币环比贬值0.3%，企业逢高早结汇，收汇结汇率环比回升3.64个百分点至54.56%，快于付汇购汇率0.79个百分点的升幅（升至50.03%）；但上半年结汇率仅65%、与去年基本持平，意愿并未趋势性抬升

银行结售汇 | 单位：亿美元



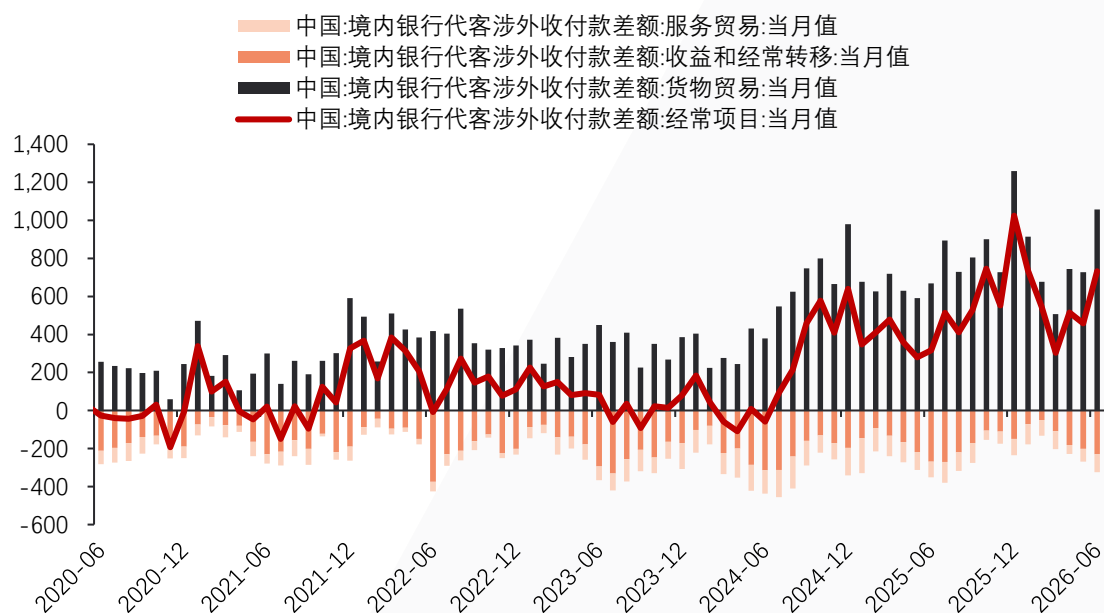
收付汇率 | 单位：%



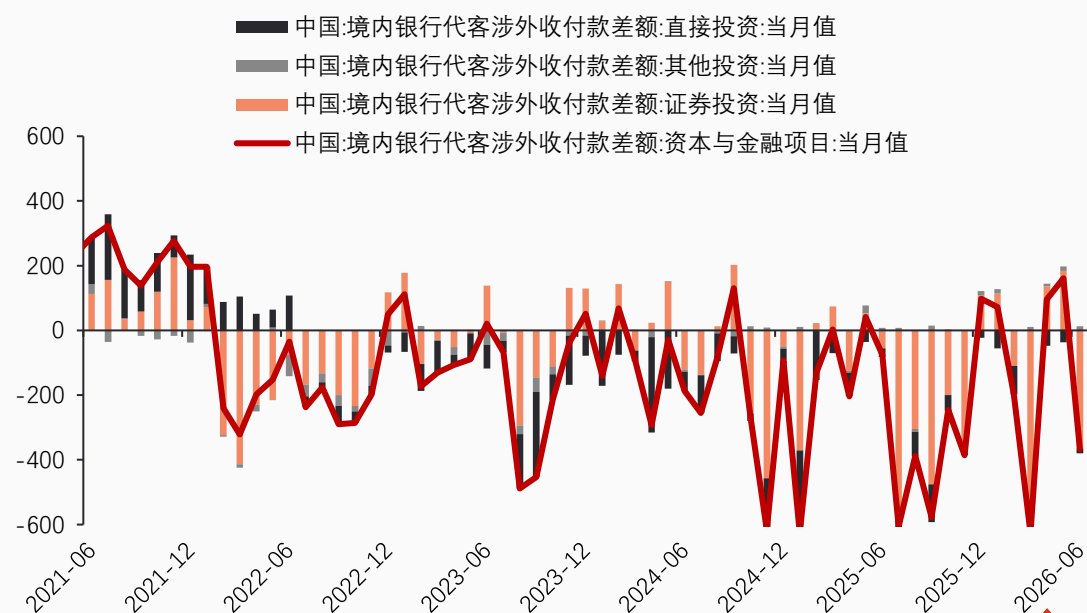
【结售汇】跨境涉外收付款：经常账户稳，资本账户波动

- ◆ **总量回落：**6月境内银行代客涉外收付款顺差由635.22亿美元回落至371.37亿美元，收窄由资本项拖累所致，并非基本面走弱
- ◆ **经常项目走强：**顺差由458.15亿扩大至732.65亿美元，核心是货物贸易顺差升至1057.47亿美元，继续发挥压舱石作用；服务贸易逆差扩大至93.89亿美元、收益与经常转移逆差扩大，形成有限对冲
- ◆ **资本与金融项目转逆：**由160.76亿美元顺差转为366.29亿美元逆差，核心是证券投资净流出约364.93亿美元；直接投资逆差收窄至15.22亿美元，其他投资报12.80亿美元
- ◆ **证券投资拆解：**南向资金6月净流入约271.11亿港元（对应对外证券投资流出），外资减持银行间债券约100亿元、上半年累计减持约2600亿元，两端共同解释证券投资由顺转逆

银行代客涉外收付款差额分项：经常项目 | 单位：亿美元



银行代客涉外收付款差额分项：资本与金融项目 | 单位：亿美元



【总体观点】破位未至，区间反复

◆ **核心区间：**核心区间6.75 — 6.80，中枢6.77。下破6.75需美元有效跌穿100且油价回落配合，上破6.80需联储偏鹰叠加油价继续上冲。

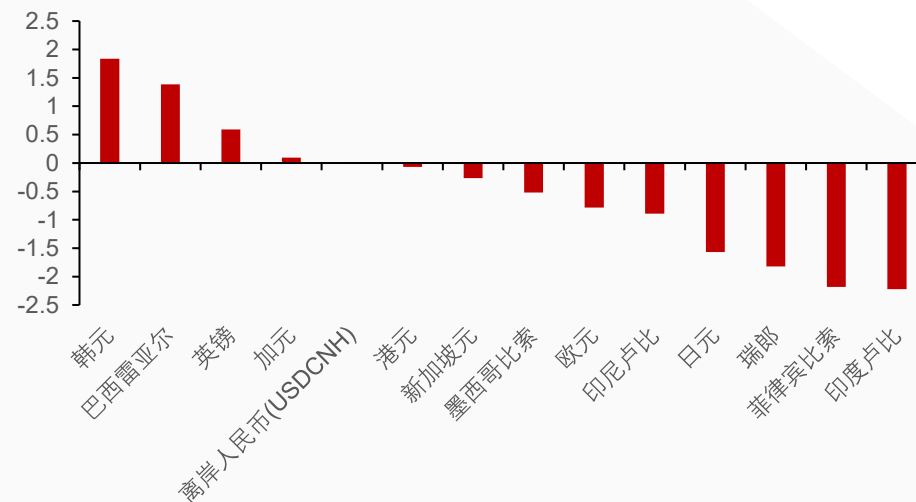
◆ 本周重点事件

- **供给冲击：**伊朗革命卫队宣称完全封锁霍尔木兹，三艘油轮受阻一艘爆炸，油价创六周新高，国内原油主力周四早盘涨近4%，美油剑指90。
- **美元失效：**美元指数周三创五日新高101.21，但澳元周二冲到0.7026的月内高位，欧元守在1.14上方，英镑连跌四日后反弹，非美货币并未跟随走弱。
- **双重脱敏：**封锁与红海袭击同步发生，风险货币却没有出现避险式抛售，说明加息预期已被基本消化，美元难再靠它上行，汇率对美伊冲突头条也已脱敏。
- **加息预期：**9月加息概率升至约55%，下周会议维持不变概率约66%至75%，联储已进入静默期。

◆ 风险提示：

- **地缘与油价：**需警惕双向肥尾风险——封锁延长或冲突外溢可能推动油价、长端美债与美元跳升；若停火或通航恢复超预期，油价和避险溢价也可能快速回吐，汇率随之反向重定价。
- **关税超预期：**122条款7月24日到期后由301与338接棒，338首次启用即绕开原产地规则，对华产能过剩301与协议履约301均未出结论，加税时点、税率、范围都无法提前定价。风险不在已公布的12.5%，而在后续超预期的对华措施。
- **联储路径：**7月28—29日会议前后鹰派口径延续，加息定价重启，人民币被动承压。
- **外部流动性：**日元处于历史极弱区间，若套息交易集中平仓，亚洲货币可能出现与基本面无关的短时冲击。

美元指数这一轮上100之后非美货币相对美元的变动幅度

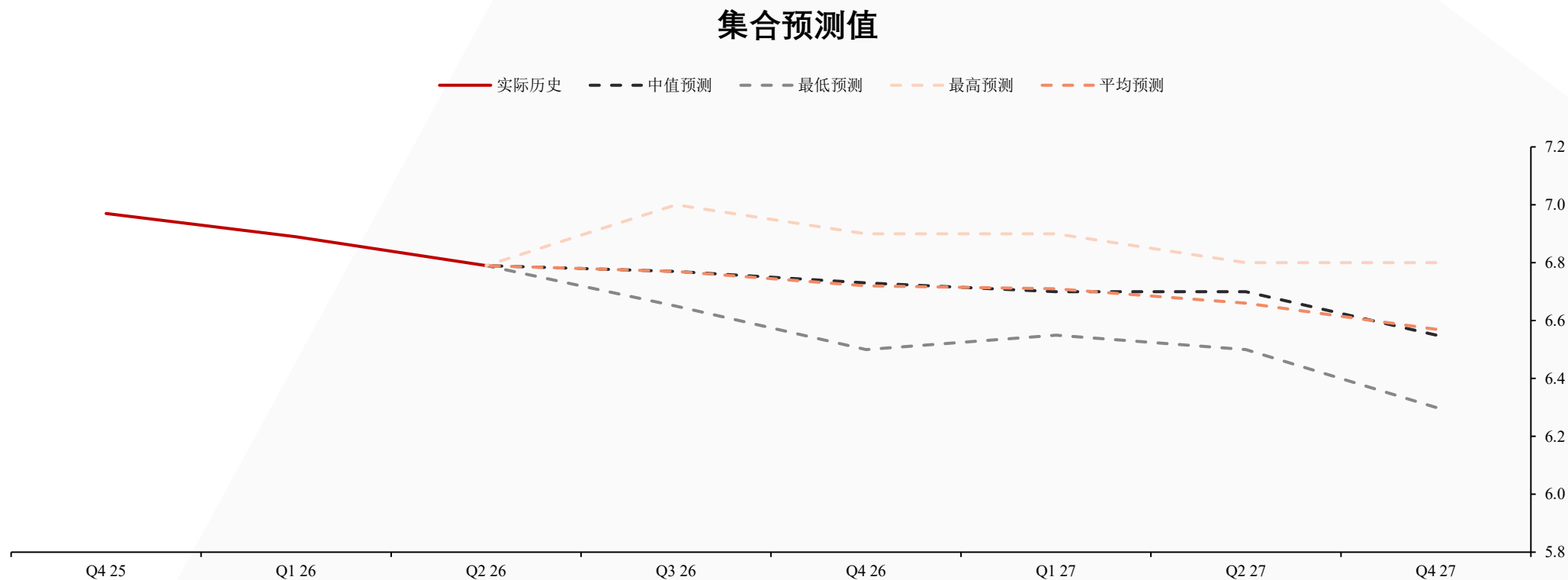


【预期】美元兑人民币汇率市场一致预期

◆ **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 6.77 区间见底。
- **预期分歧：**机构博弈区间继续收拢（6.5 – 6.9），中值预测在6.77。

◆ **2027 趋势：**各方预测均值向 6.5 附近收敛。

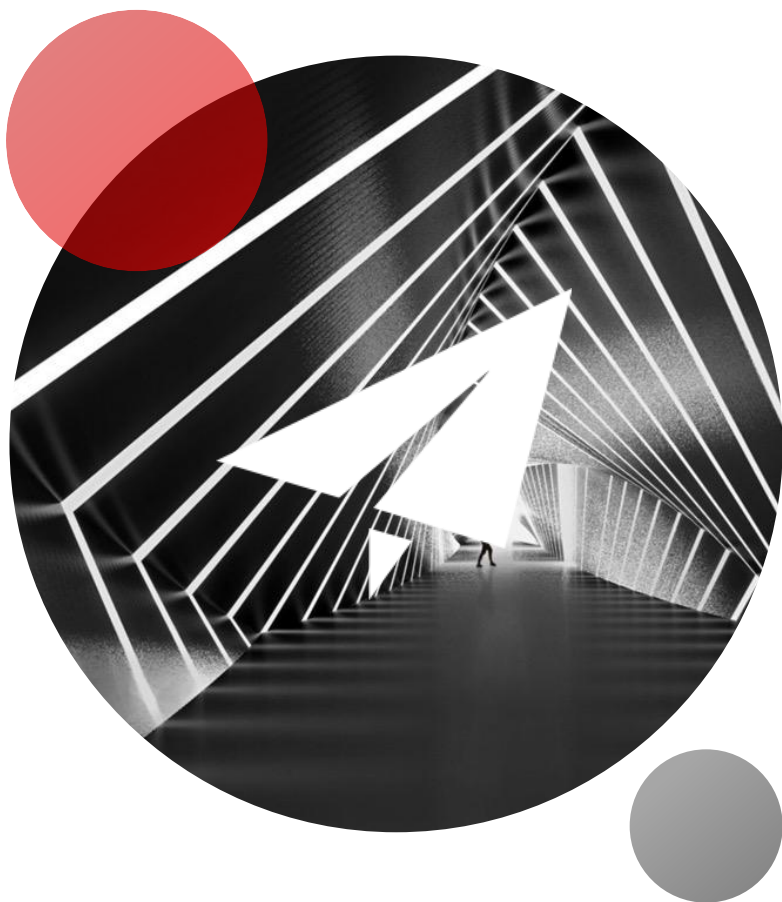


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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